



T.C.
BURSA ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT BİLİM DALI

BURSA'DAKİ FİRMALARIN
KUR RİSKİNE KARŞI
KORUNMA YÖNTEMLERİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Beyza Nur ÖZATA

BURSA - 2022



T.C.

**BURSA ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT BİLİM DALI**

**BURSA'DAKİ FİRMALARIN
KUR RİSKİNE KARŞI
KORUNMA YÖNTEMLERİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Beyza Nur ÖZATA

Danışman:

Dr. Öğr. Üyesi Sibel BALI

BURSA - 2022

Yemin Metni

Yüksek Lisans tezi olarak sunduğum "Bursa'daki Firmaların Kur Riskine Karşı Korunma Yöntemleri" başlıklı çalışmanın bilimsel araştırma, yazma ve etik kurallarına uygun olarak tarafımdan yazıldığına ve tezde yapılan bütün alıntıların kaynaklarının usulüne uygun olarak gösterildiğine, tezimde intihal ürünü cümle veya paragraflar bulunmadığına şerefim üzerine yemin ederim.

7.11.2022

Adı Soyadı: Beyza Nur Özata

Öğrenci No: 701911016

Anabilim Dalı: İktisat

Programı: İktisat Tezli Yüksek Lisans

Tezin Türü: Yüksek Lisans / Doktora / Sanatta Yeterlilik

ÖZET

Yazar Adı ve Soyadı	:Beyza Nur Özata
Üniversite	:Bursa Uludağ Üniversitesi
Enstitü	:Sosyal Bilimler Enstitüsü
Anabilim Dalı	:İktisat
Bilim Dalı	:İktisat
Tezin Niteliği	:Yüksek Lisans Tezi
Sayfa Sayısı	:xv + 215
Mezuniyet Tarihi	:...../...../20....
Tez Danışman(lar)ı	:Dr. Öğr. Üyesi Sibel BALI

BURSA'DAKİ FİRMALARIN KUR RİSKİNE KARŞI KORUNMA YÖNTEMLERİ

Dış ticaret ile ilgilenen firmalar döviz kurlarındaki tahmin edilmesi güç olan belirsizliklerle karşılaşmaktadırlar. Dış ticaret faaliyetleri yabancı para birimiyle yurt dışından alış-satış işlemlerini kapsadığından kurlarda yaşanan dalgalanmalar dış ticaret firmalarının kar-zarar durumunu etkilemekte, hatta işletmenin uluslararası rekabet gücünde ve pazarlama işlemlerinde etkili olmaktadır. Döviz kuru riskini yönetebilmek ve azaltabilmek söz konusu işletmeler için giderek önemli hale gelmektedir. Dolayısıyla işletmelerin, döviz kurunun değişmesi sonucunda meydana gelebilecek zararlara karşı önlem almaları ve riskten oluşan zararları minimum seviyeye indirebilmeleri için kur riski türlerini bilmeleri ve riskten korunmak için de korunma yöntemlerini uygulamaları gerekmektedir.

Bu çalışmada Bursa'daki firmaların kur riskine karşı korunma yöntemlerinin ve davranışlarının araştırılması amaçlanmıştır. Bu yüzden Bursa Ticaret ve Sanayi Odası'nın her yıl düzenli olarak açıkladığı ilk 250 büyük firma listesindeki dış ticaret faaliyeti yapan firmaların bu teknikleri kullanım düzeylerinin, korunma yöntemlerini kullanan firmaların performanslarının ve hangi yöntemin daha sık kullanıldığının araştırılması amaçlanmıştır. Araştırma sonucunda katılımcı işletmelerin korunma yöntemlerini kullanım düzeylerinin yüksek olduğu ve en çok forward yönteminin tercih edildiği sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Sözcükler: Döviz Kuru, Kur Riski Yönetimi, Dış Ticaret, Finansal Riskten Korunma Aracı, Kur Riski

ABSTRACT

Name and Surname : Beyza Nur Özata
University : Bursa Uludag University
Institution : Social Science Institution
Field : Economy
Branch : Economy
Degree Awarded : Master
Page Number : xv + 215
Degree Date :/...../20....
Supervisor/s : Dr. Öğr. Üyesi Sibel BALI

HEDGING METHODS OF COMPANIES IN BURSA AGAINST EXCHANGE RATE RISK

Firms dealing with foreign trade encounter uncertainties in exchange rates that are difficult to predict. Since foreign trade activities involve buying and selling transactions from abroad in foreign currency, fluctuations in exchange rates affect the profit-loss status of foreign trade companies, and even affect the international competitiveness of the enterprise and its marketing operations. Being able to manage and reduce the exchange rate risk is becoming increasingly important for these businesses. Therefore, businesses need to know the exchange rate risk types and apply hedging methods to protect themselves from risk so that they can take precautions against the losses that may occur as a result of the change in the exchange rate and minimize the losses arising from the risk.

In this study, it is aimed to investigate the hedging methods and behaviors of companies in Bursa against exchange rate risk. For this reason, it is aimed to investigate the use levels of these techniques by the companies engaged in foreign trade activities in the list of the top 250 large firms regularly announced by Bursa Chamber of Commerce and Industry every year, the performance of the companies using protection methods and which method is used more frequently. As a result of the research, it has been concluded that the level of use of hedging methods by the participating enterprises is high and the forward method is mostly preferred.

Key Words: Exchange Rate, Exchange Rate Risk Management, Foreign Trade, Hedging Instrument, Exchange Rate Risk

ÖNSÖZ

Gelişen teknoloji ile birlikte ticarete sınırlar kalkmakta, firmalar dünya pazarına açılmakta ve pazar paylarını artırmakta son derece avantajlıdırlar. Ancak bu durum firmaları alım satım faaliyetlerinde kullandıkları dövizlerdeki dalgalanmalara karşı tedbir almaya ve döviz riskini yönetmeye zorlamaktadır. Özellikle dış ticaret hacimleri yüksek olan firmalarda kur riski yönetimi işletmenin karını önemli derecede etkilemekte ve yönetilmesi zorunlu bir durum haline getirmektedir. Bu çalışmada kur riski yönetiminin önemi amaçlanmış, Bursa'daki firmaların kur riski yönetimindeki davranışlarına ve faaliyetlerine yer verilmiştir.

Çalışmanın tüm sürecinde değerli görüşleri ve bilgileriyle bana yol gösteren tez danışmanım Sayın Dr. Öğr. Üyesi Sibel BALI'ya, çok kıymetli yorumlarıyla sevgili hocam Sayın Prof. Dr. Emin ERTÜRK'e, gerçekleştirmiş olduğum anket çalışmasında yer alarak bana çalışmada önemli katkı sağlayan yöneticim Oğuzhan ŞAHİNKAYA'ya ve tüm işletme çalışanlarına, manevi destekleriyle ve yardımlarıyla her daim yanımda olan aileme ve arkadaşlarıma sonsuz teşekkürü bir borç bilirim.

Beyza Nur ÖZATA
7/11/2022

İÇİNDEKİLER

	Sayfa
TEZ ONAY SAYFASI.....	ii
ÖZET.....	iii
ABSTRACT.....	iv
ÖNSÖZ	v
İÇİNDEKİLER	vi
TABLolar LİSTESİ.....	xi
ŞEKİLLER LİSTESİ	xiii
GRAFİKLER LİSTESİ.....	xiv
KISALTMALAR DİZİNİ.....	xv
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

DÖVİZ KURU VE DÖVİZ KURU RİSKİ

1.1 DÖVİZ KURU NEDİR?	3
1.1.1 Tanım	3
1.1.2 Kur Çeşitleri.....	7
1.1.2.1 Nominal Kur	7
1.1.2.2 Reel Kur.....	8
1.1.2.3 Efektif Kur	11
1.2 DÖVİZ KURU RİSKİ.....	13
1.2.1 Döviz Kuru Riski Kavramı	15
1.1.3 Döviz Kuru Riski Çeşitleri.....	19
1.2.2.1 Çevrim Riski	20

1.2.2.2 İşlem Riski	22
1.2.2.3 Ekonomik Risk	23
1.3 DÖVİZ KURUNUN DIŞ TİCARET ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ	27
1.3.1 Nominal Döviz Kuru Değişiminin Nispi Fiyat Etkisi	27
1.3.2 Reel Döviz Kuru Değişiminin Miktar Etkisi	28
1.3.3 İthal Mallarının Talep Esnekliği	29
1.3.4 İthal Mallarının Arz Esnekliği	29
1.3.5 İhraç Mallarının Talep Esnekliği	30
1.3.6 İhraç Mallarının Arz Esnekliği	31
1.3.7 Döviz Kuru Riskinin Dış Ticaret İşlemleri Üzerindeki Etkileri.....	31
1.3.8 Dış Ticaret ve Döviz Kuru Riski.....	33

İKİNCİ BÖLÜM

DÖVİZ KURU RİSKİNDEN KORUNMA YÖNTEMLERİ

2.1 KUR RİSKİNE KARŞI KORUNMA STRATEJİLERİ	36
2.1.1 Tam Korunma Stratejisi	36
2.1.2 Korunmadan Vazgeçme Stratejisi.....	37
2.1.3 Esnek Korunma Stratejisi.....	38
2.2 DÖVİZ KURU RİSKİNE KARŞI FİRMALARIN TUTUMU.....	39
2.3 DÖVİZ KURU RİSKİNİN YÖNETİMİ.....	40
2.4 DÖVİZ KURU RİSKİNDEN KORUNMA (HEDGİNG)	45
2.4.1 Hedging Büyüklüğü	47
2.4.2 Hedging Etkinliği ve Enstrüman Seçimi.....	47
2.4.3 Hedging Maliyeti	48
2.5 DÖVİZ KURU RİSKİNİN FİRMALAR ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ.....	49
2.5.1 Döviz Kurunun Ekonomik Etkisi.....	50

2.5.1.1	Kur Değişimlerinin İşlem Etkisi.....	51
2.5.1.2	Kur Değişimlerinin İşletme Etkisi.....	51
2.6	KORUNMA YÖNTEMLERİ	51
2.6.1	Vadeli İşlemler Piyasası Araçlarını Kullanarak Korunma Yöntemleri.....	53
2.6.1.1	Forward İşlemler.....	53
2.6.1.2	Future İşlemler.....	57
2.6.1.2.1	Teminat hesaplama	61
2.6.1.2.2	Future sözleşmelerin fiyatlanması	64
2.6.1.2.3	Kâr – zarar hesaplama	65
2.6.1.2.4	Futures ve Forward Piyasalarının Karşılaştırılması.....	67
2.6.1.3	Döviz Opsiyonları.....	69
2.6.1.3.1	Opsiyon çeşitleri	72
2.6.1.3.1.1	Avrupa ve Amerikan tipi opsiyonlar	72
2.6.1.3.1.2	Alım opsiyonları.....	73
2.6.1.3.1.3	Satım opsiyonları.....	78
2.6.1.3.2	Opsiyon fiyatlarını etkileyen unsurlar	82
2.6.1.4	Döviz Swap İşlemleri	83
2.6.1.4.1	Swap sözleşmelerinin kotasyon şekli	86
2.6.1.4.2	Swap maliyetinin belirlenmesi	87
2.6.1.4.3	Swap çeşitleri.....	88
2.6.1.4.3.1	Faiz swapı.....	88
2.6.1.4.3.2	Mal swapı	90
2.6.1.4.3.3	Döviz (para) swapı	90
2.6.2	Firma Stratejileri ile Riskten Korunma Yöntemleri	93
2.6.2.1	Ödemeleri Öne Alma veya Geciktirme Yöntemi	94
2.6.2.2	Eşleştirme	95

2.6.2.3	Netleştirme	96
2.6.2.4	Ulusal Para ile Faturalandırma Yöntemi	99
2.6.2.5	Ödünç Alma	100
2.6.2.6	Döviz Sepetleri	101
2.6.2.7	Para Piyasaları Yoluyla Korunma	101
2.6.2.8	Fiyatlandırma Stratejisi.....	102
2.6.2.9	Yeniden Fiyatlandırma Merkezleri.....	103
2.6.2.10	Para Birimi Seçimi.....	103
2.6.2.11	Pazarlama ve Üretim Yönetimi Teknikleri Kullanarak Kur Riski Yönetimi.....	104
2.6.2.12	Risk Yönetim Programı Yapmak	106

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE UYGULANAN DÖVİZ KURU SİSTEMLERİ

3.1	TÜRKİYE'DE UYGULANAN DÖVİZ KURU SİSTEMLERİ	108
3.1.1	Konvertibilite Öncesi Dönem	108
3.1.2	1989-2001 Dönemi	112
3.1.3	2001 Sonrası	117
3.2	TÜRKİYE'NİN DIŞ TİCARET GÖRÜNÜMÜ	127
3.2.1	Dış Ticarete Genel Bakış	128
3.2.2	Türkiye – AB Gümrük Birliği.....	132
3.2.3	Türkiye'nin İhracat Performansı.....	133
3.2.3.1	Birinci Dönem: 1980 Öncesi	133
3.2.3.2	İkinci Dönem: 1980 – 1988	134
3.2.3.3	Üçüncü Dönem: 1989 – 1993	135
3.2.3.4	Dördüncü Dönem: 1994 – 2001	135
3.2.3.5	Beşinci Dönem: 2001 Sonrası	136

3.3 TÜRKİYE’DE DOLARİZASYON VE KUR RİSKİ SORUNU	141
3.3.1 1980 Öncesi Dönem.....	142
3.3.2 1980 Sonrası Dönem.....	143

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

AMPİRİK ANALİZ

4.1 ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ.....	154
4.2 ARAŞTIRMANIN KONUSU VE KAPSAMI	154
4.3 ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ.....	155
4.4 ARAŞTIRMANIN KISITLARI.....	156
4.5 ARAŞTIRMA BULGULARI	157
4.6 ARAŞTIRMA SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ	179
SONUÇ	185
KAYNAKÇA	189
EKLER	207
Ek 1. Anket Formu	207
Ek 2. Etik Kurul Onayı.....	215

TABLolar LİSTESİ

	Sayfa
Tablo 1. USD Doları ve Euro Nominal, Reel Döviz Kurları.....	10
Tablo 2. Kur Değişimlerinin Muhtemel Etkileri	24
Tablo 3. Döviz Pozisyonlarındaki Dengesizliğin Bankalara Etkisi.....	44
Tablo 4. Future İşlemi Sonucu İhracatçı Firmanın Kâr-Zarar Tablosu	66
Tablo 5. Future İşlemi Sonucu İthalatçı Firmanın Kâr-Zarar Tablosu	67
Tablo 6. Future ve Forward Sözleşmelerindeki Farklılıkların Karşılaştırılması	68
Tablo 7. Alım Opsiyonunun ve Satım Opsiyonunun Sağladıkları Haklar.....	74
Tablo 8. Alım (call) Opsiyon Alıcısının Kâr ve Zarar Durumu	75
Tablo 9. Alım (call) Opsiyon Satıcısının Kâr ve Zarar Durumu	76
Tablo 10. Alım (call) Opsiyonu ve Satım (put) Opsiyonlarının Özellikleri	79
Tablo 11. Satım (put) Opsiyonu Alıcısının Kâr ve Zarar Durumu	79
Tablo 12. Satım (put) Opsiyonu Satıcısının Kâr ve Zarar Durumu.....	81
Tablo 13. Opsiyon Fiyatlarına Etki Eden Faktörler.....	83
Tablo 14. 1980-2022 Yılları Arasında Türkiye'nin Dış Ticareti (Bin ABD Doları)....	128
Tablo 15. Fasıllara Göre Türkiye'nin En Çok İthalatı, 1980-2021	129
Tablo 16. Fasıllara Göre Türkiye'nin En Çok İthalatı, 1980-2021	130
Tablo 17. 1980 – 2022 Yıllarına Ait Reel Döviz Kurları, İhracat-İthalat Verileri (Milyon \$)	139
Tablo 18. Türkiye'de 1986-1993 Yılları Arasında Varlık Dolarizasyonu (Bin TL)	144
Tablo 19. Türkiye'de 1994-2000 Yılları Arasında Varlık Dolarizasyonu (Bin TL)	146
Tablo 20. Türkiye'de 2001-2007 Yılları Arasında Varlık Dolarizasyonu (Bin TL)	148
Tablo 21. 2008 ve 2022 Yılları Türkiye Varlık Dolarizasyonu (Bin TL)	150
Tablo 22. Firma Sektörü.....	158
Tablo 23. Firmanın Finans Departmanı	159
Tablo 24. Finans Departmanı Çalışan Sayısı	159
Tablo 25. Firmanın Özel Bir Risk Yönetim veya Döviz Yönetim Departmanı.....	159
Tablo 26. Özel Risk Yönetim veya Döviz Yönetim Departmanı Çalışan Sayısı.....	160
Tablo 27. Satışlar İçerisinde İhracatın Ortalama Payı.....	160
Tablo 28. Alışlar İçerisinde İthalatın Ortalama Payı.....	161
Tablo 29. Firmanın Yıllık Ciroosu	161
Tablo 30. Firmanın Toplam Çalışan Sayıları	161
Tablo 31. Firmanın Aktif Büyüklüğü.....	162
Tablo 32. Firmanın Döviz Türleri İşlem Çeşitleri.....	162
Tablo 33. Dövizle Yapılan İşlemlerin Yıllık Hacimlerinin Gruplara Göre Dağılımı	163
Tablo 34. Döviz Kuru Riski Tanımı.....	164
Tablo 35. Firmanın Döviz Riskini Azaltmaya Yönelik İşlemlerinde İzlediği	

Stratejiler.....	164
Tablo 36. Firmanın Karşı Karşıya Kaldığı Döviz Kuru Riskinin Diğer Risk Grupları ile Karşılaştırıldığında Firmayı Etkileme Durumu	165
Tablo 37. Firmayı Etkileyen Döviz Riski Grupları.....	165
Tablo 38. Döviz Riskini Azaltmak İçin Firma Bünyesinde Kullanılan Yöntemler	166
Tablo 39. Döviz Riskini Azaltmak İçin Kullanılan Firma Dışı Hedging Yöntemleri.....	167
Tablo 40. Firmaların Döviz Kuru Riskini Azaltmak İçin Forward Sözleşmelerini Tercih Etme Nedenleri ve Bu Nedenlerin Önemi	168
Tablo 41. Firmaların Döviz Kuru Riskini Azaltmak İçin Forward Sözleşmelerini Tercih Etmeme Nedenleri ve Bu Nedenlerin Önemi.....	169
Tablo 42. Firmaların Döviz Kuru Riskini Azaltmak İçin Futures Sözleşmelerini Tercih Etme Nedenleri ve Bu Nedenlerin Önemi	170
Tablo 43. Firmaların Döviz Kuru Riskini Azaltmak İçin Futures Sözleşmelerini Tercih Etmeme Nedenleri ve Bu Nedenlerin Önemi.....	171
Tablo 44. Firmaların Döviz Kuru Riskini Azaltmak İçin Swap Sözleşmelerini Tercih Etme Nedenleri ve Bu Nedenlerin Önemi	172
Tablo 45. Firmaların Döviz Kuru Riskini Azaltmak İçin Swap Sözleşmelerini Tercih Etmeme Nedenleri ve Bu Nedenlerin Önemi.....	174
Tablo 46. Firmaların Döviz Kuru Riskini Azaltmak İçin Opsiyon Anlaşması Yapma Nedenleri ve Bu Nedenlerin Önemi.....	175
Tablo 47. Firmaların Döviz Kuru Riskini Azaltmak İçin Opsiyon Anlaşması Yapmama Nedenleri ve Bu Nedenlerin Önemi.....	176
Tablo 48. Türkiye'deki Genel Durum Değerlendirmesi	177

