

İŞLETMELERDE DÖVİZ KURU RİSKİNDEN KORUNMA (HEDGİNG)
YÖNTEMLERİ: İMKB'DE İŞLEM GÖREN İMALAT İŞLETMELERİ ÜZERİNE
BİR ARAŞTIRMA

Letife MÜHSÜRLER ÖZDEMİR

Yüksek Lisans Tezi

İşletme Anabilim Dalı

Danışman: Prof. Dr. M. Kemalettin ÇONKAR

Afyonkarahisar

Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

Haziran 2005

Bu tez çalışması AKÜAF'ca desteklenmiştir. Proje No: 042İİBF09

TEZ JÜRİSİ VE ENSTİTÜ MÜDÜRLÜĞÜ ONAYI

		İmza
Tez Danışmanı	: Prof. Dr. M.Kemalettin ÇONKAR
Jüri Üyeleri	: Yrd. Doç. Dr. Veysel KULA
	Yrd. Doç. Dr. Erdal DEMİRHAN

Letife ÖZDEMİR'in "İşletmelerde Döviz Kuru Riskinden Korunma (Hedging) Yöntemleri: İMKB'de İşlem Gören İmalat İşletmeleri Üzerine Bir Araştırma" başlıklı tezini değerlendirmek üzere 22/06/2005 tarihinde, yukarıdaki jüri tarafından Lisansüstü Eğitim Öğretim ve Sınav Yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca, İşletme Anabilim dalında, Yüksek Lisans Yeterlilik tezi olarak değerlendirilerek kabul edilmiştir.

Enstitü Müdürü

Doç. Dr. M. Ali ÖZDEMİR

YÜKSEK LİSANS TEZ ÖZETİ**İŞLETMELERDE DÖVİZ KURU RİSKİNDEN KORUNMA (HEDGİNG)
YÖNTEMLERİ: İMKB'DE İŞLEM GÖREN İMALAT İŞLETMELERİ ÜZERİNE
BİR ARAŞTIRMA**

Letife ÖZDEMİR

İşletme Anabilin Dalı

Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

Haziran 2005

Danışman: Prof. Dr. M. Kemalettin ÇONKAR

Çalışmada işletmelerin döviz kuru dalgalanmaları sonucunda karşılaştığı döviz kuru riskinden korunma (hedging) yöntemleri incelenmiştir. Öncelikle döviz kuru riski ile döviz kuru risk yönetim kavramları ele alınmış, döviz kuru risk çeşitleri olan işlem, ekonomik ile muhasebe riskleri incelenmiş ve döviz kuru riskinden korunma yöntemleri açıklanmıştır. Daha sonra İMKB'de işlem gören 60 imalat işletmesine uygulanan anket çalışması ile işletmelerin döviz kuru risklerinden nasıl etkilendiği ve bu etkileri azaltmak için kullandıkları döviz kuru riskinden korunma yöntemleri belirlenmeye çalışılmıştır. Anket sonuçları, işletmelerin döviz kuru risklerinden ekonomik risk ve işlem riskinden çok etkilendiğini ortaya koymuştur. İşletmeler, işlem riskinden korunmak için işletme içi yöntemleri kullanırken, işletme dışı yöntemler hakkında detaylı bilgileri olmasına rağmen, bu yöntemleri yeterince kullanmamaktadırlar. İşletmeler ekonomik riskten korunmak için ise, pazarlama ve finans stratejilerini uygulamaktadırlar.

ABSTRACT

FOREIGN EXCHANGE HEDGING TECHNIQUES:AN EMPIRICAL
SURVEY OF MANUFACTURING COMPANIES LISTED AT IMKB

Letife ÖZDEMİR

Department of Management

Afyon Kocatepe Üniversitesi, The Institute of Social Sciences

June 2005

Advisor: Prof. Dr. M. Kemalettin ÇONKAR

This dissertation aims at investigating the use of foreign Exchange (FX) hedging techniques by manufacturing companies in response to the changes in FX rates. Following the comprehensive analysis of the concepts of FX risk and its management, the study explored the FX risk and the relevant hedging methods in three groups: transaction, economic and translation risks. Drawing on the data obtained from a survey on 60 manufacturing companies listed at IMKB, the study aimed at to find out how these companies are affected from FX risk and how they protect themselves against it. The survey result show that, companies are mainly affected from economic and transaction risks. Companies generally use internal hedging techniques to hedge the transcation risk. Although they don't use external hedging techniques, they have detailed information about them. Companies use marketing and finance strategies to hedge the economic risks.

ÖZGEÇMİŞ

Letife ÖZDEMİR

İşletme Anabilim Dalı

Yüksek Lisans

Eğitim

Lisans: 2002 Afyon Kocatepe Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü

Lise: 1997 Afyon Anadolu Öğretmen Lisesi, Türkçe-Matematik Bölümü

İş/İstihdam

2002-.... : Araştırma Görevlisi, Afyon Kocatepe Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi

Kişisel Bilgiler

Doğum Yeri ve Yılı : Afyon, 14 Aralık 1979

Yabancı Dil

İngilizce

İÇİNDEKİLER

TEZ JÜRİSİ VE ENSTİTÜ MÜDÜRLÜĞÜ ONAYI	ii
ÖZET	iii
ABSTRACT.....	iv
ÖZGEÇMİŞ	v
ŞEKİLLER LİSTESİ	x
TABLolar LİSTESİ.....	xi
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

İŞLETMELERDE DÖVİZ KURU RİSKİ

I. RİSK TANIMI VE ÇEŞİTLERİ	3
A) RİSK TANIMI.....	3
B) RİSK ÇEŞİTLERİ	3
1. Likidite Riski	4
2. Piyasa Riski.....	4
a) Faiz Riski	4
b) Döviz Kuru Riski.....	5
c) Hisse Senedi Fiyat Riski	5
3. Kredi Riski	5
4. Faaliyet Riski	6
II. DÖVİZ KURU SİSEMLERİ VE DÖVİZ KURUNU ETKİLEYEN FAKTÖRLER. 6	
A) DÖVİZ KURU	6
B) DÖVİZ KUR SİSTEMLERİ	7
1. Sabit Kur Sistemi	7
2. Esnek (Dalgalı) Kur Sistemi	8
C) DÖVİZ KURUNU ETKİLEYEN FAKTÖRLER	8
1. Ödemeler Dengesi.....	9
2. Satın Alma Gücü Paritesi.....	10
3. Fisher Etkisi	11
4. Uluslararası Fisher Etkisi	12

5. Faiz Oranı Paritesi	12
6. Para ve Maliye Politikalarının Döviz Kurlarına Etkisi	13
7. Diğer Faktörler.....	13
III. DÖVİZ İŞLEM AMAÇLARI.....	14
A) ARBİTRAJ	14
1. Yer Arbitrajı.....	14
2. Üç Uçlu Arbitraj	15
B) HEDGİNG	16
C) SPEKÜLASYON.....	16
IV. DÖVİZ KURU RİSKİ TANIMI VE ÇEŞİTLERİ	17
A) DÖVİZ KURU RİSKİ TANIMI.....	17
B) DÖVİZ KURU RİSKİ ÇEŞİTLERİ	18
1. İşlem Riski	18
2. Ekonomik Risk	20
3. Muhasebe Riski.....	21
V. DÖVİZ KURU RİSK YÖNETİMİ VE AŞAMALARI.....	22
A) DÖVİZ KURU RİSK YÖNETİMİ.....	22
B) RİSK YÖNETİMİNE İHTİYAÇ DUYMA SEBEPLERİ.....	23
1. Sabit Döviz Kurundan Dalgalı Döviz Kuruna Geçiş.....	23
2. Petrol Krizi, Enflasyon ve Yeni Para Politikaları	24
3. Teknolojik Gelişmeler ve Küreselleşme Olgusu	24
C) RİSK YÖNETİM AŞAMALARI	25
1. Risk Planlama Aşaması	26
2. Risk Değerlendirme Aşaması	26
3. Risk Azaltma / Önlem Alma Aşaması.....	27
4. Risk İzleme ve Kontrol Aşaması	27

İKİNCİ BÖLÜM

DÖVİZ KURU RİSKİNDEN KORUNMA (HEDGİNG) YÖNTEMLERİ

I. RİSKTEN KORUNMA (HEDGİNG) KAVRAMI.....	28
A) HEDGE BÜYÜKLÜĞÜ	29
B) HEDGE ETKİNLİĞİ VE ÜRÜN SEÇİMİ.....	29
C) HEDGE MALİYETİ.....	30

II. İŞLEM RİSKİNDEN KORUNMA YÖNTEMLERİ.....	30
A) İŞLEM RİSKİNDEN İŞLETME İÇİ YÖNTEMLERLE KORUNMA	31
1. Alacak ve Borçların Netleştirilmesi (Netting)	31
2. Gelir ve Ödemelerin Çakıştırılması (Matching)	35
3. Döviz Sepetleri (Currency Baskets)	36
4. Nakit Akışlarının Zamanlaması (Leading ve Lagging)	36
5. Ulusal Para İle Faturalandırma	38
6. Para Piyasaları Yoluyla Hedging	38
B) İŞLEM RİSKİNDEN İŞLETME DIŞI YÖNTEMLERLE KORUNMA	39
1. Forward Sözleşmeleri	39
a) Tanımı ve İşleyişi	39
b) Forward Sözleşmeleri İle Riskten Korunma	40
c) Forward Sözleşmelerin Avantaj ve Dezavantajları	41
2. Futures Sözleşmeleri	42
a) Tanımı ve İşleyişi	42
b) Futures Sözleşmeleri İle Riskten Korunma	44
c) Futures Sözleşmelerinin Avantajları ve Dezavantajları	47
d) Forward ve Futures Sözleşmeleri Arasındaki Farklar	47
3. Swap Sözleşmeleri	49
a) Tanımı ve İşleyişi	49
b) Swap Sözleşmeleri ile Riskten Korunma	50
c) Swap Sözleşmelerinin Avantajları ve Dezavantajları	54
4. Opsiyon Sözleşmeleri	55
a) Tanımı ve İşleyişi	55
b) Opsiyon Sözleşmeleri İle Riskten Korunma	56
c) Opsiyon Sözleşmelerinin Avantajları ve Dezavantajları	64
IV. EKONOMİK RİSKDEN KORUNMA YÖNTEMLERİ	65
A) EKONOMİK RİSKDEN KORUNMAK İÇİN PAZARLAMA YÖNETİMİ.....	65
1. Pazar Seçimi ve Pazar Bölümü	65
2. Fiyatlandırma Stratejisi	66
3. Tutundurma-Tanıtma Stratejisi	67
4. Ürün Stratejisi	68
B) EKONOMİK RİSKDEN KORUNMAK İÇİN ÜRETİM YÖNETİMİ	68
1. Girdi Bileşiminin Değiştirilmesi	68

2. Üretim Tesisleri Arasında Kaydırılması	69
3. Kuruluş Yerinin Değiştirilmesi.....	69
4. Verimliliğin Yükseltilmesi	70
C) EKONOMİK RİSKDEN KORUNMAK İÇİN FİNANSAL YÖNETİM	70

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI'NDA İŞLEM GÖREN İMALAT İŞLETMELERİNİN DÖVİZ KURU RİSKİNDEN KORUNMA YÖNTEMLERİNİ KULLANMASINA YÖNELİK BİR UYGULAMA

I. ARAŞTIRMANIN ÖNEMİ VE AMACI.....	72
II. ARAŞTIRMANIN METODOLOJİSİ	73
A) ARAŞTIRMANIN ÖRNEKLEM SEÇİMİ.....	73
B) VERİ TOPLAMA ARACININ HAZIRLANMASI.....	73
C) VERİLERİN TOPLANMASI VE ANALİZİ	74
III. ARAŞTIRMA BULGULARI.....	74
A) ANKET FORMUNUN GÜVENİRLİLİĞİ.....	74
B) ARAŞTIRMA ÖRNEKLEMİNİN ÖZELLİKLERİ	75
C) DÖVİZ RİSKİ YÖNETİM UYGULAMALARINA İLİŞKİN TANIMLAYICI İSTATİSTİKLER	78
D) İŞLETMELERİN DÖVİZ KURU DALGANMALARINDAN ETKİLENMESİNE İLİŞKİN TANIMLAYICI İSTATİSTİKLER	81
E) İŞLETMELERİN İŞLEM RİSKİNDEN KORUNMAK İÇİN UYGULADIKLARI STRATEJİLERE VE YÖNTEMLERE İLİŞKİN TANIMLAYICI İSTATİSTİKLER	82
F) İŞLETMELERİN EKONOMİK RİSKTEN KORUNMAK İÇİN UYGULADIKLARI STRATEJİLERE İLİŞKİN TANIMLAYICI İSTATİSTİKLER	86
SONUÇ.....	88
KAYNAKÇA.....	93
EKLER.....	98

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1. Döviz Kuru Riski Çeşitleri	18
Şekil 2. Risk Yönetim Aşamaları	26
Şekil 3. İki Bağlı İşletmeler Arasında Netleştirme İşlemi	33
Şekil 4. Merkezi Sistem İle Netleştirme	34
Şekil 5. Alma Opsiyonu Alıcısının Kar/Zarar Grafiği.....	57
Şekil 6. Alma Opsiyonu Satıcısının Kar/Zarar Grafiği.....	59
Şekil 7. Satma Opsiyonu Alıcısının Kar/Zarar Grafiği.....	61
Şekil 8. Satma Opsiyonu Satıcısının Kar/zarar Grafiği	63

TABLolar LİSTESİ

Tablo 1. Merkezi Sistem İle netleştirme Tablosu (milyon \$)	34
Tablo 2. Futures Sözleşmesi Sonucunda Sağlanacak Kar/Zarar Tablosu	45
Tablo 3. Futures Sözleşmesi Sonucunda Sağlanacak Kar/Zarar Tablosu	46
Tablo 4. Forward ve Futures Sözleşmeleri Arasındaki Farklar	48
Tablo 5. Alma Opsiyonu Alıcısının Kar/Zarar Tablosu	57
Tablo 6. Alma Opsiyonu Satıcısının Kar/Zarar Tablosu	59
Tablo 7. Satma Opsiyonu Alıcısının Kar/Zarar Tablosu	61
Tablo 8. Satma Opsiyonu Satıcısının Kar/Zarar Tablosu	63
Tablo 9. Şirketlere İlişkin Özellikler	76
Tablo 10. Anket Formunu Yanıtlayanların Ünvanı	77
Tablo 11. İşletmelerin İşlemlerinde Kullandıkları Dövizler.....	78
Tablo 12. İşletmelerde Döviz Riski Yönetim Departmanının Bulunması.....	79
Tablo 13. İşletmelerde Döviz Riski Yönetimini Yapanlar	79
Tablo 14. İşletmelerde Döviz Riski Yönetimine İlişkin Politikalar	79
Tablo 15. Birimlerin Döviz Kuru Değişikliklerini İzleme Derecesi	80
Tablo 16. İşletmelerde Döviz Riski Yönetimine İlişkin Toplantı	80
Tablo 17. İşletmelerde Döviz Risk Yönetiminin Amaçları	81
Tablo 18. İşletmelerin Döviz Kuru Dalgalanmalarından Etkilenme Derecesi	82
Tablo 19. İşletmelerin Döviz Riski Çeşitlerinden Etkilenme Düzeyi	82
Tablo 20. Gelecekte Yeni Türk Lirasının Değer Kaybetmesi Halinde İşletmelerde Uygulanan İşletme İçi Stratejiler	83
Tablo 21. İşletmelerin Döviz Riskinden Korunmak İçin Kullanılan Finansal Yöntemlerden Haberdar Olma Durumu	84
Tablo 22. İşletmelerin Döviz Riskinden Korunmak İçin Finansal Yöntemleri Kullanım Düzeyi.....	84
Tablo 23. İşletmelerin Finansal Yöntemleri Kullanmamasının Sebepleri.....	85
Tablo 24. İşletmelerin Ekonomik Riskten Korunmak İçin Uyguladıkları Stratejiler.....	86

GİRİŞ

1973 yılında, Bretton Woods sisteminin sona ermesi ile birlikte sabit kur sistemi yerine dalgalı kur sistemine geçilmiştir. Dalgalı kur sistemine geçilmesi sonucunda döviz kurlarında o güne kadar hiç görülmemiş bir şekilde dalgalanmalar başlamıştır. Bu sebepten dolayı birçok işletme, özellikle ithalat ve ihracat yapan işletmeler döviz kuru riski ile karşı karşıya kalmışlardır. 1973 ve 1979 yıllarında meydana gelen petrol krizi ve 1979 yılında Keynes'ci politikaların yerine Monetarist ekonomik politikaların uygulanmaya başlaması faiz oranlarında ve fiyatlar genel düzeyinde aşırı dalgalanmalara yolaçmıştır. 1980'li yılların başından itibaren finansal piyasaların küreselleşme süreci ile haberleşme ve bilgi işlem teknolojisindeki hızlı gelişmeler de risklerin ortaya çıkmasına sebep olmuştur. Uluslararası piyasalarda meydana gelen bu değişimler, işletmelerin döviz riskinden korunmak için tedbir almasına ve dolayısıyla risk yönetimine ihtiyaç duyulmasına sebep olmuştur.

İşletmelerin döviz kuru dalgalanmaları sonucu karşı karşıya kaldığı riskler, işlem riski, ekonomik risk ve muhasebe riski olarak çeşitlilik göstermektedir. İşletmelerin karşılaştıkları bu risklerden korunmak yani hedging için çeşitli finansal yöntemler ve stratejiler geliştirilmiştir.

İşlem riskinden korunmak için işletme içi yöntemler veya işletme dışı (finansal) yöntemler kullanılmaktadır. Bu çalışmada, bu yöntemlerin neler olduğu, işletmeler tarafından nasıl kullanıldıkları ve inceleme kapsamındaki işletmelerin hangi yöntemleri tercih ettikleri belirlenmeye çalışılacaktır.

Ekonomik risk uzun vadeli ve işletmenin bütün bölümlerini etkilediğinden bu riskten korunmak için finans bölümü yanında üretim ve pazarlama bölümleri de çeşitli stratejiler geliştirmelidirler. Dolayısıyla çalışmada, finans, pazarlama ve üretim bölümlerinin uyguladıkları stratejiler incelenecek ve araştırmada yer alan işletmelerin bu stratejilerden hangilerini uyguladıkları tesbit edilmeye çalışılacaktır.

Bu çalışmanın amacı, döviz kurlarında görülen dalgalanmaların yarattığı risklere karşı geliştirilen yöntemleri ve stratejileri tanıtmak, döviz kuru riskine karşı işletmelerin bu yöntem ve stratejilerden hangisini/hangilerini kullanıp kullanmadığını incelemektir.

Bu amaçla yapılan çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın birinci bölümünde öncelikle risk, döviz kuru, döviz kurunu etkileyen faktörler ve döviz işlem amaçları hakkında kısaca bilgi verilmiştir. Daha sonra, döviz kuru riski ve çeşitleri, döviz kuru risk yönetimine ihtiyaç duyma sebepleri ve risk yönetim aşamaları açıklanmıştır.

İkinci bölümde, öncelikle döviz kuru riskinden korunmanın ne anlama geldiği belirtilmiştir. Daha sonra, işlem riskinden korunma yöntemleri olan işletme içi ve işletme dışı yöntemler ile ekonomik riskten korunma yöntemleri hakkında ayrıntılı bilgi verilerek, bu yöntemlerin nasıl kullanılacağı incelenmiştir.

Üçüncü ve son bölümde ise, önceki bölümde anlatılan döviz kuru riskinden korunma yöntemlerinin pratikte ne kadar kullanıldığını göstermeye yönelik bir uygulama yer almaktadır. Bu uygulama İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören imalat işletmeleri üzerinde yapılmıştır. İMKB'de işlem gören imalat işletmelerinin bu yöntemler hakkındaki bilgisinin ne olduğu ve ne kadar sıklıkta kullandıkları belirlenmeye çalışılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

İŞLETMELERDE DÖVİZ KURU RİSKİ

I. RİSK TANIMI VE ÇEŞİTLERİ

A) RİSK TANIMI

Bir yatırımcının amacı yapmış olduğu yatırımdan belirli bir getiri sağlamaktır. Ancak, beklediği getiriyi sağlayıp sağlayamayacağını, yatırımı yapmadan bilmesi olanaksızdır. Yapacağı her yatırımın, beklediği getiriden farklı bir getiri vermesi veya yatırdığı sermayesini kısmen veya tamamen kaybetmesi olasılığı bulunmaktadır. İşte bu olasılığa risk denilmektedir (Sarıkamış, 2000: 163). Genel olarak risk, istenmeyen sonuçlarla karşılaşma olasılığı olarak da tanımlanmaktadır. Risk, planlanan ile gerçekleşen arasındaki farkı temsil etmektedir. Risk, iş hayatının kaçınılmaz gerçeklerinden biridir. Hiçbir işletme faaliyetlerini risksiz yürütememektedir.

B) RİSK ÇEŞİTLERİ

İşletmelerin karşı karşıya oldukları riskler çeşitlidir. Bu riskler, likidite riski, piyasa riski, kredi riski ve faaliyet riski olarak sınıflandırılabilir (Sevil, 2001: 9). Bu risk türleri hakkında aşağıda kısaca bilgi verilmektedir.

1. Likidite Riski

Likidite riski, sahip olunan kıymetin, istenildiğinde nakde çevrilememesi ya da bu işlem gerçekleştirilirken bazı zorluklarla karşılaşılması sonucu, kıymetin cari piyasa değeri altında elden çıkarılmasıdır (Parasız, 1999: 369).

Likidite riski, bir işlemten dolayı nakit giriş ve çıkışları birbirine eşit olmadığı zaman ortaya çıkar. Para piyasası işlemlerinde plasmanların vadesinin, alınan kredilerin vadesinden uzun olması sonucu likidite riski ortaya çıkar. Döviz piyasalarında likidite riski ise, fonların istenilen döviz kurundan sağlanabilmesinin belirsiz olmasından kaynaklanmaktadır (Gümüşeli, 1994: 90).

2. Piyasa Riski

Piyasa riski, şirket portföyünde yer alan kıymetlerin piyasada meydana gelen fiyat dalgalanmaları sonucu değer kaybetmeleri nedeniyle portföyün değer kaybetmesi olarak tanımlanmaktadır (Dönmez vd., 2002: 14). Piyasa riski fiyatların seviyesi ve dalgalanmalarındaki hareketlerden kaynaklanmaktadır.

Piyasa riskleri döviz kuru riski, faiz riski ve hisse senedi fiyat riskinden oluşmaktadır (Sevil, 2001: 10). Aşağıda bu riskler hakkında bilgi verilmektedir.

a) Faiz Riski

Faiz riski, ileri bir vadedeki faiz oranlarının beklenen değerlerinden sapma riski olarak tanımlanmaktadır (E.Aksel, 1995: 19). Bu risk, faizlerin değişiminden dolayı ortaya çıkabilecek kar ve zarar durumudur.

Başka bir tanımla faiz riski, faiz oranlarında meydana gelen değişimlerden dolayı karşı karşıya kalınan risktir. Bu risk, herhangi bir yatırımdan beklenen getiriye olumlu veya olumsuz etkilemekte ve işletmelerin yaptığı borçlanmalar üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Çünkü faiz oranı vade sonunda elde edilecek veya dışarıya aktarılacak nakit akımları üzerinde doğrudan etki etmektedirler (Sevil, 2001: 10).

b) Döviz Kuru Riski

Uluslararası işletmelerde, yabancı para birimi ile gösterilen varlık ve yükümlülükler, uluslararası işletmenin ülkesi ile yabancı ülke arasında kur değişikliklerinden büyük ölçüde etkilenmekte ve bu durum uluslararası işletme için ayrıca kayıp ve kazanç ortaya çıkarmaktadır. Kur değişiklikleri böylece uluslararası işletmenin karında oynamalara sebep olur ki buna döviz kuru riski denir (Büker vd., 1997: 570). Döviz kuru riski daha sonraki kısımda ayrıntılı olarak incelenecektir.

c) Hisse Senedi Fiyat Riski

Hisse senedi fiyatlarındaki dalgalanmalardan kaynaklanan risktir. Hisse senedi piyasaları her zaman sabit getirili menkul kıymet piyasaları ya da döviz piyasalarına göre daha fazla dalgalanma gösterir. Bu nedenle hisse senetleri en riskli yatırım aracı olarak kabul edildiğinden piyasa riskleri içinde üzerinde önemle durulması gereken bir risk türüdür (Sevil, 2001: 10).

3. Kredi Riski

Kredi riski, borçlunun yapılan sözleşme gereklerine uymayarak yükümlülüğünü kısmen veya tamamen zamanında yerine getirememesinden doğan risktir. Para piyasası işlemlerinde bir fonun plase edilmesi ya da kredi olarak kullandırılması ve ihtiyaç duyulan fonun kredi olarak alınması söz konusudur. Kredi alan açısından herhangi bir risk sözkonusu değildir. Ancak, kredi veren taraf her zaman borçlunun borçlarını ödememe riski ile karşı karşıyadır (E.Aksel, 1995: 23).

Borçlunun yükümlülüğünü yerine getiremeyeceği anlaşmanın vade tarihinden önce fark edilirse, durumun düzeltilmesi için hareket olanağı söz konusudur. Fon yöneticisi bu işlemde gelecek kaynaklarla, döviz çıkışı gerektiren bir başka işlem kontratı yapmışsa, piyasadan fon sağlama yoluna gitmek zorunda kalır. Borçlunun yükümlülüğünü yerine getiremeyeceği anlaşmanın vade tarihinden önce fark edilemez

ise, borç veren taraf açık pozisyona düşebilir ve borç faizi ödemek zorunda kalabilir (Gümüşeli, 1994: 89).

4. Faaliyet Riski

Faaliyet riski işletmenin aktiflerinin oluşumu ile ilgilidir. Toplam aktifler içinde sabit aktiflerinin payı büyük olan bir işletmede faaliyet riski yüksektir. Yüksek sabit aktif / toplam aktif oranı, maliyetlerin oluşumunda sabit maliyetlerin değişken maliyetlere göre oranını artırır ve işletmenin başabaş noktasını yukarı çeker. Diğer bir deyişle sabit giderler ile toplam giderler arasındaki oranın yüksek olması, işletmenin faaliyet kaldıraç değerinin yüksek olmasına sebep olur. Bu durum ise işletme satışlarındaki küçük değişimlerden bile etkilenen hassas bir karlılık yapısı oluşturur (Sarıkamış, 2000: 180).

II. DÖVİZ KURU SİSEMLERİ VE DÖVİZ KURUNU ETKİLEYEN FAKTÖRLER

A) DÖVİZ KURU

Döviz, iki ülke arasında gerçekleştirilen ödeme aracıdır. Döviz kuru ise iki ülke paralarının birbiriyle değişme oranını ifade etmektedir. Bir ülke parasından bir birim satın alabilmek için değişim oranı kadar diğer ülke para biriminden ödemek zorundadır. Genel bir ifadeyle, döviz kuru bir ülke parasının, bir başka ülke parası cinsinden değerini ifade etmektedir (Teker, 1999: 53).

Döviz kuru belirlenirken dolaylı ve dolaysız kotasyon yöntemi kullanılır. Dolaysız kotasyon yönteminde döviz kurları, yabancı para birimi esas alınarak yani 1 birim dövizin ulusal fiyatı biçiminde belirlenir. Örneğin, 1\$=1.3740 YTL gibi. Bu yöntem Avrupa usulü olarak da bilinmektedir. Dolaylı kotasyon yönteminde ise döviz kurları, ulusal para birimi esas alınarak yani 1 birim ulusal para ile değiştirilen yabancı para fiyatı biçiminde belirlenir. Örneğin, 1YTL=1.1020\$ gibi. Bu yöntem de Amerikan usulü olarak da bilinmektedir (Doğukanlı, 2001: 62; Karatepe, 2004: 173).

Döviz kurları, direkt kur, dolaylı kur ve çapraz kur olmak üzere üçe ayrılır. Direkt kur, bir birim yabancı paranın ulusal para ile ifade edilmesidir. Örneğin, $1\$=1.3740$ YTL gibi. Dolaylı kur, herhangi bir yabancı paranın kaç birim bir diğer yabancı para satın alabileceğini ifade etmektedir. Örneğin, $1\text{€}=1.2020\$$ gibi. Çapraz kur ise, dolar dışındaki iki farklı döviz arasındaki değişim oranıdır. Örneğin, İstanbul piyasasında kur $1\$=1.3740$ YTL olsun. Aynı tarihte İsviçre piyasasında kur $1\$=1.2064$ İsviçre Frangı olsun. Bu durumda dolar aracılığı ile 1 İsviçre Frangı'nın ne kadar YTL olduğunu hesaplayabiliriz. Sonuç olarak 1 İsviçre Frangı= 1.1389 YTL olarak bulunur (Erdoğan, 1995: 19).

Döviz işlemlerine sabit bir komisyon uygulanmaz, bunun yerine kurlar “döviz alış kuru” ve “döviz satış kuru” olarak ayrı ayrı belirlenir. Alış kuru her zaman satış kurundan daha düşüktür. Alış kuru ile satış kuru arasındaki fark işlem giderleri ile bankanın veya aracı kurumun karını oluşturur (Seyidoğlu, 1997: 82).

B) DÖVİZ KUR SİSTEMLERİ

Döviz kuru sistemleri sabit kur sistemi ve esnek (dalgalı) kur sistemi olmak üzere ikiye ayrılır (Özbek, 1999: 18). Aşağıda bu sistemler hakkında bilgi verilmektedir.

1. Sabit Kur Sistemi

Paraların, başka paralar karşısında değerinin değiştirilmemesine sabit kur denilmektedir (Ertürk, 1994: 22). Sabit kur sisteminde döviz kurlarının istikrarı merkez bankasının döviz piyasasına alıcı ve satıcı olarak müdahalesiyle mümkündür. Bunun için merkez bankasının elinde yeterli miktarda altın ve yabancı döviz stokunun bulunması gerekir. Örneğin, döviz kurları yükselmeye başladığı zaman merkez bankası piyasaya döviz sürer. Döviz kurları düşmeye başladığı zaman da merkez bankası tanzim alımları yaparak döviz kurlarını sabit tutar. Merkez bankasının bu şekilde döviz kurlarını belli bir seviyede tutabilmesi için ödemeler bilançosunun sürekli olarak açık vermemesi gerekir. Aksi durumda merkez bankasının elindeki rezervleri tükenecektir. Bu durumda eğer merkez bankası mevcut kurları aynen muhafaza etmek isterse döviz

alım satımındaki serbestliği kaldırıp döviz kontrol sistemine geçmesi gerekir (Parasız, 1997: 493).

2. Esnek (Dalgalı) Kur Sistemi

Esnek kur sistemine “serbest değişken kur sistemi” veya “dalgalı kur sistemi” de denilmektedir. Esnek kur sisteminde döviz piyasaları üzerinde hiçbir hükümet müdahalesi yoktur. Döviz kurları tamamen piyasadaki döviz arz ve talebine göre değişir (Seyidoğlu, 1997: 16).

Teorik açıdan esnek kur sistemi, serbest piyasa ekonomisi koşullarına uygundur. Bu sistem, kaynakların düşük maliyetlerle etkin kullanımını, döviz arz ve talebindeki dengesizliklerin kur dengesindeki değişikliklerle giderilmesini, dolayısıyla dış ödemeler bilançosu açık ya da fazlalarının karşılanmasını sağlar. Uygulamada esnek kur sistemi, dış ödemelerle ilgili işlemleri kolaylaştırması ve basitleştirmesi bakımından tercih nedenidir. Döviz kurları, tamamen arz ve talebe göre belirlendiği için herhangi bir dövizin yetersizliği veya fazlalığı kur değişmeleri aracılığıyla çözümlenebilmektedir. Esnek kurlar piyasa koşullarına hızla uyum sağlayabilmeleri yönünden gerçekçidir ve uygulanabilirlik özelliklerini sürekli bir biçimde koruyabilmektedirler (Özbek, 1999: 19).

C) DÖVİZ KURUNU ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Döviz kurlarını açıklayan başlıca iki yaklaşım bulunmaktadır. Bu yaklaşımların ilki, uluslararası işlem yapan tarafların davranışlarının analizi yapılarak, döviz için arz ve talep gücünün anlaşılmasıdır. Diğer yaklaşım ise, faiz ve enflasyon oranı beklentileridir. Bu yaklaşımlara göre döviz kurlarını etkileyen faktörler aşağıdaki gibi sıralanmaktadır (Gümüşeli, 1994: 83).