ŞEKİLLER LİSTESİ

Sayfa

Şekil 1. Denge Döviz Kuru	6
Şekil 2. Döviz Kuru Türleri	7
Şekil 3. Döviz Kuru Risk Türleri	20
Şekil 4. Çok Uluslu Şirketlerin Ekonomik Riski	25
Şekil 5. Dış Ticaret İşlemlerinde Döviz Kuru Riskinin Zamansal Gösterimi.....	32
Şekil 6. Döviz Kuru Riski Yönetim Süreci	44
Şekil 7. Gelecek Sözleşmelerinin Özellikleri	58
Şekil 8. Kısa Pozisyon ve Uzun Pozisyon Durumu	60
Şekil 9. Teminat Hesaplama	62
Şekil 10. Opsiyon Tipleri	73
Şekil 11. Döviz (Para) Swapının İşleyişi	92
Şekil 12. İki Taraflı Netleştirme	98
Şekil 13. Çok Taraflı Netleştirme	98
Şekil 14. VIX Endeksi	121
Şekil 15. Dış Ticaretin Kolaylaştırılması ve Ekonomik Kalkınmaya Etkileri	141
Şekil 16. Türkiye’de 1986 ve 1993 Yılları Arasında Varlık Dolarizasyonu.....	145
Şekil 17. Türkiye’de 1990 ve 1999 Yılları Arasında Döviz Kurları (ABD Doları Başına TL).....	145
Şekil 18. Türkiye’de 1994 ve 2000 Yılları Arasında Varlık Dolarizasyonu	146
Şekil 19. 2000-2001 Krizi Sırasında GSYİH ve Enflasyon Oranı.....	148
Şekil 20. Türkiye’de 2001 ve 2007 Yılları Arasında Varlık Dolarizasyonu	149
Şekil 21. Türkiye’de 2008 ve 2022 Yılları Arasında Varlık Dolarizasyonu.....	151
Şekil 22. Türkiye’de 2005 ve 2022 Yılları Arasında Kredi Dolarizasyonu.....	151
Şekil 23. Türkiye’de 2005 ve 2021 Yılları Arasında Borç Dolarizasyonu	152

GRAFİKLER LİSTESİ

	Sayfa
Grafik 1. TÜFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kurunun Yıllara Göre Seyri (2000-2020) ...	13
Grafik 2. Alım (call) Opsiyonu Alıcısı Kâr- Zararının Seyri	75
Grafik 3. Alım (call) Opsiyonu Satıcısının Kâr-Zararının Seyri.....	77
Grafik 4. Satım (put) Opsiyonu Alıcısının Kâr-Zararının Seyri	80
Grafik 5. Satım (put) Opsiyonu Satıcısının Kâr-Zararının Seyri	81
Grafik 6. Nominal ve Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi (% Değişim).....	127

KISALTMALAR DİZİNİ

Kısaltmalar	Açıklama
AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BTSO	Bursa Ticaret ve Sanayi Odası
CET	Ortak Dış Tarife
ÇUŞ	Çok Uluslu Şirketler
DKRY	Döviz Kuru Risk Yönetimi
DTÖ	Dünya Ticaret Örgütü
ECU	European Currency Unit
FED	Amerikan Merkez Bankası
FXD	Döviz Mevduatı
GATT	Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması
GB	Gümrük Birliği
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
IMF	International Monetary Fund
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KİT	Kamu İktisadi Teşebbüsü
KKM	Kur Korumalı Mevduat
KOBİ	Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
NEK	Nominal Efektif Kur
OECD	Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı
OPCW	Kimyasal Silahların Yasaklanması Örgütü
REK	Reel Efektif Kur
SDR	Special Drawing Rights
STA	Serbest Ticaret Anlaşmaları
TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TL	Türk Lirası
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
ÜFE	Üretici Fiyat Endeksi
VIX	Volatilite Endeksi
WTO	World Trade Organization

GİRİŞ

Küreselleşmeyle birlikte ülkeler arası ticaret sınırlamalarının kalkması, bilgiye erişme kolaylığı, gelişen teknoloji ve hızlı ulaşım olanaklarıyla dünya ekonomisi giderek tek pazar haline gelmektedir. Özellikle 1980'lerden itibaren ülkedeki sınırlamalar, durgun iç pazar, ticari kısıtlamaların azalması gibi nedenlerle hem ülkemizde hem de dış ülkelerde dünya pazarlarına açılma eğilimini artırmıştır. Türkiye'de 24 Ocak kararlarıyla dış ülkelere kapalı ve müdahaleci stratejiler yerine ihracatı teşvik eden ve finansallaşmayı serbestleştiren stratejilerin tercih edildiği bir döneme girilmiştir. Söz konusu bu kararlar sayesinde yabancı sermaye yatırımı teşvik edilmiş ve dövizin kontrolleri kaldırılmıştır. Bununla birlikte kurlarda dalgalanma başlamıştır.

Dünya pazarlarının büyük kazanç ve satış olanağı sunması ve maliyetlerinin düşük seyretmesi rekabeti artırsa da bu durumun yeni avantajları sunması firmaları dış pazarlara itmektedir. Öte yandan, firmaların dışa açılmasıyla çeşitli para türlerinin kullanılması, firmaları döviz kuru riskiyle karşı karşıya getirmektedir. Kurlarda yaşanan ani düşüş ve yükselişler, döviz üzerinden faaliyet gösteren firmaları etkilemektedir. Dolayısıyla firmalar döviz kuru riskinden oluşan riski minimuma indirmek ve gelecekte yaşanabilecek belirsizlikleri yok etmek için farklı korunma yöntemi uygulamalarını yürütmekte ve çeşitli önlemler almaktadırlar. Firmaların almış olduğu finansal kararlar ne kadar doğru ve isabetli olursa, firmaların işlemlerini başarıyla yürütmeleri de o denli kolay olmaktadır. Özellikle dış ticaret hacimleri büyük olan firmalar için, verilen finansal kararlar firmanın her alanında kazancını etkilemektedir. Firmalar, gelecekte karşılaşılabilecekleri belirsizlik ve riskleri göz önüne almak mecburiyetindedirler. Döviz kuru riskini tamamıyla kontrol altına almak firmalar için zor olsa da, riskin yönetilebilmesi için başvurulabilecek birçok yol bulunmaktadır.

Bu çalışmanın amacı dış ticaret işlemlerinde karşılaşılan riskler arasındaki kur riskinden korunmada kur riski yönetiminin dış ticaretle ilgilenen işletmelerce ne kadar bilindiğinin ve kullanıldığının araştırılmasıdır. Dört bölümden oluşan bu çalışmanın ilk bölümünde; döviz kuru ve kur riski kavramlarının tanımlarına değinilerek, dış ticaret üzerindeki etkisi ele alınmıştır. İkinci bölümde, kur riskine karşı korunma stratejilerinden bahsedilerek,

kur riskinin yönetimi ve hedging hakkında bilgi verilmiştir. Devamında ise firma içi ve firma dışı korunma yöntemlerinden detaylıca bahsedilmiştir. Bu riske karşı uygulanabilecek yöntemler örneklendirilmiş ve karşılaştırılmıştır. Üçüncü bölümde ise, Türkiye’de uygulanan döviz kuru sistemleri dönemlere ayrılarak anlatılmış ve kur şoklarından bahsedilmiştir. Türkiye’nin dış ticaret görünümü de verildikten sonra, Türkiye’deki mevcut sorunlar ele alınmış, dolarizasyon ve kur riski sorununa değinilmiştir. Dördüncü ve son bölümde ise, araştırmanın amacı ve önemi, konusu ve kapsamı verilmiş; araştırmaya katılan hedef kitlenin kısıtlarından bahsedilmiş ve araştırmaya yönelik araştırma soruları ve beklentiler ortaya koyularak yöntemine değinilmiştir. Bu amaçla Bursa ilinde yer alan Bursa Ticaret ve Sanayi Odası (BTSO)’ya bağlı olan ve her yıl BTSO tarafından yayınlanan ilk 250 büyük firma içerisindeki dış ticaretle ilgilenen firmalar araştırmanın örnekleme olarak seçilmiştir. Ayrıca tanımlayıcı ve betimleyici istatistiksel analizlere de araştırma bulguları kısmında yer verilmiş ve sonuçlarla birlikte araştırma soruları test edilmiştir. Sonuç başlığında ise araştırma sonucu değerlendirilmesi yapılmış ve yorumlanmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

DÖVİZ KURU VE DÖVİZ KURU RİSKİ

1.1 DÖVİZ KURU NEDİR?

Her ülke kendi ulusal parası ile kendi ulusal ekonomisinde ticaret sağlarken dış ticarete bu mümkün değildir. Bu nedenle ithalatçı ve ihracatçının dış ticareti yürütmek ve sürdürmek için kullandıkları ortak para birimine döviz denir. Hiçbir ülke, sattığı hizmet veya mallar karşısında yerli parayla yapılacak olan ödemeyi reddetmez. Zira, uluslararası alanlarda bir para, para olma özelliğini son olarak parayı çıkararak ülke tarafınca kabul edileceği düşüncesinden almaktadır (Karluk, 2009: 65-71).

Az gelişmiş ülkelerin ya da ekonomisinde ciddi boyutlarda istikrarsızlıklar yaşayanların, ülke paralarının konvertibilitesi daha düşüktür. Bir paranın konvertibl olabilmesi için ilk olarak, ülkenin serbest döviz piyasasının olması gerekmektedir, dövizlerin ve döviz fonlarının da rahatça ihraç ve ithal edilebilme niteliğinin bulunması gerekir. Ancak, konvertibiliteyle beraber uygulanan kur sistemleri arasında bir bağıntı olmadığının bilinmesinde fayda vardır. Diğer bir ifadeyle, ülkenin serbest veya sabit kur sistemi uygulaması, paranın konvertibl olup olmadığıyla alakalı değildir. Burada önem arz eden asıl konu, ülke parasının bir kısıtlamaya tabi olmadan diğer dövizlere serbestçe dönüştürülebilmesidir (Krugman ve Obstfeld, 2000: 410-414).

1.1.1 Tanım

Döviz kuru, iki ulusal para birimi arasındaki değişim oranıdır. Başka bir ifadeyle döviz kuru, iki ulusal para biriminin birbirleri ile ifade edilen fiyatıdır. Bu fiyatlama, hem para piyasalarını hem mal ve hizmet piyasalarını etkileyecektir (Barak ve Naimoğlu, 2018: 84-85).

Bu nedenle döviz kurundaki herhangi bir değişiklik uluslararası ekonomik ilişkileri ve faaliyetleri etkileyebileceği için dikkate alınmalıdır. Herhangi bir şekilde elde edilen ve ulusal paraya çevrilmek üzere döviz piyasasına arz edilen yabancı paralar, o ülkenin döviz

arzını oluşturmaktadır. Döviz arzı esas olarak bir ülkenin ihracatı ile ilgilidir. Döviz kuru ile döviz arzı arasında genel olarak pozitif bir ilişki vardır. İhraç edilen bir malın yabancı para cinsinden fiyatındaki düşüş, döviz kurunun artmasıyla oluşur ve bu da ulusal paranın değer kaybettiğini gösterir. Döviz kurunun artması, diğer bir ifadeyle ulusal paranın değer kaybetmesi (malın fiyatı veri iken), ihraç edilen malın yabancı para birimi cinsinden fiyatını düşürücü etki yaratır. Dolayısıyla, ihraç edilen ürünün fiyat esnekliğine de bağlı olarak döviz talebinin ve ülkeye döviz girişinin artması beklenir (Berument, 2002: 9-11). Döviz talebi, yabancı ülkelere ödenmesi talep edilen toplam döviz tutarıdır. Döviz kuru ve talebi arasındaki ilişki negatiftir. Döviz kuru yükseldikçe ithal edilen malın ulusal para cinsinden fiyatı yükselir, yani hem yabancı mallara talep hem de döviz talebi azalır. Döviz arz ve talebinin eşit olması ve döviz piyasasına devlet müdahalesi gibi suni engellerin bulunmaması durumunda piyasa dengesi sağlanır. Denge döviz kuru, döviz arz ve talebinin eşitliğini sağlamakta olup, oluştuğu miktara denge döviz hacmi denir (Dinçer, 2009: 65-68).

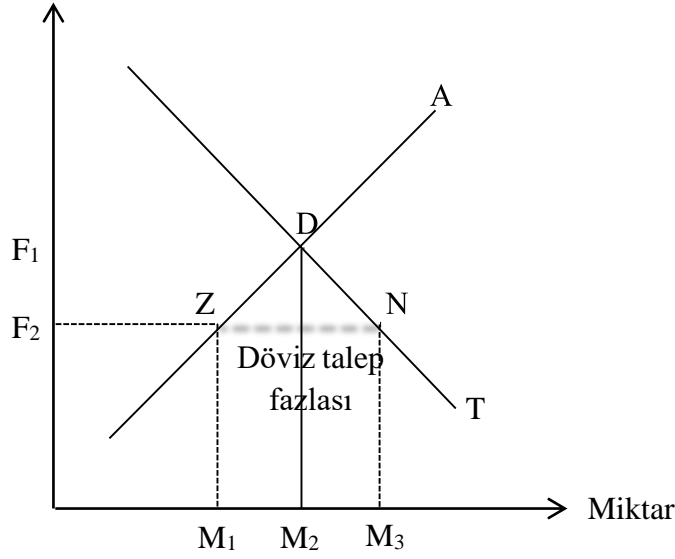
Döviz kurları belirlenirken dolaylı kotasyon ve dolaysız kotasyon yöntemleri olarak iki çeşit yöntem kullanılmaktadır. Döviz kuru belirlenirken ulusal para birimi esas alınarak belirlenen yöntem *dolaylı kotasyon* veya “Amerikan Yöntemi” denilmektedir. Diğer bir ifadeyle kur 1 birim ülke parasının yabancı para birimiyle tanımlanmasıdır. Amerika Birleşik Devletleri (ABD)’nin tercih ettiği bu tanımda, ABD tüm para birimlerini tanımlarken (fiyatlandırırken), birim değer olarak kendi para birimini kullanmaktadır. Örneğin, 1 TL = 0,2764 \$ gibi. Diğer yöntem olan *dolaysız kotasyon* ise, döviz kurunun yabancı para birimi baz alınarak belirlenmesidir. Bu uygulamada ise birim değer yabancı para birimlerine verilmektedir. Örneğin, Türkiye’de 1 \$ = 16.76 TL, 1 € = 17,88 TL şeklinde yabancı para birimi üzerinden tanımlanmaktadır. Bu yöntem ise “Avrupa Tipi Kotasyon” olarak adlandırılmaktadır (Ergun ve Taşar, 2014: 2-3).

Nominal döviz kuru, iki ulusal para cinsinin birbiri karşısındaki nispi fiyat durumunu enflasyon oranı değişikliklerini önemsemeden belirten ve her ülkenin parası üzerinden bir birim yabancı paranın ne miktarda ulusal paraya eşit olduğunu ölçmeye olanak sunan kurdur. *Reel döviz kuru*, iki ülke mallarının nispi fiyatını, yani bir ülke mallarıyla başka bir ülke mallarının alınıp satılma oranını tanımlamaktadır. Reel döviz kuru, ülkelerin

birbiri arasındaki enflasyon oranı değişikliklerinin dikkate alındığı nominal kurdur. Reel döviz kuru, iki ülkenin enflasyon farklılıklarını dikkate aldığından dolayı, uluslararası rekabetin ölçülmesinde ve ülkeler arası karşılaştırmalarda sık sık başvurulan göstergelerden biridir (Yaslıdağ, 2016: 13).

Döviz kurlarını etkileyen etkenler ekonomik, davranışsal ve politik olmak üzere üç grupta toplanabilir. Bunlardan ödemeler bilançosu, satın alma gücü paritesi, sermayenin arz ve talebi, ekonomik büyüme, işsizlik oranı, para arzı enflasyon ve nisbi faizler ekonomik etkenler başlığı altında öne çıkan hususlardır (Gadanecz, Miyajima ve Shu, 2018: 382). Şekil 1’de de görüldüğü üzere döviz arz ve döviz talep eğrilerinin birbirini kestiği F_1 noktasının belirlediği düzeyde döviz kuru oluşmaktadır. Bu noktada arz ve talep eşittir ve M_2 miktar seviyesindedir. Döviz arzında ve talebinde değişiklik olmadıkça dengedeki kurda bir farklılık olmayacaktır. Kurun, F_1 noktasıyla belirtilen denge döviz kuru seviyesinin altında, yani F_2 ’de gerçekleştiğini düşünürsek; konu olan ülke ürünleri yurtdışına pahalı hale geleceğinden ihracat rakamları azalacak, diğer taraftan yabancı ürünler yerlilere oranla ucuzlayacak, dolayısıyla da ithalat rakamları artacak ve ZN aralığı kadar dövize talep fazlası meydana gelecektir. Sonuçta, ödemeler bilançosunda açık oluşurken, dövizin azlığı sebebiyle kur fiyatı F_1 seviyesine yükselecektir. Kurun denge kuru F_1 üzerindeki seviyelerde olması durumunda ülke para biriminin olması gereken seviyenin altında bir değere sahip olur. Ülke parasının değer kaybetmesi ihracatı arttırıcı ithalatı azaltıcı etki yaratarak döviz girişinin artmasına döviz çıkışın azalmasına neden olur. Bu durum, ülke parasının değer kazanmasına ve kur seviyesinin piyasa denge seviyesine gelmesine neden olur (Hepaktan, 2009: 44-46).

Şekil 1. Denge Döviz Kuru



Kaynak: Yazarın kendi çizimidir.

Dövizle ilgili tanımları verirken, döviz alış-satış kurlarını da açıklamak konunun daha net anlaşılmasına yardımcı olacaktır. Bankalar ve döviz ticareti yapan kurumlar, döviz faaliyetlerini gerçekleştirirken döviz kurlarını alış kuru ve satış kuru olarak farklı farklı kote etmektedirler. Bankalar dövizini daha düşük fiyattan alıp daha yüksekten satmaktadırlar, yani bankaların satış kurları alış kurlarından daha yüksektir. Bu alış-satış arasındaki fark “kur marjı” şeklinde ifade edilmektedir (Şenol ve Koç, 2021: 538-541).

Kur Marjı'nı şu şekilde formüle edebiliriz;

$$\text{Marj Yüzdesi} : [(P_s - P_a) / P_s] \times 100$$

P_a: Alış kurunu

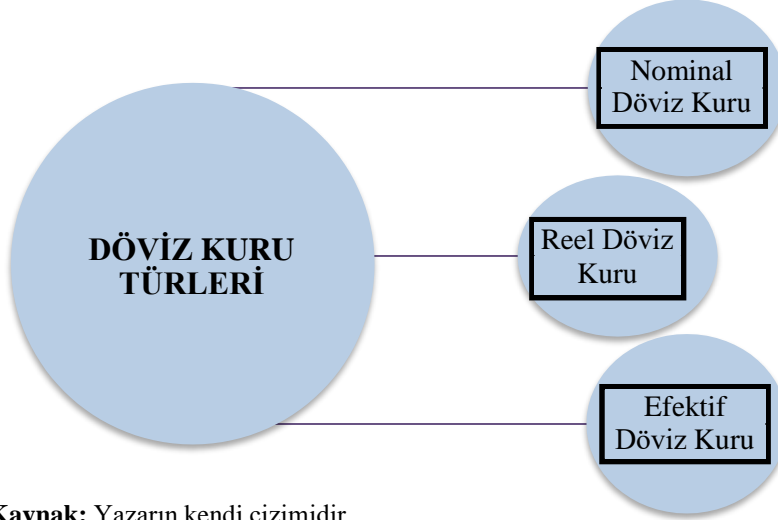
P_s: Satış kurunu göstermektedir.

İşlemin miktarına göre kur marjı değişmektedir. Gerçekleştirilen işlem büyüklüğü arttıkça kur marjı daha az, tersi durumda ise olduğundan fazla çıkmaktadır. Döviz piyasasındaki istikrarsızlıklar ise kur marjına etki eden faktörlerdendir. İstikrarsızlık arttıkça kur marjının oranı da artmaktadır. Ayrıca ileride gerçekleşebilecek piyasa beklentilerinin olumsuz olması da kur marjını yükselten diğer bir etken olarak karşımıza çıkmaktadır (Seyidoğlu, 1999: 297).

1.1.2 Kur Çeşitleri

Döviz kuru ile ilgili literatürde çeşitli döviz kuru tanımları karşımıza çıkmaktadır. Bunlardan bazıları aşağıdaki şekilde gösterilmiştir.

Şekil 2. Döviz Kuru Türleri



Kaynak: Yazarın kendi çizimidir.

Yukarıdaki şekilde görüldüğü gibi kur çeşitleri hesaplanma yöntemlerine göre nominal kur, reel kur ve efektif kur olmak üzere 3 başlık altında incelenebilmektedir (Özdamar, 2015: 69).

1.1.2.1 Nominal Kur

Uluslararası ödemeler genelde ulusal paraların birbiri ile değiştirilmesini gerektirmektedir. Bu ihtiyaç ulusal paraların hangi orandan birbirine çevrileceğinin saptanması sonucunu doğurmaktadır. Paraların bu değişim oranı “nominal döviz kuru” ya da “kambiyo kuru” olarak adlandırılmaktadır. Diğer bir ifadeyle nominal kur, iki para birimi arasındaki göreceli fiyat olarak da tanımlanabilmektedir. Döviz kuru, bir birim yabancı para ile değiştirilebilen yerel para olarak ifade edilmektedir. Bu yöntem doğrudan kotasyon denilmektedir. Örneğin $1 \$ = 1.25 \text{ TL}$ şeklinde gösterilebilmektedir. Bir birim ulusal para ile değiştirilebilen yabancı para miktarı biçiminde tanımlanan yöntem ise dolaylı kotasyon denilmektedir. Örneğin döviz kuru ulusal paranın yabancı para cinsinden fiyatı $1 \text{ TL} = 1/2 \$$ şeklinde de ifade edilebilmektedir (Karaş ve Karaş, 2017: 36-37).

Nominal döviz kuru reel döviz kuru ile iki ülke arasındaki fiyat düzeyi oranına bağlıdır (Parasız, 2007: 464);

$$ER = \frac{RER}{P_f/P_d}$$

RER: Reel döviz kuru,

ER: Nominal döviz kuru,

P_d = Yurt içi fiyat düzeyi,

P_f = Diğer ülkenin fiyat düzeyini ifade etmektedir.

Yurtiçi fiyatların yükselmesiyle birlikte, nominal döviz kuru düşecektir. Nitekim yurt içi fiyatlar arttığında ülke parasının değeri artacak ve daha az TL ödeyerek alınan aynı miktardaki döviz için, fiyat artışından sonra daha çok TL ödemek zorunda kalınacaktır. Ülke parasının değerinin düşmesi, yerli mallara göre yabancı malların fiyatını artıracak ve bu düşüş yerli müşterileri yabancı mal yerine yerli mal almaya yönlendirecektir. Öte yandan, yabancı bir ülkenin fiyat düzeyi arttığında, nominal döviz kuru da artacaktır. Nitekim daha fazla döviz aynı miktar TL ile almak mümkün olacaktır (İnandım, 2005: 29-30).

1.1.2.2 Reel Kur

Reel döviz kuru ülkeler arasındaki enflasyon farklarını ele alarak hesaplanan döviz kurudur. Reel döviz kurları nominal döviz kurlarından farklı olarak ülke ekonomisi hakkında daha çok bilgi içermekte ve daha doğru bir gösterge olarak görülmektedir (Akbulut ve Terzi, 2016: 100-102). Önemi, bir ülkenin dış ticaret faaliyetlerinde rekabet gücü açısından kullanılan bir gösterge olmasıdır. Merkez Bankası (MB) bilançosu üzerindeki etkisi nedeniyle izlenen para politikasının oluşturulmasında da dikkate alınmaktadır (Berument, 2002: 7).

Reel kur, iki ülke arasındaki malların nispi fiyatlarına eşdeğer döviz kuru olarak tanımlanır. Bir başka deyişle, reel döviz kuru, bir ülkenin mallarının başka bir ülke mallarıyla alınıp satılma oranını gösterir. Bu anlamda reel döviz kurlarına ticaret hadleri

de denilmektedir. Bir ülkenin başka bir ülke ile ilişkilerinde ikili reel döviz kuru vardır. İkili reel döviz kuru, yerli ve yabancı ülke fiyatlarının, temsili üretim veya tüketim sepetlerinin yerel veya yabancı para türünden ortak para birimine çevrilmesiyle yapılan karşılaştırmayı ifade etmektedir (Ergun ve Taşar, 2014: 6-8).

Reel döviz kurları, ülkede üretilen ve tüketilen ürünlerin fiyatının, ithalat-ihracatı yapılan ürünlerin fiyatına oranıdır. Nitekim, kurların yükselişi kaynak tahsisini önemli ölçüde etkiler. Nominal kurlar nasıl paraların nisbi fiyatı ise reel döviz kurları da iki ülkenin ürünlerinin nispi fiyatı olacaktır. Diğer bir ifadeyle, bir ülke mal ve hizmetlerinin başka ülke mal ve hizmetleriyle değiştirilebildiği oran olarak ifade edilebilmektedir. Başka bir tanıma göre ise, ülkenin reel döviz kuru yerli malların görece satın alma gücüdür. Reel kurların artışıyla ülke içindeki mallar, ticareti yapılanlara göre pahalılaşır. Çok fazla değerlenmiş reel döviz kurları ihracatı pahalılaştırır, ithalatı ise ucuz duruma getirir ve dolayısıyla ticari mal üretimini azaltıcı etkiler yaratabilir (Ertürk, 2016: 215).

Aşağıda reel kurun hesaplanması gösterilmektedir;

$$RER = \frac{\text{Ulusal Para}/P^d}{\text{Yabancı Para}/P^f} \longrightarrow ER \times P^f / P^d$$

RER = Reel döviz kurunu,

ER = Nominal döviz kurunu,

P^d = Yurt içindeki fiyatın genel düzeyini,

P^f = Diğer ülke fiyatının genel seviyesini göstermektedir (Hayta, 2009: 57).

Örneğin 1990 yılında 1 USD = 60 TL olduğunu düşünelim. Bir yıl sonrasında ise kur 1 USD = 90 TL olmuştur. Geçen sürede enflasyon oranının Türkiye’de %100 olurken, ABD’de %20 olduğunu kabul edelim. Buna göre ABD’de 1990’da fiyat seviyesi 100 ise 1991’de 120 olmuştur. Türkiye’de 1990’daki fiyat düzeyi 100 olarak kabul edilirse, 1991’deki fiyat 200 olacaktır. 1991’deki nominal döviz kuru 90 TL/\$ olurken, reel döviz kuru (1990 baz yıl olarak kabul edildiğinde) (Doğanay, 2016: 152-155);

$$RER = 90 \text{ TL}/\$ \times (120/200) = 54 \text{ TL}/\$ \text{’dir.}$$

Nominal döviz kurunun artmasına rağmen ülke fiyat seviyelerindeki artışlar farklı

seviyelerde gerçekleştiğinden reel döviz kuru % 10 $[(54-60)/60] \times 100$ oranında düşmüş, yani TL reel olarak %10 değerlenmiştir (Aslan ve Yörük, 2008: 40-42).

Bir ülke parasının yabancı para türünden değerini o ülkenin döviz kurunun belirlenmesinden dolayı, kurun artması yerli para biriminin değer kaybetmesi, kurun düşmesi ise yerli para biriminin değerlenmesi anlamına gelmektedir (Akbulut ve Terzi, 2016: 97).

Tablo 1. USD Doları ve Euro Nominal, Reel Döviz Kurları

YILLAR	ABD Doları	Euro	Reel Kur
	NK*	NK	RK**
2000	0.62	0.57	115.55
2001	1.23	1.09	89.63
2002	1.51	1.43	96.18
2003	1.49	1.69	101.23
2004	1.42	1.77	102.28
2005	1.34	1.67	119.46
2006	1.43	1.80	109.85
2007	1.30	1.78	127.72
2008	1.29	1.90	111.15
2009	1.55	2.15	113.67
2010	1.50	1.99	120.22
2011	1.67	2.32	103.34
2012	1.79	2.30	110.99
2013	1.90	2.53	100.93
2014	2.19	2.91	105.74
2015	2.72	3.02	99.05
2016	3.02	3.34	93.54
2017	3.65	4.12	86.31
2018	4.81	5.66	76.40
2019	5.67	6.35	76.23
2020	7.01	8.03	62.34

* Nominal Döviz Kuru Yıllık Ortalaması

** Reel Döviz Kuru Yıllık Ortalaması (TÜFE bazlı reel efektif kur endeksi) (2003=100)

Kaynak: TCMB, Döviz Kuru İstatistikleri, 2022, Veriler: 2000-2020

Reel döviz kuruyla nominal döviz kuru birbirleriyle çok yakından ilişkilidir. Örneğin

herhangi bir çantanın fiyatı Türkiye’de 40 TL, Amerika’da da 30 \$ ise, \$ ve TL arasındaki döviz kurunu hesaplayabilmek için öncelikle fiyatları ortak para birimine dönüştürmek gerekmektedir. Nominal kurun 1 \$ = 1.5 TL şeklinde olduğu varsayılırsa, Amerika’daki çantanın Türk Lirası (TL) türünden fiyatı 45 TL gerçekleşecektir. O halde reel döviz kuru ise (Akkaynak ve Yıldırım, 2019: 24-25);

$$\text{Reel Döviz Kuru} = \frac{45}{40} = 1.125 \text{ olacaktır.}$$

Dolayısıyla reel kur bir ülkenin uluslararası ticaretteki rekabet gücünü ölçen gösterge niteliğindedir. Ayrıca reel kurlar, uluslararası karşılaştırmalar bakımından, nominal döviz kurlarına kıyasla daha avantajlıdır. Piyasa iç ve dış enflasyon oranlarını da hesaba kattığı için reel kurlar ulusal paranın satın alma gücünü daha sağlıklı yansıtmaktadır (Berument, 2002: 6).

Reel kurların hesaplanmalarında, reel kur gelişmelerinin analizindeki bazı noktalara dikkat çekmek gerekmektedir. Örneğin endekste ki temel yılın ekonominin iç-dış dengesinin tutturulduğu dönem olduğu düşüncesi hatalı sonuca neden olabilmektedir. Diğer bir önemli nokta, döviz kurundaki değişikliklerin her zaman parasal otoritenin elinde olmadığı, döviz kuruna ekonomide yaşanan değişikliklerin de etki ettiğinin unutulmaması gerektiğidir (Çuhadar, Demirbaş ve Dayan, 2019: 84-87).

1.1.2.3 Efektif Kur

Sabit döviz kurunun uygulandığı bir sistemde, ulusal paranın değerinin hesaplanması daha kolay olmaktadır. Bunun nedeni ise, ulusal paranın dış değerinin onunla alınabilecek yabancı mal, hizmet ya da mali değere bağlı olmasıdır. Ancak döviz kurlarının piyasanın işleyişine bırakıldığı değişken kur sisteminde yerli para birimi zamanla birtakım dövizlere göre nispeten değerlenirken, diğer paralara karşı değerini kaybedebilmektedir. Dolayısıyla yerli paranın değerini hesaplamak için efektif döviz kurunun hesaplanmasına gerek duyulmaktadır. Efektif kur, bir ülkenin para biriminin diğer önemli para birimlerinin bir endeksi veya sepetine göre ağırlıklı ortalamasıdır. Ağırlıklar, bir ülkenin para biriminin nispi ticaret dengesi ile endekste ki her bir ülkenin ticaret dengesi karşılaştırılarak belirlenmektedir (Chen, Chung ve Novy, 2022: 325).

Diğer bir tanımlamaya göre ise efektif kur, ülke parasının nominal olarak değerini ölçen çok taraflı kur şeklinde ifade edebilir. Nominal Efektif Kur (NEK) ve Reel Efektif Kur (REK) şeklinde iki çeşidi bulunmakla birlikte, bunların ilki olan NEK nominal ticaret ağırlıklı kur olarak da bilinir ve önceki tanımında da bahsedildiği gibi belirli bir kriter göz önüne alınarak seçilen iki taraflı nominal döviz kurlarının ağırlıklandırma tekniğiyle elde edilen ortalamasıdır. REK, ülkeler arasındaki nispi maliyet ve fiyatların gelişimiyle ilgili bilgi içermektedir. Bu yüzden iktisadi rekabet güçlerinin değerlendirilmesi için kullanılan anahtar makroekonomik indikatörlerden biri olarak değerlendirilmektedir (Saygılı, Saygılı ve Yılmaz, 2010: 8-11). REK, nominal efektif kuru göz önüne alarak üç farklı düzeltme aracı kullanarak Üretici Fiyat Endeksi (ÜFE), Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE), ve birim işgücü maliyeti olmak üzere üç farklı şekilde hesaplanmaktadır. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) döviz kuruna müdahalede bulunacağında TÜFE baz alınarak hesaplanan REK dikkate alınmaktadır (Çuhadar, Demirbaş ve Dayan, 2019: 90-92).

TÜFE baz alınarak hesaplanan REK, ülkemizdeki fiyat seviyesinin dış ticaretle uğraşan 36 ülke fiyat seviyesinin ağırlıklı ortalamasıdır ve ülkelere yüklenen ağırlıklar, söz konusu ülkelerin Türkiye'yle olan ticaret ağırlığına bağlı olarak hesaplanmaktadır (Özdemir ve Şahinbeyoğlu, 2000: 3-4).

TÜFE bazlı REK hesaplamasında kullanılan formül şöyledir:

$$REK = \prod_{i=1}^{NP_i} \left(\frac{P_{tur}}{P_i \times E_{itur}} \right)^{W_i}$$

Gösterilen formüldeki terimlerin anlamları şu şekildedir;

N: Ülke sayısı

P_{Tur} : Türkiye Fiyat Endeksi

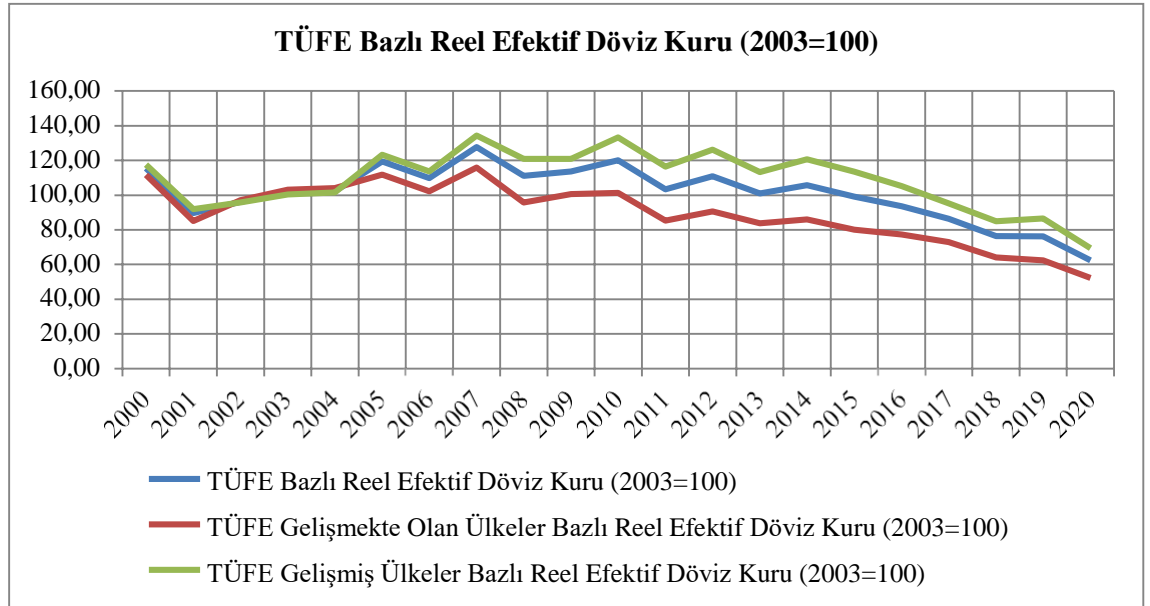
W_i : i Ülkesinin Türkiye'nin REK Üzerindeki Ağırlığı

P_i : i Ülkesinin Fiyat Endeksi

E_{iTur} : TL Türünden i Ülkesinin Para Biriminin Döviz Kuru

(<https://www.mahfiyegilmez.com/2012/11/reel-efektif-doviz-kuru-endeksi-nedir.html>, Erişim tarihi: 12.01.2021)

Grafik 1: TÜFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kurunun Yıllara Göre Seyri (2000-2020)



Kaynak: TCMB, Döviz Kuru İstatistikleri, 2022, Veriler: 2000-2020

Yukarıdaki grafikte TÜFE baz alınarak hesaplanan reel efektif kurun ve Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler bazındaki reel efektif kurun 2000 yılından günümüze kadar olan hareketleri karşılaştırmalı olarak gösterilmektedir. Buna göre reel efektif kurun artması TL'nin reel olarak değerlendirildiğini, diğer bir deyişle Türk mallarının yabancı mallar türünden fiyatının arttığını göstermektedir (Berument, 2002: 7-8).

1.2 DÖVİZ KURU RİSKİ

Şirketlerin başarısı ve başarının devamlılığı, riskli durumları nasıl yöneteceğine bağlıdır. Şirket yönetimi; stratejik, faaliyet ve risk yönetimi olarak üç gruba ayrılabilir. Kavramsal

anlamda ticaretle ilgili faaliyetler üstündeki belirsizliği ifade etmek için kullandığımız risk, Şirket için etki etmesi halinde olumlu ya da olumsuz durum oluŐturabilecek halleri göstermektedir. İŞletmeler için son derece olumsuz durumlar yaratan sonuŐların yönetilmesi, Şirketler için ciddi derecede önem arz etmektedir. Ayrıca işletmelerin aktif ve pasifinde aynı türden para bulunmamasından kaynaklanan döviz kuru riski, yerli paranın yabancı para karşısında değerinin deđiŐmesinden meydana gelmektedir. Herhangi bir firmanın yabancı para bakımından aktifleri pasiflerinden fazla ise yerli paranın yabancı para karşısında değerlenmesi o firma için zarar demektir (Alacahan ve Akarsu, 2019: 134-135).