1. Ödemeler Dengesi

Ödemeler dengesi dar ve geniş anlamda olmak üzere iki şekilde tanımlanabilir. Dar anlamda ödemeler dengesi, ülkelerin belirli bir zaman dilimi içerisinde birbirleri ile gerçekleştirdikleri ekonomik ilişkilerin sistematik bir şekilde tutulduğu belgedir (Gümüşeli, 1994: 83). IMF, ödemeler dengesini geniş anlamda tanımlamıştır. IMF'ye göre ödemeler dengesi, belirli bir süre içinde bir ekonominin yerlileri ile yabancılar arasında meydana gelen ekonomik akımlara bağlı değerlerin, transfer ödemelerinin ve rezervlerde meydana gelen değişikliklerin sistematik ve muhasebe kayıtlarına uygun olarak belirlendiği istatistikî bir belgedir (Karluk, 1998: 352). Dolayısıyla, döviz gelir ve gideri doğuran tüm işlemler ödemeler dengesine kaydedilir.

Ödemeler dengesi açık veren ülkelerin ulusal paraları döviz piyasasında değer kaybeder, fazla veren ülkelerin ulusal paraları da değer kazanır (Seyidoğlu, 1998: 438). Bir ülke dışarıdan satın aldığından daha fazla mal satıyorsa (yani ihracatı ithalatından fazla ise) dış ticaret dengesinde fazlalık oluşur. Bu durumda yabancılar da bu ülkenin mallarını almak için ülkenin ulusal parası ile ödeme yapacaklarından, bu ülkenin ulusal parasına talep artar ve döviz piyasasında değer kazanır. Diğer taraftan bir ülke dış ticaret açığı veriyorsa (yani ithalatı ihracatından fazla ise) döviz piyasasında o ülkenin ulusal parasına olan talep, arzına göre daha az olur, dolayısıyla ülkenin ulusal parası değer kaybeder.

Döviz kurları ile ödemeler dengesi arasındaki ilişki aşağıdaki model yardımı ile gösterilebilir (Doğukanlı, 2001: 14).

$$\text{Ödemeler Dengesi} = (X-M) + (CI-CO) + \Delta XR$$

X; mal ve hizmet ihracatını,

M; mal ve hizmet ithalatını,

CI; sermaye girişini,

CO; sermaye çıkışını,

ΔXR ; resmi rezervlerdeki değişmeyi ifade etmektedir.

Esnek kur sistemi benimseyen ülkelerde ödemeler dengesi sürekli sığırına eşittir, çünkü döviz kurlarındaki değişme sayesinde denge sağlanmaktadır. Örneğin bir ülke dış

ticaret açığı veriyorsa ve bu açık net sermaye akışları tarafından dengelenemiyorsa, o ülkenin ulusal parası bu denge sağlanıncaya kadar değer kaybedecektir. Eğer o ülke sabit kur sistemini benimsemiş ise, dış ticaret açığı sermaye akışları ile kapatılamıyorsa, bu açıkların kapatılabilmesi için bazı müdahaleler gerekir. Ülke ilk olarak rezervlerini (altın, döviz, IMF borçlanmaları) kullanır. Eğer rezervler de bu açıkları kapatamazsa denge sağlanıncaya kadar devalüasyon yapılır (Doğukanlı, 2001: 14-15).

2. Satın Alma Gücü Paritesi

Döviz kurlarının fiyatlar üzerindeki etkisini ve fiyatların döviz kurlarını nasıl ayarlayabileceğini gösteren satın alma gücü, çeşitli paralar arasındaki ilişkiyi açıklamaya yarayan başlıca teorilerden biridir (Gümüşeli, 1994: 83).

Bir ülkenin enflasyon oranı diğer ülkelere göre arttığı zaman yüksek enflasyon olan ülkenin ihracatına olan talep, ürün fiyatları yüksek olduğu için düşecektir ve düşük enflasyon olan ülkelere ithal edilmiş ürünlere talep, ürünlerin fiyatı düşük olduğu için artacaktır. Talepteki bu değişmelerin etkisi, yüksek enflasyon olan ülkelerin paralarının değerinde aşağı doğru bir baskı oluşturur. Satın alma gücü paritesi, ülkeler arasındaki enflasyon farklılıklarının döviz oranlarını nasıl etkileyebileceğini dikkate alır. Satın alma gücü paritesi, mutlak ve göreceli (nisbi) olmak üzere iki ayrı şekilde ele alınır (Demirag ve Goddard, 1994: 70).

Mutlak satın alma gücü paritesi, döviz kurlarına göre ulusal paraya dönüştürülmüş fiyat düzeylerinin ülkeler arasında aynı olması gerektiğini ifade eder. Diğer bir deyişle, bir birim ulusal paranın dünyanın her yerinde aynı satın alma gücüne sahip olması demektir. Bu teori aslında tek fiyat kanununun ulusal fiyat düzeylerine uygulanmış bir şeklidir (Seyidoğlu, 1998: 441).

Göreceli (nisbi) satın alma gücü paritesine göre ulusal para ile herhangi bir yabancı para arasındaki döviz kuru, bu iki ülkenin mutlak fiyat düzeyleri değil fiyat artışları yani enflasyon oranları farkını yansıtacak biçimde değişir. Diğer bir ifadeyle, döviz kurundaki değişimin yüzdesi, yurtiçi enflasyon oranından yurtdışı enflasyon oranının çıkarılmasına eşittir (Seyidoğlu, 1997: 133-134). Dolayısıyla bu teori,

enflasyonu yüksek olan bir ülkenin parasının enflasyonların farkı kadar değer yitireceğini ifade eder.

3. Fisher Etkisi

Fisher etkisi, nominal ve reel faiz oranları ile enflasyon beklentisi arasındaki ilişkiyi inceler. Bu teoriye göre nominal faiz oranı, reel faiz oranı ve beklenen enflasyonun toplamına eşittir. Buna göre;

$$(1 + \text{nominal faiz oranı}) = (1 + \text{reel faiz oranı}) (1 + \text{beklenen enflasyon oranı})$$

$$(1 + i) = (1 + r) (1 + I_e) \text{ olarak kabul edilir (Teker, 1999: 62-63).}$$

Fisher etkisi arbitrajcıların davranışlarına dayanmaktadır. Eğer arbitrajcıların belirli dövizden bir ülkede bekledikleri getiri, diğer ülkedekinden fazla ise, arbitraj işlemi bu getiriler eşitleninceye kadar devam eder. Bu durum iki ülke arasındaki döviz kuru belirlenmesi için aşağıdaki denkliği gerektirir (Demirag ve Goddard, 1994: 75).

$$e_{h/f} = \frac{1 + i_h}{1 + i_f} = \frac{1 + I_h}{1 + I_f}$$

$e_{h/f}$: döviz kuru

i_h : ulusal nominal faiz oranı

i_f : yabancı nominal faiz oranı

I_h : ulusal enflasyon oranı

I_f : yabancı enflasyon oranı

İki ülke arasındaki döviz kuru, ülkelerarası enflasyon ve nominal faiz oranı farklılıklarını dengelemek için değişir. İki ülke arasındaki getiriler eşitlendiğinde, denge döviz kuru belirlenir (Teker, 1999: 63).

4. Uluslararası Fisher Etkisi

Uluslararası fisher etkisi, satın alma gücü paritesi ve fisher etkisinin birleşimi ile beklenen döviz kuru değişimleri ve faiz oranları arasındaki ilişkiyi ifade eder. Satın alma gücü paritesine göre kur değişimleri enflasyon oranlarına, fisher etkisine göre de faizler enflasyon oranlarına bağlıdır. Bu durumda ikisinden çıkarılan sonuca göre ülkelerdeki beklenen kur değişimleri ile faiz oranları arasında bir ilişki mevcuttur. Örneğin, yüksek enflasyon olan ülkelerde kurların ve faizlerin yüksek olması beklenir. Bu ise, faiz oranları yüksek ülkelerde kurların da yüksek olması anlamına da gelir. Tersine enflasyonun düşük olmasından faizlerin ve kurların da düşük olmasını beklenir. (Seyidoğlu, 1997: 150).

5. Faiz Oranı Paritesi

Faiz oranı paritesi, spot ve forward döviz kurları ile faiz oranları arasındaki ilişkiyi inceler. Faiz oranı paritesine göre, forward (vadeli) piyasada düşük faizli ülkenin parası, yüksek faizli ülkenin parası karşısında, bu farkın tutarı kadar prim yapar. Yüksek faizli ülkenin ise yine faiz farkı kadar iskontoya maruz kalır (Baker, 1998: 93).

Örneğin, Türkiye’de faiz oranı %20, Amerika’da %10 ve spot döviz kuru 1\$=1.500 YTL olsun. Acaba faiz paritesini sağlayan bir yıl vadeli (forward) döviz kuru neye eşit olmalıdır? Forward kuru belirlenirken aşağıdaki denklem kullanılmaktadır (Baker, 1998: 93).

$$r_h - r_f = \frac{F - S}{S}$$

r_h : ulusal faiz oranı

r_f : yabancı faiz oranı

F: Forward döviz kuru

S: Spot döviz kuru

Bu denklemde veriler yerine konulunca;

$$0.2 - 0.1 = \frac{F - 1.500}{1.500}$$

$$F = 1.350 \text{ YTL olur.}$$

6. Para ve Maliye Politikalarının Döviz Kurlarına Etkisi

Para ve maliye politikaları da döviz kurlarını etkileyici niteliğe sahiptirler. Para arzındaki artış, genelde döviz kurunu ters yönde etkiler. Vergi oranlarını değiştirme, doğrudan ve dolaylı vergileme, dışalım vergileri, vergi iadesi vb. gibi mali düzenlemeler, o ülkede yaşayanların satın alma gücünü azaltır ya da artırır. Örneğin, bir ülke uzunca bir süredir deflasyon yaşıyorsa, düşürülen vergi oranlarının ulusal paranın değerini olumlu olarak etkilemesi beklenir. Buna karşılık yüksek enflasyon yaşayan ülkelerde ise, tam tersi bir politikanın aynı sonucu doğurması olasıdır (Gümüşeli, 1994: 84).

7. Diğer Faktörler

Yukarıda belirttiğimiz faktörler dışında politik ve psikolojik faktörler de döviz kurlarını etkileyen faktörler arasında yer almaktadır.

Ekonomik faktörler, özellikle uzun dönemde döviz kurlarının belirlenmesinde çok önemli rol oynamaktadır. Ancak ekonomik olmayan faktörler de çoğu zaman döviz kurlarını etkilemektedir.

Politik ve psikolojik faktörler, sermaye hareketlerine neden olarak döviz kurları üzerinde etki yapmakta ve bu etkileme sürecinde bazı paralar üzerinde oluşan belirli imajlar önemli rol oynamaktadır. Örneğin, İsviçre Frangı sığınak paradır ve bu da onun bir ölçüde kuvvetli para olduğunu göstermektedir (Gümüşeli, 1994: 85).

Politik ve psikolojik etmenler, döviz kurlarını etkileyen etmenler arasında en önemlisi, aynı zamanda da tahmin ve değerlendirilmesi en güç olanıdır. Politik istikrar, bir ülkenin döviz kurlarının değerinin artmasına yardımcı olmakta ve olumsuz gelişmelerin yaratacağı korku, güvensizlik ortamı döviz fiyatlarının düşmesine neden olmaktadır. Yakın geçmişte bunun örnekleri sıkça yaşanmıştır. Örneğin I. Dünya Savaşından sonra

Almanya ve II. Dünya Savaşından sonra Çin’de benzeri nedenlerle döviz tamamen değersiz hale gelmiştir (Erdoğan, 1995: 32-33).

III. DÖVİZ İŞLEM AMAÇLARI

A) ARBİTRAJ

Bir döviz, bir menkul değer , bir mal veya üretim faktörü gibi ekonomik varlığın aynı andaki fiyat farklılığından kar elde etmek üzere aynı zamanda alınıp satılması şeklinde yapılan işlemlere arbitraj adı verilir. Bu tanımıyla arbitraj, tüm ekonomik ve mali varlıklara uygulanabilen geniş kapsamlı bir kavramdır. Arbitraj işleminin amacı aynı andaki fiyat farklılıklarından kar elde etmektir. Bu işlemi yaparken hiçbir riske girme söz konusu değildir. Arbitraj işleminin risksiz oluşu, onu spekülasyondan ayıran en önemli özelliktir (Seyidoğlu, 1997: 87). Döviz arbitrajı, yer arbitrajı ve üç uçlu arbitraj olarak ikiye ayrılır.

1. Yer Arbitrajı

Döviz arbitrajı, iki farklı piyasadaki ulusal paraların değer farklılıklarından kaynaklanıyor ise bu tür arbitraja yer arbitrajı veya iki farklı ulusal para söz konusu olduğu için ikili arbitraj adını almaktadır. Arbitrajcı, piyasalar arasındaki alım satım işlemlerini tek bir banka aracılığıyla yapar. İşlemler, tek bir banka şubeleri aracılığıyla aynı anda yapıldığından, kur değişmelerinden dolayı bir risk söz konusu değildir (Karluk, 1998: 299). Örneğin belirli bir anda Euro’nun YTL kurunun Londra ve İstanbul piyasalarında aşağıdaki gibi olduğunu kabul edelim:

İstanbul Piyasası

Londra Piyasası

1€ = 1.350 YTL

1€ = 1.355 YTL

Görüldüğü gibi, euro, YTL cinsinden o anda İstanbul’da ucuz, Londra’da pahalı satılmaktadır. Bu fiyat farklılığından kar elde etme düşüncesi arbitrajcıyı hemen harekete geçirir. Bu durumda arbitrajcı İstanbul piyasasında YTL karşılığı euro satın

alacak ve bu euroları Londra piyasasında tekrar YTL'ye dönüştürecektir. Bu işlem sonucunda arbitrajcı her euro satışından 0.005 YTL kar elde edecektir.

Arbitraj işlemi sonucunda, arbitrajcının kar elde etmesinin yanında, iki piyasa arasındaki kur farklılıkları ortadan kaldırdığı için tüm ülkelerde döviz kurları arasındaki uyum sağlanmış olur. Bu işlem şu şekilde gerçekleşir: Arbitrajcı İstanbul piyasasında euro satın aldıkça, euronun bu piyasadaki talebi artar ve YTL fiyatı yükselmeye başlar. Bunun tersine, Londra piyasasında euro satıldıkça da euro arzı bollaşarak fiyatında düşme görülür. Bu iki ters eğilimin sonucunda döviz kurları iki piyasada aynı seviyeye gelir. Kur eşitliği sağlandığında, karlılık ortadan kalktığı için arbitraj son bulur (Seyidoğlu, 1997: 88).

2. Üç Uçlu Arbitraj

Arbitraj piyasa farklılıklarından değil, aynı piyasada iki ulusal para arasındaki dolaysız kur ile çapraz kurlardan hesaplanan dolaylı kurlar arasındaki farklılıklardan da kaynaklanmış olabilir. Burada, üç ayrı ulusal para ve üç ayrı işlem olduğu için üçlü arbitraj söz konusu olur (Karluk, 1998: 300). Örneğin, dolar, euro ve YTL olmak üzere üç farklı para ve bu üç para New York, Londra ve İstanbul piyasalarının her birinde işlem görmekte olsun. Varsayalım ki, belirli bir anda bu piyasalardaki kurlar aşağıdaki gibi olsun:

$$1\text{€} = 2.000 \$ \quad \text{veya} \quad 1\text{€} = 2.800 \text{ YTL}$$

$$1\$ = 1.350 \text{ YTL}$$

Bütün piyasalarda aynı kurlar geçerli olduğundan burada yer arbitrajı söz konusu değildir. Ancak kurlar arasında bir uyumsuzluk vardır. Çünkü euronun dolar ve YTL kurundan hesaplanan Dolar-YTL kuru (çapraz kur), $1\$ = 1.400 \text{ YTL}$ 'dir. O halde doların YTL'ye göre dolaysız kuru ile çapraz kurlardan hesaplanan dolaylı kuru arasında 0.050YTL'lik bir fark söz konusudur. Bu fark arbitrajcını hemen harekete geçirir.

Arbitrajcı buradan kar elde etmek için şu işlemleri yapar: Önce, dolar karşılığında euro satın alır, böylece örneğin 2\$ ile 1€ elde eder. İkinci olarak, bu euroları YTL'ye dönüştürür ve 2.800 YTL sağlar. Üçüncü olarak, bu YTL'lerle dolar

satın alır. Böylece yeniden başlamış olduğu yere dönmüş olur. Ancak şimdi 2.800 YTL ile 2.075 \$ elde etmiş, yani 0.075 \$ kar sağlamış olur.

Yukarıdaki örnekte, arbitraj sürdükçe euronun dolar ve YTL fiyatı ile doların YTL fiyatı yükselecek, böylece kurlar arasındaki uyumsuzluk ortadan kalkacak ve arbitraj son bulacaktır (Seyidoğlu, 1997: 89).

B) HEDGING

“Hedging” ya da “Hedge” belirli bir riske karşı koruyucu önlem alma anlamına gelen İngilizce bir terimdir. Hedging, yapılmış bir işlemin muhtemel zararının, aynı değerde fakat ters yönde ikinci bir işlem ile kapatılması işlemidir (Erdoğan, 1995: 131). Böylece yapılan işlemin neden olacağı zarar, ters işlemin kazancı ile dengelenecektir.

Başka bir tanımla hedging, gelecekteki döviz kuru dalgalanmalarından kaynaklanabilecek kayıplara dayalı riskin, karı en az etkileyecek şekilde azaltılmasını sağlayacak korunma yöntemleridir (Ertürk, 1994: 23). Hedging konusu ikinci bölümde daha ayrıntılı incelenecektir.

C) SPEKÜLASYON

Spekülasyon, ticari mal, menkul değer, döviz gibi çeşitli ekonomik değerlerin gelecek dönemlerdeki değeri konusunda yapılan tahminlere dayanarak ileriki dönemde kar sağlamak amacıyla bugünden yapılan bir ticari işlemdir. Spekülasyon işleminde amaç, ileride fiyatında artış beklenen ekonomik değeri bugünden satın almak, fiyatında düşme beklenen değeri bugünden satarak bir kar elde etmektir. Spekülasyon işlemi yapan kişiye spekülâtör denmektedir. Spekülâtör, beklediği fiyat değişmelerinden yararlanıp kar sağlamaya çalışırken tüm riskleri de üstlenir. Çünkü fiyatlarda beklenene ters yöndeki bir değişimin doğuracağı olumsuz etkilere karşı koruyucu işlem yapmamaktadır. Bu konuda tek dayanağı tahminlere olan güvenidir. Spekülasyon ile arbitraj arasındaki önemli fark, spekülâtörün risk üstlenmesidir (Karluk, 2003: 361).

Döviz spekülasyonu yabancı paralar üzerinde yapılan bir spekülasyon faaliyetidir. Burada spekülâtör, ileride değer kazanacağını tahmin ettiği bir yabancı

parayı, ileride satıp kar elde etmek amacıyla bugünden, anında veya gelecekte teslim kaydıyla satınalma anlaşmaları yapar. Ayrıca bunu dengeleyici bir işlem yapmaz ve böylece kur değışmelerinin riskini üstlenir. İleride spekülâtörün tahmini doğru çıkıp döviz değeri kazanırsa, elindeki dövizini sattığında kar sağlar. Ama döviz değeri kaybederse zarar eder. Spekülâtör, değerinin düşeceğini tahmin ettiği bir yabancı para için yukarıdakine ters hareket eder. Diğer bir deyişle, gelecekte daha düşük bir fiyattan alabileceğini tahmin ettiği için dövizini anında veya gelecekte teslim kaydıyla satar ve beklemeye başlar. Döviz değeri kaybederse, spekülâtör dövizini ucuza satın almakla kazanç sağlamış olur. Ama döviz değeri kazanırsa zarar etmiş olur (Seyidoğlu, 1997: 161-162).

IV. DÖVİZ KURU RİSKİ TANIMI VE ÇEŞİTLERİ

A) DÖVİZ KURU RİSKİ TANIMI

Uluslararası işletmelerde, yabancı para birimi ile gösterilen varlık ve yükümlülükler, uluslararası işletmenin ülkesi ile yabancı ülke arasında kur değışikliklerinden büyük ölçüde etkilenmekte ve bu durum uluslararası işletme için ayrıca kayıp ve kazanç ortaya çıkarmaktadır. Kur değışiklikleri böylece uluslararası işletmenin karında oynamalara sebep olur ki buna döviz kuru riski denir (Büker vd., 1997: 570).

Bir başka ifadeyle, döviz kuru riski, gelecekte beklenmedik döviz kuru değışmelerinin sebep olduğu varlıkların, kaynakların ve nakit akımlarının ülke parası değerinde iyi veya kötü yönde değışme olasılığı olarak tanımlanmaktadır (Glaum, 1990: 66).

Kur riski, uluslararası ödemelerde, kredi ve sermaye akımlarında, yabancı para bazında alacak ve borçlarda, söz konusu yabancı paranın ulusal para karşısında muhtemel değeri değışimlerinden doğabilecek maddi zarar tehlikesidir (Kendirli, 2001: 37). İşletmenin döviz kuru riski ile karşı karşıya kalması için mutlaka uluslararası faaliyet göstermesi gerekmemektedir. Ulusal paranın, yabancı paralar karşısında

değerinin değişmesi ulusal işletmelerin faaliyetlerini olumlu veya olumsuz şekilde etkileyebilir.

Döviz kuru riski, işletme değerini etkileyen çevresel faktörler arasında önemi gün geçtikçe artan bir faktördür (Soenen ve Madura, 1991: 119). Bir şirketin değeri, onun gelecekte beklenen nakit akımlarının bugünkü değeri ile ölçülür. Kur değişimleri bu nakit akımlarının bugünkü reel değerini değiştirmekle, işletmenin değerini de etkilemiş olur. Bu da diğer yandan işletme hisse senetlerinin piyasa değerini etkiler (Seyidoğlu, 1997: 180).

B) DÖVİZ KURU RİSKİ ÇEŞİTLERİ

Döviz kurlarındaki dalgalanmalar işletmeler için üç tür risk yaratmaktadır. Bunlar; şekil 1.'de görüldüğü gibi işlem riski, ekonomik risk ve muhasebe riski'dir (Coyle, 2000: 2).



Şekil 1. Döviz Kuru Riski Çeşitleri

1. İşlem Riski

Döviz kurlarındaki beklenmeyen değişimlerin işletmelerin döviz cinsinden varlıkları ve yükümlülükleri üzerindeki etkisi, işlem riski olarak bilinmektedir (Doğukanlı, 2001: 161).

İşlem riski, işletmenin yaptığı dövize bağlı sözleşmeler dolayısıyla uğradığı nakit kayıplarını veya elde ettiği nakit kazançlarını ifade eder. Bu işlemlerden bazıları örneğin ihracat, ithalat, döviz borç ve alacaklarıdır (Seyidoğlu, 1997: 180). Döviz

kurundaki bir değişme işletmenin beklenen nakit girişi veya çıkışını beklenenden daha az yada çok hale getireceğinden, işletmenin karlı olabilecek işlemini zararlı tamamlaması sonucunu ortaya çıkarabilir.

İşlem riski genellikle aşağıdaki nedenlerden kaynaklanmaktadır (Kurtay, 1997: 11).

-Geleceğe yönelik alış ve satış sözleşmeleri

-Denizaşını ülkelerdeki müşteriler için ürün fiyatının, bir dönemden fazla süreyle yabancı para birimi üzerinden hesaplanması

-Döviz üzerinden borç alınması veya borç verilmesi

-İleri bir tarihte ticari faaliyet sonucunda yabancı para birimi üzerinden ödeme yapılması veya gelir elde edilmesi.

İşlem riskinin en çok görülen şekli, işletmenin döviz üzerinden kredi ile mal alım veya satımıdır. Örneğin, bir Türk işletmesi 280.000 YTL değerindeki malını 4 ay sonra bedelini almak üzere 200.000 \$'dan bir Amerikan işletmesine satmıştır. Cari döviz kuru 1\$=1,40 YTL'dir. Ödeme Dolar üzerinden yapılacağı için, Türk işletmesinin eline 4 ay sonra 200.000 \$ gececektir.

Ödeme gününe kadar döviz kurunda değişiklik görülürse işlem riski ortaya çıkar. Örneğin döviz kuru düşerek 1\$=1,35 YTL olursa, Türk işletmesinin eline gececek YTL miktarı azalacaktır ($1,35 \times 200.000 = 270.000$ YTL). Eğer döviz kuru artarak 1 \$ = 1,45 YTL olursa, Türk işletmesi karlı duruma gececektir. Eline daha fazla miktarda YTL gececektir ($1,45 \times 200.000 = 290.000$ YTL). Ödeme günündeki döviz kuruna göre bir işlem riski ortaya çıkacak ve iki taraf açısından ya bir kazanç yada bir kayıp doğacaktır. Türk işletmesi işlem riskini ortadan kaldırmak için satışı YTL üzerinden yapmak isteyebilir. Amerikan işletmesinin YTL üzerinden alımı kabul etmesi halinde de işlem riski ortadan kalkmaz, sadece risk Amerikan işletmesine devredilmiş olur.

İşlem riski, işletmenin nakit akımını ve kar-zararını kısa sürede değiştirmektedir. İşletme, işlem riskinden korunabilmek için işletme içi ve/veya işletme dışı yöntemlerden yararlanabilmektedir (Marshall, 2000: 186; Kurtay, 1997: 15). Bu yöntemler ikinci bölümde ayrıntılı olarak incelenecektir.

2. Ekonomik Risk

Ekonomik risk, döviz kurunda oluşan beklenmedik değişikliklerin, işletmenin gelecekteki nakit akışlarındaki ve piyasa değerindeki değişimleri yansıtır (Malindretos, 1995: 56).

İşletme değeri, gelecekte beklenen nakit akımlarının bugünkü değeri ile ölçülmektedir. Döviz kuru dalgalanmaları bu nakit akımlarının bugünkü reel değerini değiştirmekle, işletmenin değerini de etkilemiş olmaktadır. Bu da işletmenin hisse senetlerinin piyasa değerini etkilemektedir (Seyidoğlu, 1997: 180).

Ekonomik riskin işlem riskinden farkı, yurtiçinde faaliyet gösteren işletmeleri de etkileyebilmesidir (Martin ve Mauer, 2003: 438). İşlem riski, ekonomik riskin bir parçasını oluşturmaktadır. İşlem riski, işletmenin sözleşmeye bağlanmış işlemlerini etkilerken, ekonomik risk ise işletmenin sözleşmeye bağlı işlemleri dışında gelecekte bilinmeyen uzun vadeli nakit akışlarını da etkilemektedir.

Başka bir deyişle, ekonomik risk, döviz kurudaki değişimin bir sonucu olarak işletmenin ve rakiplerinin satış fiyatlarındaki, satış hacmindeki ve hammadde maliyetlerindeki değişimlerden ortaya çıkar (Martin ve Mauer, 2003: 438). Dolayısıyla, ekonomik risk, satış gelirleri ve hammadde giderleri üzerindeki etkisinden dolayı yabancı müşterileri, tedarikçileri ve rakipleri olan işletmeleri etkiler (Grant ve Soenen, 2004: 53). İşletmenin ekonomik riskinin değerlendirilmesinde, o işletmenin üretim tesislerinin yerleşim yeri, rakipleri, ana alıcıları ve tedarikçilerini de içeren birçok faktör dikkatle göz önünde bulundurulmalıdır (Dhanani, 2003: 40).

Görüldüğü gibi, ekonomik risk işletmenin bütün fonksiyonlarını etkiler ve bu nedenle de finans bölümü kadar üretim ve pazarlama bölümlerinin de işletmenin döviz kuru dalgalanmalarından olumsuz etkilenmemesi için önlem alması gerekmektedir. Dolayısıyla finans bölümü yanında üretim ve pazarlama bölümleri de döviz kuru riskinden korunmak için farklı stratejiler uygulamaktadır (Shapiro, 1998: 253). Finans, üretim ve pazarlama bölümlerinin döviz kuru riskinden korunmak için uyguladıkları stratejiler ikinci bölümde incelenecektir.

3. Muhasebe Riski

Muhasebe riski, yabancı para ile gösterilmiş varlıkların ve kaynakların ülke parasındaki değerinde değişimler sonucunda işletmenin defter değerindeki değişimdir (Grant ve Soenen, 2004: 53). Başka bir ifadeyle, muhasebe riski, döviz kurlarındaki değişim sonucunda konsolide finansal tablolardaki bir değişim olarak tanımlanır (Malindretos, 1995: 59).

Muhasebe riski, işletmenin finansal durumu ve sonuçlarının ana ülke parası ile kayıt edilmesi ihtiyacından doğar (Grant ve Soenen, 2004: 53). Muhasebe riski yada dönüştürme riski olarak da bilinen bu risk türü daha çok ana ülkesinin dışında, kendine bağlı işletmelere sahip bulunan çok uluslu işletmeler için söz konusudur. Yabancı ülkelerde faaliyet gösteren bu işletmeler, faaliyetlerini o ülkenin para birimleri ile yürütür ve bilançolarını da yine bu yabancı paralarla tutarlar. Belirli dönemlerde yabancı ülkedeki bağlı işletmelerin bilançoları ana ülkedeki işletmenin bilançosu ile birleştirilerek konsolide işletme bilançosu elde edilir. Konsolide işletme bilançosu hazırlanırken yabancı ülkelerin para birimlerinin, ana ülkenin para birimine dönüştürülmesi gerekir. Muhasebe riski bu dönüştürme esnasında ortaya çıkmaktadır.

Buna göre muhasebe riski, bağlı işletme bilançolarının farklı kurlara göre dönüştürülmeleri nedeniyle, ana şirket açısından ortaya çıkan kazanç ve kayıpları ifade eder. Bu kazanç ve kayıplar genel olarak işletme karlılığını ve dolayısıyla da hisse senetlerinin piyasa değerini etkilediği için hisse senedi sahipleri açısından da büyük önem taşır (Seyidoğlu, 1997: 210).

Çok uluslu şirketlerde ana ve bağlı işletmelerin finansal tablolarının konsolide edilmesinde en önemli nokta, çeşitli dövizlerin ana ülke parasına dönüştürülmesinde hangi kurların kullanılacağıdır. Bu hususta üç farklı kur kullanılmaktadır. Bunlar; cari kur, tarihi kur ve ortalama kurdur (Doğukanlı, 2001, 173).

Cari kur, finansal tabloların hazırlandığı günde geçerli olan kurdur. Tarihi kur ise varlığın ilk elde edildiği, borcun ilk oluştuğu ve sermayenin sağlandığı tarihteki geçerli olan kurlardır. Ortalama kur ise hem tarihi hem de cari kurların basit yada ağırlıklı ortalamasıdır. Cari ve tarihi kur genelde bilanço kalemlerinin dönüştürülmesinde kullanılırken, ortalama kur gelir tablosu kalemlerinin

dönüştürülmesinde kullanılır. Çok çeşitli dönüştürme yöntemleri olmasına rağmen uygulamada üç tip dönüştürme yöntemi kullanılmaktadır. Bunlar (Erdoğan, 1995, 124):

Cari Kur Yöntemi (FASB 52):

Amerikan Finansal Muhasebe Standartları Kurulu tarafından geliştirilmiş ve 1982 yılında Amerika işletmeleri tarafından kullanılmaya başlanılmıştır. Bu yöntemde öz sermaye kalemleri tarihi kurlardan, diğer tüm bilanço kalemleri ise cari kur üzerinden dönüştürülmektedir.

Geçici Yöntem (FASB 8):

Amerikan Finansal Muhasebe Standartları Kurulu tarafından geliştirilmiş ve 1976-1982 yılları arasında Amerika işletmeleri tarafından kullanılmıştır. Cari Kur yöntemi ile Geçici Yöntem arasındaki fark bilançodaki stoklar ve sabit varlıkların da tarihi kurlar üzerinden çevrilmesidir.

Cari / Tarihi Kur Yöntemi:

Almanya ve bazı Avrupa ülkeleri tarafından uygulanmaktadır. Bu yöntemde tüm dönen varlıklar ve kısa vadeli borçlar cari kur üzerinden dönüştürülürken, duran varlıklar ve uzun vadeli yabancı kaynaklar tarihi kurlar üzerinden çevrilmektedir.

V. DÖVİZ KURU RİSK YÖNETİMİ VE AŞAMALARI

A) DÖVİZ KURU RİSK YÖNETİMİ

Risk yönetimi, belirsizlikleri ve belirsizliğin yaratacağı olumsuz etkileri daha kabul edilebilir bir seviyeye indirgemeyi sağlayan bir yöntemdir. Risk yönetimi, problem haline gelmeden, tehlikeye dönüşmeden önce, risklerin belirlenmesini ve risklerin oluşma olasılığını veya etkisini an aza indirgeyen faaliyetlerin planlanmasını ve yürütülmesini kapsar (Fıkrıkoca, 2003: 14).

Risk yönetimi, tüm işletmelerde özellikle yaşanan finansal krizlerin artmasıyla beraber finans sektöründe önem kazanmıştır. Gelişmiş ülkelerde bugün hemen hemen her kuruluşun organizasyon yapısında risk yönetimi birimi bulunmaktadır. Risk

yönetimi, yöneticilerin karşılaştığı en önemli finansal kararlardan biri olarak görünmektedir (Joseph, 1999: 75).

Döviz kuru risk yönetimi ise, işletmelerin döviz kuru dalgalanmaları sonucunda karşılaştığı risklerin etkisini ortadan kaldırmak veya minimize etmeye çalışmaktır. İşletmeler döviz kuru riskinden korunmak için, riskin türüne göre çeşitli finansal yöntemler uygulamaktadırlar. Döviz kur dalgalanma derecelerinin sürekli artması, yeni finansal ve hedging tekniklerinin oluşmasına neden olmuştur (Soenen ve Madura, 1991: 119). İşletmelerin döviz kuru riskinden korunmak için uyguladıkları yöntemler ikinci bölümde ayrıntılı olarak incelenecektir.

İşletmenin hayatta kalmasını sağlamak, nakit akımlarındaki dengesizliği azaltmak, kazançlardaki dalgalanmaları azaltmak, işletmenin piyasa değerini artırmak, karlılığı artırmak ve ödenecek vergileri azalmak gibi amaçlar döviz kuru riski yönetiminin amaçları olarak bilinmektedir (Fatemi, 2000: 4-5; Marshall, 2000: 192).

B) RİSK YÖNETİMİNE İHTİYAÇ DUYMA SEBEPLERİ

1973 yılından itibaren finansal sistemde yaşanan çeşitli gelişmeler, döviz kurlarının, faiz oranlarının ve fiyat değişikliklerinin aşırı dalgalanmasına, risk yönetiminin oluşmasına ve bu risklere karşı finansal tedbirlerin alınmasına yol açmıştır. Piyasalarda fiyat dalgalanmalarına ve risk yönetiminin oluşmasına neden olan başlıca faktörler aşağıdaki gibidir.

1. Sabit Döviz Kurundan Dalgalı Döviz Kuruna Geçiş

Bretton Woods Sistemi'nin 1973 yılında sona ermesiyle birlikte sabit kur sistemi yerine dalgalı kur sistemine geçilmesi sonucunda piyasalarda aşırı fiyat dalgalanmaları yaşanmaya başlamıştır. Bu durum bir yandan dış ticaret işletmelerini, diğer yandan da döviz pozisyonu tutan tüm mali kuruluşları döviz kuru riski sorunu ile karşı karşıya bırakmıştır (Kırım, 1991a: 33). Dalgalı kur sisteminin uygulanması sonucunda, işletmeler, ithalat ve ihracat işlemlerinin bedellerini ve yapmayı planladıkları yatırımların maliyet ve karlarını önceden sağlıklı bir şekilde tahmin ederek bütçe

yapamaz hale gelmişlerdir. Bu nedenden dolayı işletmelerin risk yönetimine olan ihtiyaçları artmıştır.

2. Petrol Krizi, Enflasyon ve Yeni Para Politikaları

1973 sonrası dönemde uluslararası piyasalarda gözlenen aşırı fiyat dalgalanmalarının arkasında yatan önemli unsurlardan biri de petrol krizidir. 1973 ve 1979 yıllarında meydana gelen petrol krizi, fiyatlarda aşırı dalgalanmalara neden olmuş ve gelişmiş veya gelişmekte olan tüm ülkeleri olumsuz yönde etkilemiştir. Bu yıllarda petrol fiyatlarındaki büyük artışlar ekonomik alanda iki önemli soruna neden olmuştur. İlk sorun, petrol fiyatlarındaki artışlar sonucunda, petrole bağımlı batılı ülkeler maliyet enflasyonu sorunuyla karşı karşıya kalmasıdır. İkinci sorun ise 1945 yılından buyana uygulanan Keynes'ci politikaların hem enflasyon hem de işsizliğin artmasına neden olmasıdır. Bu nedenle, 1979 yılında Keynes'ci politikaların yerine Monetarist (Parasalıcı) ekonomik politikalar uygulanmaya başlanılmıştır. Böylece Keynes'ci görüşün istikrarlı faiz hadleri hedefinden vazgeçilmiş ve faizlere tanınan üst sınırlar kaldırılmıştır. Enflasyonun önlenmesi için para arzının sınırlandırılmasının gerektiği vurgulanmıştır (E.Aksel, 1995: 17).

Ayrıca petrol fiyatlarındaki artışlar, petrol ihraç eden ülkelerde dolar fazlası oluşturmuş, petrol ithal eden ülkelerde ise ödemeler dengesi açıkları meydana getirmiştir. Petrol krizi sonucunda OPEC (Petrol İhraç Eden Ülkeler Topluluğu) ülkelerinde biriken atıl dolar fonları Avrupa finans kuruluşları aracılığıyla petrol ithal eden ülkelere kredi olarak kullanılmış ve böylelikle petrodolar piyasasının oluşmasına neden olmuştur (Çonkar ve Ata, 2001: 2; E.Aksel, 1995: 18).

3. Teknolojik Gelişmeler ve Küreselleşme Olgusu

1980'li yılların başından itibaren gelişme belirtileri gösteren küreselleşme olgusu bir dizi değişim ve dönüşüm ile birlikte başlamıştır. Gerek Sovyetler Birliğinin dağılması ile soğuk savaşın bitmesi, gerek teknolojik ilerleme ile haberleşme ve bilgi işlem teknolojisinin hızlanması ve büyük oranda ucuzlaması ve gerekse artan sermaye

birikiminin zorladığı dışa açılmanın meydana getirdiği talepler ve düzenlemeler küreselleşme olgusuna hız kazandırmışlardır (Akdiş, 2002: 1). Bu değişimler sonucunda işlem maliyetlerinin düşmesi dünyada döviz piyasalarının hızla gelişmesine neden olmuştur. Böylece büyük miktarda döviz alım satımları çok kolay ve ucuz şekilde gerçekleştirebilmektedir (Başoğlu vd., 1999: 29).

Bu değişim sürecinde uluslararası ticaretin ve sermaye dolaşımının serbestleşmesi, hacminin artması, hızlanması, yaygınlaşması ve yeni yatırım araçlarının devreye girmesi söz konusu olmuştur. Ayrıca küreselleşmeyle birlikte tüm dünya piyasaları ve finansal araçları birbiriyle tam bir bütünleşme içerisine girmiştir. Bu durum uluslararası piyasalarda faaliyet gösteren ülke sayısının artmasına ve dolayısıyla rekabetin artmasına neden olmuştur. Artan rekabet ortamında fiyat dalgalanırlılığı yeni uluslararası sistemin önemli bir özelliği haline gelmiştir (Çonkar ve Ata, 2001: 3).

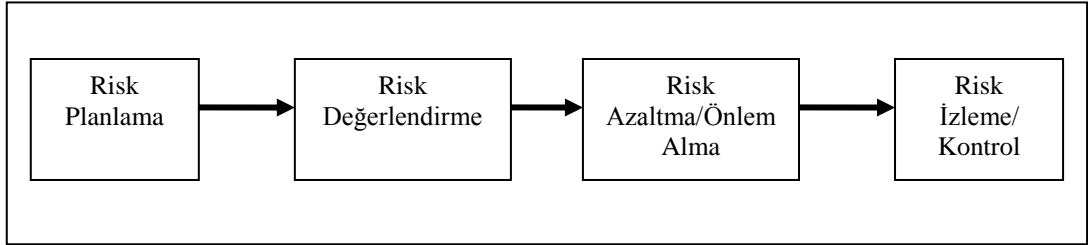
Küreselleşmeyle ifade edilen sürecin iki bileşeni mevcuttur. Birinci bileşeni sermaye birikimi süreci ile ilgilidir. Burada esas olan sermaye dolaşımının serbestleşmesi, hacminin artması, hızlanması, yaygınlaşması ve yeni yatırım araçlarının devreye girmesidir. Küreselleşmenin esas itici gücü budur ve son on yıl boyunca finansal piyasalar ufuklarını daha evvel hiç görülmemiş derecede genişletmişlerdir. İkinci bileşeni ise teknolojik ilerlemelerle ilgilidir. Burada da bilgisayarların yaygınlaşmasından, haberleşme ve bilgi işlem teknolojisinin hızlanmasından ve büyük oranda ucuzlamasından söz edilmektedir (Akdiş, 2002: 5-6).

Dolayısıyla uluslararası piyasalarda 1970'li yılların başından itibaren yaşanan bu gelişmeler, piyasalarda giderek artan fiyat dalgalanmalarına neden olmuş ve bunun sonucunda işletmeler ve finansal kuruluşlar risk sorunuyla karşı karşıya kalmıştır. Bu nedenle risk yönetimi işletmeler ve finansal kuruluşların temel görevlerinden biri haline gelmiştir.

C) RİSK YÖNETİM AŞAMALARI

Risk yönetim aşamaları, işletmenin yönetim sistemine, çevresine ve riskin yapısına bağlı olarak işletmeler arasında farklılık göstermektedir. Genel risk yönetim

modeli dört temel aşamayı kapsamaktadır. Bunlar; şekil 2’de görüldüğü gibi risk planlama, risk değerlendirme, risk azaltma/önlem alma ve risk izleme/kontrol aşamalarıdır (Fıkrkoca, 2003: 143; Sevil, 2001: 20; Kaval, 2000: 24).



Şekil 2. Risk Yönetim Aşamaları

1. Risk Planlama Aşaması

Risk planlamasının amacı, riski ortadan kaldırmak veya en aza indirmektir. Risk planlama aşamasında, risk yönetim stratejisinin geliştirilmesi ve dokümante edilmesi, risk yönetimini yürütmekte kullanılacak yöntemlerin, tekniklerin, gereçlerin belirlenmesi ve risk yönetiminde kullanılacak kaynakların planlanması işlemleri yapılır.

2. Risk Değerlendirme Aşaması

Risk değerlendirme aşaması risklerin tanımlandığı aşamadır. Bu aşama riskin belirlenmesi ve riskin analizi olarak iki kısımdan oluşur.

Risk belirlenmesi aşamasında, işletmenin faaliyetleri ve bu faaliyetler arasındaki ilişkiler dikkate alınarak işletmenin maruz kaldığı riskler veya maruz kalabileceği riskler belirlenir.

Risk analizi aşamasında, belirlenen risklerin oluşma olasılığı, riskin işletmeye verebileceği kayıp ve riskin oluşabileceği zaman aralıkları tespit edilir.

3. Risk Azaltma / Önlem Alma Aşaması

Risk azaltma aşaması, riskin kontrolü, transferi, üstlenilmesi veya kaçınma stratejilerinin belirlenmesi ve bu stratejilere uygun olarak belirlenen faaliyetlerin yürütülmesini içerir.

4. Risk İzleme ve Kontrol Aşaması

Risk izleme ve kontrol aşamasında, risk yönetiminin ve yürütülen risk azaltma faaliyetlerinin sonuçları ve etkileri, risk yönetim stratejilerine dayalı olarak izlenir. İlgili dönemde değişen veriler, en kısa zamanda hesaplamalara aktarılır. Ve risk azaltma faaliyetleri sonuçlarında bir sapma varsa, bu sapmaların nedenleri araştırılır.

İKİNCİ BÖLÜM

DÖVİZ KURU RİSKİNDEN KORUNMA (HEDGİNG) YÖNTEMLERİ

I. RİSKTEN KORUNMA (HEDGİNG) KAVRAMI

“Hedging” ya da “Hedge” belirli bir riske karşı koruyucu önlem alma anlamına gelen İngilizce bir terimdir. Hedging, yapılmış bir işlemin muhtemel zararının, aynı değerde fakat ters yönde ikinci bir işlem ile kapatılması işlemidir (Erdoğan, 1995: 131). Böylece yapılan işlemin neden olacağı zarar, ters işlemin kazancı ile dengelenecektir. Diğer bir deyişle hedging, döviz kuru dalgalanmalarının şirketlerin aktifleri, borçları ve portföy yatırımları üzerindeki olumsuz etkisini azaltmak için kullanılan bir tekniktir.

Başka bir tanımla hedging, gelecekteki döviz kuru dalgalanmalarından kaynaklanabilecek kayıplara dayalı riskin, karı en az etkileyecek şekilde azaltılmasını sağlayacak korunma yöntemleridir (Ertürk, 1994: 23).

İşletme, tüm pozisyonunu veya pozisyonun belli bir kısmını hedge edip etmeme gibi seçeneklere sahiptir. Hiç hedge etmeme iki nedenden kaynaklanabilir. Birincisi, işletmenin aldığı riskin farkında olmaması ve riski azaltıcı tekniklerin varlığından haberdar olmaması; ikincisi ise, işletmenin fiyatların, faizlerin veya kurların kendi lehine değişeceği ya da mevcut seviyelerinde kalacağı yönünde bir görüşü olduğundan spekülasyon yapmasıdır (E.Aksel, 1995: 26).

Hedging işlemlerinde amaç, kar elde etmek değil, kur dalgalanmaları sonucunda doğabilecek olası riski minimize etmektir. Hedging işlemlerini yapanlara “risk sıfırlayıcıları” ya da “hedgers” denilmektedir (Ceylan, 2003: 376). Döviz hedger’ları açık döviz pozisyonlarını kapatarak koruma altına almakta ve potansiyel kayıpları sınırlandırmaktadırlar.

İşletme döviz kuru riskinden korunmak için hedging yapmaya karar verdiğinde, hedging yöntemi seçmeden önce hedge büyüklüğü, hedge etkinliği ve ürün seçimi ile hedge maliyeti hususları dikkate alınması gerekir.

A) HEDGE BÜYÜKLÜĞÜ

Bir hedging işlemi yapmak için sadece hangi sözleşmenin kullanılacağını bilmek yetmez. Aynı zamanda kaç tane sözleşme alınacağını yada satılacağını da belirlemek gerekmektedir. Alınacak yada satılacak sözleşme sayısı hedge edilecek portföyün getirilerinin volatilitesine ve sözleşmelerin getiri volatilitesine bağlıdır (Fabozzi, 1995: 299).

Hedge büyüklüğü, bir birim spot pozisyonu hedge etmek için gerekli olacak hedging ürünü sayısıdır. Bu sayıya hedging oranı adı verilir. Örneğin, yenileme dönemi üç ay sonra olan değişken faizli bir USD kredisi olduğu farzedilirse, bu spot pozisyon Eurodollar futures kontratları kullanarak hedge etmek istenirse, yapılan analizlerde kredi faizlerinin %2 artması halinde, Eurodollar kontratlarında gizli faiz %1 artarsa, hedge oranı 2:1 eşit olur. Bu durumda spot pozisyonda 1:1 hedge kurmak istenirse her birim spot pozisyon için 2 birim futures pozisyonu alınması gerekir (E.Aksel, 1995: 28).

B) HEDGE ETKİNLİĞİ VE ÜRÜN SEÇİMİ

Piyasalardaki farklı hedging ürünleri arasında seçim yapılırken dikkat edilmesi gereken ilk husus, spot pozisyonlardaki ürünün fiyatı ile fiyatı en yakın biçimde hareket eden, başka bir deyişle fiyatları arasındaki korelasyonun en yüksek olduğu ürünün seçilmesidir (E.Aksel, 1995: 28).

Piyasalarda bazen %100 hedging mümkün olmamakta ve belli bir oranda risk kalmaktadır ve bu riske basis risk denilmektedir. Ancak bu risk genelde spot piyasa riskinden daha az olduğundan hedging ürünleri tercih edilir. Örneğin, spot ürüne en yakın ürünün korelasyon derecesi % 92 ise, fiyat riski % 92 oranında hedge edilmiş ve % 8 başlangıç riski devam ediyor demektir. Bu kalan kısım basis risktir. Bu nedenle

hedging etkinliğinin ölçülmesinde genellikle bu korelasyon derecesi kullanılmaktadır (Erdoğan, 1995: 134).

C) HEDGE MALİYETİ

Hedging'in bir anlamı risk transferi olduğuna göre bu riski yönetmenin bir bedeli olacağı açıktır. Riski yönetmek için riski üstlenmeye hazır birilerinin olması gerekir ki bu kişiler genel olarak spekülâtörlerdir. Spekülâtörler de üstlendikleri bu risk karşılığında belli bir risk primi talep ederler. Risk yönetimini işletme adına bir banka yapıyorsa işlem karşılığında alım-satım farkı ve komisyon gibi ödemelerde bulunacaktır. Bu tür işlem giderler hedge ürününün maliyetini oluşturmaktadır. O nedenle hedge ürünü seçimi yapılırken maliyeti en düşük olan ürün tercih edilir (E.Aksel, 1995: 28-29).

Yukarıda hedging'i, gelecekteki döviz kuru dalgalanmalarından kaynaklanan risklerin işletmeyi az etkileyecek şekilde azaltılmasını sağlayacak korunma yöntemi olarak belirtmiştik. Döviz kuru dalgalanmalarından oluşan risk, işlem riski, ekonomik risk ve muhasebe riski olarak üçe ayrıldığı önceki bölümde belirtilmişti. Burada işlem riski ile ekonomik riskten nasıl korunulacağını ele alınacak, işlem riskinden ve ekonomik riskten korunma yöntemlerini ayrıntılı olarak incelenecektir

II. İŞLEM RİSKİNDEN KORUNMA YÖNTEMLERİ

İşlem riskinden korunma yöntemleri genel olarak, işletme içi ve işletme dışı yöntemler olmak üzere ikiye ayrılmaktadır (Marshall, 2000: 186; Kurtay, 1997: 15). İşletme içi yöntemler, işletmenin kendi bünyesindeki kaynaklardan yararlanarak kur riskinden korunmasını içermektedir. İşletme dışı yöntemler ise, işletme dışındaki piyasalardan sağlanan yöntemleri içermektedir. İşletmelerin işlem riskinden korunmak için mümkün oldukça işletme içi yöntemleri kullanmalıdırlar, çünkü bu yöntemler işletme dışı yöntemlerden daha az maliyetlidirler (Sucher ve Carter, 1996):

A) İŞLEM RİSKİNDEN İŞLETME İÇİ YÖNTEMLERLE KORUNMA

Uluslar arası faaliyet gösteren işletmelerin finansal yöneticileri, işlem riskleri karşısında “dinamik bir kur yönetimi” tarzı benimsemişlerdir. Bu tarz, basit korunma işlemlerini çok aşan bir uygulamadır. Bu uygulamanın kapsamı, işletmenin ticari faaliyetlerine bağlı ödemelerinin koşullarını, döviz kuru riskini ortadan kaldıracak ve hatta bazı durumlarda kazanç sağlayacak şekilde değiştirme çabaları olup, değişik biçimler alabilmektedir (Plihon, 1995: 22).

İşletme içi korunma yöntemleri temelde bilanço ayarlamalarına dayalı olan ve çoğunlukla işletmelerin kendi bünyeleri içindeki kaynaklardan yararlanarak döviz kuru riskini azaltmakta kullandığı teknikleri içermektedir (Erdoğan, 1995: 136; E.Aksel, 1995: 29). Bu teknikler; alacak ve borçların netleştirilmesi, gelir ve ödemelerin çakıştırılması, döviz sepetleri, nakit akışlarını öne alma ve geciktirme, ulusal para ile faturalandırma ve para piyasası yoluyla hedging olarak ifade edilebilir.

1. Alacak ve Borçların Netleştirilmesi (Netting)

İşletmelerarası alacak ve borçların netleştirilmesi tekniğinde, bağlı işletmeler arasında aynı veya paralel dövizlerdeki dönem sonu borçlar, önceden belirlenen hesap dönemleri sonu itibariyle biri diğerine karşı kapatılmakta ve böylece brüt tutarların ödenmesi yerine sadece borçlu olunan dövizdeki net bakiyenin riske karşı hedge edilmesi ve vadesinde ödenmesi gerekmektedir (Mcrae, 1996: 79). Bu tekniğin uygulanabilmesi için çokuluslu işletmelerin yani bağlı işletmelerin mevcut olması gerekmektedir.

İşletmeler netleştirme işlemini üç şekilde gerçekleştirebilmektedir (Shapiro, 1998: 216):

-Uzun vadeli bir döviz ile kısa vadeli aynı döviz netleştirilebilir.

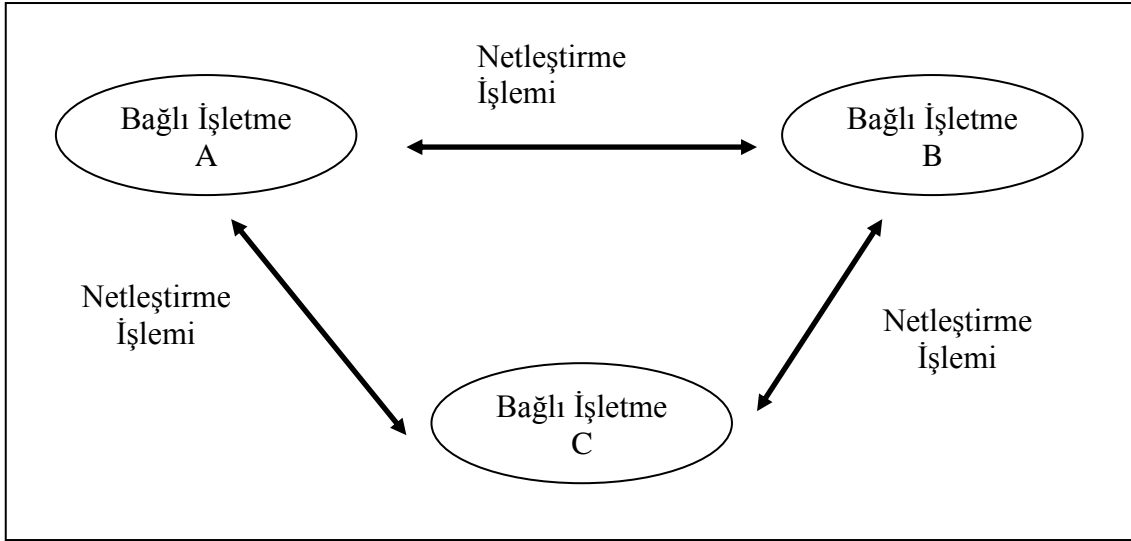
-Paralel hareket eden dövizlerde, uzun vadeli bir döviz ile kısa vadeli herhangi bir döviz netleştirilebilir.

-Aralarında negatif ilişki bulunan dövizlerde, uzun vadeli bir döviz ile uzun vadeli diğer bir döviz veya kısa vadeli bir döviz ile kısa vadeli diğer bir döviz netleştirilebilir.

Netleştirme işleminin işleyiş mekanizması oldukça basittir. Her bir bağlı işletme, işletme borçlarını borcun hangi döviz cinsinden olduğunu da belirterek her dönem sonunda faks, e-mail veya teleks yoluyla ana merkeze, diğer bir ifadeyle merkez şubeye yollar. Bunun sonunda ana merkez, en uygun netleştirme düzenlemesine karar verir ve bağlı işletmelere talimat verir. Aynı zamanda, bağlı işletmeler de bankalarını bu düzenlemeler hakkında bilgilendirecektir (Mcrae, 1996: 79).

Bağlı işletmelerin her biri farklı paralar üzerinden alacaklı ve borçlu olabilmektedir. Bağlı işletmelerin her biri döviz kuru riskine karşı vadeli piyasada korunma sağlayıcı işlem yaparsa, ayrı ayrı masraf yapılmış olacaktır. Oysa bağlı işletmeler kendi aralarında veya merkezi nakit yönetimi çerçevesinde, birinin alacağı ile diğerinin borcu eşleştirilir ya da netleştirme yapılır. Eğer, alacaklarla borçlar tam olarak birbirini karşılıyorsa ayrıca bir riskten korunma işlemine gerek kalmayacaktır. Dolayısıyla, işlem giderlerinden de tümüyle tasarruf sağlanacaktır. Eğer netleştirme sonucunda bir bakiye kalmışsa, bağlı işletmeler arasında sadece o bakiye için hedging işlemi yapılacaktır. Böylece, giderlerde yine bir düşüş elde edilecektir.

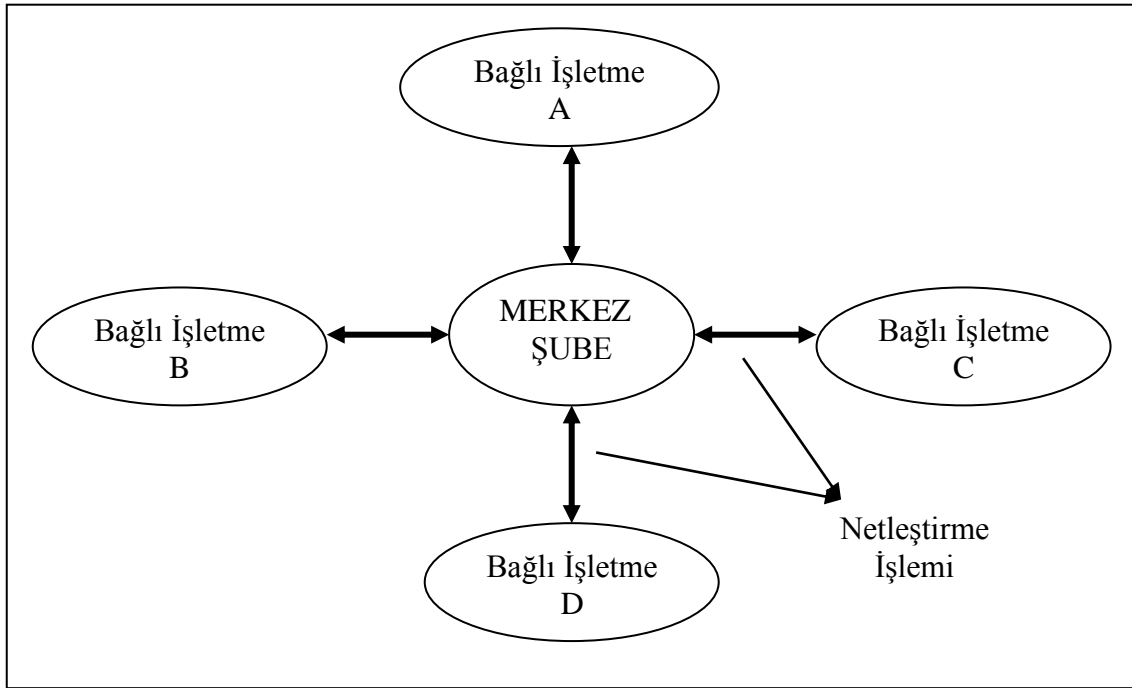
Netleştirme işlemi iki bağlı işletme arasında olabileceği gibi, merkezi bir sistemle bütün bağlı işletmeler arasında gerçekleştirilebilmektedir. Aşağıdaki şekillerde iki bağlı işletme arasındaki ve merkezi sistemdeki netleştirme ilişkisinin nasıl olduğu görülmektedir (Baker, 1998: 113-114).



Şekil 3. İki Bağlı İşletmeler Arasında Netleştirme İşlemi

Kaynak: Baker, 1998: 113

Şekil 3'te bir grup içerisinde yer alan üç bağlı işletme arasında ikişerli netleştirme ilişkisinin nasıl olduğunu göstermektedir. Burada, bağlı işletmeler çiftlere ayrılarak üç bağlı işletme arasında üç ayrı netleştirme işlemi yapılmakta ve herbir çift işletmenin aralarındaki ticari işlemlerden doğan hesaplar belli dönemler itibariyle netleştirilmektedir. Örneğin, A bağlı işletmesi C bağlı işletmesine 5 milyon Dolar borçlu iken, C bağlı işletmesi A bağlı işletmesine 3 milyon Dolar borçludur. İşletmelerarası hesapların netleştirilmesi işlemlerinden sonra, ödemeye konu olan tutar 2 milyon Dolara düşecek ve A bağlı işletmesi C bağlı işletmesine 2 milyon Dolar ödeyecektir. Böylece, sözkonusu işletmeler döviz kuru riskinden korunmak için yapacakları işlemlerin maliyetlerinden tasarruf etmiş olacaktır.



Şekil 4. Merkezi Sistem İle Netleştirme

Kaynak: Baker, 1998: 114

Şekil 4’te bağlı işletmelerin ticari işlemlerinden doğan alacak ve borçlar merkez şubede toplandığını ve merkez şubede alacaklar ve borçlar birbiri ile netleştirildiği gösterilmektedir. Örneğin, A bağlı işletmesinin B bağlı işletmesine 3 milyon Dolar, C bağlı işletmesine ise 2 milyon Dolar borcu bulunmaktadır. B bağlı işletmesinin ise A bağlı işletmesine 2 milyar Dolar borcu bulunmaktadır. C bağlı işletmesinin A işletmesine 5 milyar Dolar, D bağlı işletmesine ise 4 milyar Dolar borcu bulunmaktadır. D bağlı işletmesinin ise C bağlı işletmesine 2 milyar Dolar borcu bulunmaktadır. Söz konusu işlemlere ilişkin olarak, bağlı işletmeler arasındaki merkezi netleştirme işlemi aşağıdaki tablo 1’de gösterilmektedir.

Tablo 1. Merkezi Sistem İle netleştirme Tablosu (milyon \$)

		Alacaklı İşletmeler				Toplam Ödemeler	Toplam Alacaklar	Net ödemeler	Net Alacaklar
		A	B	C	D				
Ödeyecek İşletmeler	A	-	3	2	-	5	7	-	2
	B	2	-	-	-	2	3	-	1
	C	5	-	-	4	9	4	5	-
	D	-	-	2	-	2	4	-	2

Tablo 1’de görüldüğü gibi merkezi sistemde netleştirme işlemi yapılmıştır. Bu işlem sonucunda A başlı işletmesi 2 milyar Dolar alacaklı, B başlı işletme 1 milyar Dolar alacaklı, C başlı işletmesi 5 milyar Dolar borçlu ve D başlı işletmesi ise 2 milyar dolar alacaklıdır. Böylece sözkonusu işletmeler döviz kuru riskinden korunmak için yapacakları işlemlerin maliyetlerinden kaçınmış olacaklardır.

Bu teknik, merkez şubedeki yönetimle bağlı işletmelerdeki yönetim arasında, nihai net ödemenin hangi döviz üzerinden yapılacağı ve/veya nihai net ödemenin yapılacağı gün gibi konularda çıkabilecek anlaşmazlıkları da çözümlenebilir (Mcrae, 1996: 79).

2. Gelir ve Ödemelerin Çakıştırılması (Matching)

Çakıştırma, bir işletmenin aynı veya paralel dövizden, aynı miktar ve aynı zamanda ters bir nakit akımı yaratmasıdır. Üç ay sonra 1 milyon dolar ödeme durumunda olan bir işletme bilinçli olarak ürünlerini Amerika’ya satarak dolar elde etmeyi planlayabilir. Eğer işletme bunu sağlayabilirse kur riskinden korunmuş olacaktır (Parasız ve Yıldırım, 1994: 352). Gelir ve ödemelerin çakıştırılması, farklı dövizlerde beklenen gelir ve ödemeleri her bir döviz cinsi için ayrı ayrı olarak dengelemeyi ifade eder. Bu nedenle, sadece çakıştırılmayan net bakiye için, vadeli piyasalar hedging işlemi yapılacaktır. Burada döviz üzerinden yaratılacak nakit giriş ve çıkışlarının hem miktar hem de zaman açısından birbiri ile uyum içerisinde olması gerekmektedir (Pamuk vd., 1997: 150).