Stratejik ve faaliyet yönetiminin ilişkili olduğu aktiviteleri, durumları ve amaÇları gerŐekleŐtirirken, oluşabilecek risklerin tespit edilerek önlenmesi, bu önlemlerin mümkün olmadığı zamanlarda ise riski azaltmak için başvurulan tekniklerin tümüne risk yönetimi denmektedir. Şirketler bakımından risk kavramı işletmenin finansal yönüyle ilgili planlanan veya beklenen herhangi bir durumun meydana gelmesinde ortaya çıkan sapma ihtimalidir. Literatür incelendiğinde risk tasniflendirmesinde birçok çeŐidin olduğu görülmekle birlikte bu çalışmanın da amacı doğrultusunda kur riski incelenecektir (İnan, 2003: 24-26).

Bretton Woods görüŐmelerinde uygulanmaya baŐlanan sabit kur sistemi 1973'e kadar devam etmiştir. Özellikle ken Bretton Woods sisteminin ardından piyasaların da serbest kalması ile birlikte ülkeler birbirlerine daha da yakınlaŐmıŐ ve 1973'de kurlar dalgalanmaya bırakıldığında döviz kurları yüksek volatiliteye maruz kalmıştır. Sabit kur sistemi bırakıldığında piyasa katılımcılarının esnek fiyatlı döviz piyasalarında deneyim kazandığıca kur dalgalanmalarının sonuçta azalacağı dŐnlmŐ, ancak kurda beklenildiği ölçüde volatilitate azalmamıŐtır. Bu doğrultuda döviz kurlarının volatilitesi döviz kuru riskinin bir kaynağı olarak karşımıza çıkmaktadır (Büker ve elikkol, 2019: 125-128).

Döviz kurlarındaki volatilitate doğru bir Şekilde tahmin edilemediğinde, dış ticaret faaliyetiyle meydana gelebilecek krn ölçüsü hakkında bir belirsizlik yaratır. Bu da döviz kuru belirsizliği ya da döviz kuru riski Şeklinde ifade edilebilir. Bu anlatılanlardan yola

çıkılarak bu kısımda döviz kuru riski kavramı ve risk çeşitleri detaylı olarak ele alınacaktır (Karaş, 2018: 43).

1.2.1 Döviz Kuru Riski Kavramı

Döviz kurlarındaki yüksek volatilité nedeniyle, döviz kurlarındaki değişiklikler şirketlerin operasyonları ve karlılığı üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Döviz kuru oynaklığı sadece çok uluslu şirketleri, büyük ve uluslararası piyasalarda ticaret yapan işletmeleri değil, aynı zamanda yalnızca kendi ülkelerinde faaliyet gösterenler de dahil olmak üzere küçük ve orta ölçekli işletmeleri de etkilemektedir (Gadanecz, Miyajima ve Shu, 2018: 378-381).

Döviz kuru riski genel olarak beklenmedik döviz kuru değişikliklerinin firma değeri üzerindeki etkisi olarak tanımlanmaktadır. Özellikle, firmanın nakit akışlarında, varlıklarında ve yükümlülüklerinde, net kârında ve buna bağlı olarak borsa değerindeki bir döviz kuru hareketinden kaynaklanan olası doğrudan zarar (korumaya tabi tutulmamış bir riskin sonucu olarak) veya dolaylı kayıp olarak tanımlanır (Madura, 2012: 155-158).

Çok uluslu firmaların operasyonlarında döviz kuru riskini yönetmek için, bir firmanın belirli bir cari risk maruziyeti türünü, korunma stratejisini ve bu kur riskleriyle başa çıkmak için mevcut araçları belirlemesi gerekmektedir. Çok uluslu firmalar, uluslararası operasyonları sayesinde para piyasalarına katılanlardır. Döviz kuru hareketlerinin yabancı para cinsinden işlemlerle uğraşan bir firma üzerindeki etkisinin ölçülmesi, yani, döviz kuru hareketlerinden kaynaklanan zımni riske maruz değer (VaR), firmanın maruz kaldığı risklerin türünün ve karşılaşılan risk miktarının belirlenmesi gerekmektedir. Üç ana döviz kuru riski türü şunlardır (Hakala ve Wystup, 2008: 8);

1. Temel olarak döviz türüyle yapılan işlem sonucunda nakit akışları üzerindeki etkisiyle ilgilenen işlem riskidir. Bu tür herhangi bir sözleşmenin para birimi cinsinden bir döviz kuru değişikliği, firma için doğrudan bir işlem döviz kuru riski ile sonuçlanacaktır (Bahmani-Oskooee ve Saha, 2020: 682).
2. Temel olarak bilanço kur riski olan çevrim riskidir. Döviz kuru hareketlerini yabancı bir bağlı ortaklığın değerlemesi ve karşılığında yabancı bir bağlı

ortaklığın ana şirketin bilançosu ve konsolidasyonu ile ilişkilendirilen risktir. Yabancı bir bağlı ortaklık için çevrim riski, genellikle net varlıkların (varlıklar eksi yükümlülükler) potansiyel döviz kuru hareketlerine maruz kalmasıyla ölçülür. Konsolide finansal tablolarda çeviri, ana şirketi etkileyen muhasebe düzenlemelerine bağlı olarak dönem sonu kuru veya dönemin ortalama döviz kuru üzerinden yapılabilir. Bu nedenle, gelir tabloları genellikle dönem boyunca ortalama döviz kuru üzerinden çevrilirken, yabancı bağlı ortaklıkların bilanço riskleri genellikle konsolidasyon sırasında geçerli olan cari döviz kuru üzerinden çevrilir (Chen, Chung ve Novy, 2022: 321-323).

3. Temel olarak, döviz kuru hareketlerinden kaynaklanan gelecekteki işletme nakit akışlarının firmanın bugünkü değerine yönelik riski yansıtan ekonomik risktir. Ekonomik risk, döviz kuru değişikliklerinin gelirler (iç satışlar ve ihracat) ve faaliyet giderleri (yerli girdi ve ithalat maliyetleri) üzerindeki etkisiyle ilgilidir. Genellikle bir firmanın ana şirketinin ve yabancı bağlı ortaklıklarının gelecekteki nakit akış operasyonlarının bugünkü değerine uygulanmaktadır. Kur riskinin yönetimi için bir strateji geliştirmek amacıyla, çeşitli kur riskinin ölçümleriyle birlikte tanımlanması esastır (Dumas ve Solnik, 1995: 453).

Uluslararası ekonomik yaşamda ve ticaret işlemlerinde döviz kurlarının önemli yere sahip olması; diğer ülkelerle yapılan ticari faaliyetlerin miktarının birbirleriyle karşılaştırılması imkânını sağlamasındandır. Alıcı olan bir kişi ülkesinde yapacağı alım-satım durumunda kendi ülkesinin parasını tercih edeceğinden kolayca bir fiyat karşılaştırabilirken, yapmış olduğu ticari faaliyeti yabancı ülkeden ithalat yaparak alması halinde, karşılaştırma yapmak için konu olan iki ülke parasının arasındaki fiyat, yani döviz kuru ilişkisinin bilinmesi ve kuru değerlendirebilmesi gerekmektedir (Gadanecz, Miyajima ve Shu, 2018: 376-379).

Uluslararası gerçekleştirilen ticari faaliyetler kur riskiyle karşı karşıyadırlar ve bu riski yok etmek amacıyla şirketlerin kendi bünyesinde birtakım stratejiler ve politikalar geliştirilerek söz konusu risk yönetilebilmelidir. Son dönemde kurda görülen dalgalanmalarla birlikte kur riski yönetimi önemi giderek artmaktadır. Rastgele bir şirketin kurda oluşan farklılıklar yüzünden meydana gelen riskten ne derece etkileneceği,

yapmakta olduğu faaliyetlerle direkt olarak alakalıdır (Papaioannou, 2006: 133-135).

İşletmelerin karşı karşıya kaldıkları riskin büyüklüğü ise şirketin dövizle ilgili olan pozisyonlarıyla değerlendirilmektedir. Şirketin dövizle olan pozisyonu, aktifinde bulunan döviz toplamından ödemekle sorumlu olduğu dövizin çıkarılmasıyla oluşan net toplam döviz miktarını ifade etmektedir. Pozisyonun sıfır olması kapalı pozisyon olarak adlandırılmaktadır. Net Döviz toplamının pozitif olması uzun pozisyonu, negatif olması ise kısa pozisyonu göstermektedir. Diğer bir ifadeyle, işletme alım gerçekleştirirse uzun pozisyona, satım gerçekleştirirse kısa pozisyona sahip demektir. Yayılma pozisyonu ise; şirketlerin tarafında aynı türden varlığa dayalı farklı vadeden bir tanesinde kısa, diğerinde uzun döviz pozisyonu alınması durumudur. Bu tarz durumlar açık döviz pozisyonu şeklinde adlandırılmaktadır. Kapalı pozisyon olması halinde kur riski sıfırlanmaktadır. Dövizin değerinin yükselmesi bekleniyorsa şirket uzun döviz pozisyonunda, değer azalması bekleniyorsa kısa pozisyonunda bulunması firma için yararlı bir durum olacaktır (Şenol ve Koç, 2021: 548-550).

İşletmelerin karşılaştıkları kur riskini yok edebilmek için uluslararasıda gerçekleşen ticari işlemlerde, birtakım korunma enstrümanlarına gereksinim olmaktadır. Korunma araçları future, forward, swap ve opsiyon türev araçları şeklinde ifade edilir ve şirketlere kur riskini yönetmesi için başka taraflara devretme ihtimali sağlamaktır. Fakat söz konusu anlaşmalar yalnızca riskten korunma için değil, aynı anda finans piyasalarında spekülasyon amaçlı da kullanılmaktadır (Akkaynak ve Yıldırım, 2019: 29-31).

Kur riskine etki eden en önemli etkenler ise; uygulanmakta olan kur sisteminin özelliği, döviz piyasalarındaki karar veren birimlerin kura etki etme gücü, dış ödemeleri, ithalat ve ihracat yaptığı ülkenin durumları ve kur hareketleri olarak belirtilmektedir (Alacahan ve Akarsu, 2019: 135-137).

Şirketler genelde kur riskiyle şu durumlarda karşılaşmaktadır;

- ❖ İhracatçının, ihracata konu olan malların üretiminde ve yerine gelmesinde kullanılan para birimiyle ihracat miktarını alacağı para cinsiyle birbirinden farklı değerleri varsa,

- ❖ İhracat yapan kişinin döviz cinsiyle belirtilen, belli bir süre içerisinde tahsil etmesi veya ödenecek borçları ve alacakları olursa ve yerli paraya kıyasla paranın paritesinde volatilité varsa,
- ❖ Yurtdışında faaliyette bulunan mühendis-müteahhit şirketinin verilen hizmetin verilmesinde yapılan harcamalarla hizmetlerden oluşan alacağın miktarı, çeşitli paralarla ödeniyorsa söz konusu para birimlerinin değeri farklılık gösteriyorsa,
- ❖ Yurtiçinde ve dışında birçok ortaklığı, şubeleri, yatırımı olan çok uluslu şirketin üretiminde, ithalatında ve yatırımında kullandığı para türüyle, yerli parasından hariç alacaklarını ve borçlarını net varlıklarıyla belirten önemli belgeleri çeşitli döviz üstünden işleme ve değerlendirmelere tabi tutuyorsa, kur riskiyle karşı karşıya kalır (Şen ve Şit, 2015: 36-38).

Son olarak kur riskinin net bir şekilde açıklığa kavuşması için bir örneklendirme yapmakta fayda olacaktır:

Örneğin, Amerika'da ithalat yapan bir kişinin İngiltere'den 100.000 € tutarında ürün aldığını ve borçlarını dört ayda ödemesi gerektiğini farz edelim. Sterlinin spot kuru 1.80 \$/1 € olursa, dört ayda ödenecek olan doların şu anki değeri 180.000 \$ olur. Fakat, dört ayda spot kur 2.20 \$/1 € şeklinde değişebilmektedir. O halde İngiltere'den alınan mallara 220.000 \$ ödenmek zorunda kalınacaktır veya düşünülenden 20.000 \$ daha fazla ödenmesi gerekebilecektir. Sonuçta, böyle bir durumda ithalat yapan kişi dört ayda sterlinin dolar fiyatındaki yükselişe karşı kendini korumak istemektedir (Barut, 2010: 51).

Aynı şekilde, kendine 100.000 € ödeme yapılmasını beklemekte olan bir ihracatçı, dört ayda spot kur 1.80 \$/1 € olduğunda, bugünkü paranın spot kuru ile 2\$/1€ üzerinden 200.00 \$ alacağına sadece 180.000 \$ alacaktır. Spot kuru dört ay içerisinde bugünkü değerinden daha yüksek olma ihtimali vardır ki böyle bir durumda ihracat yapan kişi düşündüğünden daha çok para elde edecektir. İhracat yapan, ithalat yapan kişi gibi karşı karşıya olduğu kur riskinden korunmak isteyecektir (Barak ve Naimoğlu, 2018: 86-87).

Sonuç olarak; uluslararası ticarete bulunan ve mali faaliyetlerle ilgilenen işletmeler sürekli olarak döviz kuru farklılığının etkisinde kalırlar ve dolayısıyla da döviz kuru

riskiyle karşılaşmaktadırlar (Berument, 2002: 5).

Döviz kurunun yönetimi, getirdiği bazı maliyetlerin yanında işletmelere birçok fırsatı da yakalama olanağı sunmaktadır. Döviz yönetiminin işletmelere sağladığı fırsatlar, bankalar ve işletmeler açısından farklı farklı değerlendirildiğinde aşağıda belirtilen durumlar meydana gelmektedir (Barut, 2010: 52-53).

Bankaların avantajları;

- Bankalar, müşterilerine forfaiting, factoring gibi çeşitli döviz hizmetleri sunarak işlem hacimlerini ve müşteri sayılarını genişletebilirler.
- Bankaların, müşterilerine döviz türüyle hizmet sunması döviz işlemlerinde de ulusal para türünden oluşan işlemlerde de artış meydana getirir.
- Bankaların döviz işlem hacimlerinde artış olması, bankaların uluslararası piyasalarda ve ülke içinde itibarının artmasını sağlayabilir.
- Atıl olan fonlarını verimli şekilde kullanma olanağına sahip olabilirler.
- Bankacılık sektörünün içinde önemli bir büyüklüğü olan bankalar yurt dışından kredi temin etme yeteneğini de artırabilir.
- Etkin bir döviz yönetimiyle, banka kârlılığını yüksek ölçüde artırabilir.

Firmalara sağladığı fırsatlar ise şu şekilde sıralanabilir;

- Uluslararası ticareti geliştirirken rakiplerine kıyasla üstünlük elde edebilirler.
- İşletmeler döviz kuru yönetiminin beraberinde getirdiği cari işlemlerle nakit durumdaki fonları verimli kullanabilme avantajını yakalarlar.
- İşletmeler uygulamaya koydukları döviz stratejileriyle birlikte, ticari olmayan kârlarda ciddi yükseliş sağlayabilirler.
- İşletmelerin kur riskinin yönetimlerinde etkin olması, işletmelere banka bakımından nitelikli müşteriler özelliği kazandırır ve o halde söz konusu banka böyle işletmelere bir takım ek olanaklar sunabilir (Kula, 2002: 35-39).

1.1.3 Döviz Kuru Riski Çeşitleri

Kur riski, döviz kurlarında gerçekleşen beklenmedik fiyat değişikliklerin firma değeri

üzerindeki etkileri olarak tanımlanmıştı. Söz konusu riskten korunmak için bazı yöntemler kullanılmaktadır. Fakat bu yöntemlerden hangilerinin kullanılacağı firmanın maruz kaldığı döviz kuru riskinin çeşidine göre belirlenebilmektedir. Aynı zamanda döviz kuru riski göz önünde bulundurulduğunda nakit faaliyetlerine, mali tablolara ve ilerideki nakit akımına etkisinin farklı olduğu görülmektedir. Bu nedenle, uluslararası çevrede işlem yapan şirketlerin yaygın olarak karşı karşıya kaldığı üç tür kur riski vardır (Papaioannou, 2006: 140-141).

Şekil 3. Döviz Kuru Risk Türleri



Kaynak: Yazarın kendi çizimidir.

1.2.2.1 Çevrim Riski

Döviz cinsinden diğer para cinsine geçiş yapılırken firmanın maruz kaldığı risk, muhasebe riskidir. Muhasebe riski, literatürde çevirme riski, dönüştürme riski veya bilanço riski olarak da adlandırılmaktadır (Papaioannou, 2006: 144). Çevrim riski, yabancı para türünden belirlenen pasif ve aktiflerin muhasebe kayıtlarının yerli para türüne dönüştürülmesi sonucunda oluşan bir risk çeşididir. Esasen fiziki anlamda bir alış veya satış olmadan, sadece bu ikisinin kur volatiliteleri sonuçlarında yerli para birimiyle muhasebe kaydı değerinin farklı çıkması olasıdır, dolayısıyla bu risk genelde muhasebe riski şeklinde de anılmaktadır (Dumas ve Solnik, 1995: 456).

Yabancı para üzerinden ödeme alındığında veya yapıldığında yabancı ülkelerde çevrim riski ortaya çıkmaktadır. Diğer bir ifadeyle, firmanın yabancı para üzerinden yatırımı veya borcu yoksa çevrim riski de söz konusu değildir. Firmaların, farklı para türlerinden

borç ve alacağı olduğunda döviz kuru hareketleri yüzünden alacak kalemlerinin yerli para birimi değerinde ortaya çıkan yükseliş, borç kaleminde oluşan yükselişten fazlaysa kazançları artacak, tam tersi durumda ise kazancı azalacaktır. Başka bir ifadeyle firmalar, farklı döviz türünden oluşan borcunu ya da alacağını kayıt edeceği muhasebe kaydı için yerli paraya dönüştürdüğünde, kur farklılıkları firmanın kaydına da etki edebilecektir (Ergun ve Taşar, 2014: 8-11).

Söz konusu maruz kalınan bu muhasebe etkisi, firmanın farklı para birimi cinsinden belirlenen aktiflerinin ve pasiflerinin milli para cinsinden değerlerinin, bir muhasebe dönemindeki döviz kurlarındaki değişimler sebebiyle ve herhangi fiziki işlem olmadan değişmesi riskini tanımlamaktadır. Muhasebe etkisinin nedenleri şöyle sıralanabilir (Çuhadar, Demirbaş ve Dayan, 2019: 96-99):

- Bağlı şirketlerin aracılığıyla bulunan yabancı ülkelerdeki faaliyetlerin seviyeleri,
- Bağlı şirketlerin faaliyette olduğu ülke,
- Muhasebe teknikleri

Bu nedenlere bakıldığında bağlı bulunan ülkenin para birimi ile finansal tabloları kayıt edilmektedir. Şirketlerin bağlı bulunduğu ülkedeki faaliyet düzeyi ne kadar çok ise maruz kalınan muhasebe etkisi de o kadar fazla olacaktır (Şen ve Şit, 2015: 39-41).