Çakıştırma yöntemi, aynı veya paralel dövizlerde olan ödeme ve gelirleri belirlemek ve çakıştırmak amacıyla dizayn edilmiş bilgisayar programları yardımıyla uygulanmaktadır. Çakıştırma yöntemi bu donanım dışında herhangi bir maliyet gerektirmemektedir. Çakıştırma yöntemi, aynı zamanda finans görevlisinin her bir döviz için sürekli olarak gelecekteki nakit açığı pozisyonunu takip etmesine imkan verir. Çakıştırma yöntemi büyük işletmeler için daha uygundur, ancak ihracat ve ithalat yapmakla birlikte, bu programın maliyetlerini karşılayabilen küçük işletmelerde uygulayabilir (Mcrae, 1996: 80).

Bir döviz üzerinden aynı miktar ve zamanda hem nakit girişi hem de nakit çıkışı yaratmak kolay değildir. Bu nedenle gelir ve ödemelerin karşılaştırılması tekniğinin başarılı bir şekilde uygulanabilmesi için, işletmenin finans bölümüne gelen bilgilerin niteliği büyük önem taşımaktadır. Dolayısıyla, gelir ve ödemelerini karşılaştırmak isteyen işletmelerin satın alma ve satış bölümlerinin, finans bölümü ile işbirliği yapması ve bilgilerin tam ve doğru olarak zamanında finans bölümüne bildirilmesi gerekmektedir.

3. Döviz Sepetleri (Currency Baskets)

Döviz kur riskini azaltmada kullanılacak tekniklerden biri de aktif ve pasifleri döviz sepetleri cinsinden belirlemektir. En tanınmış döviz sepetleri arasında SDR (Special Drawing Rights) ve ECU (European Currency Unit) sayılabilir. Bu döviz sepetleri, belirli sayıda dövizin değerlerinin ağırlıklı ortalaması olarak belirlenen bileşik para birimleridir (Erdoğan, 1995: 137; E.Aksel, 1995: 30).

Döviz sepetlerinde portföy yaklaşımı fikri benimsenmiştir. Portföy kuramı, tüm yumurtaları bir sepete koymamak esasına dayanarak, riski birden fazla ürüne yayar ve bu ürünlerin fiyatları birbiri ile yüksek derecede korelasyona sahip değilse toplam fiyat riski azalır. Döviz sepetleri de birer döviz portföyü olduklarından sepetin fiyatının dalgalanması, içindeki tüm dövizlerin dalgalanmalarının bir ortalaması olacaktır. Bu açıdan sepetin dalgalanma riski, tek bir döviz kurunun dalgalanma riskinden daha az olmaktadır (E.Aksel, 1995: 30). Örneğin, bir ithalatçı işletme Amerika'dan ithal ettiği ürünlerin bedelini dolar olarak değil de ECU olarak belirlerse, karşı karşıya kalacağı kur riski daha az olacaktır.

4. Nakit Akışlarının Zamanlaması (Leading ve Lagging)

Nakit akışlarının zamanlaması, döviz kurları ile ilgili olarak ileriye yönelik tahminler doğrultusunda dövizli borçların yada alacakların öne alınması veya ertelenmesi ilkesine dayalı hedging stratejileridir (Erdoğan, 1995: 137; E.Aksel, 1995: 30). Eğer bir finans yöneticisi, döviz kurlarındaki değişimleri tahmin etmede piyasada başarılı olabileceğine inanıyorsa, belli bir döviz üzerinden yapılacak ödemeleri ve

gelirleri yavaşlatmak veya hızlandırmak isteyebilir. Bu hedging tekniği, öne alma ve geçiktirme olarak adlandırılır (Mcrae, 1996: 80).

Bu stratejilerde yapılan, beklentilere dayanarak nakit akışlarının zamanlamalarını değiştirmek yani değer kaybetmesi beklenen döviz cinsinden belirlenmiş alacakların tahsilinin hızlandırılması veya borçların geciktirilmesidir. Diğer yandan işletmeler değer kazanması beklenen döviz cinsinden olan borçlarının geri ödemesini hızlandırıp, daha fazla kur kaybına karşı kendilerini koruyabilirler (E.Aksel, 1995: 30). Örneğin bir Amerikan işletmesi euro cinsinden borcu mevcutsa ve euro'nun dolar karşısında değer kazanması bekleniyorsa, bu durumda işletme hızlandırma stratejisini uygulayıp, borcu hemen ödemek suretiyle kendini vadede daha fazla dolar ödeme riskine karşı korumuş olacaktır.

Bu yöntemin bağımsız işletmeler arasında uygulanabilirliği sınırlıdır. Çünkü bir işletmenin zaman tercihi diğerinin aleyhine olmaktadır. Şöyle ki doların euro karşısında değer yitirmesinin beklenmesi durumunda Alman işletmesi dolar bazında alacaklarını hızlandırmak ister. Çünkü işletmenin dolar olarak alacakları ne kadar gecikirse işletmenin eline o kadar az miktarda dolar karşılığı euro geçecektir. Diğer yandan borçlu taraf dolarları zamanından önce ödemek istemeyecektir. Borçlu tarafın dolar olarak borcunu zamanından önce işletmeye ödemesi ancak alacaklı tarafın borçlu tarafa faiz iskontosu yapması ile mümkün olacaktır. Sonuçta, alacağın erken olarak tahsil edilmesinin getireceği kazanç, faiz iskontosu ile dengelenecektir. Çok uluslu işletmelerin bu yöntemi kendi bünyelerinde uygulamaları ise, daha kolay olmaktadır. Alacak ve borçların bağlı işletmeler arasında öne alınması ve geciktirilmesi bağlı işletmelerin bireysel olarak karlılık durumunu değiştirir ve bir bütün olarak çok uluslu işletmenin kur riskini azaltır. Böylece tüm işletme bazında karın maksimize edilmesi amacına ulaşılmış olunur.

Ancak, bu stratejinin gerçek anlamda bir hedging stratejisi olduğunu söylemek zordur. Çünkü beklentiler üzerine pozisyon alınmaktadır. Örneğin, değer kaybedeceği beklenen bir döviz cinsinden borç geciktirildiğinde, sözkonusu döviz cinsinden bir "short" pozisyon alınmış olur. Bu tür bir pozisyon, tüm tek taraflı açık pozisyonlarda olduğu gibi aslında, spekülasyondan başka bir şey değildir. Hedging, bir spot pozisyonunun tersi bir pozisyon almak sureti ile riski azaltmak; spekülasyon, beklentiler

üzerine oynayarak herhangi bir pozisyonu açık bırakmak demektir. Sonuç olarak, bu stratejiler gerçekte spekülasyon olarak kabul edilebilirler (E.Aksel, 1995: 30).

5. Ulusal Para İle Faturalandırma

İhracatçı veya ithalatçı işletmeler işlemlerini kendi ulusal parası ile faturalayıp kur riskinden korunabilirler. Ancak ulusal para ile faturalandırma her zaman mümkün olmayabilir. Faturalandırmanın hangi para ile yapılacağını genellikle, ticari hayatın koşulları belirler. fakat işletmenin rekabet gücü yüksek ise bu yöntemi uygulayabilme olanağı da yüksektir (Seyidoğlu, 1997: 197).

Ulusal para ile faturalandırma, bunu uygulayabilen işletme için bile risk probleminin yalnızca bir kısmını yok eder. Varsayalım ki ihracatçı işletme, faturayı kendi ulusal parası ile faturalatsın ve böylece işlem riskinden korunmayı başarmış olsun. Fakat diğer taraftan satış hacmi de kurdaki değişmeden etkilenir. Örneğin yabancı para, ulusal para karşısında değer kaybetmişse yerli ürünler yabancılara göre pahalılaşacağından ihracat hacmi düşer. Yani, ulusal para üzerinden faturalandırma, işlem riskini yok etse bile ekonomik risk mevcut kalacaktır (Seyidoğlu, 1997: 197).

6. Para Piyasaları Yoluyla Hedging

Para piyasasıyla hedging, işletmenin elinde bulundurduğu yerel fonlarla, değer kazanması beklenen yabancı bir dövizin spot piyasadan satın alınarak, borcun ödeme vadesine kadar dövizli bir hesaba yatırılması esasına dayanan bir hedging yöntemidir. Bu yöntemin etkili olabilmesi için yerel paranın faiz getirisinin dövizin devalüasyon ve plasman süresinde kazanılan faiz toplamından daha düşük olması gerekmektedir. Örneğin, ülkemizde üç aylık repo faizinin %75 olduğunu, doların yıllık devalüasyonunun %50 ve Döviz Tevdiat Hesabı faizinin %5 olduğunu varsaydığımızda bu yöntemin kullanılmasının mantığı bulunmamaktadır. İşletmenin fonlarını repo yaparak faiz elde etmesi ve dönem sonunda spot piyasadan dolar satın alması daha doğru olacaktır (Erdoğan, 1995: 137-138).

İşletme bünyesinde profesyonel bir fon yönetim ekibi yoksa, bu fonların alternatif araçlara yatırılarak yönetimi için de ayrıca bir maliyet üstlenilmesi gerekecektir. Oysa hedging yöntemi ile bu tür maliyetlerden tasarruf edilmektedir. Bu durumda basit bir para piyasası hedging'i daha rasyonel bir seçim olabilir. Farklı hedging alternatifleri arasında seçim yaparken tüm maliyet unsurlarına dikkat etmek gerekmektedir (E.Aksel, 1995: 31).

İşletmenin finansman yöneticisi fiyatlar hakkında belli bir tahmin oluşturarak hedging stratejisine karar verdiğinde, bu beklentinin gerçekleşmemesi ya da tam tersi bir gelişme olması durumunda bu alınan kararın yanlış bir karar olma riskinin de yüksek olduğunu unutmamalıdır (Erdoğan, 1995: 138).

B) İŞLEM RİSKİNDEN İŞLETME DIŞI YÖNTEMLERLE KORUNMA

İşletmeler döviz kuru riskinden korunmak için işletme içi yöntemlerin yanında işletme dışındaki piyasalardan yararlanarak işletme dışı yöntemlere de başvurmaktadır. Bu yöntemler, forward, futures, swap ve opsiyon sözleşmeleridir.

1.Forward Sözleşmeleri

a) Tanımı ve İşleyişi

Forward sözleşmeleri, ileri bir tarihte teslimi söz konusu olacak herhangi bir malın (tarımsal ürün, döviz, faiz,...) vadesi, miktarı ve fiyatı bugünden belirlenerek sözleşmeye bağlandığı işlemlerdir (Ceylan, 2003: 369).

Forward sözleşmeler genellikle iki finansal kurum veya bir finansal kurum ile kendisiyle iş yapan bir şirket arasında gerçekleşir. Bir taraf alıcı pozisyonuna girer ve gelecekteki belirli bir tarihte, daha önceden belirlenmiş bir fiyata yazılmış olan malı satın almayı kabul eder. Öte yandan diğer taraf ise satıcı pozisyonuna girer ve aynı tarih ve fiyata malı satmayı kabul eder. Böylece forward sözleşmesinin gerçekleştiği an her iki taraf için de sözleşmenin değeri sıfırdır. Kontratın değerini etkileyen en önemli etken

malın piyasa fiyatı olmaktadır (Büker vd., 1997: 574). Vade sonuna doğru malın fiyatı değişmeye başladıkça, forward sözleşmesinin değeri pozitif veya negatif bir değer alır.

Döviz forward sözleşmeleri, ileri bir tarihte teslimi söz konusu olacak döviz üzerinden, iki yıla kadar vadesi belirlenebilen, miktar ve kur üzerinde bugünden anlaşılan işlemlerdir (Kırdaloğlu ve Saklar, 1992: 54).

Döviz forward sözleşmeleri “Swap” yada “Outright” kontratlar şeklinde gerçekleştirilebilirler. Outright işlemlerde belirli miktar döviz ileri bir tarihte satılır ve alınır. Swap sözleşmelerinde ise vadeli bir alım (satım) işlemi, aynı anda ve aynı miktarda döviz için yapılan bir başka satım (alım) işlemi ile tersine çevrilmektedir. Outright işlemleri daha çok kur riskine karşı korunmak isteyen işletmeler tarafından kullanılırken Swap anlaşmaları bankalar arasında kullanılır (Kırım, 1991a: 33).

Forward döviz kuru kotasyonları Telerate, Reuter gibi haber servislerinden anında on-line olarak, Finansal Times ve Wall Street Journal gibi finansal haber ağırlıklı gazetelerden de günlük olarak elde edilebilirler (Erdoğan, 1995: 43).

Forward sözleşmelerinin iki temel fonksiyonu vardır (Ceylan, 2003: 370). Bu fonksiyonlardan biri kur riskini ortadan kaldırmaktır. Örneğin bir Türk ihracatçısı, dört ay sonra 200.000 € ödeme yapacaksa, döviz kuru riskinden korunmak için bugünden forward sözleşmesi satın alabilir. Bu işleme riskten korunma denilmektedir. Diğer fonksiyonu ise spekülasyon işlemleri için kullanılmasıdır. Örneğin, bir spekülasyon, dört ay sonra, doları, spot piyasada 1.3755 YTL’ye satabileceğini düşünüyorsa, bugünden yapacağı dört ay vadeli forward sözleşmesi ile 1.3267 YTL’ye satın alarak kar elde edebilir. Spekülasyonlar kar beklerken zarar da edebilir.

b) Forward Sözleşmeleri İle Riskten Korunma

Özellikle, işlem hacmi büyük ve kar marjı küçük işletmelerde, kur risklerine karşı korunmak, büyük bir önem taşımaktadır. Bu sebeple, kur riskini ortadan kaldırmak için, belli bir süre sonra eline döviz geçecek olan ihracatçı, forward sözleşmesi ile belli bir kurdan vadeli döviz satacaktır. Aynı şekilde, belli bir süre sonra ödemede bulunacak olan ithalatçı da forward sözleşmesi ile belli bir kurdan döviz alacaktır. Böylece belli bir süre sonra, ihracatçı eline ne kadar ulusal para geçeceğini, ithalatçı da ne kadar ulusal

para ödeyeceğini bilecektir. Böylece, döviz kurları ne kadar değişirse değişsin, hem ihracatçı hem de ithalatçı döviz kuru değişmelerinden korunmuş olacaklardır (Ceylan, 2003: 376). Burada, işletmelerin forward sözleşmeleri ile kur riskinden nasıl korunabileceği bir örnek yardımı ile incelenecektir (Erdoğan, 1995: 41-42).

Bir Alman işletmesinin ABD'deki bir işletmeye 1.000 adet makine imal etmek üzere bir sözleşme imzaladığını varsayalım. Makine teslimatları 3 ay içinde yapılacak ve karşılığında 1.000.000 \$ tahsil edilecektir. Sözleşmenin imzalandığı tarihteki kur 1.35 €//\$'dır. Fakat bu 3 ay içinde doların biraz değer kaybedeceğini düşünen satıcı, ABD işletmesinden alacağını 1.300.000 €'nin altında tahsil etmesi halinde zarar edeceğini hesaplamaktadır. 3 aylık forward kurunun 1.33 €//\$ olduğunu varsayalım. Alman işletmesi, kendisini olumsuz kur dalgalanmalarına karşı korunmak için 1.000.000 \$'ını satarak 3 ay sonra euro almak üzere bir forward sözleşmesi yapar. 3 ay sonra Alman işletmesi ABD işletmesinden 1.000.000 \$ alacak ve kararlaştırılan kurdan 1.330.000€'ya çevirecektir. Böylece Alman işletmesi gelecekteki pozisyonunu korumuş ve döviz kuru dalgalanmalarına karşı karını 30.000 € da sabitlemiş durumdadır. Spot kur 1.30 €//\$'ın altına düşse bile işletme aynı karı elde edecektir. İşletme forward sözleşmesi yapmasaydı spot kurun 1.30 €//\$'ın altına düşmesi durumunda zarar edecekti.

c) Forward Sözleşmelerin Avantaj ve Dezavantajları

Forward sözleşmelerin işletmelere sağladığı bazı avantajları bulunmaktadır. Forward sözleşmelerinin en önemli avantajlarından biri, forward sözleşmelerinin fiyatı, büyüklüğü ve vade bitim tarihinin taraflar arasında, tarafların ihtiyaçlarını tam olarak karşılamaya yönelik olacak şekilde serbestçe belirlenmesidir. Diğer avantajları ise aşağıdaki gibidir.

Forward sözleşmelerinin organize olmuş bir borsa bünyesinde gerçekleştirilmediği ve takas işlemleri herhangi bir Takas Kurumu üzerinden yapılmadığı için, borsa ve takas komisyonu gibi işlemsel maliyetler taşımamaktadır.

Döviz kurlarındaki değişme ne olursa olsun, forward sözleşme yapan taraflar alım ve satımını yapacakları dövizlerin kurlarını bugünden sabitleyerek kendilerini gelecekteki belirsizliklerden korumuş olurlar.

Forward sözleşmeleri için taraflar birbirlerine karşı herhangi bir teminat yatırmak zorunda değildir. Sözleşmeye taraf olan kişi veya kurumlar, teminat olarak yatırmadıkları miktarda bir parayı başka bir piyasada işlem yapmak suretiyle risksiz getiri elde edebilirler.

Forward sözleşmelerinde vade tarihine kadar sözleşmeyi alan/satan taraflar açısından, fiyatların piyasadaki değişimi sonucunda nakit giriş ve çıkışı olmayacağı için, ellerinde bulunan fonları istedikleri şekilde bir yatırıma kanalize etme imkanları bulunmaktadır. Forward sözleşmelerinde nakit akışı vade sonunda gerçekleşmektedir.

Forward sözleşmelerin avantajları olduğu gibi bazı dezavantajları da bulunmaktadır. Forward sözleşmelerinin en büyük dezavantajlarından biri, bu sözleşmeleri vadesinden önce kapatmanın zor olması ve üçüncü kişilere devredilememesidir. Bu sözleşmelerden kurtulmanın tek yolu, bu sözleşme kiminle yapılmışsa, onunla anlaşmayı fesh etmek hususunda anlaşma yoluna gitmek veya yapılan sözleşmenin tersi bir başka sözleşme yapıp her iki sözleşmeyi de vade sonuna kadar taşımaktır.

Forward piyasalarda takas merkezi ve teminatlandırma sistemi bulunmadığından dolayı, forward sözleşme yapan kişi ve kurumlar karşı tarafın kredibilitelerini kontrol etmek ve bu kişi veya kurumlara bir kredi limiti belirlemek zorundadırlar. Forward sözleşmeleri, taraflardan birinin sorumluluğunu yerine getirmemesinin doğurduğu kredi riskini kapsamaktadır. Kredi riskinin olması sözleşmenin diğer bir dezavantajıdır.

Forward sözleşmelerinin diğer bir dezavantajı ise işletmenin fırsat maliyetine katlanmak zorunda kalmasıdır. İşletmelerin, forward sözleşmeleri ile satın alınan dövizlerin vadesinde döviz kurlarının düşmesi ya da satılan dövizlerin vadesinde döviz kurlarının yükselmesi durumunda muhtemel kazançlardan mahrum olmuş olmasıdır.

2. Futures Sözleşmeleri

a) Tanımı ve İşleyişi

Futures sözleşmeleri, aynı forward sözleşmelerinde olduğu gibi, belli nitelikteki ve belli miktardaki bir malın veya bir mali enstrümanın, gelecekteki önceden

belirlenmiş herhangi bir tarihte, yine önceden belirlenmiş bir fiyat üzerinden teslimini hükme bağlayan yasal bir sözleşmedir. Futures sözleşmelerin özünde ileri bir tarihte gerçekleşecek olan alım-satım işleminin fiyatının bugünden belirlenip, anlaşmaya bağlanması yatmaktadır (Kırım, 1990: 28).

Futures döviz sözleşmeleri ise, iki taraf arasında yapılan ve tarafların belli döviz birimi karşılığında başka bir belirli dövizin, belli bir miktarda, daha önceden belirlenmiş ileri bir tarihte, önceden üzerinde anlaşılmış bir kurdan almak veya satmak konusundaki yükümlülüklerini düzenleyen yasal olarak bağlayıcı bir anlaşmadır (Karatepe, 2004: 182).

Futures Sözleşmelerinin temel özellikleri aşağıda kısaca belirtilmiştir (Kırım, 1990: 30-31; Alpan, 1999: 9-17; Toroslu, 2000: 80-81; E.Aksel, 1995: 46-51).

-Futures sözleşmeleri organize borsalarda satılır. Futures sözleşmelerine konu olan ürünler, belli başlı bazı organize futures borsalarında işlem görmektedirler. Alım-satım işlemleri bu borsalarda, resmi olarak belirlenmiş saatler içinde ve "Pit" (Çukur) adı verilen ortamlarda "yüksek sesli pazarlık" yöntemiyle yapılmaktadır. Her borsada, futures sözleşme büyüklükleri, teslim tarihleri, minimum fiyat değişimlerini içeren futures sözleşme tanımları değişmektedir.

-Futures sözleşmelerde kontrat boyutu sabitlenmiştir. Futures sözleşmeleri standart miktarda ürün üzerine yapılırlar. Farklı futures piyasalarındaki farklı uluslar arası borsalarda, aynı ürünün farklı büyüklükteki futures sözleşmeleri alınıp satılmaktadır.

-Futures sözleşmelerin teslim tarihleri de standarttır. Örneğin LIFFE (London International Financial Futures Exchange) borsalarında döviz futures sözleşmelerinin teslimi Mart, Haziran, Eylül ve Aralık aylarında gerçekleşmektedir.

-Futures sözleşmelerinin güvencesi takas merkezleri tarafından sağlanmaktadır. Futures sözleşmeleri, birbirlerini tanımayan alıcı ve satıcıların karşılıklı olarak vadeli mal alımı ve satımı taahhütlerine girmeleri nedeniyle, bu taraflardan herhangi birinin taahhüdü yerine getirmeme riskini taşımaktadır. Bu riski ortadan kaldırmak için futures borsalarında, hem alıcı hem de satıcının riskini üstlenmek üzere Takas Merkezi kurulmuştur. Takas Merkezi her iki tarafa anlaşmadan doğan yükümlülüklerin yerine getirileceğini garanti etmektedir.

-Sistemin güvencesini sağlayan diğer bir unsur ise marjin adı verilen ve aracı kurumlara yatırılması gereken nakit depozit ya da güvence parasıdır. Herhangi bir kişi bir futures sözleşmesi satın almak istediğinde, kendi aracı kuruluşuna, aracı kuruluş da takas merkezine her sözleşme başına bir güvence parası yatırmak zorundadır.

Marjin sisteminde elinde alım-satım kontratı bulunan her kişinin bu kontratları alış veya satış fiyatları ile piyasa kapanış fiyatları her gün sonunda karşılaştırılarak, günlük kar ve zarar miktarı tespit edilir. Bu işleme “Günlük Marjin Mutabakatı” adı verilir. Eğer sözleşmenin giriş fiyatı ile gün sonu kapanış fiyatı arasındaki fark zarara tekabül ediyorsa, bu zarar miktarı kişinin marjin hesabından belli bir alt seviyeye gelene kadar kesilir. Ancak, günlük zararların toplamı marjin hesabında izin verilen alt sınırı geçiyorsa kişiden marjin hesabının yeniden üst başlangıç seviyesine tamamlanması istenir.

-Futures piyasalarında pozisyon tutan biri bu pozisyonu vade sonuna dek beklemek zorunda değildir. Zaman içinde aynı tarihli ve aynı sayıda (farklı fiyathlı olabilir) gelecek kontratı üzerinden bir karşıt ticarete girmek suretiyle pozisyonu kapatabilir. Örneğin, 12 adet Haziran Dolar Futures Satma Sözleşmesi almış olan bir kişi, bu enstrümanları teslim yükümlülüğünü 12 adet Haziran Dolar Futures Satın Alma Sözleşmesi almak suretiyle iptal edebilir. Bunun sonucunda edeceği kar yada zarar, alış ve satış fiyatları arasındaki farka eşit olacaktır. Uygulamada açık pozisyonlar bu şekilde kapatılmaktadır.

b) Futures Sözleşmeleri İle Riskten Korunma

Döviz futures sözleşmeleri genelde, döviz fiyatların değişimi sonucunda ortaya çıkması muhtemel kur riski ve buna bağlı olarak gelişen işletme riskinden korunmak amacıyla kullanılmaktadır. Bu açıdan bakıldığında, birçok işletmenin gelir ve gider dengesi döviz kurundaki değişimlere bağlı olarak değişim göstermektedir (Yılmaz, 2002: 95).

Döviz futures sözleşmeleri ile gelecekte oluşabilecek olumsuz fiyat değişimlerinden kaynaklanabilecek risklere karşı korunmak iki farklı şekilde olabilir (Dönmez vd., 2002: 28).

i)Futures piyasasında kısa pozisyon olarak (futures satma sözleşmeleri olarak) riskten korunma, yabancı para birimi cinsinden alacakların yerli para birimi cinsi karşısında değer kaybetmesi ihtimaline karşı yapılır.

ii)Futures piyasasında uzun pozisyon olarak (futures satın alma sözleşmeleri olarak) riskten korunma, yabancı para cinsinden yükümlülüklerin ödeme zamanında oluşabilecek kur riskinden korunmak için yapılır.

Futures sözleşmeleri ile riskten korunma, örnekler yardımı ile daha iyi açıklanabilir.

Örnek;

Bir işletme ihraç ettiği 500.000 ABD doları değerindeki kumaşın bedelini 5 ay sonra tahsil edecektir. İhracat işletmesi ABD dolarının Yeni Türk Lirası karşısında mevcut durumda aşırı değerlendirildiğine inanmakta ve doların değer kaybetme olasılığına, diğer bir ifadeyle beş ay sonunda Yeni Türk Lirası'nın değerlendirilmesi ihtimaline karşı kendini korumak istemektedir. Dolayısıyla risk beş ay sonra ABD dolarının fiyatının düşmesinden kaynaklanmaktadır. İşletme futures piyasasında kısa pozisyon olarak kur riskinden korunabilir.

Futures Piyasası'nda bir futures sözleşmesi 10.000 ABD doları büyüklüğünde ve beş ay vadeli futures sözleşmesinde doların kuru bugünden 1.75 YTL olarak belirlenmiştir. Bu durumda işletme dolar kurunu sabitleyebilmek için 5 ay vadeli 10.000\$'lık satma sözleşmesinden 50 (500.000/10.000) adet almalıdır.

Şirketin 5 ay sonra dolar kurunun çeşitli seviyeleri için karşılaşılabilecek kar/zarar aşağıdaki tabloda gösterildiği gibidir:

Tablo 2. Futures Sözleşmesi Sonucunda Sağlanacak Kar/Zarar Tablosu

5 Ay Sonraki Spot Dolar Kuru	500.000\$'ın Spot Kur'dan Satılması Halinde Sağlanabilecek Gelir (YTL)	Futures Sözleşmesinin Satımından Sağlanacak Gelir (YTL)	Futures Sözleşmesinin uygulanmasından Sağlanan Kar/zarar (YTL)
1.80 YTL	900.000	875.000	-25.000
1.75 YTL	875.000	875.000	0
1.65 YTL	825.000	875.000	50.000

Tabloda 5 ay sonra dolar değerindeki tüm değişmelere rağmen işletmenin elde edeceği gelir 875.000 YTL’de sabitlenmiştir. Doların 5 ay sonraki spot kuru 1.80 YTL yani sözleşme kurundan büyük olursa, işletme 25.000 YTL yani kurlar arasındaki fark kadar zarar etmiş olur. Eğer doların 5 ay sonraki spot kuru 1.65 YTL yani sözleşme kurundan küçük olursa, işletme 50.000 YTL yani kurlar arasındaki fark kadar kar etmiş olur.

Örnek;

İthalatçı bir işletme ithal ettiği 350.000 € değerindeki ürünün bedelini 3 ay sonra ödeyecektir. Bu süre zarfında euro kurunun aşırı değerleneceğinden endişe eden ithalatçı, riskten futures sözleşmeleri ile korunmak istemektedir. İhracatçı futures piyasasında uzun pozisyon olarak kur riskinden korunabilir.

Futures Piyasası’nda bir futures sözleşmesi 10.000 € büyüklüğünde ve 3 ay vadeli futures sözleşmesinde euro’nun kuru bugünden 1.80 YTL olarak belirlenmiştir. Bu durumda işletme euro kurunu sabitleyebilmek için 3 ay vadeli 10.000 €’luk satın alma sözleşmesinden 35 (350.000/10.000) adet almalıdır.

İşletmenin 3 ay sonra euro kurunun çeşitli seviyeleri için karşılaşacağı kar/zarar aşağıdaki tabloda gösterildiği gibidir:

Tablo 3. Futures Sözleşmesi Sonucunda Sağlanacak Kar/Zarar Tablosu

3 Ay Sonraki Spot Euro Kuru	350.000 Euro’nun Spot Kurdan Satın Alınması Halinde Ödenecek Tutar (YTL)	Futures Satın Alma Sözleşmelerin Uygulanmasıyla Ödenecek Tutar (YTL)	Futures Sözleşmesinin Uygulanmasından Sağlanan Kar/Zarar (YTL)
1.95 YTL	682.500	630.000	52.500
1.80 YTL	630.000	630.000	0
1.70 YTL	595.000	630.000	-35.000

Tabloda 3 ay sonra euro değerindeki tüm değişmelere rağmen işletmenin elde edeceği gelir 630.000 YTL’de sabitlenmiştir. 3 ay sonraki euro kuru 1.95 YTL yani sözleşme kurundan büyük olursa, işletme 52.500 YTL yani kurlar arasındaki fark kadar

kar elde etmiş olur. Eğer 3 ay sonraki spot kur 1.70 YTL yani sözleşme kurundan küçük olursa, işletme 35.000 YTL yani kurlar arasındaki fark kadar zarar etmiş olur.

c) Futures Sözleşmelerinin Avantajları Ve Dezavantajları

Futures sözleşmeleri işletmeye bazı avantajlar sağlamaktadır. Sözleşmelerin sağladığı en önemli avantaj, döviz kurunu sabitleyerek işletmeleri döviz kuru dalgalanmalarından korumasıdır. Futures sözleşmelerin diğer avantajları ise aşağıdaki gibidir.

Futures sözleşmesi satın alan bir işletme sözleşmeyi kapatmak için vade sonuna kadar beklemek zorunda değildir. İstenildiği anda ters bir işlemle sözleşme kapatılabilir. Bu nedenle futures sözleşmeleri likiditesi yüksek bir korunma aracıdır.

Futures sözleşmelerinin organize olmuş borsalarda işlem görmesi ve sözleşmelerin güvencesinin takas merkezleri tarafından sağlanması tarafların karşı karşıya kaldığı kredi riskini ortadan kaldırmaktadır.

Futures sözleşmelerin avantajları olduğu gibi bazı dezavantajları da bulunmaktadır. Sözleşmelerin en önemli dezavantajı sözleşmelerin vadeleri ve tutarlarının standart olmasıdır. Bu nedenle riski tam karşılayacak sözleşme satın almak veya satmak mümkün olmayabilir.

Futures sözleşmeleri yapan tarafların takas merkezine belli miktarda başlangıç marjini yatırmak zorunda olması, bu sözleşmenin diğer bir dezavantajıdır.

Futures sözleşmelerin günlük marjin mutabakatı işlemlerinin olması sözleşmelerin günlük takibini gerektirmektedir. Bu işlemin zaman alması ve deneyimli personel ihtiyacı duyulması futures sözleşmesinin önemli bir dezavantajıdır.

d) Forward ve Futures Sözleşmeleri Arasındaki Farklar

Forward ve futures işlemler, aralarındaki yakın ilişki nedeniyle çoğu kez birbirini ile karıştırılır. Her ikisi arasında belli başlı farklılıklar mevcuttur. Bu farklılıklar aşağıda tablo şeklinde gösterilmektedir (Yılmaz, 2002: 93).