Dolayısıyla çok uluslu şirketlerin bahsedildiği gibi finansal tablolarının konsolidasyonunda kurlar ana firmanın olduğu ülkenin para birimine dönüştürülürken hangi yöntemlerin kullanılacağı son derece önemlidir. Konuyla ilgili çeşitli dönüştürme yöntemleri bulunmasına rağmen, uygulamada sıklıkla üç çeşit dönüştürme yönteminin kullanıldığı bilinmektedir. Bunlar geçici yöntem, cari kur yöntemi ve cari/tarihi kur yöntemidir. Geçici yöntem parasal-parasal olmayan yöntemin kuramsal eksikliklerini gidermek üzere ortaya çıkan bir yöntem olup, literatürde zaman temeline dayanan yöntem olarak da bilinmektedir. Geçici kur yönteminde tarihsel kurlar yalnızca finansal tablolardaki tarihsel değerleriyle belirlenmiş olan kalemlerde kullanılmalıdır. Cari kurlar ise finansal tablolardaki yerine koyma maliyetleriyle piyasa değerleri veya gelecekte beklenen değerleriyle belirtilen kalemlerde kullanılmalıdır. Cari kur yönteminde öz sermaye dışındaki tüm bilanço kalemleri cari kur üzerinden dönüştürülmektedir. Sermaye

hesapları ise tarihi kurlar üzerinden çevrilmektedir. Cari/tarihi kur yönteminde ise bütün cari bilanço kalemleri cari döviz kurları üzerinden dönüştürülürken, cari olmayan kalemler tarihi kurlar üzerinden çevrilmektedir (Kadıoğlu, 2003: 27-28).

1.2.2.2 İşlem Riski

Kavram olarak bu risk ülkenin para biriminin başka para cinsine dönüştürülmesini gerekli kılan sözleşmeli sorumluluklardan oluşan risktir. Diğer ifadeyle tahmini nakit akışlarında kura özel dalgalanmaların doğrudan etkisiyle oluşan kayıplar ve kazançlar olarak tanımlanmaktadır. Örneğin yabancı para değerinin düşmesi ihracatçı firmaların kayıp yaşamasına, ithalatla uğraşan firmaların da kazanç elde etmesine sebep olur. İhracat firmalarının alacağı, ithalat firmalarının ödemesinin de dövizle olması bu durumun en temel sebebidir (Kula, 2002: 45-46).

İhracat ve ithalat sözleşmeleri işlem etkisine verilebilecek en uygun örneklerdendir. Sözleşmenin gerçekleşmesiyle ödeme zamanı arasındaki geçen sürede oluşacak bir döviz kuru farklılığı, firmanın nakit akışında negatif ya da pozitif yönde farklılık göstermektedir. Başka bir örnek verilecek olursa; firmanın dövizle yaptığı borç alma sözleşmelerinden bahsedebilmektedir. Borcun vadesi süresinde kur yükseldiğinde, firma aynı miktar borca karşılık daha çok yerli para ödeme mecburiyetindedir. Dolayısıyla firmanın reel nakit akışları ve kârlılık oranları düşebilmektedir (Karaş G. ve Karaş E., 2017:34).

Son olarak kur değişimlerinden oluşan işlem etkisine örnek vererek konunun daha iyi anlaşılması sağlanabilir. Türkiye'deki ithalatçı firma İngiltere'den 1.000 Euro'luk ürün ithalatı yaparsa ve faaliyette bulunduğu tarihte peşin değer $1\text{€} = 2.65\text{ TL}$ ise firmanın ithalat işleminden oluşan yükü 2.650 TL olur. Ürün bedelini 30 gün sonra ödeyeceğini, 30 gün sonraki kurun da $1\text{€} = 3.00\text{ TL}$ gerçekleştiğini farz edersek firma vade zamanında 350 TL fazladan ödeme yapacaktır. Ancak 30 gün sonra peşin değer $1\text{€} = 2.20\text{ TL}$ gerçekleşirse, o zaman da firma vade zamanında 450 TL daha az ödeyecektir. Sonuçta, işlem etkisi bütünüyle döviz kurlarında oluşan farklılıktan sonra zararı ya da kârı içerecektir (Özdamar, 2015: 71-72).

Belli bir ödeme tarihi sonunda ödeme alacak ya da yapacak olan firma, nakit akımının

oluştugu zaman kurun anlaşmasının yapıldığı vadede kurlar arasında farklılık oluşması halinde bir kur riskiyle karşılaşacaktır. Dolayısıyla firmanın işlem riski, yabancı para türünden alacak ve borçlardan oluşacaktır. Döviz türünden alacağı olan firma, yabancı para biriminin değerinin düşmesi durumunda, dövizle ödeme yapacak olan firma ise yabancı paranın değerlenmesi halinde zarar ile karşılaşacaktır (Hepaktan, 2009: 44-46).

İşlem riskinin çoğunlukla kaynaklandığı sebepler şu şekildedir;

- Alış-satış sözleşmelerinin arasındaki değişimler
- Dövizle kredi alınması ya da verilmesi
- Gelecekteki ticari işlemlerde yapılan ödemelerin veya elde edilen gelirlerin döviz türünden gerçekleşmesi (Akkaynak ve Yıldırım, 2019: 28-29).

Firmalar karşılaştıkları işlem risklerine karşı daha dengeli bir konum belirleyerek kolayca korunabileceklerdir. Kur riskine karşı kullanılabilecek araçlar, forward, futures, opsiyon sözleşmeleri, swap anlaşmalar ile leasing, faktoring, forfaiting gibi varlığa dayalı menkul kıymetlerdir. Örneğin bir firma geçmişte belirlenen bir vadede Euro cinsi para biriminden sermaye girişi beklentisinin olması durumunda, firma ileride elde edeceği Euro'yu bugünden itibaren forward ederek satabilir ve böylece alacağın üzerinde oluşabilecek kur volatiliteleriyle forward işleminin pozisyonu dengeli duruma gelebilir. Alternatif olarak, firma satış opsiyonu satın aldığıda gelecekte edineceği Euro'yu önceden belirli orandan satma hakkına sahiptir (Büker ve Çelikkol, 2019: 126-127).

Gelirleri ve giderleri farklı para birimlerinden oluşan firmalar için işlem riski özellikle önem ifade etmektedir. Firma hammaddelerini dolar türünden alıp, satış sonrasında nakit akımı Euro türünden oluşuyorsa, Euro/dolar kurunda oluşabilecek kayıp firmanın zarar yaşamasına neden olacaktır. Uluslararası faaliyet gösteren firmalar için söz konusu risk, firmanın yatırım, finansman vb. kararlarında ve her çeşit günlük faaliyetlerinde etkisini gösterir. Firma hiçbir işlem gerçekleştirirse dahi bankadaki dövizle olan para veya dövizle olan borcu kur farklılığından etkilenir (Doğan, 2000: 305).

1.2.2.3 Ekonomik Risk

Ekonomik etki, döviz kuru volatilitelerinin firmanın giderleri, gelirleri ya da biriken borçları ve alacakları üstündeki etkisini gösterir. Bir diğer ifadeyle bu risk, firmanın

anlaşmaya dayansın veya dayanmasın, nakit akışında gerçekleşentoplamdaki kur riskine işaret etmektedir. Kurda oluşan farklılıklar kısa vadede işletmenin likitide durumunda, daha sonra da işletmenin bütün işlemlerinde, mali yapısında ve karlılığında etkisini göstermektedir. Bütün bu riskler genel olarak ekonomik kur riskini oluşturur. Diğer bir tanıma göre ise ekonomik risk, firmanın ilerideki nakit akımının beklenmeyen döviz kuru farklılıkları karşısında olan duyarlılığıdır. Ayrıca bu risk, nakit akım vadelerine veya çeşitli para birimlerinin dönüşümleri göz önüne alınmadan bütün giriş ve çıkışları içermektedir (Doğanay, 2016: 153-154).

Söz konusu risk, işletmelerin birbirine karşı olan rekabetçi pozisyonlarını etkiler. Döviz kuru değişimleri sebebiyle, ithalat rekabeti meydana geleceğinden ve sonuçta pazar payı etkileneceğinden, uluslararası ticaretle ilişkisi olmayan yerli işletmeler bile döviz kuru dalgalanmalarından etkileneceklerdir. Kur değişiklikleri sebebiyle, iç piyasada işlem yapan işletmelerin uzun vadeli nakit akışları değişecektir. Ülke parasının güçlü kılınması piyasanın payında önemli erozyonlara olduğu gibi, yerli paranın değerinin düşmesi fiyat avantajları yaratabilir. Bu değişimlerin olduğu sırada işletme yöneticileri özenli davranıp stratejik kararlar almak mecburiyetindedirler (Alacahan ve Akarsu, 2019: 142).

Tablo 2. Kur Değişimlerinin Muhtemel Etkileri

	YEREL PARANIN DEĞER KAZANMASI	YEREL PARANIN DEĞER KAYBETMESİ
YEREL NAKİT GİRİŞİ DEĞİŞKENLERİ		
Yerel Satışlar (iç piyasada dış rekabete açık)	AZALIR	ARTAR
Firma İhracatı (yerel para ile)	AZALIR	ARTAR
Firma İhracatı (döviz ile)	AZALIR	ARTAR
Faiz Geliri (yabancı yatırımlardan)	AZALIR	ARTAR
YEREL NAKİT ÇIKIŞI DEĞİŞKENLERİ		
Firmanın İthal Girdileri (yerel para ile)	ETKİLEMEZ	ETKİLEMEZ
Firmanın İthal Girdileri (döviz ile)	AZALIR	AZALIR
Faiz Giderleri (ödünç alınan yabancı fonlara ödenen)	AZALIR	ARTAR

Kaynak: (Karamustafa, 1995: 33)

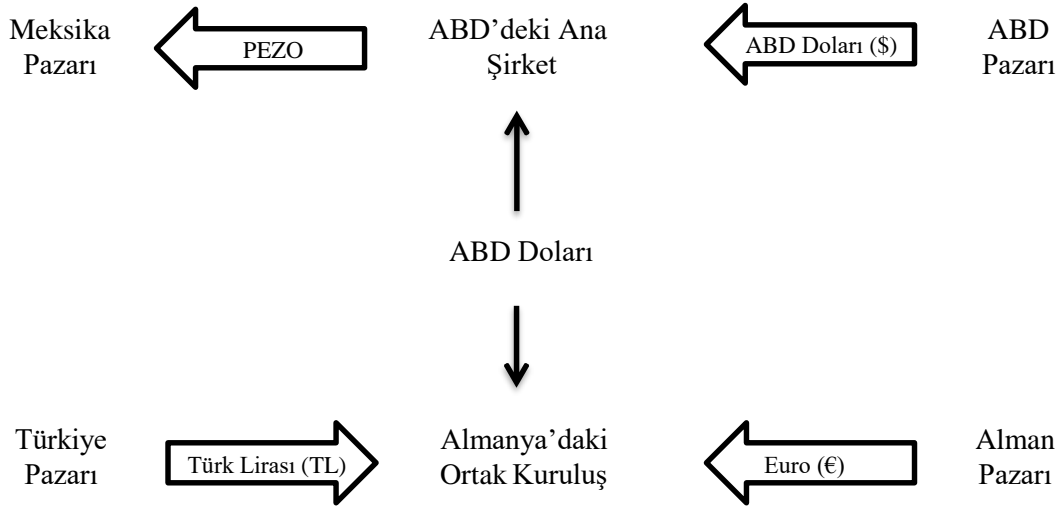
Genelde dış ticaretle ilgilenen işletmelerin ekonomik riski, yukarıdaki Tablo 2'den de görüleceği üzere daha karmaşık yapıdadır. İhracatçılar hem uluslararası piyasadandan hem de iç piyasadan etkileneceklerdir. Kurlardaki volatiliteler yalnızca iç pazardaki payı değil, dış satışları da etkilemektedir. İthalat fiyatlarının artması ve girdi fiyatlarındaki yükselişler sebebiyle ithalatçıların iç piyasada maliyetleri artacaktır. Ancak söz konusu

maliyet artışlarını fiyata yansıtır ve talepte azalma olmazsa zarara uğramayabilirler. Aynı zamanda, döviz taahhütleri de döviz kuru değişikliklerinden etkilenecektir (Karamustafa, 1995: 33).

Örnek olarak, Almanya'ya ihracat gerçekleştiren İngiltere'deki otomobil şirketinin sadece €'nun £'e olan değeriyle ilgilenmemekte başka ülkelerdeki rakip firmalarının para cinslerinin € karşısındaki değeriyle de ilgilendiğini varsayalım. Nitekim, İngiltere'deki şirketin rakip firmalarının parasının değeri düşerse söz konusu firmaların üretim yaptığı otomobiller Almanya'daki alıcılar bakımından ucuz duruma gelir ve İngiltere'deki şirketin rekabeti yanında satış cirosu da aynı miktarda düşme meydana gelebilir (Nazlı, 2006: 47-48).

Farklı ülkelerde ve farklı seviyelerde dış ticarete faaliyet gösteren çok uluslu şirketlerin ekonomik riski daha karmaşıktır. Çok uluslu bir şirketin ekonomik riskine yönelik örnek Şekil 4'de de gösterilmektedir;

Şekil 4. Çok Uluslu Şirketlerin Ekonomik Riski



Kaynak: (Karamustafa, 1995: 39)

Şekil 4'de görüldüğü gibi, ABD'deki firma iç piyasada yaptığı gibi Meksika'da da ürün alım satımı yapmaktadır. Doların diğer dövizler karşısında değerinin değişmesi, yerli şirketler kadar çok uluslu şirketin pazar payını da tehdit etmektedir. Meksika'daki ticari bağları sebebiyle ihracatçı ve ithalatçı işletmeler gibi çok uluslu şirketlerin de hemen

hemen benzer riskleri bulunmaktadır. Dolayısıyla Dolar/Pezo kurundaki farklılıklar şirket açısından büyük önem taşımaktadır (Apak, 1995: 24-26).

Şekil 4’de ana şirketin Almanya’daki ortak şirkete yatırımda bulunduğu görülmektedir. Bu yatırım sebebiyle ABD Dolar nakit çıkışı, ortak firmadan geri alınacaktır. Ana firma, yatırımdan elde edeceği Euro ile değil ABD Doları ile ilgilenmektedir. Öte yandan, Almanya’daki işletme Türkiye’den mal ithal etmektedir. TL/Euro kurundaki değişiklikler de işletmenin iç ve dış piyasadaki pazar payını etkileyecektir. Euro’nun değer kaybetmesiyle ana şirkette kötü bir sonuç doğmaz, Euro’da oluşacak düşüş, ortaklığın iç ve dış piyasadaki pazar payının yükselmesi durumunda Euro geliri yeterli düzeyde artacak ve Euro’nun Dolar’a çevrilmesi anında negatif etkide nötrlenecektir. Ters bir durumda ise, ortaklığın yapacağı ödemenin Dolar karşılığının yükselmesi ve kâr etmesini engellemesine karşın döviz değeri kazanan ülkede ortak firmaya sahip olmak her zaman cazip olmayacaktır (Chen, Chung ve Novy, 2022: 331-332).

Bu analiz sonucunda farklı döviz türleriyle işlem yapan şirketler, döviz kurunun değişimi ile birlikte kazanç ya da kayıp yaşayabilmektedirler. Diğer bir dövizin değişmesiyle oluşacak kayıp veya kazançlarla nötrleyecekleri için kur riski yönetimi açısından olumlu bir tutum içerisinde olmaktadır (Güngör, 2001: 202).

Kur farklılıklarının sadece muhasebe hesaplarının kayıt ve kalemleri göz önünde bulundurularak tespit edilemeyen etkileri olabilmektedir. Söz konusu etkileri aşağıdaki şekilde ifade edilebilir;

1. Gelecekte yaşanacak kur farklılıklarının nakit akım üstündeki etkisi,
2. Gelecekte yaşanabilecek yüksek enflasyon ve enflasyona bağlı fiyatın kontrole alınması ihtimali,
3. Gelecekte olabilecek bir değer kaybından sonra, emek gücünün ücrete olan davranışı,
4. Gelecekteki olası bir devalüasyonun, borç alınabilir fonların arzı üzerindeki etkileri,
5. Yükselen hammadde maliyetinin satış fiyatı üstündeki etkisi,
6. Gelişen uluslararası rekabetin fiyat üstündeki etkisidir (Konuralp, 1990: 20).

Söz konusu etkileri de içeren bu ekonomik etki; firmanın gelecekte beklediği nakit akışlarının bugünkü değerinin kurdaki farklılıklardan etkilenmesi ihtimalinden oluşmaktadır. Bu durumda söz konusu risk, uzun vadede bütün firma işlemlerini etkisi altına alan ve firmanın gerçekte olan piyasa değerinin üstünde farklılık yapacak durumlara sahip olan etki şeklinde belirtilebilir (Kutukız, 2005: 200-202).

1.3 DÖVİZ KURUNUN DIŞ TİCARET ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Bu kısımda döviz kurlarının dış ticaret işlemleri üstündeki etkisi bağlamında nominal döviz kuru farklılığının nispi fiyat etkisi, reel kur değişiminin miktar etkisi ve ithal ve ihraç mallarının talep-arz esneklikleri ele alınacaktır (Parasız, 1991: 101).

1.3.1 Nominal Döviz Kuru Değişiminin Nispi Fiyat Etkisi

Nominal döviz kuru, bir birim döviz almak için ödenmesi gereken ulusal para miktarıdır. Ayrıca bir birim ulusal paranın yabancı para cinsinden değeri veya iki ülke parasının fiyatının oranı olarak da ifade edilebilir. Nominal döviz kurundaki değişim içsel ve dışsal şokların gerektirdiği ayarlamaların hemen hepsini yansıtmaktadır. Nominal döviz kurunun hesaplanmasında ülke fiyatlarındaki artış yani enflasyon oranları dikkate alınmamaktadır (Özdemir ve Şahinbeyoğlu, 2000: 5-6).

Bu bağlamda, yerli mal ve hizmetlerin yabancılar için daha pahalı olması nedeniyle ülkenin ihraç edilen mal ve hizmetleri azalabilir. Bunun sonucunda ülkenin ithalatında artış, ihracatında düşüş olabilir. Reel döviz kurundaki artış veya azalış ihracat mallarının fiyatlarını etkilediğinden, dış ticaret yapan ülkelerin rekabet gücünün belirlenmesinde reel döviz kuru önemli bir rol oynamaktadır. Bununla birlikte ulusal paranın yabancı paralar karşısında değerlendirilmesi ya da değer kaybetmesi yani amortismanı gibi iki durum bulunmaktadır (İnandım, 2005: 43-47).

Bu nedenle ulusal para biriminin dış değerini bulmak için efektif döviz kurunu hesaplamak gerekir. Efektif döviz, başlıca ticaret ortakları olan ulusal para biriminin döviz kurlarının ağırlıklı ortalamasına eşittir. Ancak bu durumda hesaplanacak efektif döviz kurları nominal döviz kurunu ve ulusal para birimini yansıtacağından Efektif döviz kurları, satın alma gücünü doğrudan yansıtmalı, dolayısıyla reel efektif döviz kuruna

dönüştürülmelidir. Ayrıca, bir ülkenin birden fazla ülke ile ticarete bulunması muhtemel olduğundan, reel efektif döviz kuru endeksi gereklidir (Seyidoğlu, 1999: 86-90).

1.3.2 Reel Döviz Kuru Değişiminin Miktar Etkisi

Marshall'ın öne sürdüğü fiyat esneklikleri analizinin dış ticaret üzerine uyarlanmış hali reel kur değişiminin miktar etkisidir. Esneklikler yaklaşımına göre dış ticaret işlemlerinde kullanılan ürünlerin arz-talep dengesiyle dış ticarete mevzu bahis olan ürünlerle alakalı olarak döviz arzının ve talebinin dengesinin oluştuğu ve ekonomideki toplam miktarların dikkate alınmadığı kısmi denge analizi söz konusudur. Bu yaklaşımda, kurlar ile ticaret hadleri arasında ihracatın arz ve talep esnekliğiyle ithalatın arz ve talep esnekliği aracılığıyla bir ilişki kurulmaktadır (Hepaktan, 2009: 52-56).

İhracat mallarının dış taleplerinin fiyat esneklikleri az ve ihracat malı yurt içi arzı fiyat esneklikleri de fazla ise, söz konusu ürünlerin dış fiyatındaki düşüş de küçük olacaktır. Ayrıca ithal mallarının yurt dışı arz esneklikleri düşük ve ithalat malının iç talep esneklikleri de yüksekse, malların fiyatları da o oranda yüksek olacaktır. O halde ihracat malının iç arzının esneklikleri ithalat malının iç talebinin esnekliklerine, ihraç malının dış talep esnekliği de ithal malının yurtdışı arz esnekliğine eşitse, kurdaki yükseliş mal fiyatlarını aynı seviyede etkileyeceğinden ticaret haddi etkilenmemiş olacaktır. Diğer taraftan, ithalat malının yurtdışındaki arzının esneklikleri ihracat malının yurtdışındaki talebinin esnekliklerinden, ithalat malının yurtiçindeki talebinin esnekliğinin ihracat malının yurtiçindeki arzının esnekliklerini aştığı derecede fazlaysa, ticaret haddi yine bu durumdan etkilenmemektedir (Topçu, 2010: 42-46).

Esneklikler yaklaşımındaki, cari işlem dengesinin önemli alt kalemlerindeki dış ticaretin dengesini oluşturan temel etken göreceli uluslararasıdaki fiyatlarıdır. Böylece yerli para biriminin döviz karşısındaki değerinin azalması ithalat malının fiyatlarını yükseltmekte ve talebinin düşmesiyle ithalat faaliyetini azaltmaktadır. Dolayısıyla ihracat gelirlerinin yükselmesi ve ithalat giderlerinin azalmasıyla dış ticaret açığı kapanmaktadır (Doğan, 2000: 307-311).

1.3.3 İthal Mallarının Talep Esnekliği

Talep esnekliği fiyattaki bir birim değişiminin talep miktarını ne kadar değiştireceğini gösteren bir katsayıdır. Bir malın fiyat talep esnekliği yüksek ise o malın fiyatı düştüğünde talep edilen miktar artmaktadır. Eğer bir malın talep esnekliği düşükse bu durumda o malın fiyatı düştüğünde talep edilen miktar fazla değişmemektedir. İthal malının yurt içi taleplerindeki yüzdelik değişimi gösteren ithal malın talep esnekliği (E_{NMd}); ithalat miktarlarındaki yüzde değişimin ($\Delta M/M$), yerli para birimi türünden ithalat fiyatındaki yüzdelik değişime ($\Delta P_{NM} / P_{NM}$) oranıdır (Ergun ve Taşar, 2014: 10):

$$E_{NMd} = \frac{\Delta M/M}{\Delta P_{nm}/P_{nm}}$$

Kurların artışının ithalatı azaltarak, dövizden tasarruf sağlaması, ithalat mallarının fiyatlarında farklılık olmadığı düşüncesine dayanır. Ancak ulusal ithalat talebinin azalması, ithalat mallarının fiyatlarında düşüğe sebep olmaktadır ve bu da ithalat mallarının arz esnekliğinin durumuna bağlı olmaktadır. Arzın esnek olması durumunda, fiyat sabit kalmakta, söz konusu durum tersine döndüğünde ise düşmektedir. İthal mal fiyatının düşmesi ise döviz tasarrufunu azaltmaktadır. İthalat malı arzının esnekliği, dünya ticaretlerinde söz sahibi olan ülkenin döviz kurunu artırdıklarında etkili olabilmektedir. Bu ülkelerin taleplerini azaltması dünya piyasasına etki ederek fiyatların düşmesine neden olur (Aslan ve Yörük, 2008: 46-48).

1.3.4 İthal Mallarının Arz Esnekliği

Bir maldan arz edilen miktarın o malın fiyatındaki değişmeye olan duyarlılığına, arzın fiyat esnekliği denilmektedir. Arz esnekliği kavramı birçok bakımdan talep esnekliği kavramına benzerdir. Bir arz eğrisi üzerinde hareket edildikçe fiyat ve arz edilen mal miktarı değişmektedir. Yerli para değerinin düşmesinin, ithal malın talebinin esnekliklerinin miktarı boyutunda, dövizden tasarruf yapacağına dair diğer bölümlerde anlatılanlar; ithalat mallarının yabancı para türünden fiyatlarda bir farklılık olmayacağı, yani ithalat mallarının sonsuz arz esnekliği olduğu varsayımına dayanmaktadır. Ancak, yerli paranın değerinde yaşanan bir düşüş ülkenin ithal mal talebinde azalma oluşması ihtimali, ithalat yapılan malların düşük arz esnekliğine yönelik olarak; yabancı para

türünden ithalat mallarının fiyatlarında düşüşe yol açmaktadır. İthalat malının arz esnekliği, ithal mal miktarındaki yüzdelerik değişimin ($\Delta M/M$), yabancı para cinsinden ithal fiyatındaki yüzdelerik değişime ($\Delta P_{FM} / P_{FM}$) oranıdır (Dinçer, 2009: 74-75).

$$E_{FMs} = \frac{\Delta M}{M} / \frac{\Delta P_{FM}}{P_{FM}}$$

Dolayısıyla, ithalat malının yurtiçindeki fiyatında, nispi fiyat etkisi ile oluşması beklenen değerden daha az ölçüde gerçekleşen yükseliş, döviz kuru dalgalanmasından beklenecek olan harcamayı kaydırıcı etkileri hafifletecektir. Bu durumla beraber, düşük seviyedeki arzın esnekliklerine göre, ithalat malının döviz ve böylece yerli para biriminden fiyatlarında meydana gelecek böyle telafi edici bir düşüşün, yalnızca dünya ticaretinin büyüklüğünde ciddi paya sahip ülke para birimlerinin değerinin düşmesi durumunda gerçekleşeceği beklenmektedir (Karaş ve Karaş, 2017: 38).

Dünya dış ticaretlerinde küçük bir bölüme sahip olanların yerli değerlerinde oluşan farklılıkların ise uluslararası ticaret miktarlarında bu tarz etkiyi yaratamayacağından, küçük ve açık ekonominin uygulayacağı döviz kuru politikasının etkisi; ithal malının arz esnekliğinin sonsuz olması varsayımı altında incelenmektedir (Özdamar, 2015: 86).

1.3.5 İhracat Mallarının Talep Esnekliği

Reel kurda meydana gelen %1'lik bir değişmeye karşın, ihracat mallarında yurtdışının talebinde yüzde kaç değişim olduğunu gösteren ihracat talebinin esnekliği; ihracattaki yüzdelerik farkın ($\Delta X/X$), yabancı para türünden ihracat fiyatındaki yüzdelerik farka ($\Delta P_{FX} / P_{FX}$) oranıdır (Ordu, 2013: 46).

$$E_{FXd} = \frac{\Delta X}{X} / \frac{\Delta P_{FX}}{P_{FX}}$$

İhracat mallarına talep olduğunda, belli bir mala yönelik olan toplam talep düzeyi ile aynı mallara ilişkin olan taleplerin ayrıştırılması gerekmektedir. Oldukça düşük bir esnekliğe sahip olan ürünlerin fiyatı, uluslararası pazarda diğer ihracatçı olan ülkelere göre azalması durumunda; söz konusu mala ilişkin ihracat talebinde artış olması olası bir durumdur.

Dolayısıyla bir ülkenin ihracat malına ilişkin kısmi talep; o malın toplam talebinden daha esnek yapıya sahip olacaktır (Aslan ve Yörük, 2008: 48-50).

1.3.6 İhraç Mallarının Arz Esnekliği

Reel döviz kurunda oluşan %1’lik bir farklılığa karşın, ihracat ürününün yurtiçindeki üretimlerinde oluşan yüzdelik farkı gösteren ihracatın arz esnekliği (E_{NXs}); ihracatın büyüklüğündeki yüzdelik farkın ($\Delta X/X$), ihracatın yerli para cinsinde gösterilen fiyatındaki yüzdelik farka ($\Delta P_{NX} / P_{NX}$) oranıdır (Ordu, 2013: 46-47).

$$E_{NXs} = \frac{\Delta X/X}{\Delta P_{NX}/P_{NX}}$$

Üretimin sabit fiyatla arttırılmasına olanak sağlayan, arz esnekliğinin sonsuz olduğu varsayımı ihracat arz esnekliğinin en iyi şartı kabul edilip; esneklik azaldıkça, üretimle beraber fiyatların da yükselmesini gerektirdiğinden, potansiyel olarak nispi fiyat azalacak ve dolayısıyla döviz kazançları da düşecektir. Dış ticaret arz esnekliği sonsuz farz edildiğinde, yerli paradaki değer kaybı – ithalatın talep esnekliği sıfırdan fazla olduğunda – dövizden tasarruf sağlarken; ihracatın talep esnekliği 1’den fazla olduğunda, dövizin kazananını arttıracaktır. Bu yüzden, yerli para birimindeki değer düşüşünün nötr veya pozitif (+) olarak oluşan döviz tasarruf etkisi, negatif (-) olamayacağından “dövizle” belirtilen dış ticaretin bilançosu; döviz tasarruf etkisinin döviz kaybından fazla olması halinde iyileşme gözükecektir (Aldemir, 2005: 12).

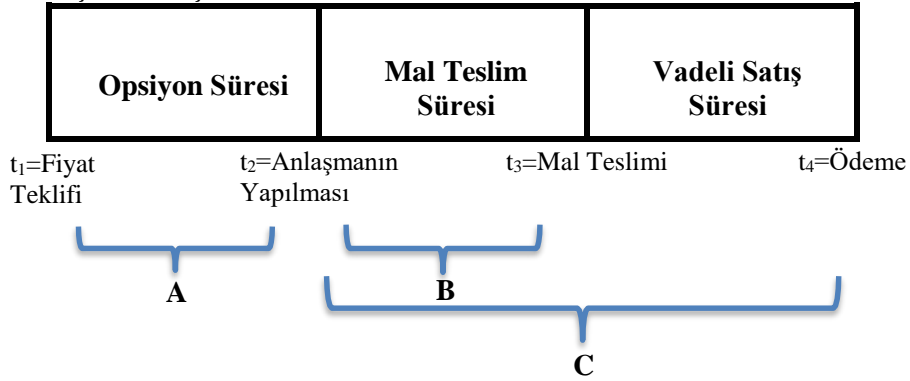
1.3.7 Döviz Kuru Riskinin Dış Ticaret İşlemleri Üzerindeki Etkileri

Daha önce sıkça bahsedildiği üzere 1944’te Bretton Woods görüşmeleriyle başlayan sabit kur sistemi 1973’e gelindiğinde petrol şoku sebebiyle ve monetarist politikaların hakim olmasıyla yerini dalgalı kura bırakmıştır. 1973’ten itibaren de fiyatlar genel seviyesinde ve faiz oranlarında aşırı dalgalanmalar yaşanmıştır. Söz konusu dalgalanmalar döviz kurlarında dalgalanmasına yol açmıştır. 1980’li yıllardan itibaren hem ticari hem de finansal sektörde küreselleşme eğilimleri hız kazanmaya başlamıştır. Piyasaların hızla küreselleşmesi, bilgi-iletişim teknolojisindeki gelişmelerle birlikte ihracata dayalı büyüme modelinin birçok ülke tarafından benimsenmesi sebebiyle işletmeler de bazı risklerle karşılaşmışlardır. Dış ticaret faaliyetleri farklı ülkeler arasında ve çeşitli para

birimleriyle gerçekleştiğinden döviz kuru riski bu risklerin başında gelmektedir (Doğan, 2000: 315-316).

Kur riskini, gelecekteki döviz kurlarında oluşabilecek beklenmedik farklılıkların sebep olduğu kaynakların, varlıkların ve nakit akımlarının yerli para değerinde iyi ya da kötü yönde değişme ihtimali olarak tanımlamıştı. Söz konusu risk, yabancı para bazında yapılan dış ticaret faaliyetlerinde, yurt dışı yatırımlarda ve uluslararası finansal işlemlerde oluşmaktadır. Meydana gelen döviz kuru riskinin temel nedeni alacak ve/veya borçların yabancı para cinsinden olmasından ve bu alacak ile borçların tutarlarının birbirinden farklı olmasından kaynaklanmaktadır (Özsağlam, 2016: 54-58).

Şekil 5. Dış Ticaret İşlemlerinde Döviz Kuru Riskinin Zamansal Gösterimi



Kaynak: (Yıldız ve Çiftçi, 2011: 32)

Buna göre, ihracat işlemi vadesiz olarak gerçekleşiyorsa B kısmı ihracatçının karşılaştığı kur riskini göstermektedir. İhracat vadeli olarak gerçekleştiriliyorsa C kısmı ihracatçının karşılaştığı kur riskini göstermektedir. A alanı ise kesin olmayan döviz kuru riski alanını ifade etmektedir. Nitekim dış ticaret işlemindedöviz kuru riski sözleşmenin yapıldığı andan itibaren başlamaktadır. Burada ise A alanında henüz sözleşme yapılmamış ve yapılacağı da kesin değildir. Bu durum aynı şekilde ithalatçı için de geçerlidir. Eğer anlaşma görüldüğünde ödemeli ise ithalatçının karşılaşacağı risk B alanı kadar, vadeliyse C alanı kadar olacaktır (Karaş, 2018: 52).

Kurda oluşan farklılıklar, dış ticaretle ilgilenen işletmeleri etkilemekte ve bu risk dış ticaret yapan işletmeler bakımından yönetilmesi gereken bir risktir. Söz konusu risk bazen sadece bir sektörü etkilediği gibi bazen de o sektörün rekabet avantajını yok

ederek ülke ekonomisini de etkileyebilmektedir. Dolayısıyla karşı karşıya kalınan kur riskinin yönetilmesi, yalnızca tek bir sektör veya tek bir firma açısından değil ülke ekonomisi bakımından da son derece önemlidir. Kur riski, dış ticareti düzeltme maliyetleri ve belirsizlikle doğrudan, yatırım yapısı, üretim ve hükümet politikası üstündeki etkileriyle dolaylı olarak etkilemektedir (Cote, 1994: 1).

1.3.8 Dış Ticaret ve Döviz Kuru Riski

Döviz pozisyonu net açık veren işletmenin kurdaki beklenmedik dalgalanmalar nedeniyle maddi olarak kayıp yaşama ihtimalini olan döviz kuru riski, uluslararası firmaların fiziki veya finansal sermaye hareketleri sonucunda ve dış ticaret faaliyetleri sonucunda gerçekleşebilmektedir (Sakal ve Yıldız, 2019: 32-33).

Kurdaki dalgalanmalar kamuoyu ve politika yapıcılar bakımından çoğunlukla dış ticaret işlemlerini bozan bir etken şeklinde değerlendirilmektedir. Bu doğrultuda, kurdaki volatiliteler doğru şekilde tahmin edilemediğinde, döviz kuru volatiliteleri dış ticaretle birlikte şirketin kar tahminleriyle ilgili önemli belirsizlikler yaratır. Bu durumda gereken korunmanın sağlanamaması halinde, dış ticaret işlemleri kötü yönde etkilenebilmektedir. Örneğin 1970’li yıllarda döviz kurundaki oynaklık sonucu petrol şoku yaşanmıştır. Artan fiyatlar seviyesi dünyanın genelinde yüksek enflasyona sebep olmuştur (Doğanay, 2016: 154).

Sonuçta kur değişimlerinin uluslararası ticaret üstündeki etkisiyle ilgili bulguların belli bir miktarında, yani geleneksel yaklaşımın varlığı altında, etkinin genelde negatif gerçekleştiği kanısına ulaşılmaktadır. Dolayısıyla, karşı karşıya olan döviz kuru riskiyle ve spekülasyon davranmayıp kur riskinden kaçmak isteyen işletmelerin ilerideki nakitlerini ve kâr akışını tahmin edebilmeleri veya buradaki değişimleri önleyebilmek amacıyla açık döviz pozisyonunu farklı korunma yöntemlerinden bazıları ile korumaya almaları tavsiye edilmektedir (Drucker, 1998: 42-44).

Öte yandan çok uluslu firmaların karşılaştıkları döviz kuru riski üç maddede açıklanabilmektedir. Bunlardan ilki, döviz kuru farkı sebebiyle muhasebe kayıtlarında ortaya çıkacak olan risktir. Birden çok ulusta işlem yapan işletmeler, yavru şirketlerinin

işlemlerini muhasebeleştirirken bu işlemlerin gerçekleştiği ülkelerin para birimlerini kullanırlar. Bu nedenle merkez şirkette birbirinden farklı ülkelerin para birimi türünden hesaplar oluşmaktadır. Küçük işletmelerin muhasebe kayıtları, ana firmada muhasebeleştirirken iki ülkenin para birimlerinin değer oranları üstünden yapılır. İki ülke parasının arasında meydana gelen kur farkı birbirlerini karşılıyorsa, herhangi bir zarar durumu oluşmamaktadır. Fakat ana işletmenin olduğu ülke parası, diğer işletmelerin bulunduğu ülkelerin parası karşısında değer kazanırsa muhasebe kayıtlarında döviz kuru farkı olacağından kaybetme durumu oluşacaktır (İnan, 2003: 28-31).

İkincisi ise, dış ticaret faaliyetleri ve kredi alışverişleri sonucunda oluşacak olan döviz kuru riskidir ve bu risk ana firmayla diğer firmalar arasında olabileceği gibi yavru firmaların da kendi aralarında oluşabilir. Diğer taraftan birden çok uluSAfaaliyet yapan çok uluslu firmaların diğer firmalarla olan ilişkileri neticesinde oluşabilir (Eski ve Güney, 2020: 22-25).

Üçüncü ve sonuncusunda ise; ana firmadan bağımsız yavru firmaların yurtdışındaki yatırımları sonucunda meydana gelecek risk durumudur. Söz konusu bu risk durumu üretim yapabilmek için yurtdışından hammadde ithal etme mecburiyeti olan ülkelere yatırımda bulunan çok uluslu işletmelerde meydana gelir. Söz konusu ülkenin parası değer kaybettiğinde oluşacak kur farkı sebebiyle kaybetme durumu ile karşılaşılırlar. Çok uluslu firmalarda yavru firmaların döviz pozisyonlarındaki tutar ve vade yönünden birbirlerini karşılar olması durumunda da risk de olmayacaktır. Söz konusu bu firmalar yavru firmaların yurt dışı yatırımlarında ve kredi alışverişlerinde riskle karşı karşıya kalacaklardır (İnan, 2003: 30-34).