Tablo 4. Forward ve Futures Sözleşmeleri Arasındaki Farklar

Özellikler	Futures Sözleşmesi	Forward Sözleşmesi
İşlem Gördüğü Piyasa	Organize piyasa	Tezgahestü piyasa
İşlem Saatleri	Seans saatleri içinde	Gün boyunca(24 saat)
Sözleşme Büyüklüğü	Genellikle 10.000-100.000 ABD doları arasında standart	İhtiyaca göre belirleniyor. Genellikle 1.000.000 ABD dolarının üzerinde
Sözleşme Vadeleri	Standart vade yapısı	Genellikle 1,2,3,6 veya 12 ay vadeli
İşlemsel Maliyetler	Borsa ve takas komisyonu var	Borsa ve takas komisyonu yok
Teminat Yatırma	Piyasada pozisyon almak için teminat yatırılması zorunluluğu	Bankalararası kullanılan "kredi limitleri" dışında herhangi bir teminat yatırma zorunluluğu yok
Nakit Akımı	Piyasaya göre ayarlama ve sözleşmenin vadesi boyunca günlük nakit akımı var	Sözleşmenin vade bitim tarihine kadar hiçbir nakit akımı yok
Uzlaşma	Genellikle nakit uzlaşma yapılır. Fiziki teslimat nadiren gerçekleşir	Genellikle dövizin fiziki teslimatı yapılır
Pozisyon Kapatma	Çok alıcı-satıcı bir piyasada işlem yapıldığı için, vadesinden önce pozisyon kapatmak kolaydır	Sözleşme genel olarak 2 veya 3 taraf arasında yapıldığı için vadesinden önce sözleşmeyi kapatmak zordur
Kredi Riski	Tarafların kredi riski yoktur	Tarafların kredi riski vardır
Takas Güvencesi	İşlem yapan taraflar için Takas Merkezi güvencesi vardır	İşlem yapan taraflar için Takas Merkezi güvencesi yoktur
Tam Korunma	Riskten birebir korunma sağlanamayabilir	Riskten birebir korunma sağlanabilir
Likidite	İkincil piyasanın varlığından dolayı likidite yüksektir	İkincil piyasanın eksikliğinden dolayı likidite düşüktür

3. Swap Sözleşmeleri

a) Tanımı ve İşleyişi

Swap sözleşmeleri, piyasalar arasında farklı kuruluşların arbitraj yapmalarına olanak tanıyan, iki veya daha çok tarafın mali piyasalarda, farklı kredi değerlerine sahip olmaları nedeniyle piyasalardaki rekabetçi üstünlüklerin, tarafların yararına olacak şekilde kullanılması amacıyla önceden belirlenen ödeme planlarının karşılıklı değiştirildiği finansal işlemlerdir (Ertürk, 1994: 45; Anonim, 1997: 84).

Döviz swap sözleşmeleri, gereksinim duyulan paraya ulaşmak ve riski devretmek amacıyla belirli bir döviz cinsinden ve belirli miktarda para mevcudu ile alacak ve borcun, diğer bir döviz cinsinden eşdeğer miktardaki döviz, alacak ve borçla değiş-tokuşunu kapsamına alan gelecekle ilgili bir sözleşmenin, banka aracılığıyla yapılması ve bu sözleşme gereklerinin vade sonunda taraflarca yerine getirilmesidir (Örten, 2001: 312). Swap sözleşmeleri 2 ile 10 yıl arasındaki vadelerle düzenlenmektedir (Ceylan, 2003: 258).

Başka bir deyişle, döviz swap sözleşmeleri, bir tarafın herhangi bir döviz cinsinden belirlenmiş anapara ve faizden oluşan ödeme paketinin, başka bir tarafın farklı bir döviz cinsinden belirlenmiş anapara ve faizden oluşan ödeme paketi ile belli bir süre için takas edilmesi işlemidir (Çıkrıkçı, 1995: 99). Buradan anlaşıldığı gibi swap sözleşmeleri üç aşamadan oluşmaktadır. İlk aşamada taraflar ihtiyaç duydukları dövizleri değiştirir. İkinci aşamada sözleşme süresince faiz ödemeleri el değiştirir. Son aşamada ise vade sonunda başlangıçta anlaşılan dövizler iade edilir.

Swap işlemlerinde taraflar fon kullanıcılar ve aracılar olmak üzere iki gruba ayrılır. Fon kullanıcılar, ekonomik ve mali nedenlerle faiz ve döviz riskini azaltmak isterler. Aracılar ise komisyon almak ve kar elde etmek isterler. Fon kullanıcılar, işletmeler, bankalar, sigorta şirketleri, devlet kurumları, uluslararası finans kuruluşları ve devletler olabilir (Ceylan, 2003: 240).

Döviz swap sözleşmeleri genel olarak üç türde yapılabilmektedir (Kabakçı ve Taner, 1993: 69). Bunlar; sabit faizli para swapı, çapraz para swapı ve değişken faizden değişken faize para swap'larıdır.

Sabit faizli para swapı, sabit faizli bir para biriminin, başka sabit faizli bir para birimi ile değiş-tokuş edilmesi ve belli bir vade sonunda tekrar orijinal para birimlerinin iade edilmesi işlemidir.

Çapraz para swapı tekniği hem faiz hem de para swap'ını içermektedir. Bu para swap'ında sabit faizli para ile değişken faizli para değiş-tokuş yapılmaktadır.

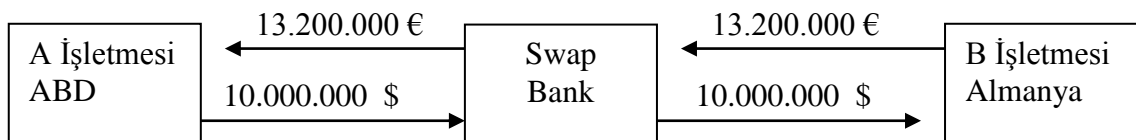
Değişken faizden değişken faize para swapı, farklı para birimleri üzerinden, değişken faizden değişken faize para swap'ıdır.

b) Swap Sözleşmeleri ile Riskten Korunma

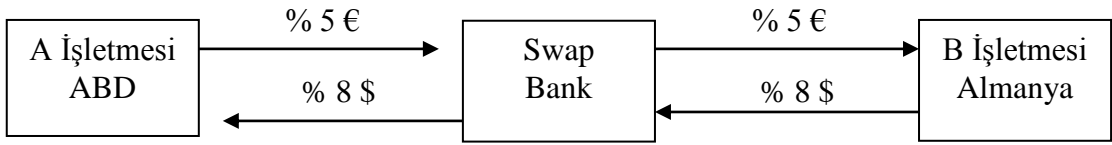
Aşağıda, swap sözleşmeleri ile nasıl riskten korunulacağı örnekler yardımıyla açıklanmaktadır.

Örnek 1. Çok uluslu bir Amerikan şirketi olan A şirketi, Almanya'daki bağlı şirketine kendi kaynaklarından 10.000.000 \$ kredi aktarmak istemektedir. Ancak Almanya'daki şirketin Euro ihtiyacı olduğundan, A şirketi bu 10 milyon \$'ı €'ya çevirerek göndermeye karar verir. A şirketi, kredinin vade sonunda 10 milyon \$ anaparayı ve faizi ile dolar olarak geri almak ve vade sonunda kur değişikliği nedeniyle uğrayacağı zararı önlemek için swap yapmaya karar verir. Bunun için bir aracı bankaya (Swap Bank) müracaat eder. Banka bu işlemi yapmak için elindeki euroları dolara değiştirmek isteyen bir Alman Şirketi (B şirketi) ile anlaşır. Anaparanın değiş-tokuşuna esas alınacak spot kur $1\$ = 1.32 \text{ €}$ 'dur. Buna göre değiş-tokuş yapılacak anaparalar 10.000.000\$ ve 13.200.000 € olacaktır. Vade sonunda anaparalara ödenecek sabit faiz oranları, dolar için %8 ve euro için %5'dir. Bu açıklamalardan sonra swap işleminin akışı şöyle olacaktır.

Anaparanın Değiş Tokuşu

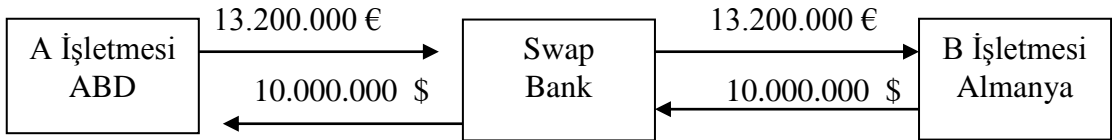


Faizlerin Değiş Tokuşu



Yaapılan swap sözleşmesinin vadesi boyunca Amerikan işletmesi aldığı euro için Alman işletmesine % 5 (€) faiz, Alman işletmesi aldığı dolar için Amerikan işletmesine % 8 (\$) faiz öder.

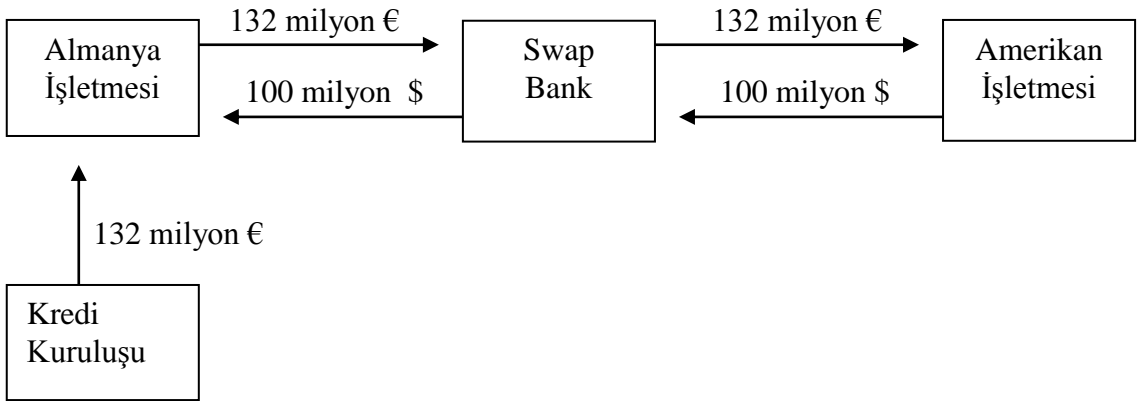
Vade Sonunda Anaparaların İade Edilmesi



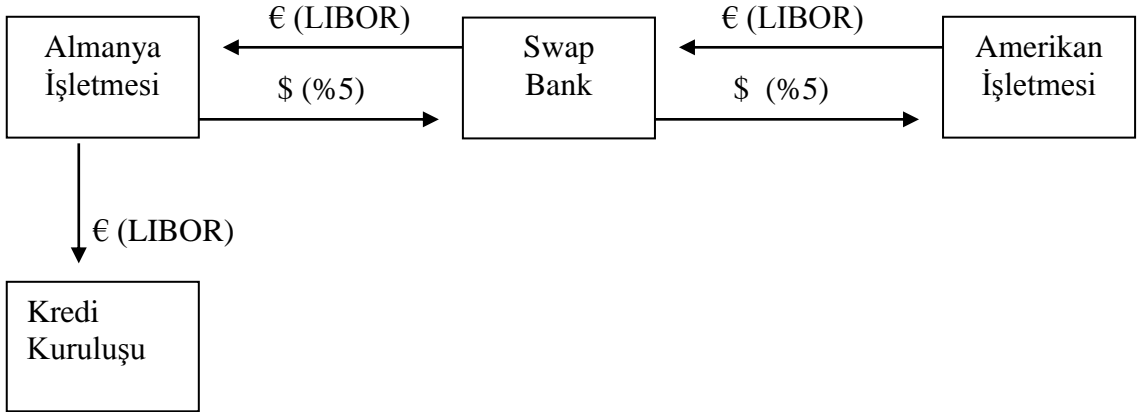
Amerikan işletmesi yaptığı bu swap işlemi ile sabit faizli dolarını sabit faizli euroya çevirmiştir. Bu swap sözleşmesi sonucunda Amerikan işletmesi, Almanya'daki bağlı şirketine aktaracağı krediyi kur riskinden korumuş olacaktır.

Örnek 2. Bir Alman işletmesi Amerika'ya ihrac ettiği malların bedelini 2 yıl sonra 100 milyon dolar olarak tahsil edecektir. İşletme yöneticileri iki yıl içerisinde doların euro karşısında değer kaybetmesinden endişe etmektedir. Alman işletmesi vade sonundaki döviz kuru riskinden korunmak için swap işlemi yapmaya karar verir. Bunun için Alman işletmesi bir aracı bankaya (Swap Bank) müracaat eder. Bunun için işletme yeni bir kredi almak yerine var olan değişken faizli euro (LIBOR) borcunu swap edecektir. Banka bu işlemi yapmak için elindeki sabit faizli doları değişken faizli euroya değiştirmek isteyen bir Amerikan işletmesi ile anlaşır. Anaparanın değiş tokuşuna esas alınacak spot kur $1\$ = 1.32\text{ €}$ 'dur. Doların vade süresi içinde uygulanacak sabit faiz %5'dir. Bu bilgiler ile swap işlemi şu şekilde olacaktır.

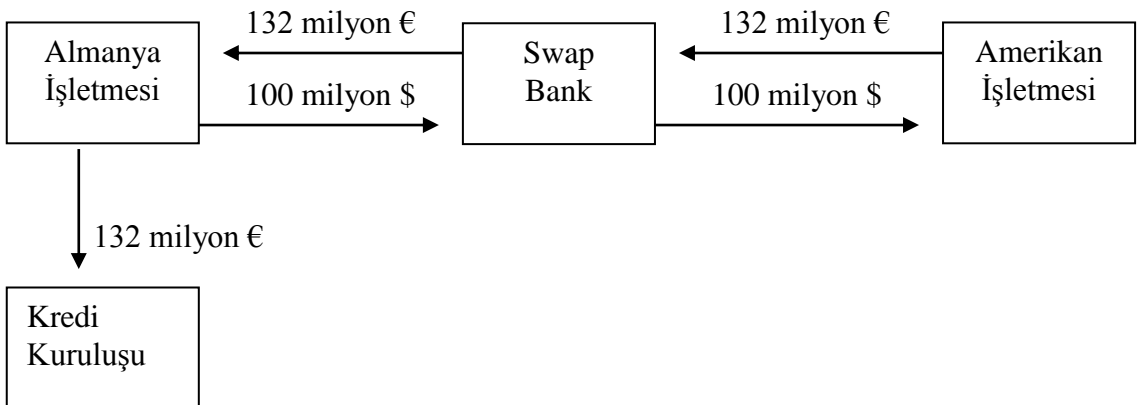
Anaparanın Değiş Tokuşu



Faizlerin Değiş Tokuşu



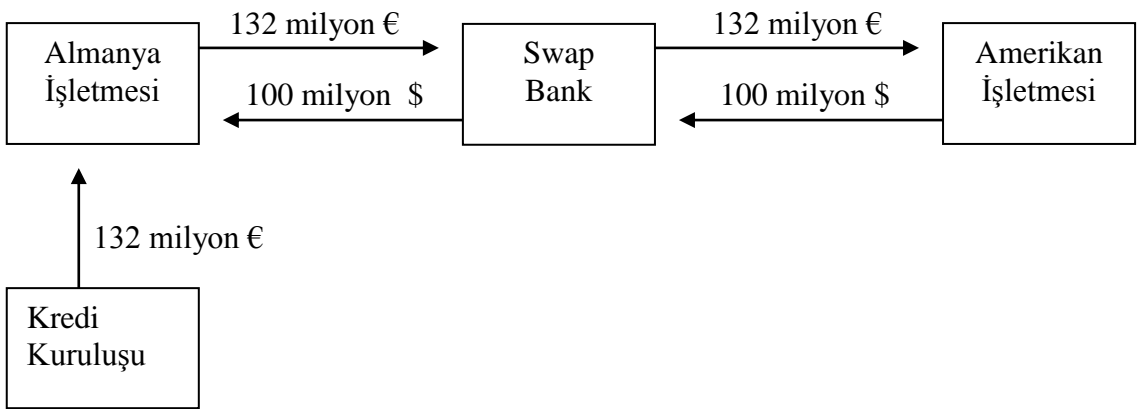
Vade Sonunda Anaparaların İadesi



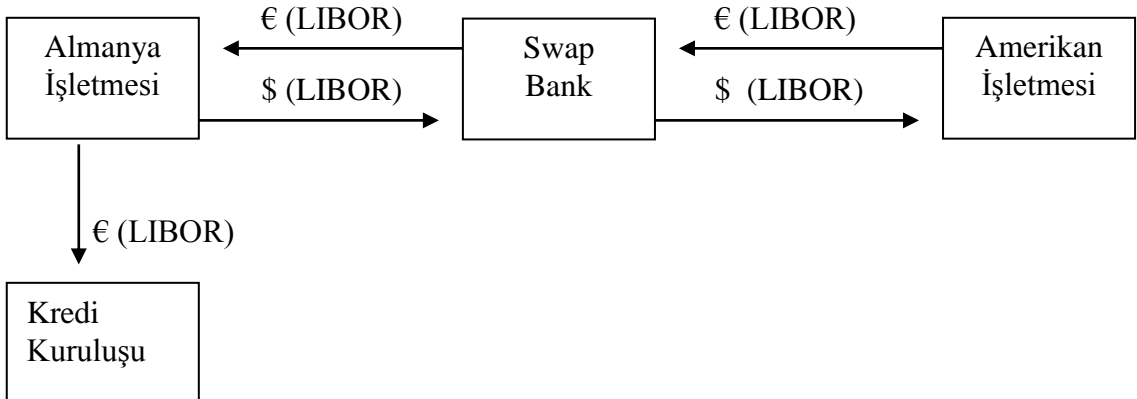
Alman işletmesi yaptığı bu swap işlemi ile mevcut değişken faizli euro borcunu sabit faizli dolar borcuna çevirmiştir. Böylece işletme 2 yıl sonra elde edeceği doları, borç olarak sağlanan dolar ile dengeleyerek, kendisini kur riskinden korumuş olacaktır.

Örnek 3. bir önceki örnekte, Amerikan işletmesinin sabit faizli dolar borcu yerine, değişken faizli borcu olduğunu varsayalım. Bu durumda swap işlemleri şu şekilde olacaktır.

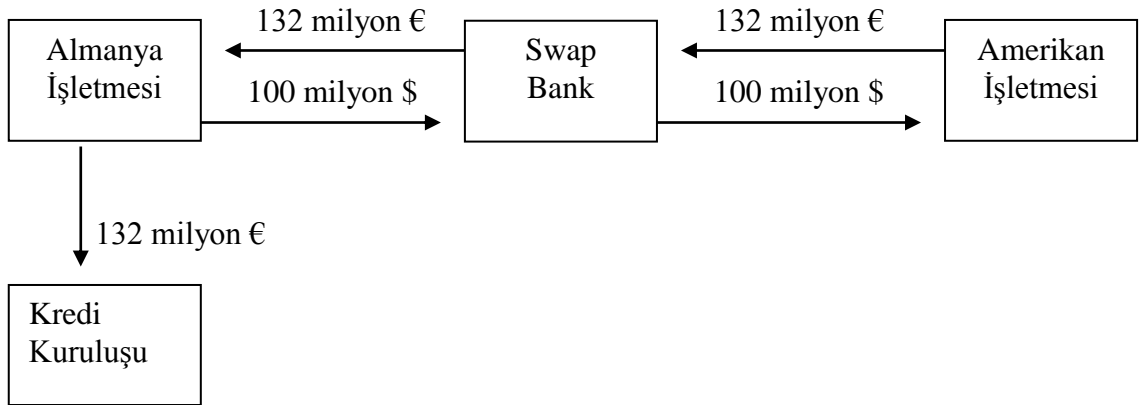
Anaparanın Değiş Tokuşu



Faizlerin Değiş Tokuşu



Vade Sonunda Anaparaların İadesi



c) Swap Sözleşmelerinin Avantajları ve Dezavantajları

Swap sözleşmeleri kullanıcılarına bazı avantajlar sağlamaktadır. Bu avantajlardan en önemlisi kullanıcılarına uzun vadede döviz kuru dalgalanmalarından korunma sağlayan bir korunma aracı olmasıdır. Sözleşmenin diğer avantajları ise aşağıdaki gibidir.

Swap sözleşmeleri, çeşitli piyasalar ve enstrümanlar arasında köprü görevi yapmaktadır. Diğer bir deyişle swap sözleşmeleri, kullanıcılarına kredi değerliliklerinin yeterli olmaması gibi nedenlerden dolayı giremedikleri piyasalara girme olanağı sağlar.

Swap sözleşmeleri kullanıcılarına risk yönetiminde maliyetlerini azaltma imkanı sağlamaktadır. Kullanıcılar karşılaştırmalı üstünlüğe sahip oldukları piyasalardan borçlanmakta daha sonra bu borçları birbiriyle swap ederek maliyet tasarrufu sağlamaktadırlar.

Swap sözleşmeleri standart hale getirilerek, standart belgeler kullanılmaya başlanmıştır. Bunun sonucunda swap işlemleri hızlı bir şekilde yapılabilmektedir.

Swap sözleşmelerin avantajları olduğu gibi bazı dezavantajları da bulunmaktadır. Sözleşmenin en önemli dezavantajı uygun karşı taraf bulmanın güç olmasıdır. Swap sözleşmesinin diğer dezavantajı ise kredi riskinin söz konusu olmasıdır. Swap sözleşmelerinde tarafların döviz faizlerini ödemedeki zorluk çıkarması sonucunda taraflar kredi riski ile karşı karşıya kalırlar.

4. Opsiyon Sözleşmeleri

a) Tanımı ve İşleyişi

Opsiyon sözleşmesi, belirli miktardaki bir malı, gelecekte belirli bir tarihte, önceden belirlenen bir fiyat üzerinden satın alma yada satma hakkı veren bir sözleşmedir (Cıngılı, 1992: 21). Opsiyonu satın alan taraf belirli bir fiyat üzerinden sözkonusu ürünü satın alma yada almama keyfiyetini elde etmekte, öte yandan opsiyonu satan taraf, alıcı talep ettiğinde bu ürünü başlangıçta anlaşılmış olan fiyat üzerinden teslim etme yükümlülüğünü üstlenmektedir (Kırım, 1991b: 38). Görüldüğü gibi opsiyon sözleşmesi alıcısı için bir hak ifade etmekte iken satıcısı için bir yükümlülük ifade etmektedir .

Döviz opsiyon sözleşmesi, alıcı ve satıcı arasında yapılan anlaşma gereği, opsiyon alıcısına bir döviz değeri diğer bir döviz karşılığında belirli bir süre içinde önceden belirlenen bir fiyat üzerinden alma veya satma hakkı veren bir anlaşmadır. Opsiyon sözleşmelerinde sözkonusu döviz alma veya satma hakkını kullanmak (opsiyonu uygulamak), sözleşmeyi satın alan tarafa aittir. Opsiyon sözleşmesi alan taraf, sözkonusu döviz ileride alma veya satma hakkını satın almakta ve bu hak, alıcıya opsiyon sözleşmesini uygulama veya uygulamama esnekliğini sağlamaktadır (Akkum, 2000: 47).

Opsiyon sözleşmeleri hem organize piyasalarda hem de borsa dışında işlem görmektedirler. Organize piyasalarda işlem gören opsiyon sözleşmelerinin, standart miktarı, özellikleri, önceden belirlenmiş fiyatları ve belli ödeme günleri bulunmaktadır. Borsa dışında işlem gören opsiyon sözleşmeleri daha çok döviz opsiyon sözleşmeleridir. Bu sözleşmelerde özellikler, miktar, fiyat, belirlenen mal veya finansal araç ve ödeme günleri taraflarca iki taraflı anlaşmayla belirlenir (Toroslu, 2000: 106).

Opsiyon sözleşmeleri alma opsiyonu (call option) ve satma opsiyonu (put option) olmak üzere ikiye ayrılır (Hull, 1989: 9).

Alma opsiyonu, alıcıya belli miktardaki döviz önceden belirlenen fiyattan, belirli bir tarihe kadar satın alma hakkı verir. Satma opsiyonu, alıcıya belli miktardaki döviz önceden belirlenen fiyattan, belirli bir tarihe kadar satma hakkı verir.

Alma ve satma opsiyonunda, alıcı taraf dövizin alma ve satma haklarını elinde bulundurur. Sözleşmedeki fiyat, vade sonundaki fiyata kıyasla opsiyon sözleşmesi alıcısı açısından avantajlı değilse, opsiyonu uygulamayabilir. Opsiyon alıcısı elde ettiği bu esneklik karşısında opsiyonu satan tarafa opsiyon primi öder. Opsiyon sözleşmesi uygulanmadığında satıcının muhtemel zararını opsiyon primi kısmen veya tamamen karşılamış olur.

Opsiyonlar vadelerine göre Amerikan tipi opsiyon ve Avrupa tipi opsiyon olmak üzere ikiye ayrılır. Avrupa tipi opsiyonlar, alıcı tarafından sadece vade günü uygulanabilen opsiyonlardır. Amerikan tipi opsiyonlar ise, alıcı tarafından opsiyon süresi içinde herhangi bir günde veya vadesinde uygulanabilen opsiyonlardır (Kırım, 1991b: 39).

b) Opsiyon Sözleşmeleri İle Riskten Korunma

Aşağıda, alma ve satma opsiyonu alınarak kur riskinden nasıl korunulacağı örnekler yardımıyla incelenmektedir.

ba) Alma Opsiyonu (Call Option) İle Korunma

Haziran ayında bir Amerikan işletmesinin Fransa'dan ithal ettiği teçhizatlar için beş ay sonrasına 2.000.000 € ödeme yapması gerektiğini varsayalım. İşletme borçlarını euro cinsinden ödeyeceğinden, doların euro karşısında değer kaybetmesinden endişe etmektedir. İşletme borcunu hedge etmek için 2.000.000 € tutarında alma (call) opsiyonu satın almaya karar verir. Opsiyon Avrupa tipi olup sadece vadesinde kullanılabilir.

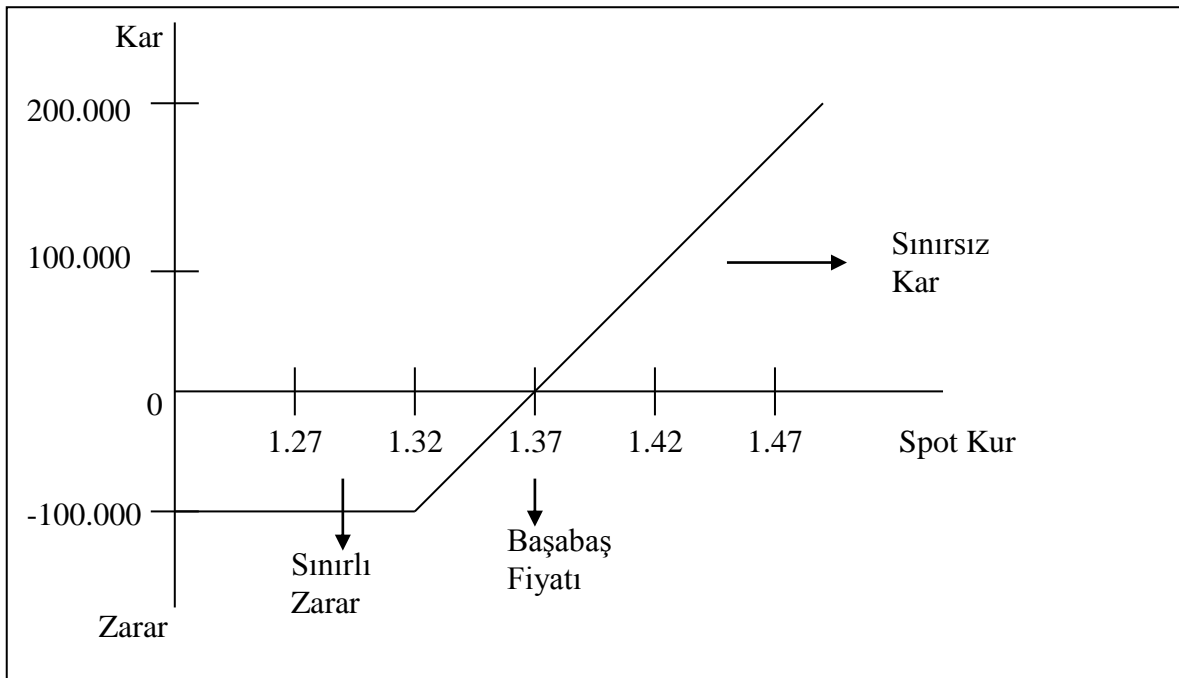
Opsiyonun beş ay vadeli kullanma fiyatı 1.32 \$/€'dur. Opsiyon priminin euro başına % 5 olduğunu varsayalım. Bu durumda işletmenin alma opsiyonu satın almak için ödeyeceği toplam primi ve farklı döviz kurlarında işletmenin ve opsiyon satıcısının kar/zarar durumunu inceleyelim.

İşletmenin alma opsiyonu satın almak için ödeyeceği toplam prim tutarı $(2.000.000 \times 0,05=)$ 100.000 \$ olacaktır.

Alma opsiyonu alıcısının yani Amerikan işletmesinin farklı döviz kurlarında kar ve zarar profili aşağıdaki tablo ve grafikte gösterilmektedir.

Tablo 5. Alma Opsiyonu Alıcısının Kar/Zarar Tablosu

Opsiyon durumu	Zararda		Başabaş	Karda	
Döviz spot kurları	1,27	1,32	1,37	1,42	1,47
<u>Nakit girişleri</u>					
Spot euro satışı	0	0	2.740.000	2.840.000	2.940.000
<u>Nakit çıkışları</u>					
Prim	(100.000)	(100.000)	(100.000)	(100.000)	(100.000)
Opsiyon kullanılması	0	0	(2.640.000)	(2.640.000)	(2.640.000)
NET POZİSYON	(100.000)	(100.000)	0	100.000	200.000



Şekil 5. Alma Opsiyonu Alıcısının Kar/Zarar Grafiği

Tabloda ve grafikte görüldüğü gibi, vade sonunda spot kurun (örneğin, 1.27 \$/€) kullanma kuru olan 1.32 \$/€'dan daha düşük olduğu her durumda opsiyon, işletme

tarafından kullanılmayacaktır. Çünkü piyasadan ihtiyaç duyulan euroları daha ucuza temin etmek yerine opsiyonun kullanılması mantıklı bir davranış olmayacaktır. Opsiyonun kullanılmaması durumunda işletmenin zararı peşin ödediği prim olan 100.000 \$ ile sınırlı kalacaktır.

Spot kurun 1.32 \$/€ ile 1.37 \$/€ arasında olması durumunda işletme opsiyonu kullanacaktır. Fakat, opsiyonu kullanmakla elde edeceği kazanç, ödediği primin yalnızca bir kısmını karşılayacağı için zarar söz konusu olacaktır.

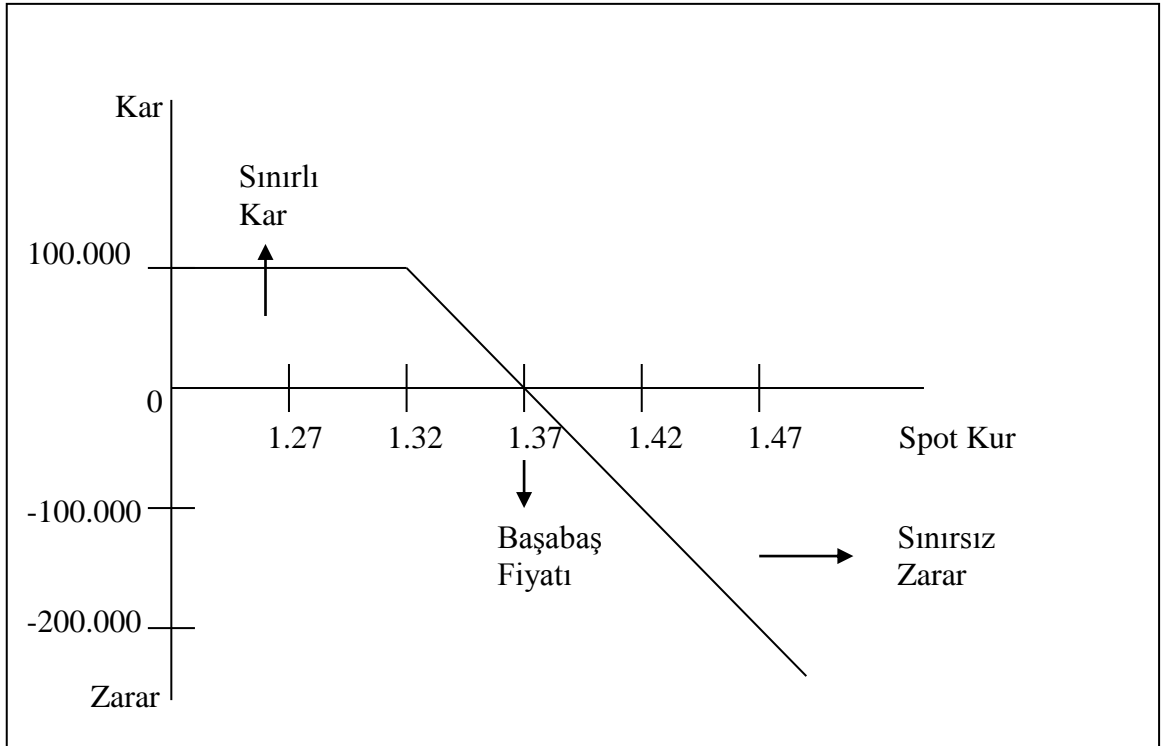
Alma opsiyonlarında başabaş fiyat, kullanım fiyatı ile peşin ödenen primin toplanmasıyla hesaplanır. Buna göre örneğimizde başabaş fiyat, $(1.32+0.05=)$ 1.37 \$/€'dur. Spot kurun başa baş fiyat olan 1.37 \$/€'ya eşit olması durumunda işletmenin opsiyonu kullanmakla elde edeceği kazanç peşin olarak ödenen prime eşit olacaktır. Bu noktada işletmenin ne karı ne de zararı söz konusudur.

Spot kurun 1.37 \$/€ 'dan yüksek olması durumunda işletme, opsiyonu kullanmadığında, opsiyonu kullanmak için ödediği miktar ve ödediği primin toplamından fazlasını ödemek zorunda kalacaktır. Örneğin, spot kurun 1.42 \$/€ olması halinde işletme, opsiyon kullandığında kullanım için 2.640.000 \$ $(=2.000.000 \times 1.32)$ ve 100.000 \$ opsiyon primi ödeyeceği için işletmeden toplam 2.740.000 \$ nakit çıkışı olacaktır. İşletme opsiyonu kullanmadığında ise spot piyasadan euro almak için 2.840.000 \$ $(=2.000.000 \times 1.42)$ ödeyecek ve 100.000 \$ opsiyon primi ödeyeceği için işletmeden toplam 2.940.000 \$ nakit çıkışı olacaktır. Diğer yandan işletme opsiyon kullanarak elde ettiği euroları spot piyasada satarak 2.840.000 \$ elde edecektir. Böylece işletme $(2.840.000-2.740.000=)$ 100.000 \$ kar etmiş olacaktır.

Alma opsiyonu satıcısının farklı döviz kurlarında kar ve zarar profili aşağıdaki tablo ve grafikte gösterilmektedir.

Tablo 6. Alma Opsiyonu Satıcısının Kar/Zarar Tablosu

Opsiyon Durumu	Karda		Başabaş	Zararda	
	1,27	1,32	1,37	1,42	1,47
<u>Nakit Girişleri</u>					
Prim	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000
Euro Satışı	0	0	2.640.000	2.640.000	2.640.000
<u>Nakit Çıkışları</u>					
Spot Euro Alışı	0	0	(2.740.000)	(2.840.000)	(2.940.000)
NET POZİSYON	100.000	100.000	0	(100.000)	(200.000)



Şekil 6. Alma Opsiyonu Satıcısının Kar/Zarar Grafiği

Tabloda ve grafikte görüldüğü gibi, vade sonunda spot kurun (örneğin, 1,27 \$/€) kullanma kuru olan 1,37 \$/€'dan daha düşük olduğu her durumda opsiyon, işletme tarafından kullanılmayacağından opsiyon satıcısı karı opsiyon primi ile sabittir. Bu durumda satıcı toplam 100.000 \$ kar elde etmektedir.

Spot kurun başabaş fiyat olan 1.37 \$/€'ya eşit olması durumunda opsiyon satıcısının prim olarak elde ettiği geliri, spot kur ile kullanma kuru arasındaki farktan doğan zarar dengeleyecektir. Böylece satıcı için herhangi bir kar yada zarar sözkonusu olmayacaktır.

Spot kurun, 1.37 \$/€ üzerinde olması halinde işletme opsiyonu kullanacağı için satıcı, değeri 2.640.000 \$'dan fazla olan euroları alıcıya 2.640.000 \$ karşılığında teslim etmek zorunda kalacaktır. Euroların değeri teoride sonsuz artabileceği için, satıcı sonsuz zararlar karşılığında kalacaktır.

bb) Satma (Put) Opsiyonu İle Korunma

Satma opsiyonu ile bir işletmenin kur riskinden nasıl korunacağını yine yukarıda verilen örnekteki verileri kullanarak açıklayalım. Ancak bu sefer işletmenin Fransa'ya ihracat yaptığını ve beş ay sonra 2.000.000 € tahsil edeceğini varsayalım.

İşletme alacaklarını euro cinsinden tahsil edeceğinden, doların euro karşısında değer kazanmasından endişe etmektedir. İşletme alacağını hedge etmek için 2.000.000 € tutarında satma (put) opsiyonu satın almaya karar verir. Opsiyon Avrupa tipi olup yalnızca vadesinde kullanılabilir.

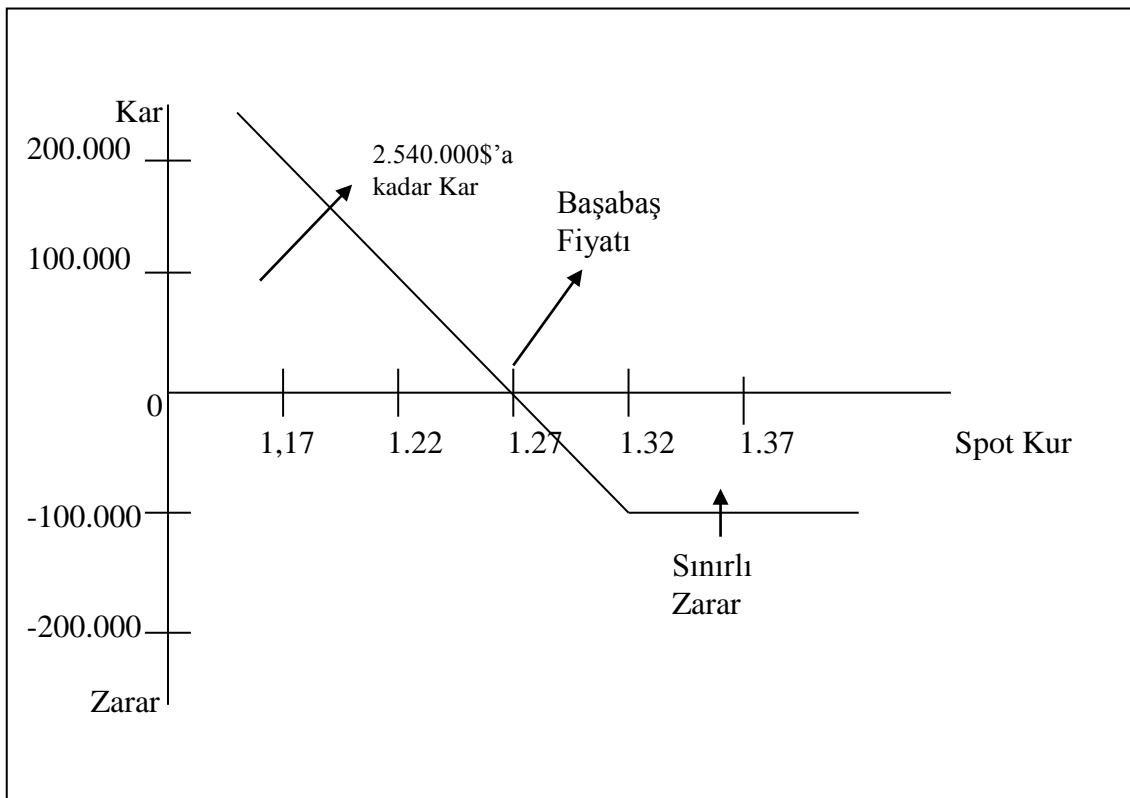
Opsiyonun beş ay vadeli kullanma fiyatı 1.32 \$/€'dur. Opsiyon priminin euro başına % 5 olduğunu varsayalım. Bu durumda işletmenin satma opsiyonu satın almak için ödeyeceği toplam prim ve farklı döviz kurlarında işletmenin ve opsiyon satıcısının kar/zarar durumunu inceleyelim.

İşletmenin satma opsiyonu satın almak için ödeyeceği toplam prim tutarı $(2.000.000 \times 0,05 =) 100.000$ \$ olacaktır.

Satma opsiyonu alıcısının farklı döviz kurlarında kar ve zarar profili aşağıdaki tablo ve grafikte gösterilmektedir.

Tablo 7. Satma Opsiyonu Alıcısının Kar/Zarar Tablosu

Opsiyonun Durumu	Karda	Başabaş	Zararda	
			1,32	1,37
Döviz Kurları	1.22	1.27	1,32	1,37
Nakit Girişleri				
Opsiyonun kullanılması	2.640.000	2.640.000	0	0
Nakit çıkışları				
Prim	(100.000)	(100.000)	(100.000)	(100.000)
Spot euro alma	(2.440.000)	(2.540.000)	0	0
NET POZİSYON	100.000	0	(100.000)	(100.000)



Şekil 7. Satma Opsiyonu Alıcısının Kar/Zarar grafiği

Tabloda ve grafikte görüldüğü gibi, vade sonunda spot kurun kullanma kuru olan 1.32 \$/€'dan daha yüksek olduğu her durumda opsiyon, işletme tarafından kullanılmayacaktır. Çünkü euroları piyasada daha yüksek kurdan satmak yerine opsiyonun kullanılması mantıklı bir davranış olmayacaktır. Opsiyonun kullanılmaması

durumunda işletmenin zararı peşin ödediği opsiyon primi olan 100.000 \$ ile sınırlı kalacaktır.

Satma opsiyonlarında başabaş fiyata kullanım fiyatından peşin ödenen primin çıkarılmasıyla ulaşılır. Buna göre örneğimizde başabaş fiyat, 1.27 \$/€'ya eşittir. Spot kurun başa baş fiyata eşit olması durumunda ise, işletmenin opsiyonu kullanmakla elde edeceği kazanç ($2.640.000 - 2.540.000 =$) 100.000 \$, peşin olarak ödenen prime eşit olacaktır. Bu durumda işletmenin herhangi bir kar yada zararı olmayacaktır.

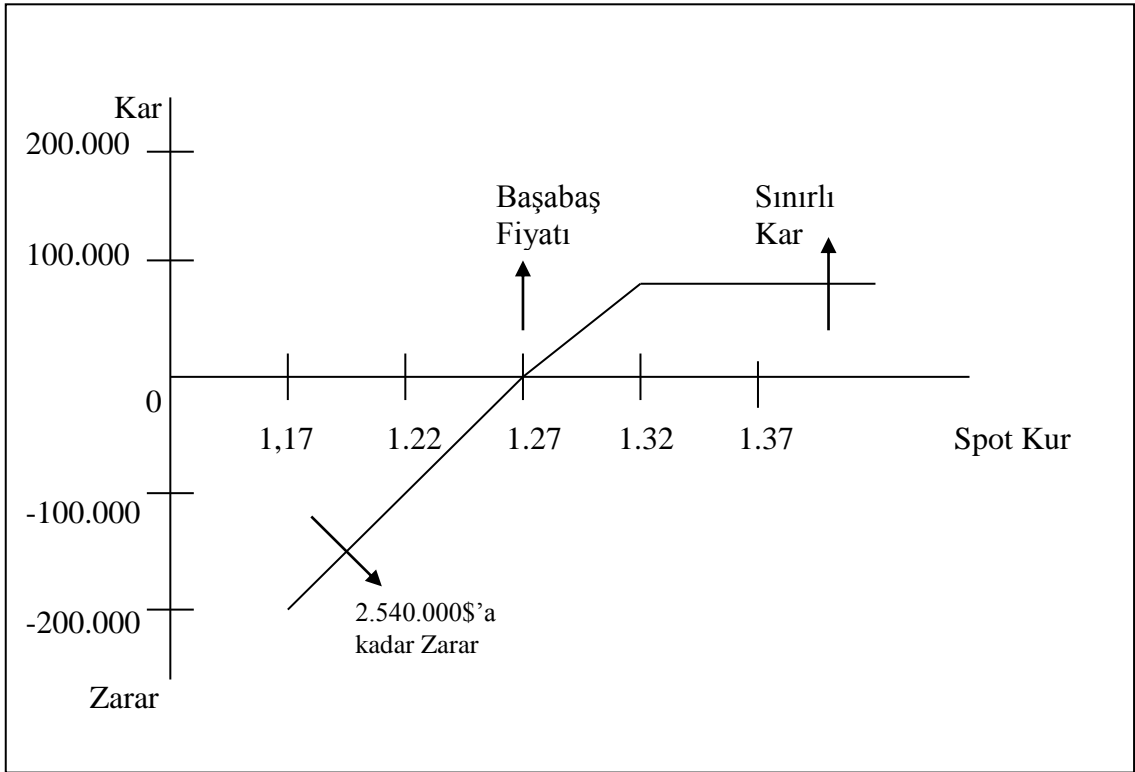
Spot kurun 1.27 \$/€ ile 1.32 \$/€ arasında olması durumunda, işletme opsiyonu kullanacaktır. Ancak, opsiyonu kullanmakla elde edeceği kazanç, ödediği opsiyon primin yalnızca bir kısmını karşılayacak ve sonuç olarak nihai bir zarar ortaya çıkacaktır.

Spot kurun 1.27 \$/€'dan düşük olması halinde, işletme spot piyasadan aldığı eurolar için ödediği miktar ile opsiyon priminin toplamından fazlasını, opsiyonu kullanarak kazanacak ve kar edecektir. Örneğin, spot kurun 1.22 \$/€ olması durumunda işletme, opsiyonu kullanarak euroları satıcıya 2.640.000 \$'a satacak, bu tutardan peşin ödenen opsiyon primi çıkarılınca işletmeye toplam nakit girişi 2.540.000 \$ olacaktır. İşletme opsiyon kullanmadığında ise, euroları spot piyasada ($1.22 \times 2.000.000 =$) 2.440.000 \$'a satabilecek ve 100.000 \$ opsiyon primi ödeyeceği için işletmeye toplam nakit girişi 2.340.000 \$ olacaktır. Diğer yandan, işletme opsiyonu kullanarak sattığı dolarları spot piyasadan 2.440.000 \$'a geri satın alabilecektir. Böylece işletme 100.000 \$ ($= 2.540.000 - 2.440.000$) kar elde etmiş olacaktır. Euroların değerlerinin en fazla sıfır kadar düşebileceğini düşünürsek, işletmenin karı 2.540.000 \$, zararı ise ödediği prim ile sınırlı olacaktır.

Satma Opsiyonu Satıcısının Farklı Döviz Kurlarında Kar ve Zarar Profili aşağıdaki tablo ve grafikte gösterilmektedir.

Tablo 8. Satma Opsiyonu Satıcısının Kar/Zarar Tablosu

Opsiyonun Durumu	Zararda	Başabaş	Karda	
Döviz Kurları	1.22	1.27	1.32	1.37
<u>Nakit Girişleri</u>				
Prim	100.000	100.000	100.000	100.000
Spot Euro Satışı	2.440.000	2.540.000	0	0
<u>Nakit Çıkışları</u>				
Opsiyonun Kullanılması	(2.640.000)	(2.640.000)	0	0
NET POZİSYON	(100.000)	0	100.000	100.000



Şekil 8. Satma Opsiyonu Satıcısının Kar/zarar Grafiği

Tabloda ve grafikte görüldüğü gibi, vade sonunda spot kurun (örneğin, 1.37 \$/€) kullanma kurundan (1.32 \$/€) yüksek olması durumunda işletme satma hakkını kullanmayacak, dolayısıyla satıcının karı, peşin olarak aldığı opsiyon primi (100.000 \$) ile sınırlı olacaktır.

Başabaş noktasında (1.27 \$/€) opsiyon satıcısının, prim olarak elde ettiği geliri, kullanma kuru ile spot kur arasındaki farktan doğan zararlarla dengelenecektir. Böylece satıcı için herhangi bir kar veya zarar söz konusu olmayacaktır.

Vade sonunda spot kurun, 1.27 \$/€ ile 1.32 \$/€ arasında olması halinde, opsiyon satıcısı aldığı primin bir kısmını kur farklarından doğan zararlarla kaybedecek, fakat toplam olarak karda olacaktır.

Spot kurun başabaş kurun altında olması halinde işletme, opsiyonu kullanacağı için satıcı, değeri 2.540.000 \$'dan düşük olan euroları opsiyon alıcısından 2.640.000 \$ karşılığında teslim almak zorunda kalacaktır. Euroların değeri teoride sifıra kadar düşebileceği için satıcı en fazla 2.540.000 \$ kadar bir zararlar karşılığında kalabilecektir.

c) Opsiyon Sözleşmelerinin Avantajları ve Dezavantajları

Opsiyon sözleşmeleri işletmeye bazı avantajlar sağlamaktadır. Bu sözleşmenin en önemli avantajı, sözleşmeyi alan tarafa sözleşmeyi kullanıp kullanmama esnekliği sağlamasıdır.

Opsiyon sözleşmelerinin diğer önemli avantajı ise, sınırlı zarar olasılığı ve yüksek kaldıraç potansiyelidir. Opsiyon sözleşmesi satın alan kişi sınırsız kar elde etme olasılığına sahiptir. Söz konusu kişinin zararı ise ödediği primle sınırlıdır.

Opsiyon sözleşmeleri istenildiği anda işlem görebildiği için likiditesi yüksek bir korunma aracıdır. Bu da opsiyon sözleşmesinin sözleşmeyi alan kişiye sağladığı diğer bir avantajıdır.

Opsiyon sözleşmelerinin avantajı bulunduğu gibi bazı dezavantajları da bulunmaktadır. Sözleşmenin en önemli dezavantajı sözleşmeyi satın alan kişinin vade başında belli miktarda prim ödemesidir. Opsiyon sözleşmesinin türüne göre prim tutarı artmaktadır. Bu nedenle opsiyon sözleşmesi diğer sözleşmeler arasında en pahalı yöntemdir.

IV. EKONOMİK RİSKDEN KORUNMA YÖNTEMLERİ

Döviz kurlarındaki beklenmeyen değişikliklerin işletmenin nakit akımları ve işletme değeri üzerine yapacağı etki ekonomik risk olarak adlandırılmaktadır. Döviz kuru riski işletmenin sadece finans bölümünü değil tüm bölümlerini etkiler. Tüm girdi ve çıktı ürünlerin fiyatları ve kaliteleri, döviz kuru değişmelerinden etkilendiği için işletmenin üretim, pazarlama ve diğer tüm bölümleri döviz kuru değişmelerini dikkate almalıdırlar (Glaum, 1990: 69). İşletmeler ekonomik riskten korunmak için kısa vadeli değil uzun vadeli stratejik planlar yapmalıdırlar (Eun ve Resnick, 1998: 326).

Ekonomik riskten korunma yöntemleri, üretim tesislerinin yeri, girdi kaynakları, işletmenin pazar seçimi ve pazar bölümü, ürünlerin çeşidi ve kapsamı ve stratejik finansal kararlar gibi işletme kararlarını kapsamaktadır. Dolayısıyla, ekonomik riskten korunmada üretim, pazarlama ve finansal stratejilerin uygulanması doğal hedging yöntemleridir (Bradley ve Moles, 2002: 29).

İşletmelerin ekonomik riskten korunmak için uygulanan pazarlama, üretim ve finans stratejileri aşağıda incelenmektedir.

A) EKONOMİK RİSKDEN KORUNMAK İÇİN PAZARLAMA YÖNETİMİ

Döviz kuru dalgalanmaları işletmenin rekabet gücü üzerinde değişiklikler yaratmaktadır. Uluslararası pazarlama yöneticisi, döviz kuru hareketlerini yakından izleyerek, dış piyasalar için uygun fiyat ve ürün politikaları belirlemek durumundadır. Pazarlama yönetimi adı altında dikkat edilmesi gereken hususlar aşağıda ele alınmıştır.

1. Pazar Seçimi ve Pazar Bölümü

İhracatçı işletmeler için en önemli konu, satış yapılacak yabancı piyasalardır. İhracatçı, kur değişmelerinden yararlanarak yabancı piyasalardaki yerli üreticiler ile rekabet etmeye çalışır. Ülke parasının değer kazanması, yerli üretici işletmelerin rekabet güçlerini azaltırken, o ülkeye ihracat yapan işletmeler açısından karlı bir durum yaratır. Ülke parasının değer kaybına uğraması ise, yerli üretici işletmeleri olumlu yönde

etkilerken, yabancı ihracatçı işletmeleri olumsuz yönde etkiler ve bu durumda yabancı ihracatçı işletmelerin yeni piyasalar aramalarını gerektirebilir.

İhracat yapan işletmeler, yabancı ülkede ürünün pazar bölümlerine de dikkat etmelidir. Yabancı bir ülkede yüksek gelirli sınıflara hitap eden, kaliteli mal satan ihracatçılar, o ülke parasının değer kaybından fazla etkilenmeyebilir. Buna karşın geniş halk kitlelerinin tükettiği malları satan ihracatçılar, o ülke parasının değerindeki kayıplar malın fiyatını değiştireceğinden döviz kuru değişikliklerinden etkileme söz konusu olabilir (Seyidoğlu, 1997: 201).

Piyasa seçimi ve pazar bölümlerine ilişkin stratejiler uzun vadeli pazarlama stratejileridir. Döviz kur değişimleri kısa vadeli ise işletmeler bu stratejiler yerine kısa vadeli pazarlama stratejilerini kullanırlar. İşletmeler kısa vadeli pazarlama stratejileri olarak fiyatlandırma ve tanıtım politikalarını uygulayabilirler (Demirag ve Goddard, 1994: 145).

2. Fiyatlandırma Stratejisi

İşletmeler kur değişimleri karşısında fiyat stratejisi oluştururken, pazar payının mı yoksa kar marjının mı öncelikli olacağına karar vermek durumundadır. Bu durumda ihracatçı işletmeler ürüne uygulayacağı yeni fiyatı belirlerken iki seçenek ile karşı karşıya kalmaktadır. Birincisi, ürünün fiyatını artırarak birim başına karı yükseltmek, ikincisi ise ürünün fiyatını sabit tutarak pazar payını artırmaktır. Bir çok işletme için pazar payının kayıp olması çok önemlidir. Çünkü kaybedilmiş pazar payının tekrar elde edilmesi çok zordur. İşletmenin kararını, ölçek ekonomisinin varlığı, genişleyen hacmin maliyet yapısı, talebin fiyat esnekliği ve rekabete karşı koyma gibi faktörler belirlemektedir (Demirag ve Goddard, 1994: 146).

Talebin fiyat esnekliğinin yüksek olması durumunda fiyatları düşük tutarak satışları ve gelirleri artırmaya çalışmak uygun olur. Bunun gibi ölçek ekonomilerinden yararlanma olanağının olması durumunda, fiyatları düşük tutarak talebi artırmak ve birim üretim maliyetlerinde düşüş sağlamak uygun bir stratejidir. Ölçek ekonomilerinden yararlanma olanağının bulunmadığı veya talebin fiyat esnekliğinin

düşük olduğu durumlarda ise yukarıdakine ters bir durum söz konusu olacaktır (Shapiro, 1998: 253).

İşletmelerin kur değişimleri karşısında hangi sıklıkla fiyat ayarlaması yapacağına karar vermesi de üzerinde durulması gereken önemli bir husustur. Uluslararası rekabet içinde olan işletmelerin kur değişimleri karşısında fiyat ayarlamaları piyasadaki rekabet güçlerine ve uyguladıkları fiyat stratejilerine göre farklılıklar gösterir. Bazı işletmeler döviz kuru değişimlerine göre fiyatlarını sürekli olarak ayarlamayı tercih ederler. Bazı işletmeler ise pazar payını ve müşterilerini kaybetmemek için sabit fiyat politikası izlemeyi tercih ederler (Seyidoğlu, 1997: 203).

İhracat yapmayan, sadece iç piyasaya satış yapan işletmeler de döviz kuru değişiklikleri karşısında fiyat ayarlamaları yapma gereksinimi duyarlar. Döviz kuru değişiklikleri karşısında ithal ürünlerin fiyatlarında değişiklik söz konusu olacaktır. İşletme ithal fiyatlarındaki artışlara paralel olarak ürünlerinin fiyatını artırabilir veya fiyat değişikliği yapmayarak pazar payını artırmak isteyebilir (Shapiro, 1998: 253).

3. Tutundurma-Tanıtma Stratejisi

İşletmeler, farklı ülkelerde uygulayacakları reklam ve tanıtım için ayıracakları bütçeleri belirlerken döviz kuru değişikliklerini yakından takip etmeleri gerekmektedir. İşletmeler döviz kurundaki değişikliklerine göre tanıtım stratejilerini değiştirmek isteyeceklerdir. Örneğin, ihracatçılar ulusal paralarının değer kazanması durumunda yabancı piyasalarda mallarını satmakta zorluklarla karşılaşabilir ve bu durumda ihracatçı tanıtım stratejilerini değiştirmek isteyebilir. Mesela; reklam masraflarını azaltabilir veya farklı medya reklamları ve sloganları ile ürün imajını değiştirmek isteyebilir (Demirag ve Goddard, 1994: 146).

Döviz kuru değişikliklerinin rekabet gücünde değişiklik yapması sonucu tanıtım stratejisi için ayrılan bütçede de değişiklikler gerektirir. Ulusal parası değer kaybeden ihracatçılar hemen dış piyasalarda tanıtım kampanyası başlatarak, rekabet gücündeki yükselme nedeniyle daha fazla gelir elde edebilir. Bunun tersine ulusal parası değer kaybeden bir ülkede tanıtma kampanyaları yapılması etkili bir sonuç vermeyebilir (Seyidoğlu, 1997: 204).

4. Ürün Stratejisi

İşletmelerin ürün stratejileri, döviz kuru değişikliklerinden etkilenmektedir. Bu kur değişikliği yönünde ürün stratejileri farklılık göstermektedir. Bu stratejiler piyasadaki mevcut ürünün geliştirilmesi, üründe kalite farklılaştırılmasına gidilmesi veya tamamen yeni bir ürün piyasaya sunulması şeklindedir. Döviz kuru değişikliklerine karşı korunmanın bir yolu, yeni ürün çıkartılmasında zaman ayarlaması yapmaktır. Örneğin, fiyat rekabetindeki avantaj dolayısıyla, ulusal paranın değer kaybetmesinden sonra yeni bir ürünle yabancı piyasalara girmek için en uygun zaman olabilir (Shapiro, 1998: 254).

Döviz kuru dalgalanmaları ürün çeşitlendirilmesi kararını da etkiler. İşletme, ulusal paranın değer kaybetmesine takiben, ürünün değişik türlerinin sayısını artırabilirse hem iç, hem de dış piyasalarda değişik zevk ve tercih gruplarındaki tüketicilere ulaşma imkanı elde edebilir. Ya da tersine, ulusal paranın değeri arttığı durumlarda ürün türleri yeniden gözden geçirilerek, fiyatlara daha az duyarlı olan ve yüksek kaliteli ürün tercih eden üst gelir grupları hedef alınabilir (Seyidoğlu, 1997: 204).

B) EKONOMİK RİSKDEN KORUNMAK İÇİN ÜRETİM YÖNETİMİ

Döviz kuru dalgalanmalarının çok fazla olduğu durumlarda işletmelerin sadece pazarlama stratejileri uygulayarak gelirlerini kurlara göre ayarlayabilmesi mümkün olamayabilir. İşletmeler pazarlama stratejilerinin yanında üretim faaliyetlerine yönelik stratejiler de uygulama ihtiyacı duyabilir. Kur riskini gidermede kullanılacak üretim stratejileri, üretim girdilerinin sağlandığı ülkelerin değiştirilmesi, üretim tesislerin kuruluş yerinde kaydırmalar yapılması gibi yöntemleri kapsamaktadır. Bu stratejiler aşağıda kısaca inceleyeceğiz.

1. Girdi Bileşiminin Değiştirilmesi

Ulusal paranın değerinde artış olduğu durumlarda üretimde kullanılan girdilerin maliyetini azaltmak için izlenecek yol girdileri iç piyasadan sağlamak yerine, ithalat

yolu ile dış piyasadan sağlamaktır. Ulusal paranın değer kaybetmesi durumunda ise girdileri iç piyasadan sağlamak uygun olacaktır (Seyidoğlu, 1997: 205).

Örneğin 1980'lerin başlarında doların değerinde artış olduğunda, birçok Amerikan işletmesi uluslararası girdilerini yani girdi ithalatını artırmışlardır (Shapiro, 1998: 255). Bunun gibi Ülkemizde de ulusal paranın değerlendirildiği zamanlarda, işletmeler, maliyetleri düşürmek için yerli girdi yerine ülke dışından ithal edilen girdileri kullanmışlardır.

Uzun dönemde ise, kapasite artırılırken yeni üretim tesisleri farklı ülkelerin girdilerini birbiri yerine ikame edecek şekilde kurulmalıdır.

2. Üretimin Tesisler Arasında Kaydırılması

Dünya çapında üretim yapan çokuluslu işletmeler, döviz kurundaki dalgalanmalara göre üretimlerini çeşitli ülkelerdeki tesisleri arasında kaydırabilirler. Bir ülke parasının değerinin artması durumunda, o ülkede üretim daha pahalıya mal olacağından bu ülkedeki üretim miktarını azaltarak, parasının değeri düşen ülkelerde üretimlerini artırır (Shapiro, 1998: 255).

Örneğin Ford ve General Motors gibi Amerikan çokuluslu işletmeleri, üretim tesislerini Amerika dışında çeşitli ülkelere yaymışlardır. Böylece doların değeri yükselince üretim, Amerika'daki tesislerden bu ülkelerdeki tesislere kaydırılır. Doların değerinin düştüğü durumlarda ise bu strateji tersine uygulanır (Demirag ve Goddard, 1994: 147).

3. Kuruluş Yerinin Değiştirilmesi

İşletmeler, ulusal parası sürekli değer kaybeden bir ülkeye ihracat yapıyorsa ve o ülkede rekabet yoğun ise belli bir süre sonra karlılığını yitirebilir. Böyle bir durumda işletme, o ülkeye ihracat yapmak yerine, o ülkede veya benzer koşullara sahip üçüncü bir ülkede yatırım yaparak o ülkede üretim yapmaya karar vermelidir. Ancak bunun için üretimin emek yoğunluğunu ve o ülkedeki ekonomik ve mali politikaları da göz önünde bulundurması gerekir (Seyidoğlu, 1997: 206).

Örneğin, birçok Japon işletmesi, Yen'deki değer artışlarına karşılık üretim tesislerini Amerika'ya aktarmıştır. Aynı şekilde, BMW ve Mercedes-Benz gibi Alman Otomotiv İşletmeleri de Döviz dalgalanmalarından korunmak için üretim tesislerini Amerika'ya aktarmışlardır (Shapiro, 1998: 256).

4. Verimliliğin Yükseltilmesi

İhracat yapılan ülke parasının değer kaybetmesi ya da ulusal paranın değerinin artması sonucu, rekabet gücü azalacağından işletme verimliliği yükseltici önlemlere daha fazla ağırlık verme ihtiyacı duyar. Üretim teknolojisini modernleştirme, kapasite artırımı, ölçek ekonomilerinden yararlanma, yönetimde yeni düzenlemelerde bulunulması veya işçilerin motivasyonunu artırıcı uygulamaların yapılması gibi yöntemler uygulanabilir (Seyidoğlu, 1997: 206).

İşletmelerin verimliliği artırıcı önlemler alması tüm rekabetçi sistemin ortak özelliğidir. Ancak döviz kuru dalgalanmalarının rekabet gücü üzerindeki olumsuz etkileri bu konuya daha fazla ağırlık verilmesi gerektiğini gösterir.

C) EKONOMİK RİSKDEN KORUNMAK İÇİN FİNANSAL YÖNETİM

Ekonomik riskten korunmak için işletmenin, yukarıda bahsettiğimiz pazarlama ve üretim stratejileri yanında finans stratejilerini de geliştirmesi gerekmektedir. Döviz kuru riskinden korunmak için, finansman bölümünün ana hedefi, işletme borçlarının ödenmesinde gerekli nakit çıkışları ile işletmenin varlıklarındaki değişikliklerden elde edilen nakit girişlerini aynı döviz üzerinden oluşturmak ve nakit giriş-çıkışlarını dengelemektir. Örneğin, ihracatını genişleten veya varlıkların bir kısmı döviz üzerinden oluşan işletmelerin borçlarının bir kısmı o döviz üzerinden oluşmalıdır (Shapiro, 1998: 259).