Döviz kuru riskine maruz kalan işletme riski yok etmek için korunma aracını kullanmak ya da korunma aracını kullanmamak halinde iki seçenekle karşılaşmaktadır. Şirket, korunma aracına başvurmama alternatifini seçtiğinde kurdaki farklılıkların kendi beklentisi bağlamında gerçekleştiği düşüncesini taşıdıklarında, açık pozisyon stratejisiyle riski yüklenir, diğer bir ifadeyle spekülatif bir atakta bulunabilir. Dolayısıyla şirketlerin, korunma aracını kullanmaması halinde, şuan ki beklentileri ileride gerçekleşen veriyle aynı yönde olursa ve lehlerine gelişirse, şirket döviz kuru farklılıklarından ex-post olarak hiçbir kayıp yaşamayacaktır. Fakat şirketin şu an ki beklentileri, ilerideki gerçek

verileriyle tutarsız gerçekleşirse, döviz kuru volatilitésinin ve net döviz pozisyonunun hacmine göre, şirket ex-post olarak kayıp yaşayabilecektir. Bu sebeple, şirketin birtakım finansal ya da operasyonel yöntemlerle döviz kuru riskinden korunma politikasını tercih etmesi, bir başka ifadeyle kur risklerini telafi etmeleri beklenmektedir. Sonuçta dış ticaretle ilgilenen şirketlerin asıl işlem amaçlarının, ticaret veya üretim faaliyetlerinden kâr sağlamak olduğu düşünöldüğünde, şirketlerin spekülâtif hareket yaparak risk üstlenmek yerine, farklı yöntemlerle döviz kuru riskinden korunmak isteyeceği düşünölmür (Yıldız ve Çiftçi, 2013: 96).

Spekülâtif bir tavırda bulunmayan dış ticaret şirketi, açık olan döviz pozisyonunu döviz kuru risklerine karşı korunma yöntemlerini uygulayarak, gerçekleşebilecek olan finans durumunu kolay bir şekilde tahmin edebilecektir. Şirketin bu doğrultuda izleyeceği en iyi iki yoldan ilki içsel koruma yöntemlerini kullanmak, diğer bir yöntem olan ikinci yol ise, dışsal koruma tekniğini kullanmaktadır. İlerleyen bölümlerde döviz pozisyonu net açık veren şirketlerin söz konusu riske karşı korunmak için başvurabileceği iki farklı yöntem, çalışma doğrultusunda incelenecektir (Eun ve Bruce, 2001: 287-291).

İKİNCİ BÖLÜM

DÖVİZ KURU RİSKİNDEN KORUNMA YÖNTEMLERİ

2.1 KUR RİSKİNE KARŞI KORUNMA STRATEJİLERİ

Kur riski, döviz kurlarında beklenmedik bir değişimin firmaların gelir ve giderlerinde ya da genel olarak nakit akımlarında yol açtığı değişiklikler olarak tanımlanmaktadır (Ketboğa, 2019: 178). Karamustafa'ya (1995) göre; döviz kuru riskini belirleyen etmenler doğrultusunda net pozisyonu olan firmanın bu riski üstlenip üstlenmeyeceği, pozisyonlarının eksi, artı ve kur beklentisinin yönüne bağlı olmaktadır. Söz konusu riskten korunmak için firmalar karşı karşıya kaldıkları riskin türüne göre farklı yöntemler ve farklı finansal ürünler kullanmaktadır. Diğer bir ifadeyle kurlardaki volatilitelerin sıklaşması ya da artması, hedging yöntemlerinin, riskten korunma tekniklerinin oluşmasına neden olmuştur. Aynı zamanda firmaların uygulayabileceği bazı korunma stratejileri de bulunmaktadır. Günümüzde özellikle küreselleşmenin etkisiyle tek pazar haline gelen ülke ekonomilerinde faaliyet gösteren şirketler ciddi kur riski ile karşı karşıya kalmaktadır. Bu risk, işletmelerin faaliyet sonuçları üzerinde olumsuz etkiler yaratabilmektedir. Bu etkileri azaltmak veya en aza indirmek için birçok farklı günlük kur riski yönetimi tekniği ortaya çıkmaktadır. Ancak bu yöntemlerin uygulanması bir takım zorlukları da beraberinde getirmektedir (İpek ve Ildır, 2018: 240-244). Bu bölümde kur riskine karşı firmaların izlediği stratejilere yer verilecektir.

2.1.1 Tam Korunma Stratejisi

Muhtemel riskleri belirlemiş olan ve bunların karşılığında söz konusu olabilecek kazançlardan belirsizliği gidermek için vazgeçmeye razı olan işletmelerin genellikle riske tahammülleri yoktur ve herhangi bir pozisyonu açık bırakmanın spekülasyona sebep olacağı düşüncesini taşırlar (Karamustafa, 1995: 17).

Tam korunma stratejisi, kur farkından ortaya çıkan zararın, korunmada kullanılan araçların maliyetinden fazla olduğu düşüncesine dayanmaktadır. Döviz kuru tahminleriyle ilgili yapılan çalışmaları dikkate almadan bazı firmalar söz konusu stratejiyi

uygulayabilmektedirler. Tam korunmanın seçilmesiyle birlikte döviz kuru riskinin maliyeti, korunma araçlarının maliyetinden oluşmakta ve maliyet hesaplamalarında korunmak için yapılan masraflar da gösterilmektedir. Özellikle de döviz kuru sistemleri göz önüne alındığında, esnek kur sisteminde volatilitenin tahmin edilmesinin zor olması, tam korunma stratejisinin de önemini daha da çok artırmaktadır (Yıldız ve Çiftçi, 2011: 51).

Bu stratejiyle kur farklılıklarından doğan riskleri üstlenmeden yönetmek amaçlanmaktadır. Bununla kur farklılığından oluşabilecek, firmanın ileri dönemlerdeki nakit akışında belirsizliğe neden olabilecek bütün işlemler sabitlenmektedir. Böylelikle kur riskinden tam korunma uygulanmış olur. Döviz opsiyonları, vadeli işlem sözleşmeleri ve risk çeşitlendirmesi yapılması ise bu stratejide en çok kullanılan riskten korunma araçlarıdır (Sümer, Zengin ve Battal, 2018: 552-554).

2.1.2 Korunmadan Vazgeçme Stratejisi

Parasal mevcutlarının optimum değerlerine vade bitiminde ulaşacağı beklentisiyle büyük bir riske girmeyi göze alan bir işletme, işlemin ortaya çıktığı dönem ile vadeye kadar geçecek süre içinde yerel para birimine göre parasal alacakların değer kazanacağı, borçların ise değer kaybedeceği varsayımı ile bilinçli bir kararla risklerini korumayabilirler. Dolayısıyla firmalar, söz konusu olan kur riskine kayıtsız kalma stratejisiyle, kur riskini kabullenip karşılığında bir şey yapmamakta ve kur dalgalanmalarıyla ilişkili olumsuz sonuçlara duyarsız kalmaktadır. Bu stratejiyle döviz kuru riskinden oluşacak kayıpların korunma aracının maliyetinden daha az olacağı varsayımına dayanmaktadır. Firma, bu stratejiyi benimseyerek kur riskini yönetmemekte, yani olduğu haliyle kabullenmektedir. Bununla birlikte ihracatta rekabet gücünün önemi, döviz kuru politikalarının önemini ve döviz kurunun volatilitelerini beraberinde getirdiği ve ihracatı etkileyen birçok faktör olmasına rağmen ihracatçıların dayandığı temel faktör döviz kuru ve döviz kuru volatilitesi olduğu da gözden kaçmamalıdır (Dumrul ve Gökalp, 2022: 15-18).

Firmalar, korunma maliyetlerinin fazla olması ve risk yönetiminin başarısız olması gibi nedenlerden dolayı bu stratejiyi uygulayabilecekleri gibi, kur riski yönetiminin

gerekliliğinin farkında olmamaları gibi nedenler yüzünden riske duyarsız da kalabilmektedirler. Kur riski yönetiminin tam anlamıyla anlaşılabilmesinde şu etkenler etkili olmaktadır;

- Bazı işletmeler döviz kuru riskinin ölçülemeyeceğini ve riskin karmaşık olduğunu, bu nedenle ölçümün yapılamayacağını iddia etmektedirler,
- İthalat ve ihracat işlemlerini dünyada en çok kullanılan dövizler üzerinden gerçekleştirdiklerini, bu sebeple döviz kuru riskine maruz kalmadıklarını ileri sürmektedirler,
- Muhasebe kayıtlarını ve mali tablolarını fonksiyonel döviz olan dolarla tuttuklarını ve bu sebeple risklerden korunduklarını savunmaktadırlar (Sümer, Zengin ve Battal, 2018: 552-554).

Özellikle ayarlanabilir ve sabit kur sisteminde yaygın olarak benimsenen bir strateji iken, esnek kur sisteminde benimsenmesi firmaya büyük kayıplar ortaya çıkarabilmektedir. Zira sabit kurda volatilité sınırlı ve tahmini kolay olmaktadır, esnek kurda dalgalanmaların tahmini oldukça zordur (Çıtak ve Kurt, 2020: 14-16).

2.1.3 Esnek Korunma Stratejisi

Esnek koruma stratejisi ise iki aşırı ucun arasında yer alarak, diğér bir ifadeyle kur riskine kayıtsız kalma stratejisi ve tam korunmanın orta yolu şeklinde tanımlanabilmektedir. Döviz kurlarında meydana gelen değışmeler döviz arz ve talep eğrilerinin esnekliğine bağlıdır. Döviz arz eğrisinin esnekliğı düşük olduğı zaman, talepte yaşanacak küçük bir dalgalanma döviz kurunda büyük değışikliğe sebep olabilmektedir (Karluk, 1996: 336-337). Esnek koruma stratejisinde başarı elde edebilmek yalnızca, kullanıma hazır olan ve idari kaynakların, dövizlerin zamanla birbirlerine karşı değıerleneceğı veya değıer kaybedeceğı şeklinde ayırım yapılması ve uygun korunma yöntemlerinin benimsenmesine bağlıdır. Esnek korunma stratejisinde, çoğunlukla sınırlı dalgalanan sabit kurda, kurun üst ve alt kademelerine yaklaştığında uygulanmaktadır. Esnek kur sisteminde, döviz kuru riskinin tam olarak hesaplanamamasından dolayı sınırlı bir şekilde uygulanmaktadır. Risk uygulamaları çerçevesinde esnek korunma stratejisi genel olarak en zor olanı ancak uygulanması gereken bir stratejidir (Doğanay, 2016: 155).

Firmanın risk üstlenme ve riski yönetme tercihlerinden ve rekabet farklılıklarından yer aldıkları pazarlardaki fiyat farklılıklarından dolayı firmaların riske karşı tutumları da farklılık göstermektedir. Şu şartlara bağlı olarak bu stratejinin uygulanmasına karar verilebilir;

- Açık pozisyon tutarının büyük olması,
- Olumsuz kur değişiklikleri tahminlerinin yüksek olması,
- Korunma maliyetinin, kur riskinden doğabilecek zarardan daha düşük olması gibi şartlara bağlı olarak uygulanmaktadır (Yıldız ve Çiftçi, 2013: 99-100).

2.2 DÖVİZ KURU RİSKİNE KARŞI FİRMALARIN TUTUMU

Dış ticarete faaliyet gösteren küçük ve yeni firmalar, karşı karşıya kalacakları döviz kuru riskini fark etmemelerinden ve korunma yöntemlerini bilmemelerinden kaynaklı olarak riskten korunmak için hiçbir faaliyette bulunmazlar. Bazıları ise riskin bilincindedir ve korunma yöntemlerini farklı seviyelerde kullanırlar. Küçük dış ticaret şirketleri riske karşı çeşitli safhalardan çeşitli davranış sergilerler. Bir işletme ilk olarak dış ticaret başladığında döviz kuru riskinin farkında olmaması ya da korunma tekniklerini bilmemesi nedeniyle hemen hemen hiç korunmama eğilimindedir. Bu işletmelerin kur kayıplarına karşı söz konusu olan riskinin sınırsız olması nedeniyle bu durum oldukça tehlikelidir. Söz konusu işletmeler için meydana gelebilecek kayıpların telafisi ise oldukça zor olabilmektedir (Çıtak ve Kurt, 2020: 15).

Yeni ve küçük dış ticaret işletmeleri üstlendikleri riski fark ettiklerinde, yaptıkları işlemlere bir karşılık bulundurlar. Ancak burada her işleme yüzde yüz karşılık tutmak hem firmayı ekonomik riskle karşı karşıya bırakarak rekabet gücünü olumsuz etkiler hem de bu işlem oldukça zordur. Zaman geçtikçe, risk olasılığının artması firmaları kendi düşünceleri doğrultusunda seçici olarak korunmaya itmektir. Söz konusu bu tür korunmalardaki kur riski de firmaların kur hareketleri konusunda yanlış öngörülerde bulunması ve yanlış kararlar almaları sonucu doğmaktadır (Aydın, Ekinci ve Tüzün, 2017: 5-9).

Son olarak kurdan elde edilecek kâra göre hareket edecek olan şirket, para piyasasında

yalnızca spekülâtif amaçlı dahi işlem yapabilir. Sadece dış ticaretle uğraşmaya başlayan yeni ve küçük işletmeler değil, büyük ve köklü işletmeler bile, mevcut ve gelecekteki risk durumuna karşı, parasal alacaklarının değer kazanacağı borçların ise değer kaybedeceği varsayımı ile hareket etmektedir. Bu nedenle bilinçli bir kararla riskleri ve bunların karşılığında söz konusu olabilecek kazançlardan belirginlik uğruna vazgeçmeye hazır olarak tüm riskleri karşılama ya da gerektiği zaman risk karşılama eğiliminde olmaktadır (Ayhan, 2019: 635-637).

2.3 DÖVİZ KURU RİSKİNİN YÖNETİMİ

Döviz kurunun gelecekte ne olacağının bilinmemesi ve bu belirsizliğin ekonomide oluşturabileceği risk, kur riski olarak ifade edilmektedir. Bu kapsamda işletmelerin temel amacı olan değer artırılmasından hareketle, ortaya çıkan risklerin etkin bir şekilde belirlenmesi ve yönetilmesi de bu değeri artırma sürecinde önemli bir yere sahip olmaktadır (Büker ve Çelikkol, 2019: 125-138).

Son yıllarda finansal hizmet veren kurumlar ve şirketler, finansal hizmetler ekonomisinde oluşan farklılıklar nedeniyle sürekli olarak gelişim göstermektedir. Şirketlerin bu doğrultuda finansal kararlarını etkileyen etkenler (Tunç, 2020: 10);

- Teknolojik farklılık
- Artan rekabet gücü
- Sektör birleşmeleri
- Hissedarların yönetim faaliyetine odaklanması şeklinde sıralanabilir.

Sektörde yaşanan ittifakların ve birleşmelerin yaygınlaşmasıyla, artan rekabet şirketlerin global etkilere açık duruma gelmesine ve kâr marjının daralmasına neden olmuştur. Özellikle uluslararası faaliyette bulunan firmalar bu tür etkilere daha açık hale gelmekte ve mali yapıyı etkileyen dalgalanmalar, kur farklılıkları ve diğer olumsuz etkiler firmaları olumsuz etkilemektedir. Bununla birlikte teknolojinin neden olduğu hızlı iletişim olanakları finans sektöründe değişimi hızlandırmakta ve mali araçların değişiminin kolay ve düşük maliyetli olmasını sağlamaktadır. Ayrıca firma hissedarları teknolojinin getirdiği kolaylıklar sayesinde, işletmelerin mali politikalarını daha kolay takip edebilmektedirler (Doğanay, 2016: 154).

Değişen ticari ve iktisadi ortamın varlığında döviz faaliyetleri, firmanın yükümlülüklerini, ödemelerini ve değerini belirleyen bir yapıya sahiptir. Döviz Kuru Risk Yönetiminde (DKRY), bu faktörlere bağlı olarak, yükselen bir öneme sahiptir. Bu önemin artması ise başlıca üç sebebe bağlıdır (Yıldıran, 2003: 40);

1. Bretton Woods'un çöküşüyle oluşan, yeni mali yapı ticari ve finansal serbestleşmeye dayanıyordu. Bu da, çok uluslu işletmelerin yaygınlaşmasına ve enflasyonist baskılara neden olmuştur.
2. Kurlardaki dalgalanma; sabit kur sisteminin çökmesinden sonra, dalgalı döviz kuruna geçiş ülkeler arasında kur farkından kaynaklanan kur riskine açıklığı ortaya çıkarmıştır. Özellikle farklı ülkelerde faaliyet gösteren işletmeler için kur riski büyük bir problem haline gelmiştir.
3. Kura göre yapılan kar-zarar tahminlerinde, görüş mesafesi artmaktadır. Uluslararası ticaretin düzene koyulması amacıyla oluşturulan muhasebe kuralları, yöneticilerin kar-zarar tahmininde işini kolaylaştırmaktadır (Doğanay, 2016: 158-161).

Yükselen DKRY önemi, uluslararası piyasalarda faaliyet gösteren firmaların başarı gösterebilmeleri için, kur riskini yönetmesini mecburi kılmaktadır. Drucker'a (1998) göre başarılı bir ihracat firması olmak için, "kurdaki değişimlere maruz kalmaktan oluşan riskleri karşılamak ve böylece, döviz kurlarından kaynaklanan kayıplara uğramamak" gerekmektedir (Drucker, 1998: 34).

Başarılı bir ihracat firması olabilmek için, finansal yapısının güçlü olması ve riske karşı hazırlıklı olma mecburiyeti yapılan çalışmalarda ortaya çıkmaktadır. Burada kur yönetimiyle alakalı yapılan çalışmalarda, literatürden bir örnek vermek uygun olacaktır. Forbes ve Fortunes listesine kayıtlı 68 işletmenin 1990-1994 finansal tablolarının analizi, toplam cirosunda ihracat payı fazla olan işletmelerin döviz riskini yönetmek amacıyla türev ürünler kullandığını ortaya koymuştur (Kula, 2002: 38). Diğer yandan ihracatçı firmalar bu konuda fırsatları avantaja çevirme özelliğine de sahiptir. Çeşitli piyasalarda faaliyette bulunmak ve kurdaki faaliyeti yönetmek suretiyle, uluslararası rekabette avantaj oluşturmaktadır. Aynı zamanda risk yönetimi, Çok Uluslu Şirketler (ÇUŞ) bakımından da oldukça önemlidir. ÇUŞ'lar 1970'lerden itibaren kur riskinin

önemini kavramış ve risk tahmini, olası risklerin mali tablolara etkileri ve bu konuda yapılacak planlamalar hususunda yoğun faaliyetlere girişmişlerdir.

Özellikle de muhasebe sistemi ve nakit akışı bakımından, ülke koşullarına uyma mecburiyeti farklı yönetim tekniklerinin uygulanmasını zorunlu kılmıştır (Sağlam ve Başar, 2016: 23).