İşletme bir döviz üzerinden olan borcunu aynı döviz üzerinden olan alacağı ile denkleştirmek zorunda değildir. Bazı paralar arasında değer değişikliği açısından yüksek korelasyon bulunmaktadır. Bu sebeple işletme döviz borcunu, o döviz ile yüksek

korelasyonu olan başka bir döviz alacağı ile denkleştirebilir (Aggarwal ve Soenen, 1989: 65).

İşletme elinde bulunan fazla fonlarını, fonların kullanılacağı zaman gelinceye kadar para piyasalarında çeşitli araçlara yatırım yaparak değerlendirebilir. Bu şekilde işletmenin elindeki fonların atıl şekilde bekletilmesi engellenmiş olur.

İşletme yöneticileri gelecekle ilgili doğru tahminlerde bulunabiliyorlarsa, tahminlere dayanarak nakit akışlarının zamanlamalarını değiştirmek yani değer kaybetmesi beklenen döviz cinsinden belirlenmiş alacakların tahsilinin hızlandırılması veya borçların geciktirilmesi, diğer yandan işletmeler değer kazanması beklenen döviz cinsinden olan borçlarının geri ödemesini hızlandırıp, daha fazla kur kaybına karşı kendilerini koruyabilirler (E.Aksel, 1995: 30).

Ekonomik riskten korunmak için işletme döviz borç ve alacaklarını çeşitli dövizlerden oluşturabilir. Çeşitli dövizlerle işlem yapıldığı için döviz kuru değişmelerinden dolayı bazı paraların değer kaybetmesinden kaynaklanan zararlar, bazı paraların değer kazanmasından kaynaklanan kazançlarla giderilebilir ve böylece işletmenin kur riski azalır.

İşletme yöneticileri, işletmenin faaliyetlerine göre çeşitli finans stratejileri geliştirerek, işletmenin döviz riskinden korunmasını veya döviz riskini minimize etmeyi sağlayabilir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI'NDA İŞLEM GÖREN İMALAT İŞLETMELERİNİN DÖVİZ KURU RİSKİNDEN KORUNMA YÖNTEMLERİNİ KULLANMASINA YÖNELİK BİR UYGULAMA

I. ARAŞTIRMANIN ÖNEMİ VE AMACI

Küreselleşme ile birlikte işletmelerin uluslararası piyasalardaki faaliyetlerinin son yıllarda hızla artış göstermesi, işletmelerin döviz kuru riski ile karşı karşıya kalmalarına neden olmaktadır. Döviz kuru riski, ülke parasının diğer yabancı paralar karşısında değer yitirmesi veya işletmenin döviz pozisyonunda mevcut yabancı paraların birbirleri arasındaki değerlerinde meydana gelen değişimler sonucunda uğranılacak zararı göstermektedir. Döviz kuru riskine maruz kalan işletmelerin finansal sıkıntıya girmesi ve hatta iflas olgusunu yaşaması mümkündür. Bu nedenlerden dolayı döviz kuru risk yönetimi, finansal yönetimin temel bir unsuru haline gelmiştir. Yöneticilerin döviz kuru riskinden korunmak için, hangi yöntemler ve stratejiler uygulayarak korunabileceklerini belirlemeleri, işletmeler için hayati önem taşımaktadır.

Bu çalışmanın amacı, döviz kurlarında görülen dalgalanmaların yarattığı risklere karşı geliştirilen yöntemleri ve stratejileri tanıtmak, döviz kuru riskine karşı işletmelerin bu yöntem ve stratejilerden hangisini/hangilerini kullanıp kullanmadığını incelemektir. Bu amaca bağlı olarak çalışmanın ilk iki bölümünde, işletmelerin karşılaştığı döviz kuru riskleri olan işlem, ekonomik ve muhasebe riskleri incelenmiş ve bu risklerden korunmak için hangi yöntemlerin ve stratejilerin uygulanabileceği tespit edilmiştir. Bu bölümünde ise, döviz kuru risklerinden işlem ve ekonomik riske ilişkin aşağıdaki soruların yanıtı aranmıştır:

- İşletmelerin döviz kuru riski yönetimine olan tutumları nelerdir?

- İşletmeler döviz kuru risklerinden nasıl etkilenmektedir?
- İşletmeler, işlem riskinden korunmak için hangi yöntem ve stratejileri kullanmaktadırlar?
- İşletmelerin işlem riskinden korunmak için finansal yöntemleri kullanmamalarının sebepleri nelerdir?
- İşletmeler, ekonomik riskten korunmak için hangi stratejileri kullanmaktadırlar?

II. ARAŞTIRMANIN METODOLOJİSİ

Bu bölümde belirtilen amacı gerçekleştirmek için gerekli veriler, anket formu kullanılarak toplanmıştır. Elde edilen verilerin analizine geçmeden önce, araştırmada kullanılan örneklemin seçimi, veri toplama aracı olarak kullanılan anket formunun hazırlanması, veri toplama süreci ve verilerin analiz yöntemi hakkında bilgi verilecektir.

A) ARAŞTIRMANIN ÖRNEKLEM SEÇİMİ

Bu araştırmanın ana kümesini İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)'nda işlem gören imalat işletmeleri oluşturmaktadır. İMKB'nin web sitesinden Ulusal Pazar'da işlem gören işletmelerin listesi alınmış ve toplam 287 işletmenin işlem gördüğü belirlenmiştir. Bu işletmelerin içerisinde imalat işletmesi olan 174 işletme belirlenmiş ve araştırmanın ana kümesini oluşturmuştur.

B) VERİ TOPLAMA ARACININ HAZIRLANMASI

Araştırmada veri toplama aracı olarak anket formu kullanılmıştır. Anket formunda yer alan soruların saptanması için Veysel Kula (2002), Ayşe Tülay Yücel (1996) ve John Malinderetos (1995)'un araştırmalarında kullanılan anket formları ile Ali Fatemi (2000) ve Andrew P. Marshall (2000)'ın makaleleri incelenmiştir.

Anket formu 5 bölümde toplam 52 sorudan oluşmaktadır. Birinci bölümde işletme özellikleri ve anket formunu yanıtlayanları tanımaya yönelik sorular yer almaktadır. İkinci bölümde, işletmelerin döviz kuru riski yönetimine ilişkin tutumları ölçülmeye çalışılmıştır. Üçüncü bölümde, işletmelerin, döviz kuru dalgalanmalarından nasıl etkilendiğine ilişkin sorular yer almaktadır. Dördüncü bölümde, işletmelerin, işlem riskinden korunmak için uyguladığı stratejiler, kullandığı yöntemler ve yöntemlerin kullanılmasında karşılaşılan engeller belirlenmeye çalışılmıştır. Son bölüm olan beşinci bölümde ise, işletmelerin, ekonomik riskten korunmak için uyguladığı stratejiler tespit edilmeye çalışılmıştır.

C) VERİLERİN TOPLANMASI VE ANALİZİ

Veri toplamak için geliştirilen anket ilgili işletmelere 4 Nisan 2005 tarihinde posta yoluyla gönderilmiştir. Anket formları gönderildikten sonra işletmeler telefonla aranmış ve anket formlarının ellerine ulaşip ulaşmadığı araştırılmıştır. Anket formu ulaşmadığı belirlenen işletmelere faks yoluyla tekrar anketler gönderilmiştir. Anketlerin geri toplama süresi yaklaşık 40 gündür. Gönderilen 174 anket formundan 60 adeti cevaplanmış olarak geri dönmüştür. Anketlerin cevaplanma oranı %34,48'dir. Araştırmamızın örneklemini anket formunu cevaplayan 60 işletme oluşturmaktadır.

Cevaplanan anket formlarından elde edilen veriler Statistical Package for the Social Science (SPSS) for Windows paket programı kullanılarak değerlendirilmiştir. Verilerin analizinde tanımlayıcı testlerinden frekans dağılımları ile yüzde yöntemi kullanılmış ve verilerin ortalama değer ile standart sapmaları hesaplanmıştır.

III. ARAŞTIRMA BULGULARI

A) ANKET FORMUNUN GÜVENİRLİLİĞİ

Bir araştırmada kullanılan anket formundaki ölçeklerin anlamlı sonuçlar vermesi için, kullanılan ölçeklerin güvenilirliğinin araştırılması gereklidir. Güvenirlilik, bir ölçme aracında (testte, ankette) yer alan bütün soruların birbiriyle tutarlılığını, ele alınan sorunu ölçmede homojenliğini ortaya koymayı amaçlamaktadır. Anket formunun

güvenirliliği ölmek için Alfa Yöntemi (Cronbach Alfa Katsayısı) kullanılmıştır. Bu yöntemdeki güvenirlik katsayıları 0 ile 1 arasında yer almaktadır. Alfa katsayısının bulunabileceği aralıklar ve buna bağlı olarak da ölçeğin güvenirlik durumu aşağıdaki gibidir:

$0,00 \leq \alpha \leq 0,40$ ise ölçek güvenilir değildir,

$0,40 \leq \alpha \leq 0,60$ ise ölçek düşük güvenilirliktedir,

$0,60 \leq \alpha \leq 0,80$ ise ölçek oldukça güveniliridir,

$0,80 \leq \alpha \leq 1,00$ ise ölçek yüksek derecede güvenilir bir ölçektir (Akgül ve Çevik, 2003: 435-436).

Anket formunun içerisinde yer alan “döviz riski yönetim amaçları”, “işletme içi stratejiler”, “finansal yöntemlerden haberdar olma”, finansal yöntemlerin kullanım durumu”, “finansal yöntemlerin kullanılmamasının sebepleri” ve ekonomik riskten korunmak için uygulanan stratejilerle” ilgili ölçeklere Cronbach Alfa testi ayrı ayrı SPSS versiyon 11.0 kullanılarak uygulanmıştır.

Cronbach Alfa testi sonucunda, döviz risk yönetim amaçlarına ilişkin ölçeğin alfa katsayısı 0,7211, işletme içi stratejileri ilişkin ölçeğin alfa katsayısı 0,6011, finansal yöntemlerden haberdar olmaya ilişkin ölçeğin alfa katsayısı 0,9245, finansal yöntemlerin kullanım durumuna ilişkin ölçeğin alfa katsayısı 0,7539, finansal yöntemlerin kullanılmamasının sebeplerine ilişkin ölçeğin alfa katsayısı 0,8199 ve ekonomik riskten korunmak için uygulanan stratejilere ilişkin ölçeğin alfa katsayısı 0,7980 olarak bulunmuştur. Bu altı oran 0,60 değerinin üzerinde olduğundan dolayı, ankette yer alan ölçeklerin güvenilir olduğu kabul edilmektedir.

B) ARAŞTIRMA ÖRNEKLEMİNİN ÖZELLİKLERİ

Anket çalışması sonucunda toplam 60 geçerli anket formu elde edilmiştir. Örnekleme oluşturan işletmelerin özellikleri ile ilgili sonuçlar aşağıda Tablo 9’da yer almaktadır.

Tablo 9. İşletmelerin Özellikler

<i>Faaliyette Bulunduğu Bölge</i>	<i>Sayı</i>	<i>Yüzdelerik Dağılım</i>
Marmara Bölgesi	36	60,0
Ege Bölgesi	11	18,3
Akdeniz Bölgesi	6	10,0
Güneydoğu Anadolu Bölgesi	1	1,7
İç Anadolu Bölgesi	3	5,0
Karadeniz Bölgesi	3	5,0
<i>Faaliyette Bulunduğu Sektör</i>	<i>Sayı</i>	<i>Yüzdelerik Dağılım</i>
Otomotiv, oto malzemeleri	9	15,0
Tekstil	9	15,0
Gıda	6	10,0
Çimento	6	10,0
Bina Malzemeleri	9	15,0
Kağıt, ambalaj	6	10,0
Kimya, petrol	9	15,0
Diğer	6	10,0
<i>Satışlardaki İhracat Oranı %</i>	<i>Sayı</i>	<i>Yüzdelerik Dağılım</i>
0-21	33	55,0
22-43	16	26,7
44-65	6	10,0
66-87	5	8,3
<i>Satın Alma İçinde İthalat Oranı %</i>	<i>Sayı</i>	<i>Yüzdelerik Dağılım</i>
0-25	25	41,7
26-50	13	21,7
51-75	6	10,0
76-100	16	26,7
<i>Toplam</i>	<i>60</i>	<i>100,0</i>

Örnekleme yer alan işletmeler altı coğrafik bölgede yer almaktadır. Bu işletmelerin % 60'ı Marmara bölgesinde yer almaktadır. Ege bölgesinde faaliyet gösteren işletme sayısı 11 olup % 18,3 oranına sahiptir. Akdeniz bölgesinde faaliyet gösteren işletmelerin yüzde oranı % 10'dur. İç Anadolu ve Karadeniz bölgesinde faaliyet gösterenler 3'er işletme olup % 5 oranına sahiptirler. Sadece bir işletme Güneydoğu Anadolu bölgesinde faaliyet göstermekte olup yüzde oranı % 1,7'dir.

Örnekleme yer alan işletmeler faaliyette bulunduğu sektör bakımından sekiz grupta sınıflandırılmıştır. Sektörlerin gruplandırılmasında Ekonomist dergisinin sektör grupları dikkate alınmıştır. Otomotiv-oto malzemeleri, tekstil, bina malzemeleri ve kimya-petrol sektörlerinde 9'ar işletme faaliyet göstermekte olup aynı %15 oranına

sahiptirler. Gıda, çimento, kağıt-ambalaj ve diğer sektörlerde 6'şar işletme faaliyet göstermekte olup aynı % 10 oranına sahiptirler.

Araştırmada yer alan işletmeler 2004 yılındaki satışlar içindeki ihracat oranına göre dört gruba ayrılmıştır. Bu gruplar, işletmelerin ihracat yoğunluğuna göre oluşturulmuştur. İşletmeler arasında yıllık ihracatın satışlar içindeki oranı % 0-21 arasında yer alan işletme sayısı, toplam işletmelerin % 55'ini oluşturmaktadır. Görüldüğü gibi işletmelerin çoğunluğu 2004 yılında % 21 ve altında ihracat yapmıştır. İşletmelerin % 26,7'sinin ihracat oranı % 22-45 arasında ve % 10'unun ihracat oranı % 44-65 arasındadır. İşletmelerin çok az kısmı % 8,3'ünün ihracat oranı % 66-87 arasında yer almaktadır. İşletmeler arasında % 87'nin üzerinde ihracat yapan bir işletme yoktur.

Araştırmada yer alan işletmeler 2004 yılındaki toplam satın alma içindeki ithalat oranına göre de dört gruba ayrılmıştır. Bu gruplar, işletmelerin ithalat yoğunluğuna göre oluşturulmuştur. İşletmeler arasında yıllık ithalatın satın alma içindeki oranı %0-25 arasında yer alan işletme sayısı, toplam işletmelerin %41,7'ini oluşturmaktadır. İşletmelerin %21,7'sinin ithalat oranı %26-50 arasında, %10'unun ithalatı % 51-75 arasında ve %26,7'sinin ithalat oranı ise % 76-100 arasında yer almaktadır.

İşletmelere gönderilen anket formlarının, genel müdür, finans veya muhasebe müdürleri tarafından cevaplanması istenmiştir. Anket formlarını cevaplayanların ünvanları incelendiğinde bu amacın gerçekleştiği görülmektedir. Aşağıdaki Tablo 10'da cevaplayanların ünvanları görülmektedir.

Tablo 10. Anket Formunu Yanıtlayanların Ünvanı

<i>Ünvan</i>	<i>Sayı</i>	<i>Yüzdelerik Dağılım</i>
Finans Müdürü	26	43,3
Muhasebe Müdürü	21	35,0
Genel Müdür	4	6,7
Genel Müdür Yardımcısı	5	8,3
Planlama Müdürü	1	1,7
Finans Müdür Yardımcısı	3	5,0
Toplam	60	100,0

Örnekleme yer alan işletmelerin faaliyetlerinde hangi dövizleri ne kadar yoğunlukta kullandıklarını öğrenmek için dünya piyasasında yoğun olarak kullanılan beş döviz türü belirlenmiştir. İşletmelerden bu döviz türlerini kullanım yoğunluğuna

göre sıralamaları istenmiştir. Tablo 11 işletmelerin yoğun olarak kullandıkları dövizleri göstermektedir.

Tablo 11. İşletmelerin İşlemlerinde Kullandıkları Dövizler

<i>Kullanılan Dövizler</i>	<i>KULLANMA DURUMU</i>									
	<i>1. Derecede</i>		<i>2. Derecede</i>		<i>3. Derecede</i>		<i>4. Derecede</i>		<i>5. Derecede</i>	
	<i>Sayı</i>	<i>%</i>	<i>Sayı</i>	<i>%</i>	<i>Sayı</i>	<i>%</i>	<i>Sayı</i>	<i>%</i>	<i>Sayı</i>	<i>%</i>
Dolar	29	48,3	27	45,0	3	5,0	-	-	-	-
Euro	28	46,7	30	50,0	-	-	-	-	-	-
Sterlin	-	-	-	-	4	6,7	3	5,0	5	8,3
Japon Yeni	1	1,7	-	-	2	3,3	3	5,0	2	3,3
İsviçre Frankı	1	1,7	1	1,7	21	35,0	5	8,3	-	-

Örnekleme yer alan işletmelerin % 48,3'ü doları işlemlerinde 1. derece yoğunlukta, % 45'i doları işlemlerinde 2. derece yoğunlukta ve % 5'i doları işlemlerinde 3. derece yoğunlukta kullanmaktadırlar. İşletmelerin % 46,7'si euroyu işlemlerinde 1. derece yoğunlukta ve %50'si euroyu işlemlerinde 2. derece yoğunlukta kullanmaktadırlar. İşletmeler işlemlerinde Sterlin, Japon Yeni ve İsviçre Frangını 1. derece ve 2. derece yoğunlukta kullanmamaktadırlar. İşletmeler bu dövizleri çok nadir kullanmaktadırlar. İşletmelerin sadece %35'i İsviçre Frangını işlemlerinde 3. derece yoğunlukta kullanmaktadırlar.

C) DÖVİZ RİSKİ YÖNETİM UYGULAMALARINA İLİŞKİN TANIMLAYICI İSTATİSTİKLER

Örnekleme oluşturan işletmelerde döviz riski yönetim departmanının olup olmadığına ilişkin ve döviz riski yönetiminin kimin sorumluluğunda olduğuna yönelik sorulara verilen cevaplar Tablo 12 ve Tablo 13'de yer almaktadır.

Tablo 12. İşletmelerde Döviz Riski Yönetim Birimlerinin Bulunması

<i>Değişkenler</i>	<i>Sayı</i>	<i>Yüzelik Dağılım</i>
Evet	9	15,0
Hayır	51	85,0
Toplam	60	100,0

Tablo 12’de görüldüğü gibi, işletmelerin % 85’inde döviz riski yönetim birimleri bulunmamaktadır. İşletmelerin sadece %15’inde döviz riski yönetim birimleri bulunmaktadır.

Tablo 13. İşletmelerde Döviz Riski Yönetimini Yapanlar

<i>Değişkenler</i>	<i>Sayı</i>	<i>Yüzelik Dağılım</i>
Yönetim Kurulu	4	6,7
Yönetim Kurulu Başkanı	4	6,7
Finans Müdürü	31	51,6
Muhasebe Müdürü	6	10,0
Diğer	15	25,0
Toplam	60	100,0

Tablo 13’de görüldüğü gibi, işletmelerin %51’inde döviz riski yönetim sorumluluğu Finans Müdürü’ne verilmiştir. İşletmelerin % 10’unda bu sorumluluk Muhasebe müdürüne verilmiş durumdadır.

Tablo 14. İşletmelerde Döviz Riski Yönetimine İlişkin Politikalar

<i>Değişkenler</i>	<i>Sayı</i>	<i>Yüzelik Dağılım</i>
Resmi, yazılı bir döviz riski yönetim politikamız var	11	18,3
Resmi olmayan bir döviz riski yönetimi politikamız var	43	71,7
Döviz riski yönetimine ilişkin herhangi bir politikamız yok	6	10,0
Toplam	60	100,0

İşletmelerde döviz riski yönetimine yönelik nasıl politikalar olduğuna ilişkin verilen cevaplar Tablo 14’de verilmiştir. Tablo’da görüldüğü gibi işletmelerin sadece % 18,3’ünde yazılı bir döviz riski yönetim politikaları bulunmaktadır. İşletmelerin %71,7’sinde ise döviz riski yönetim politikaları bulunmakta fakat, resmi ve yazılı

değildir. İşletmelerin %10'unda ise döviz riski yönetimine ilişkin resmi veya resmi olmayan herhangi bir politika mevcut değildir.

Örnekleme oluşturan işletmelerde, birimlerin döviz kurundaki dalgalanmaları hangi sıklıkta takip ettiğine ve döviz riski yönetim toplantılarının yapılma sıklığına yönelik sorulara verilen cevaplar Tablo 15 ve Tablo 16'da verilmiştir.

Tablo 15. Birimlerin Döviz Kuru Değişikliklerini İzleme Derecesi

<i>Değişkenler</i>	<i>Her Zaman</i>		<i>Ara Sıra</i>		<i>Hiçbir Zaman</i>	
	<i>Sayı</i>	<i>%</i>	<i>Sayı</i>	<i>%</i>	<i>Sayı</i>	<i>%</i>
Üst Yönetim	55	91,7	5	8,3	0	0
Finansman	60	100	0	0	0	0
Pazarlama	38	63,3	20	33,3	2	3,3
Üretim	16	26,7	38	63,3	6	10,0

Tablo 15'de görüldüğü gibi işletmelerin Üst Yönetim, Finans ve Pazarlama birimleri döviz kuru değişikliklerini her zaman takip ederken, sadece Üretim birimi döviz kuru değişikliklerini ara sıra veya gerektiğinde takip etmektedir.

Tablo 16. İşletmelerde Döviz Riski Yönetimine İlişkin Toplantı

<i>Değişkenler</i>	<i>Sayı</i>	<i>Yüzdeler Dağılım</i>
Her hafta	24	40,0
İki haftada bir	2	3,3
Her ay	13	21,7
Altı ayda bir	3	5,0
Gerektiğinde	18	30,0
Toplam	60	100,0

Tablo 16'da görüldüğü gibi, işletmelerin % 40'ı döviz riski yönetimine ilişkin her hafta toplantı yapmaktadır. Risk yönetimine ilişkin toplantı, işletmelerin % 21'inde her ay ve işletmelerin % 30'unda ise gerektiğinde yapılmaktadır.

Döviz riski yönetim amaçlarına ilişkin verilen cevaplar Tablo 17'de yer almaktadır. Bu tabloda ayrıca örnekleme yer alan işletmelerin döviz riski yönetimi yapmalarının amaçlarını ortaya koymak için her bir döviz riski yönetim amacına ait değişkenlerin ortalamaları, standart sapmaları ve yüzdeler dağılımlarına yer verilmiştir.

Tablo 17. İşletmelerde Döviz Risk Yönetiminin Amaçları

<i>Değişkenler</i>	<i>X</i>	<i>SS</i>	<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>	<i>Cevapsız</i>
			%	%	%	%	%	%
Nakit akımlarındaki dengesizliği azaltmak	1,37	0,086	70,0	26,7	0	3,3	0	0
Kazançlardaki dalgalanmaları azaltmak	1,52	0,115	63,3	30,0	1,7	1,7	3,3	0
Karlılığı artırmak	1,53	0,101	58,3	33,3	1,7	5,0	0	1,7
İşletmenin hayatta kalmasını sağlamak	1,73	0,132	55,0	30,0	1,7	13,3	0	0
İşletmenin piyasa değerini artırmak	2,20	0,148	30,0	43,3	6,7	16,7	3,3	0
Ödenecek vergileri azaltmak	3,28	0,176	11,7	25,0	8,3	33,3	21,7	0

Ölçek; 1=Kesinlikle Katılıyorum, 2=Kısmen Katılıyorum, 3=Fikrim Yok, 4=Katılmıyorum, 5= Kesinlikle Katılmıyorum.

X = Ortalama değer.

SS = Standart sapma.

Sonuçlar Friedman'ın iki yönlü ANOVA testinde ($p < 0,001$) önemli ölçüde farklıdır.

Tablo 17'de görüldüğü gibi, işletmelerin döviz riski yönetimi yapmalarının ilk amacı 1,37 ortalama ile nakit akımlarındaki dengesizliği azaltmaktır. İşletmelerin %80'inden fazlası, kazançlardaki dalgalanmaları azaltmak (1,52 ortalama), karlılığı artırmak (1,53 ortalama) ve işletmenin hayatta kalmasını sağlamak (1,73 ortalama) amaçları ile de döviz riski yönetimi yapmaktadır. İşletmelerin %73'ü için işletmenin piyasa değerini artırmak (2,20) da döviz riski yönetim amaçları içerisinde yer almaktadır.

D) İŞLETMELERİN DÖVİZ KURU DALGALANMALARINDAN ETKİLENMESİNE İLİŞKİN TANIMLAYICI İSTATİSTİKLER

İşletmelerin döviz kuru dalgalanmalarından etkilenip etkilenmediği ve etkilenmekte ise döviz kuru çeşitlerinden ne düzeyde etkilendiğini ölçmek için sorulan sorulara verilen cevaplar Tablo 18 ve Tablo 19'da verilmiştir.

Tablo 18. İşletmelerin Döviz Kuru Dalgalanmalarından Etkilenme Derecesi

<i>Değişkenler</i>	<i>Sayı</i>	<i>Yüzdeler Dağılım</i>
Çok Etkilenmekte	40	66,7
Biraz Etkilenmekte	17	28,3
Hiç Etkilenmemekte	3	5,0
<i>Toplam</i>	<i>60</i>	<i>100,0</i>

Tablo 18’de görüldüğü gibi, araştırmada yer alan işletmelerin %95’i döviz kuru dalgalanmalarından etkilendiğini belirtirken, işletmelerin sadece %5’i döviz kuru dalgalanmalarından hiç etkilenmediğini belirtmiştir.

Tablo 19. İşletmelerin Döviz Riski Çeşitlerinden Etkilenme Düzeyi

<i>Döviz Risk Çeşitleri</i>	<i>1. Derecede Etkiler</i>		<i>2. Derecede Etkiler</i>		<i>3. Derecede Etkiler</i>		<i>Cevapsız</i>	
	<i>Sayı</i>	<i>%</i>	<i>Sayı</i>	<i>%</i>	<i>Sayı</i>	<i>%</i>	<i>Sayı</i>	<i>%</i>
Muhasebe Riski	1	1,7	2	3,3	56	93,3	1	1,7
İşlem Riski	27	45,0	30	50,0	2	3,3	1	1,7
Ekonomik Risk	33	55,0	26	43,0	1	1,7	0	0

Araştırmada yer alan işletmelerin döviz risk çeşitlerinden ne ölçüde etkilendikleri Tablo 19’da gösterilmektedir. Ekonomik riskten, işletmelerin %55’i 1. derecede ve işletmelerin %43’ü 2. derecede etkilenmektedir. İşlem riskinden, işletmelerin %45’i 1. derecede ve işletmelerin %50’si 2. derecede etkilenmektedir. Muhasebe riskinden ise, işletmelerin %93,3’ü 3.derecede etkilenmektedir. Bu sonuçlardan da görüldüğü gibi işletmeler genelde ekonomik ve işlem riskinden etkilenmektedir.

E) İŞLETMELERİN İŞLEM RİSKİNDEN KORUNMAK İÇİN UYGULADIKLARI STRATEJİLERE VE YÖNTEMLERE İLİŞKİN TANIMLAYICI İSTATİSTİKLER

İşletmelerin işlem riskinden korunmak için işletme içi stratejilerden nasıl yararlanacağını “Gelecekte YTL’sının değer kaybedeceği” varsayımı ile ölçmeye çalıştık. İşletmelerin uyguladıkları stratejileri belirlemek için işletme içi stratejilere

ilişkin değişkenlerin ortalamaları, standart sapmaları ve yüzdelik dağılımları belirlenmiş ve Tablo 20’de verilmiştir.

Tablo 20. Gelecekte Yeni Türk Lirasının Değer Kaybetmesi Halinde İşletmelerde Uygulanacak İşletme İçi Stratejiler

<i>Değişkenler</i>	<i>X</i>	<i>SS</i>	<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>Cevapsız</i>
			<i>%</i>	<i>%</i>	<i>%</i>	<i>%</i>
YTL cinsinden olan alacaklarımızı kısa sürede tahsil etmeye çalışırız.	1,27	0,074	73,3	15,0	5,0	6,7
Nakit fazlalıklarımızı, borcumuz olan döviz cinsinden döviz olarak değerlendiririz.	1,33	0,076	68,3	21,7	5,0	5,0
YTL cinsinden kasa mevcudunu azaltırız.	1,67	0,109	48,3	23,3	18,3	10,0
Dövizle bağlı borçlarımızın ödemelerini hızlandırırız	1,71	0,096	40,0	38,3	13,3	8,3
YTL üzerinden kredili satışları azaltırız.	1,85	0,109	35,0	31,7	21,7	11,7
Üretimde kullandığımız hammadde (yerli/yabancı) oranlarının ayarlamasını yaparız	2,09	0,105	23,3	36,7	31,7	8,3
YTL üzerinden olan borçlarımızın ödenmesini geciktiririz.	2,32	0,094	13,3	38,3	43,3	5,0
İthalatımızı artırırız.	2,38	0,097	13,3	31,7	48,3	6,7

Ölçek; 1=Her zaman, 2=Ara sıra, 3=Hiçbir zaman.

X=Ortalama değer.

SS=Standart sapma.

Sonuçlar Friedman’ın iki yönlü ANOVA testinde ($p<0,001$) önemli ölçüde farklıdır.

Tablo 20’de görüldüğü gibi, işlem riskinden korunmak için işletmelerin en çok uyguladıkları işletme içi strateji, 1,27 ortalama değeri ile YTL cinsinden olan alacakların kısa sürede tahsil edilmesi olarak belirtilmiştir. En çok uygulanan ikinci strateji, 1,33 ortalama değer ile nakit fazlalıklarını, borçları olan döviz cinsinden döviz olarak değerlendirmek olarak ortaya çıkmıştır.YTL cinsinden kasa mevcudunun azaltılması 1,67 ortalama değer ile işlem riskine karşı uygulanan üçüncü derecede önemli bir stratejidir. Her zaman tercih edilen diğer stratejiler, dövizle bağlı borçların ödemelerini hızlandırması (1,71 ortalama) ve YTL üzerinden kredili satışların azaltılması (1,85 ortalama)’dır. Ara sıra tercih edilen yöntemler ise, 2,09 ortalama değer ile üretimde kullanılan hammadde (yerli/yabancı) oranlarının ayarlamalarının yapılması, 2,32 ortalama değer ile YTL üzerinden olan borçların ödenmesinin geciktirilmesi ve 2,38 ortalama değer ile ithalatın artırılmasıdır.

İşletmeler işlem riski ile karşı karşıya kaldıklarında işletme içi stratejilerin yanında işletme dışı yöntemlerden de yararlanabilir. İşletme dışı yöntemler, finansal yöntemler olarak bilinmektedir. Bu yöntemlerin işletmeler tarafından ne kadar bilindiği, kullanım düzeyleri ve kullanılmama sebepleri aşağıdaki Tablo 21, Tablo 22 ve Tablo 23’de verilmiştir.

Tablo 21. İşletmelerin Döviz Riskinden Korunmak İçin Kullanılan Finansal Yöntemlerden Haberdar Olma Durumu

<i>Finansal Yöntemler</i>	<i>X</i>	<i>SS</i>	<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>
			<i>%</i>	<i>%</i>	<i>%</i>	<i>%</i>
Forward Sözleşmeleri	1,25	0,600	81,7	13,3	3,3	1,7
Döviz Swapları	1,42	0,696	68,3	23,3	6,7	1,7
Futures (Gelecek) Sözleşmeleri	1,43	0,673	65,0	28,3	5,0	1,7
Opsiyonlar	1,45	0,699	65,0	26,3	6,7	1,7

Ölçek; 1= Yöntem hakkında detaylı bilgim var, 2= Yöntem hakkında kısmi bilgim var, 3= Adını duydum ama, ne olduğunu bilmiyorum, 4= Yöntem adını hiç duymadım.

X=Ortalama Değer.

SS=Standart sapma.

Örnekleme yer alan işletmelerin %90’ından fazlası finansal yöntemlerin hepsi hakkında bilgi sahibidir. Finansal yöntemler arasında 1,25 ortalama değer ile forward sözleşmeleri en çok bilinen yöntemdir. İşletmelerin %81,7’si forward sözleşmeleri hakkında detaylı bilgiye sahipken; işletme döviz swapları, futures sözleşmeleri ve opsiyonlar hakkında detaylı bilgiye sahip olanlar %65 ile %68 arasında değişmektedir. İşletmelerin sadece %1,7’si bu yöntemlerin adını hiç duymamıştır.

Tablo 22. İşletmelerin Döviz Riskinden Korunmak İçin Finansal Yöntemleri Kullanım Düzeyi

<i>Finansal Yöntemler</i>	<i>X</i>	<i>SS</i>	<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>
			<i>%</i>	<i>%</i>	<i>%</i>
Forward Sözleşmeleri	2,32	0,792	20,0	28,3	51,7
Döviz Swapları	2,73	0,548	5,0	16,7	78,3
Opsiyonlar	2,73	0,607	8,3	10,0	81,7
Futures (Gelecek) Sözleşmeleri	2,92	0,334	1,7	5,0	93,3

Ölçek; 1= Sıkça kullandık, 2=Ender sayıda kullandık, 3=Hiç kullanmadık.

X=Ortalama değer.

SS=Standart sapma.

Tablo 22’de görüldüğü gibi, örnekleme yer alan işletmeler finansal yöntemler hakkında detaylı bilgiye sahip olmalarına rağmen, bu yöntemleri çok fazla kullanmamaktadırlar. Finansal yöntemler arasında 2,32 ortalama değer ile ender sayıda da olsa genelde forward sözleşmeleri kullanılmaktadır. İşletmelerin çok azı diğer yöntemleri kullanmıştır. İşletmelerin %21,7’si döviz swaplarını, %6,7’si futures sözleşmelerini ve %18,3’ü opsiyon sözleşmelerini kullanmıştır.

Tablo 23. İşletmelerin Finansal Yöntemleri Kullanmamasının Sebepleri

<i>Değişkenler</i>	<i>X</i>	<i>SS</i>	<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>
			%	%	%	%	%
Finansal yöntemlerin muhasebeleştirilmesi konusunda bilgi eksikliğinin olması	3,35	0,197	21,7	5,0	23,3	16,7	33,3
Risk yönetimine karşı işletmenin yaklaşımı	3,48	0,171	10,0	13,3	25,0	21,7	30,0
Hukuki çerçevede eksikliğin olması	3,55	0,183	13,3	10,0	21,7	18,3	36,7
Finansal yöntemlerin bilinmemesi	3,57	0,218	23,3	8,3	6,7	11,7	50,0
Vergi mevzuatının yetersiz olması	3,68	0,175	10,0	10,0	21,7	18,3	40,0
Forward (vadeli işlem) piyasaları dışında YTL ile işlem yapan piyasaların gelişmemesi	4,10	0,142	1,7	10,0	15,0	23,3	50,0

Ölçek; 1=Hiç sorun değildir, 2= Sorun değildir, 3=Fikrim yok, 4= Sorundur, 5= Kesinlikle sorundur.

X=Ortalama değer.

SS=Standart sapma.

İşletmelerin finansal yöntemler hakkında detaylı bilgiye sahip olmalarına rağmen, bu yöntemleri çok fazla kullanmamalarının bazı sebepleri bulunmaktadır. Bu sebepler Tablo 23’de gösterilmektedir. İşletmelerin bu yöntemleri kullanmama sebeplerinin başında 4,10 ortalama değer ile forward piyasaları dışında YTL ile işlem yapan piyasaların gelişmemesi yer almaktadır. Bu yöntemlerin kullanılmamasının ikinci sebebi ise 3,68 ortalama değer ile vergi mevzuatının yetersiz olmasıdır. Diğer değişkenlerin ortalama değeri 3’ün üzerinde olduğundan dolayı, tüm değişkenler finansal yöntemlerin yaygın bir şekilde kullanılmamasına neden olmaktadır.

F) İŞLETMELERİN EKONOMİK RİSKTEN KORUNMAK İÇİN
UYGULADIKLARI STRATEJİLERE İLİŞKİN TANIMLAYICI İSTATİSTİKLER

Örnekleme yer alan işletmelerin ekonomik riskten korunmak için uyguladıkları stratejileri ortaya koymak için, bu stratejilere ait değişkenlerin ortalamaları, standart sapmaları ve yüzdelik dağılımları Tablo 24’de yer almaktadır.

Tablo 24. İşletmelerin Ekonomik Riskten Korunmak İçin Uyguladıkları Stratejiler

<i>Değişkenler</i>	<i>X</i>	<i>SS</i>	<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>	<i>Cevapsız</i>
			<i>%</i>	<i>%</i>	<i>%</i>	<i>%</i>	<i>%</i>	<i>%</i>
Ürünümüzün fiyatını belirlerken döviz kuru değişikliklerini dikkate alırız	1,40	0,112	75,0	18,3	0	5,0	1,7	0
Birden fazla döviz cinsi ile işlem yaparız.	1,49	0,114	65,0	26,7	0	5,0	1,7	1,7
Aynı döviz üzerinden olan borç ve alacaklarımızın vadelerinin aynı olmasına dikkat ederiz.	1,80	0,154	61,7	16,7	1,7	20,0	0	0
Borç ve alacaklarımızın aynı döviz cinsinden olmasına özen gösteririz.	1,83	0,158	60,0	16,7	6,7	13,3	3,3	0
Hammadde alımını iç piyasadan mı yoksa dış piyasadan mı yapacağımıza döviz kurundaki dalgalanmalara bakarak karar veririz	2,50	0,159	16,7	43,3	10,0	16,7	6,7	6,7
Parasının değer kazandığı ülkeleri Pazar olarak seçeriz	2,77	0,170	15,0	35,0	11,7	23,3	10,0	5,0
Yerel paramız değer kaybettiğinde, uluslar arası piyasalara yeni bir ürün sunarak, bu durumdan avantaj sağlarız	2,81	0,163	15,0	28,3	20,0	23,0	8,3	5,0
Dış piyasalarda yapılacak olan reklam ve tutundurma çabaları için ayırdığımız fon, döviz kuru dalgalanmalarına göre değişir	2,82	0,161	13,3	30,0	20,0	23,0	8,3	5,0
Üretim tesislerimizin bulunduğu ülkelerden hangisinde, ülke parasının değeri düşük ise o ülkede üretimi artırırız	3,46	0,153	6,7	10,0	23,3	35,0	15,0	10,0
Daha fazla kar elde etmek için, ülke parası değer kaybeden diğer ülkelere yatırım yapmak avantaj sağlar, biz bunu yaparız.	3,53	0,168	6,7	16,7	18,3	26,7	26,7	5,0

Ölçek; 1=Kesinlikle Katılıyorum, 2=Kısmen Katılıyorum, 3=Fikrim Yok, 4=Katılmıyorum, 5=Kesinlikle Katılmıyorum.

X=Ortalama değer.

SS=Standart sapma.

Sonuçlar Friedman’ın iki yönlü ANOVA testinde ($p<0,001$) önemli ölçüde farklıdır.

Elde edilen sonuçlara göre, işletmeler arasında en çok uygulanan strateji, 1,40 ortalama değer ile işletmelerin ürünlerin fiyatını belirlerken döviz kuru değişikliklerini dikkate almaları olarak belirlenmiştir. En çok uygulanan ikinci strateji ise, 1,49 ortalama değer ile işletmelerin ekonomik riskten korunmak için birden fazla döviz cinsi ile işlem yapmalarındır. İşletmelerin uyguladıkları diğer stratejiler ise, borç ve alacaklarının aynı döviz cinsinden olmasına özen gösterilmesi (1,83 ortalama değer), aynı döviz üzerinden olan borç ve alacakların vadelerinin aynı olmasına dikkat edilmesi (1,80 ortalama değer), hammadde alımını iç piyasadan mı yoksa dış piyasadan mı yapacaklarına döviz kuru dalgalanmalarına bakarak karar verilmesi (2,50 ortalama değer), parasının değer kazandığı ülkelerin pazar olarak seçilmesi (2,77 ortalama değer), yerel para değer kaybettiğinde, uluslar arası piyasalara yeni bir ürün sunarak avantaj sağlamaya çalışılması (2,81 ortalama değer) ve dış piyasalarda yapılacak olan reklam ve tutundurma çabaları için ayırdıkları fonun, döviz kuru dalgalanmalarına göre değiştirilmesi (2,82 ortalama değer)'dir. Uygulanan stratejilerden de anlaşıldığı gibi işletmeler pazarlama ve finans stratejilerine önem vermektedirler. İşletmelerin ekonomik riskten korunmak için, 3,46 ortalama değer ile üretim tesislerinin bulunduğu ülkelerden hangisinde ülke parasının değeri düşük ise o ülkede üretim yapılması ve 3,53 ortalama değer ile ülke parası değer kaybeden diğer ülkelere yatırım yaparak avantaj sağlamaya çalışılması stratejileri tercih edilmemektedir.

SONUÇ

Uluslar arası piyasaların küreselleşmesi, işletmelerin kolaylıkla ihracat ve ithalat yapmasına olanak sağlamıştır. İşletmelerin farklı ülkelerle ve farklı dövizlerle işlem yapmaya başlamaları, döviz kuru riski ile karşılaşmalarına neden olmuştur.

İşletmelerin döviz kuru dalgalanmaları sonucu karşı karşıya kaldıkları riskler, işlem riski, ekonomik risk ve muhasebe riski olarak çeşitlilik göstermektedir. İşlem riski, döviz kurundaki beklenmeyen değişikliklerin işletmelerin döviz cinsinden varlıkları ve yükümlülükleri üzerindeki etkisinden doğar. Ekonomik risk, döviz kurundaki beklenmeyen değişikliklerin işletmenin gelecekteki nakit akışlarındaki ve piyasa değerindeki etkisinin sonucudur. Muhasebe riski ise, döviz kurlarındaki değişme sonucunda konsolide finansal tablolarındaki bir değişmeden kaynaklanmaktadır.

İşletmeler yukarıda bahsedilen döviz kuru risklerinin etkilerini azaltmak için bu tür risklerden korunmalıdırlar. Döviz kuru riskinden korunma (hedging), döviz kuru dalgalanmalarının şirketlerin aktifleri, borçları ve portföy yatırımları üzerindeki olumsuz etkisini azaltmak için kullanılan tekniklerle gerçekleştirilir. İşletmelerin uyguladıkları döviz kuru riskinden korunma yöntemleri, işlem riskine ve ekonomik riske göre farklılık göstermektedir.

İşlem riskinden korunma yöntemleri genel olarak, işletme içi ve işletme dışı yöntemler olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. İşletme içi yöntemler, işletmenin kendi bünyesindeki kaynaklardan yararlanarak kur riskinden korunmasını içermektedir. İşletme dışı yöntemler ise, işletme dışındaki piyasalardan sağlanan yöntemleri içermektedir.

İşletme içi yöntemler altı grupta toplanmaktadır. Bunlardan ilki, çokuluslu işletmelerin kendi bünyelerindeki işletmeler arasındaki aynı veya paralel dövizlerdeki dönem sonu borçların, önceden belirlenen hesap dönemi sonunda karşılıklı olarak kapatılması ve böylece brüt tutarların ödenmesi yerine sadece borçlu olunan dövizdeki net bakiyenin ödenmesi olan alacak ve borçların netleştirilmesi yöntemidir. İkinci yöntem, bir işletmenin aynı veya paralel dövizden, aynı miktar ve aynı zamanda ters bir nakit akımı yaratması olan gelir ve ödemelerin çakıştırılması yöntemidir. Üçüncü yöntem, işletmenin mevcut aktif ve pasiflerinin döviz sepetleri cinsinden

belirlenmesidir. Döviz sepetleri, belirli sayıda dövizin değerlerinin ortalaması olarak belirlenen bileşik para birimleridir. Dördüncü yöntem, ileriye yönelik tahminler doğrultusunda dövizli borçların yada alacakların öne alınması veya ertelenmesi işlemi olan nakit akışlarının zamanlaması yöntemidir. Beşinci yöntem, ithalatçı veya ihracatçı işletmelerin işlemlerini kendi ulusal parası ile faturalayıp kur riskinden korunmasıdır. Sonuncu yöntem ise, işletmenin elinde bulundurduğu fonlarla, değer kazanması beklenen yabancı bir dövizin spot piyasadan satın alınarak borcun ödeme vadesine kadar dövizli bir hesaba yatırılması olan para piyasası yoluyla hedging yöntemidir.

İşletme dışı (finansal) yöntemler ise dört grupta toplanmaktadırlar. Bunlardan ilki forward sözleşmeleridir. Forward sözleşmeleri, ileri bir tarihte teslimi söz konusu olan dövizlerin vadesi, miktarı ve fiyatı bugünden belirlenerek sözleşmeye bağlandığı işlemlerdir. Forward sözleşmeleri dövizlerin kurunu önceden belirlediği için kurlardaki dalgalanmaların doğurabileceği belirsizliği ortadan kaldırır. İkinci yöntem futures (gelecek) sözleşmeleridir. Futures sözleşmeleri mantık olarak forward sözleşmelerinin aynısıdır. Futures sözleşmelerin forward sözleşmelerinden farkı, işlemlerin organize borsalar aracılığıyla gerçekleştirilmiş olmasıdır. Ayrıca futures sözleşmelerinin takas merkezinin garantisi altında olması, işletmelerin kredi riskini de ortadan kaldırmaktadır. Üçüncü yöntem swap sözleşmeleridir. Swap sözleşmeleri, bir tarafın herhangi bir döviz cinsinden belirlenmiş anapara ve faizden oluşan ödeme paketinin, başka bir tarafın farklı bir döviz cinsinden belirlenmiş anapara ve faizden oluşan ödeme paketi ile belli bir süre için takas edilmesi işlemidir. Sonuncu yöntem ise, opsiyon sözleşmeleridir. Opsiyon sözleşmeleri, sözleşmeyi satın alan tarafa hiçbir taahhüte girmeden, belirli tutardaki döviz önceden anlaşılan kurdan gelecekteki belirli bir tarihte, alma veya satma hakkını veren bir sözleşmedir. Anlaşıldığı gibi, opsiyon sözleşmesi sözleşmeyi satın alan tarafa sabit bir opsiyon primi dışında hiçbir yükümlülük getirmemekte, sadece alma yada satma hakkından yararlanma imkanı sağlamaktadır. Dolayısıyla, piyasa şartları sözleşmeyi satın alan tarafın lehine gerçekleştiğinde, opsiyon sözleşmesini kullanma hakkından vazgeçebilir.

Döviz kuru riski çeşitlerinden olan ekonomik riskten korunma, işletmelerin sadece finans bölümünü değil, bunun yanında üretim ve pazarlama bölümlerini de ilgilendirmektedir. Dolayısıyla, ekonomik riskten korunmak için finans bölümünün yanında üretim ve pazarlama bölümleri de farklı stratejiler uygulamaktadırlar.

Pazarlama bölümünün uyguladığı stratejiler dört başlıktan oluşmaktadır. Bunlar, pazar seçimi ve pazar bölümlenmesi, fiyatlandırma stratejisi, tutundurma-tanıtma stratejisi ve ürün stratejisidir. Üretim bölümünün uyguladığı stratejiler ise, girdi bileşiminin değiştirilmesi, üretimin tesisler arasında kaydırılması, kuruluş yerinin değiştirilmesi ve verimliliğin artırılması olmak üzere dört grupta toplanmaktadır.

Çalışmanın teorik yönüne ilişkin bütün bu değerlendirmelerden sonra, uygulama sonuçlarına yönelik değerlendirme yapmak konunun bütünlüğünü sağlayacaktır. İşletmelerin döviz kuru risk yönetim uygulamalarını, döviz kuru riskinden nasıl korunduklarını ve korunma yöntemlerinden hangilerini kullandıklarını belirlemek amacıyla, İMKB’de işlem gören 60 imalat işletmesi üzerinde bir uygulama yapılmıştır. Bu uygulama sonucunda elde edilen genel sonuçlar ve değerlendirmeler şöyledir.

Araştırmada yer alan işletmelerin ithalat veya ihracat yaptıkları ve işlemlerinde dolar ve euro para birimini kullandıkları görülmüştür. İşletmelerde döviz kuru değişikliklerini üst yönetim, finans ve pazarlama bölümü sürekli takip ederken üretim bölümü ise ara sıra takip etmektedir. İşletmelerin %85’inde döviz riski yönetim bölümü bulunmamakta olup, döviz riski yönetimini finans bölümü sürdürmektedir. İşletmelerin döviz kuru riski yönetimine ilişkin resmi ve yazılı politikaları olmadığı, resmi olmayan politikalar izlendiği tesbit edilmiştir. Araştırma sonuçlarına göre, işletmeler nakit akımlarındaki dengesizliği azaltmak, kazançlardaki dalgalanmaları azaltmak, karlılığı artırmak ve işletmenin hayatta kalmasını sağlamak amaçları ile döviz riski yönetimi yapmaktadırlar. Bu amaçlar doğrultusunda işletmelerin %40’ı her hafta ve %30’u gerektiğinde toplantı yapmaktadırlar.

Araştırmaya katılan işletmelerin döviz kuru dalgalanmalarından çok etkilendiği ortaya çıkmıştır. İşletmeler, döviz kuru riski çeşitlerinden olan ekonomik riskten birinci derecede, işlem riskinden ise ikinci derecede etkilenmektedirler.

İşletmelerin işlem riskinden korunmada uyguladıkları işletme içi stratejileri belirlemek için “Gelecekte Yeni Türk Lirasının değer kaybetmesi” varsayımı doğrultusunda işletmelere sorulan soruların sonuçları şöyledir. Bu durumda işletmeler öncelikle YTL cinsinden olan alacaklarını tahsil etmeye çalışmakta ve dövize bağlı borçlarının ödemelerini hızlandırmaktadırlar. Yani işletmeler işlem riskinden korunma yöntemlerinden olan nakit akımlarının öne alınması yöntemini uygulamaktadırlar.

Ayrıca işletmeler nakit fazlalıklarını, borçlandıkları döviz cinsinden döviz olarak değerlendirmekte ve YTL cinsinden kasa mevcudunu azaltmaktadırlar. Bu şekilde işletmeler para piyasası yoluyla döviz riskinden korunmaya çalışmaktadırlar.

Finansal piyasaların gelişmesi ile finansal yöntemler yaygınlaşmaya ve işletmeler tarafından tanınmaya başlamıştır. İMKB’de işlem gören işletmeler, finansal yöntemler olan forward, futures, swap ve opsiyon sözleşmeleri hakkında detaylı bilgiye sahiptirler.

Araştırma sonucunda, işletmelerin bu yöntemler hakkında detaylı bilgileri olduğu sonucu ortaya çıkmasına rağmen, işletmeler bu yöntemleri yeterince kullanmamaktadırlar. Ender sayıda da olsa en çok kullanılan yöntem forward sözleşmeleridir. İşletmelerin bu yöntemleri kullanmamalarının sebepleri, forward piyasaları dışında YTL ile işlem yapan piyasaların olmayışı, vergi mevzuatının yetersiz olması, hukuki çerçevede eksikliğin olması, risk yönetimine karşı firmanın yaklaşımı ve finansal yöntemlerin muhasebeleştirilmesi konusunda bilgi eksikliğinin olmasıdır. İşletmeler tarafından finansal yöntemlerin yaygınca kullanılabilmesi için bu sorunlara çözüm getirilmesi gerekmektedir.

Araştırmada yer alan işletmelerin karşılaştıkları ekonomik riskten korunmak için pazarlama ve finans stratejilerine önem verdikleri görülmüştür. İşletmeler finans stratejilerinden, borç ve alacaklarının aynı döviz cinsinden olmasına özen gösterilmesine, birden fazla döviz cinsi ile işlem yapılmasına ve aynı döviz üzerinden olan borç ve alacaklarının vadelerinin aynı olmasına dikkat etmektedirler. İşletmeler pazarlama stratejilerinden olan ürünün fiyatını belirleme konusunda döviz kuru değişikliklerini dikkate almaktadırlar. Bunun yanında parasının değer kazandığı ülkeleri pazar olarak seçmekte ve dış piyasalarda yapılacak olan reklam ve tutundurma çabaları için ayırdıkları fonları döviz kuru değişikliklerine göre değiştirmektedirler. Aynı zamanda işletmeler yerel para değer kaybettiğinde, uluslararası piyasalara yeni bir ürün sunarak avantaj sağlamaya çalışmaktadırlar.

Araştırmanın verilerinden anlaşıldığı gibi, işletmeler döviz kuru riskinden, kendi bünyelerindeki kaynakları kullanarak ve stratejiler geliştirerek korunmaya çalışmaktadırlar. Fakat işletmeler, finansal piyasaların işletmelere sundukları finansal yöntemleri yeterince kullanmamaktadırlar. Finansal yöntemlerin kullanılması için

işletmelerin teşvik edilmesi ve bu yöntemlerin kullanımlarının kolaylaştırılması gerekmektedir.

KAYNAKÇA

- Aggarwal, R., ve Soenen, L. A., 1989, Managing Persistent Real Changes in Currency Values: The Role of Multinational Operating Strategies, Columbia Journal Of World Business,60-67.
- Akdiş, M., 2002, Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri ve Türkiye:Finansal Krizler-Beklentiler, Dış Ticaret Müsteşarlığı, Dış Ticaret Dergisi, Yıl:7, Sayı:26, s.1-45.
- Akgül, A., ve Çevik, O., 2003, İstatistiksel Analiz Teknikleri-SPSS’te İşletme Yönetimi Uygulamaları, Emek Ofset Ltd. Şti., Ankara.
- Akkum, T., 2000, Döviz Opsiyonları ve Opsiyon Fiyatlama Modelleri, İ. Ü. İşletme Fakültesi Dergisi, 29(1), s.47-74.
- Alpan, F., 1999, Örneklerle Futures Anlaşmaları ve Opsiyonları, Literatür Yayıncılık, İstanbul.
- Anonim, 1997, Kur ve Faiz Risklerine Karşı “Swap”, Finans Dünyası, 93, s.84-85.
- Baker, J.C., 1998, International Finance, Prentice-Hall, Inc., New Jersey.
- Baçoğlu, U., Ölmezoğulları, N., ve Parasız, İ., 1999, Dünya Ekonomisi, Küreselleşme, Finansal Kurumlar ve Küresel Makro Ekonomisi, Ezgi Kitapevi, Bursa.
- Bradley, K., ve Moles, P., 2002, Managing Strategic Exchange Rate Exposures: Evidence From UK Firms, Managerial Finance, 28(11), s.28-41.
- Büker, S., Aşıkoğlu, R., ve Sevil, G., 1997, Finansal Yönetim, Anadolu Üniversitesi Kütüphane ve Dokümantasyon Merkezi, Eskişehir.
- Ceylan, A., 2003, Finansal Teknikler, Ekin Kitabevi, Bursa.
- Cıngıllı, M., 1992, Opsiyon Piyasaları ve Türkiye’deki Gelişmeler, Kalkınma Dergisi,41, s.21-24.
- Coyle, B., 2000, Hedging Currency Exposures, Financial World Publishing The Chartered Institute Of Bankers, United Kingdom.

- Çıkrıkçı, M., 1995 , Swap Sözleşmelerinde Risk Ayarlaması (Hedging), Verimlilik Dergisi, 4, s.97-106.
- Çonkar, K., ve Ata, A., 2001, Kriz Ortamında Bankacılıkta Döviz Kuru Ve Faiz Oranı Risklerinden Korunma Stratejisi Olarak Türev Ürünler Ve Türkiye Uygulaması, Finansal Piyasalarda Risk Yönetimi, V. Türkiye Finans Eğitim Sempozyumu
- Demirag, I., ve Goddard, S., 1994, Financial Management For International Business, McGraw-Hill Book Company, Europe.
- Dhanani, A., 2003, Foreign Exchange Risk Management: A Case In The Mining Industry, The British Accounting Review, 35, s.35-63.
- Doğukanlı, H., 2001, Uluslar arası Finans, Nobel Kitabevi, Adana.
- Dönmez, Ç.A., Başaran, Y., Doğru, G., Yılmaz, M.K., Uğur, S., Kartallı, Y., ve Ugan, G., 2002, Finansal Vadeli İşlem Piyasalarına Giriş, Tasarım Matbaacılık, İstanbul.
- E.Aksel, H.A., 1995, Risk Yönetim Aracı Olarak Futures Piyasaları, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara.
- Erdoğan, N., 1995, Uluslar arası İşletmelerde Mali Risk ve Yönetimi & Çağdaş Finansal Teknikler, Kent Matbaacılık, İstanbul.
- Ertürk, E., 1994, Döviz Ekonomisi, Der Yayınları, İstanbul.
- Ertürk, O., 1994, Hedging (Risk Yönetimi), Kalkınma Dergisi, 45, s.23-26.
- Eun, C.S., ve Resnick, B.G., 1998, International Financial Management, McGraw-Hill Book Companies, Inc., United States.
- Fabozzi, F. J., 1995, Investment Management, Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey.
- Fatemi, A., 2000 Risk Management Practices of German Firms, Managerial Finance, 26(3), s.1-17.
- Fıkırkoca, M., 2003, Bütünsel Risk Yönetimi, Pozitif Matbaacılık, Ankara.
- Glaum, M., 1990, Strategic Management of Exchange Rate Risk, Long Range Planning, 23(4), s.65-72.

- Grant, R., ve Soenen, L., 2004, Stratejic Management of Operating Exposure, European Management Journal, 22(1), s.53-62.
- Gümüşeli, S., 1994, Döviz Kuru Ve Faiz Oranı Riskinden Korunma Teknikleri, Türkiye Bankalar Birliği, Ankara.
- Hull, J., 1989, Options, Futures, And Other Derivative Securities, Prentice-Hall, Inc., New Jersey.
- Joseph, N.L., 1999, Hedging Foreign Exchange Risk: How Does It Work In Practice?, Long Range Planning, 32(1), s.75-80.
- Kabakçı, A., ve Taner, B., Swapların Finansman Tekniği Olarak Değerlendirilmesi, Dokuz Eylül Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, 8(2), s.67-76.
- Karatepe, Y., 2004, Döviz Kuru Riski Yönetimi, Düşen Enflasyon Ortamında Şirket Yönetimi, Ankara Sanayi Odası, s.169-199.
- Karlık, R., 1998, Uluslar arası Ekonomi, Beta Basım Yayın Dağıtım, İstanbul.
- Kaval, H., 2000, Bankalarda Risk Yönetimi, Yaklaşım Yayınları, Ankara.
- Kendirli, S., 2001, Kur Riski Yönetimine Hedging, Standart, Ağustos, s.36-43.
- Kırdaloğlu, S., ve Saklar, F., 1992, 90'ların Çağdaş Finans Teknikleri, 3(7), s.48-63.
- Kırım, A., 1990, Mali Risk Yönetimi Açısından Gelecek (Futures) Piyasaları, Bankacılar Dergisi, 1(3), s.28-32.
- Kırım, A., 1991a, Forward Döviz ve Faiz Piyasaları, Bankacılar Dergisi, 1(4), s.33-37.
- Kırım, A., 1991b, Mali Risk Yönetimi Açısından Döviz ve Faiz Opsiyonları, Bankacılar Dergisi, 2(5), s.38-44.
- Kula, V., 2002, İşletmelerde Döviz Riski Algılaması Ve Yönetimi: Afyon'da Yerleşik İşletmeler Üzerine Bir Araştırma, Afyon Kocatepe Üniversitesi, İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 4(1), s.33-49.
- Kurtay, S., 1997, Foreign Currency Options-Market Structure, Pricing, Strategies And Accountancy, Sermaye Piyasası Yayınları, Ankara.
- Malindretos, J., 1995, Hedging Preferences and Foreign Exchange Exposure Management, Multinational Business Review, s.56-64.

- Marshall, A.P., 2000, Foreign Exchange Risk Management in UK, USA and Asia Pasific Multinational Companies, Journal of Multinational Financial Management, 10, s.185-211.
- Martin, A.D., ve Mauer, L.J., Transaction Versus Economic Exposure: Which Has Greater Cash Flow Consequences, International Review of Economic and Finance, 12, 437-449.
- Mcrae, T.W., 1996, International Business Finance, John Wiley & Sons Ltd., England.
- Örten, R., ve Örten, İ., 2001, Türev Finansal Araçlar ve Muhasebe Uygulamaları, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Özbek, D., 1999, Uluslararası Para Sistemi Teori ve Politika, İmaj Yayıncılık, Ankara.
- Pamuk, G., Erkut, H., Ülegin, F., Ülegin, B., Akgüç, Ö., Alpay, Y., ve Koşma, H., 1997, Stratejik Yönetim ve Senaryo Tekniği, İrfan Yayıncılık, İstanbul.
- Parasız, İ., 1997, Para Banka ve Finansal Piyasalar, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa.
- Parasız, İ., 1999, Modern Ansiklopedik Ekonomi Sözlüğü, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa.
- Parasız, İ. ve Yıldırım, K., 1994, Uluslararası Finansman, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa.
- Plihon, D., 1995, Döviz Kurları, Çevirenler: Bolak ve diğ., İletişim Yayınları. İstanbul.
- Sarıkamış, C., 2000, Sermaye Pazarları, Alfa Yayınları, İstanbul.
- Sevil, G., 2001, Finansal Risk Yönetimi Çerçevesinde Piyasa Volatilitésinin Tahmini ve Portföy Var Hesaplamaları, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir.
- Seyidoğlu, H., 1997, Uluslararası Finans, Güzem Yayınları, İstanbul.
- Seyidoğlu, H., 1998, Uluslar arası İktisat-Teori, Politika ve Uygulama, Güzem Yayınları, İstanbul.
- Shapiro, A.C., 1998, Foundations of Muiltinational Financial Management, Technical Texts, Inc., Massachusetts.
- Soenen, L.A., Ve Madura, J., 1991, Foreign Exchange Management- A Strategic Approach, Long Range Planning, 24(5), s.119-124.

Sucher, P., ve Carter, J., 1996, Foreign Exchange Exposure Management Advice For The Medium-Sized Enterprise, *Management Accounting*, 74(3), 59-61.

Teker, S., 1999, Faiz Oranı ve Döviz Kuru Riski Yönetimi, *Ekonomik Araştırmalar Merkezi Yayınları*, Ankara.

Toroslu, M.V., 2000, *Çağdaş Finansal Teknikler*, Beta Basım, İstanbul.

Yılmaz, M.K., 2002, Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri (Currency Futures), *Der Yayınevi*, İstanbul.

Yücel, A.T., 1996, Türkiye'deki İşletmelerin Döviz Kuru Risk Yönetimi Uygulamaları, *Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi, İzmir, (yayınlanmamış)*.

EK 1 Anket Formu

SAYIN GENEL MÜDÜR ;

Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü'ne sunulacak olan “İşletmelerde Döviz Kuru Riskinden Korunma Yöntemleri” başlıklı yüksek lisans tez çalışmasını **Prof. Dr. Kemalettin ÇONKAR** danışmanlığın da sürdürmekteyim.

Sözkonusu araştırma için bilgi toplamak amacı ile hazırlanan Anket Formu ilişikte sunulmaktadır.

Araştırmanın amacı, İMKB’de işlem gören işletmelerin döviz kuru riskinden korunmak için uyguladıkları yöntemleri araştırmaktır.

Ankete verdiğiniz cevaplar kesinlikle gizli tutulacak, sonuçlar toplu halde değerlendirilecek ve bireysel işletmelere ait bilgiler hiçbir kimse veya kuruma verilmeyecektir. Sorular kısa yanıtlı olup, çoğuna katıldığınız seçeneğe bir (X) işareti koymanız yeterli olacaktır. Bu çalışmanın başarısı sizlerin katılımınıza bağlıdır. **Bu yüzden anket formunu doldurmanızı yada Finans/Muhasebe Bölümünden sorumlu kişilerin anket formunu doldurmasını sağlamanızı ve 10 Mayıs’a kadar göndermenizi arz ederim.** Katkılarınız için teşekkür eder, saygılar sunarım.

Araš. Gör. Letife ÖZDEMİR

Yazışma Adresi:

Letife Özdemir

Afyon Kocatepe Üniversitesi

İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi

İşletme Bölümü

Ahmet Necdet Sezer Kampüsü

AFYON

Tel : 0 535 6171726 Fax : 0 272 2131222

NOT: Size gönderilen zarfın içerisinde bir adet geri dönüşüm zarfı yer almaktadır. Cevaplanan anketleri, pul ve adresi üzerinde olan bu zarfa koyup posta ile göndermenizi yada fax yolu ile iletmenizi arz ederim.