Aynı zamanda yurt içi piyasalarda faaliyet gösteren şirketler de kur riskine maruz kalmaktadır. Aggarwal ve Harper, yerli firmaların yurtdışında çalışan firmalarla hem doğrudan hem de dolaylı olarak rekabet ettiğini belirtmektedir. Yabancı para birimlerinin değerindeki değişiklikler, yerli mallara yönelik dış talebi etkilemekte dolayısıyla yurt içi fiyatları değiştirmektedir (Aggarwalve Harper, 2010: 1620).

Adler ve Dumas ise firmaların kur riskine maruz kalmasının etkenlerinden bahsederken iki önemli faktöre vurgu yapmaktadır. Bunlardan birincisi, döviz kuru hareketlerinin kısa ve uzun vadeli parasal varlık ve yükümlülüklerinin değerini etkileyebilmesidir. İkincisi, döviz kuru dalgalanmaları, fiziksel varlıkların kalıntı değerinde veya ikame değerinde değişikliklere yol açabilmektedir. Bununla birlikte bir firma döviz kuru dalgalanmalarına maruz kaldığında illa yatırımcıların bir risk primi talep edeceği anlamına gelmemektedir. Kur riski başarılı bir şekilde çeşitlendirilebilirse, bu riske maruz kalmak firmanın öz kaynak maliyetini etkilemeyecektir (Adler ve Dumas, 1983: 940-946).

Ancak bazı firmalar risk yönetimi gerekliliğinin farkında olamamaktadır ve bu konuda kur riskinin önemini kavranamamasında bazı faktörler bulunmaktadır. Bunları şu şekilde sıralayabiliriz;

1. Firmalar, riske açıklığın ölçülemeyeceğini savunmaktadır. Kur riski hassaslıkla ölçülememektedir ve oldukça karmaşık yapıdadır.
2. Bazı firmalar, korunduklarını iddia etmektedir. İhracat-ithalat işlemlerinin korunduğunu ve uluslararası faaliyetlerde yabancı para üzerinden korunduklarını iddia ederler.
3. Kur riski yönetiminin önemi tam olarak kavranamamaktadır. Yönetimde kullanılan araçların kullanımını reddedilir veya kullanılmaz.

4. Bazı firmalar yaptıkları işlemlerini en çok kullanılan dövizle yani dolarla yaptıklarını ve bu yüzden de riskle karşı karşıya olmadıklarını iddia etmektedirler; ancak dolarda bir farklılık olursa, bu farklılıktan firmalar etkilenmektedir.
5. Bu şirketler, mali tablolarını ve muhasebe kayıtlarını “fonksiyonel döviz”le yani dolarla tuttuklarını, bu nedenle korunduklarını savunurlar; o halde, bilançodaki riskler gecikmeli olarak karşılırlarına çıkacağından, şirketleri yanıltıcı bir sonuç ortaya çıkarmış olmaktadır (Doğan, Türk ve Çürük, 2001: 85-88).

DKRY gerekliliği üzerine birçok farklı tartışmalar yapılmaktadır. DKRY ile ilgili yapılan yaklaşımlar şu şekildedir:

- DKRY gereksizdir,
- İşletmelerin bu konuda çalışma yapmaları mümkün değildir,
- Döviz kuru risk yönetimi gereklidir ve işletme içinde ve dışında birçok strateji ve teknik kullanılarak döviz kuru risk yönetimi yapılabilir (Yıldırım, 2003: 42).

Bununla birlikte DKRY açısından kur riskinin kayıp ihtimalini en düşük kayıp oranına, kazanç ihtimalini en yüksek kazanç oranına çekebilmek amacıyla kuruluşların yapması gereken en önemli şey etkili yönetimdir (Özbey, 2017: 12). Aynı zamanda döviz yönetimi, kuruluşlar bakımından hem fırsat niteliği hem de yük taşımaktadır. Topçu (2010), kurumsal yönetimi kısaca; kurumların daha şeffaf ve adil bir şekilde yönetilmeleri olgusu olarak savunurken risk yönetimini de bu amaca ulaşmada en önemli araçlardan biri olarak görülmeye başlandığını iddia etmiştir. Döviz yönetimi bankalar bakımından düşünüldüğünde, müşterilerine hizmetlerini dövizle yapabilme olanağı sunduğu için işlemlerinde, işlem hacminde, fon verimliliğinde, rekabet gücünde, uluslararası itibarda ve yurtdışından elde ettiği kredi temininde artış oluşturacağından bir fırsat sunmaktadır. Firmalar açısından döviz yönetimi de rekabet gücünde, fon verimliliğinde, banka puanını kazanma ve dolayısıyla itibarlı bir müşteri olma niteliğini kazanmada artış oluşturacağından bir fırsat oluşturmaktadır (Boyacıoğlu ve Çürük, 2016:149-150).

Öncelikle 1990’lı yıllarda baş gösteren ekonomik krizlerin ardından gerçekleşen döviz kuru dalgalanmalarına çözüm olarak devalüasyonlar ve istikrar programları uygulanmıştır. Bu uygulamalar da bir açıdan risk yönetimidir (Korur, 2019: 27). Son

yıllarda özellikle gelişen ülkelerde finansal risk yönetimi araçları olarak türev ürünlerin kullanımını artmıştır. Ancak günümüzde dövizle çalışan kuruluşlar ve bankalar döviz yönetimini sağlamak için bilançodaki risklerin piyasada kısa/açık, uzun/fazla veya denk pozisyondaki faaliyetlerine ters yönde konumlandırıldığı türev piyasada elenme olanağı sağladığı için türev ürünlere yönelik bir talep içindedirler. Ama burada dikkat edilmesi gereken nokta bilanço içi (piyasada yapılan işlemlere bağlı olan) döviz pozisyonları ve bilanço dışı (türev piyasada yürütülen işlemlere bağlı olan) döviz pozisyonlarının birbirine uyumlu olması ve toplamalarının da birbirini nötr hale getirebilmesi meselesidir. Kur riski yönetimi açısından bu durum oldukça önemlidir (Yücel, Mandacı ve Kurt, 2007: 3).

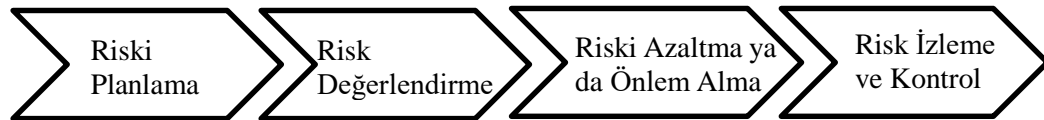
Tablo 3. Döviz Pozisyonlarındaki Dengesizliğin Bankalara Etkisi

	Döviz Kurlarında Aşağı Hareketlilik	Döviz Kurlarında Yukarı Hareketlilik
<i>Döviz Pozisyonları</i> Bilanço İçi > Bilanço Dışı	Kar / Kazanç	Zarar / Kayıp
<i>Döviz Pozisyonları</i> Bilanço İçi < Bilanço Dışı	Negatif Etki	Pozitif Etki

Kaynak: (Özbey, 2017: 14)

Kur riski yönetimi teknikler, stratejiler, risk çeşidi, firmanın yönetim sistemine göre değişiklikler gösterebildiği gibi firmalar arasında uygulama biçimi olarak da değişiklik göstermektedir. Ayrıca risk yönetimi belli bir bölümün yönetebileceği bir çaba olmamakla birlikte muhasebe, üretim, finans ve pazarlama ile üst yönetimi de içeren bir birliktelikle yürütülebilecek bir uğraştır. Risk yönetimi çeşitli aşamalardan oluşmakla birlikte, bu aşamalar genellikle risk planlama, riski değerlendirme, riski azaltma ve risk izleme şeklindedir (Altıntaş, 2020: 31).

Şekil 6. Döviz Kuru Riski Yönetim Süreci



Kaynak: (Altıntaş, 2020: 31)

1. Riski Planlama: Burada riski yok etmek veya olabildiğince en düşük seviyeye düşürmek amaçlanır. Risk yönetimine yönelik strateji geliştirilmesi, kullanılacak

teknikte, yöntem ve araçların belirlenip yararlanılacak kaynakların belirlenmesi işlemleri gerçekleştirilir.

2. Risk Değerlendirme: Bu aşama riskin belirlenmesi ve risk analizi şeklinde iki kısma ayrılarak risk tanımı yapılmaktadır. Burada önemli olan risk belirlenirken firmanın yaptığı faaliyetler ve ilişkiler göz önüne alınmalıdır. Bu şekilde karşı karşıya kalınan riskler belirlenmektedir. Daha sonra belirlenen risklerin meydana gelme ihtimali oluşacağı zaman aralıklarının ne olacağı ve firmayı uğratabileceği kayıplar üstünden analiz işlemi yapılmaktadır.
3. Riski Azaltma veya Önlem Alma: Bu kısımda riski kontrol etme, transfer etme olasılığı, üstlenme veya kaçmaya yönelik politikaların belirlenerek buna uygun işlemlerin uygulamaya konulması faaliyetlerini içermektedir.
4. Risk İzleme ve Kontrol: Yönetim stratejileri üstünden risk yönetimi ve uygulanan riski azaltma işlemlerinin neden olduğu sonuçlar ve etkileri izlenen bu kısımda, ilgili dönem aralığında dalgalanan veriler mümkün olan en kısa vade aralığında hesaplamalara aktarılmıştır. Sonucunda görülen bir sapma olursa, sebepleri araştırılarak kontrol gerçekleştirilmelidir (Battal ve Mühim, 2016: 42-44).

2.4 DÖVİZ KURU RİSKİNDEN KORUNMA (HEDGİNG)

Hedging’de amaç, kâr elde etmek değil, kur değişimleri neticesinde oluşabilecek riski minimize etmektir. Söz konusu işlemleri yapanlara “hedgers” veya “risk sınırlayıcıları” denmektedir. Döviz hedger’ları açık döviz pozisyonlarını kapatarak koruma altına almakta ve potansiyel kayıpları sınırlandırmaktadır. Döviz işlemleri olan kuruluş ve kişilerin hepsi için hedging kaçınılmazdır. İşletmeler bünyesinde bulunan döviz kuru hareketlerinden sorumlu birimler genel anlamda hedginge dayalı işlemlerle firmaların finansal sürekliliğini sağlamaya yardımcı olmalıdır (Özsoy, 2018: 72). Şirketlerin ve ülkelerin dövizle olan borçlarını hedge etmemeleri sebebiyle, borçlanılan dövizlerin farklı paralar karşısında değerinin düşmesi durumunda, dış borcunda yüksek artışlar yüzünden kayıplara sebep olmaktadır. Örneğin, 1985 yılı başından 1992 yılı Eylül ayı sonuna kadar ABD Dolarının diğer dövizler karşısında değer kaybetmesi yüzünden Türkiye’nin dış borç stoğunda 14 milyar ABD \$’ı artış meydana gelmiştir. Hazine ve Maliye Bakanlığı’nın son verilerine göre, Türkiye’nin brüt dış borç stoku Haziran 2021 itibarıyla 446,4 milyar dolar seviyesinde ve dolar kurundaki her 1 TL’lik artış, dış borç

yükünü 446,4 milyar TL artırmaktadır (Ergün, 2022: 139).

Diğer bir önemli konu ise hedging yapan kişilerdir. Hedging tekniğinin başlıcakullanıcıları; ithalatçılar, ihracatçılar, ithal girdi kullanan yerli şirketler, dövizle yatırım yapan ve borçlananlar, değişken veya sabit getirili yatırım araçlarına yatırım yapan kişilerdir. Bu doğrultuda döviz spekülasyonu yapanların dışındaki tüm kişi ve kuruluşlar, ödemenin olacağı tarihteki kurdan işlem yapmak isterler. Böylece mümkün olduğu kadar döviz kurlarındaki oynamalardan kendilerini korumak ister (Arslan, 2005: 109).

Genellikle büyük firmalar küçüklere göre daha çok hedginge başvurmaktadır. Hedging tekniklerinin maliyetinin bulunması ve küçük şirketlerin büyüklere göre tecrübe ve bilgi eksikliği, küçük şirketlerin daha az söz konusu tekniklere başvurma nedenleri arasındadır. Ayrıca büyük işletmelerin büyüme oranları küçük işletmelere oranla daha yüksek olduğu için büyük firmalar spekülatif riskler almak yerine hedging yaparak riskten korunmayı tercih etmektedirler (Dinçer, 2019: 23-24).

Uluslararası alanda işlem yapan şirketlerin yüksek risk ortamında, etkin planlama stratejisi uygulamaları, gelişmiş teknoloji kullanmaları, ucuz işgücü sağlaması, kârlarını koruyup varlıklarını sürdürmeleri için yeterli değildir. Şirketler yalnızca iyi ve etkin planlanmış risk yönetiminin varlığıyla kazançlarını koruyup varlıklarını sürdürebilirler. Beklenmedik dalgalanmalardan dolayı maruz kalacakları zararı etkin risk yönetimiyle minimuma indirebilebilirler. Bu nedenle kur riskinden korunmak için firmalar hedge yöntemine başvurmak istediklerinde ürün seçimi, hedge büyüklüğü ve hedge maliyetini hesaplamaları gerekmektedir (Battal ve Mühim, 2016: 45).

Dünyadaki bütün şirketler, kur riski konusunda artan seviyede çalışıp, aktif yönetim politikaları uygulamaya çalışmaktadırlar. Şirketlerin hedging sebepleri ise aşağıdaki gibi sıralanmaktadır (Arslan, 2005: 112):

- Değişiklikleri sürekli ve anında izleyebilme ihtiyacı, finans teorisyenlerini gerek dalgalanmaların oluşturacağı risklerden korunmak, gerekse bu dalgalanmalardan kazanç elde etmek (spekülasyon) gibi amaçlarla yeni finansal araçlar aramaya

yöneltmiştir. Firmaların swap, opsiyon, forward gibi finansal araçlara (türev ürünler) yatırım yapma nedenleri genellikle risklere karşı önlem almak veya bu risklerden yararlanarak kazanç elde etmektir.

- Politika seçimi, risk seviyesi, hangi tekniğin şirket için daha iyi olacağı gibi konularda yönetim bilgi sahibi olursa şirketlerin döviz kuru riski tahmini, bireyselpay sahiplerine oranla daha başarılı olacaktır.
- Şirketler ilerideki nakit akışlarını kur riskinden koruyacak biçimde tahminlerini doğru yapıp planlarsa, şirketlerin fonlama ve yatırım imkanları artacaktır.
- Şirketler kısa vadede nakit akışlarında fiyat volatilitelerini azaltmak amacıyla hedging yapmaktadır.
- Şirketler dış şok yaşadığında, şirket yönetiminin buna karşı korunma önlemlerini alması şirketi gelecekteki ek zarar ve kayıplardan kurtarabilir (Dinçer, 2019: 25).

2.4.1 Hedging Büyüklüğü

Hedging büyüklüğünü belirlemek için yalnızca kaç tane sözleşme alınıp satılacağına karar vermek gerekmektedir. Bunun belirlenmesi de portföy getirisinin volatilitesine ve sözleşmelerin getiri değişikliğine bağlıdır. Bir birimlik spot pozisyonu hedge edebilmek için gerekli hedging ürün sayısı, korunmanın büyüklüğünü vermektedir. Buna da “hedging oranı”denmektedir. Örneğin, yenileme dönemi üç ay sonra olan değişken faizli bir USD kredisi olduğu farz edilirse, bu spot pozisyon Eurodollars 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 nedenle pozisyonda 1:1 hedge etmek istenildiğinde her bir birimdeki spot pozisyona 2 birim futures pozisyonu almak gerekmektedir (Aşıkoğlu ve Kayahan, 2008: 162-165).

2.4.2 Hedging Etkinliği ve Enstrüman Seçimi

Piyasada çeşitli korunma enstrümanlarından tercih yapılırken spot pozisyonu olan ürünün fiyatıyla yakın hareket eden, diğer bir ifadeyle korelasyonu yüksek olan enstrümanın seçilmesi gerekmektedir. Ancak bazen %100 hedging yapmak mümkün değildir ve belli bir seviyede kalmaktadır. Buna da Baz Fiyat Riski adı verilmektedir. Fakat söz konusu risk genellikle spot piyasa riskinden az gerçekleştiğinde hedging

yöntemleri seçilme nedenidir. Örneğin, spot türüne en yakın ürünün korelasyon derecesi 0,87 ise fiyat riski %87 oranında hedge edilmiş ve %13 başlangıç riski devam ediyor demektir (Nazlı, 2006: 67). Kalan kısmı baz fiyat riskidir. Bu yüzden, korunma etkinliğinin tespitinde korelasyon derecesi baz alınmaktadır.

Enstrüman seçiminde dikkat edilmesi gereken başka bir faktör ise, kur riski yönetimi yapacak kişinin geleceğe yönelik beklediği spot fiyattır. Örneğin, bir Japon ihracatçının Amerikalı ithalatçıdan 1 ay vadeli olduğu USD alacağı, USD'nin YEN karşısındaki bugünkü değerinin en düşük düzeylerde olduğu ve bir ay içinde yükseleceği, ayrıca USD faizlerinin de çok düşük ve bir ay içinde artacağı beklentisinin oldukça yüksek olduğu varsayılırsa, bu durumda Japon ihracatçının hedging yapmasına pek fazla gerek kalmayacaktır. Diğer yandan ihracatçı USD'nin kesinlikle değer kaybedeceğini inaniyorsa USD'leri YEN karşısında forward satması, eğer USD'nin değer kazanacağına inaniyor ve değer kazanma olasılığını da açık bırakmak istiyorsa, optimal çözüm olarak opsiyon anlaşmasına gitmesi gerekir. Beklentinin ihtimal seviyesi dahi çeşitli opsiyon stratejilerinden hangi stratejinin tercih edileceğini belirlemektedir (Aşıkoğlu ve Kayahan, 2008: 167).

2.4.3 Hedging Maliyeti

Hedging maliyeti, çeşitli ürünler açısından hangisinin tercih edileceği hususunda göz önüne alınması gereken önemli bir etkidir. Burada her faaliyetin alış satış farkı, komisyon veya her ikisini de içeren bir maliyeti vardır. Hedge ürünlerinin pazar durumuna ve ürünlerin çeşitlerine göre fiyatları farklılık göstermekte ve şuan ucuz görülen hedge, bir gün sonrasına göre ucuz olmayabilmektedir (Kendirli ve Kaya, 2018: 118-119).

Bir risk transferi olan hedgingte riski yönetmenin bir maliyeti olacaktır. Çoğunlukla spekülörlerin yönettiği risk için prim istenilmekte, bankalar tarafından yönetilen riskler karşılığında da komisyon, alım-satım farkı gibi maliyetleri beraberinde getirmektedir. Bu yüzden hedging stratejilerini seçerken amacına uyan düşük maliyetli olanın tercih edilmesi gerekmektedir. Bu doğrultuda, hedging maliyeti vadeli işlemten dolayı oluşan riskin yüzde bedeli olarak hesaplanmakta ve aşağıdaki gibi formüle edilmektedir (Yıldız

ve Çiftçi, 2010: 98-99).

$$\text{Hedge Maliyeti} = (\text{Efektif fiyat} - \text{Spot fiyat}) * \text{Risk Tutarı}$$

Örneğin TL'ye sahip olan bir şirketin 3 ay sonra ödemek üzere 10.000 ABD doları borcu bulunmaktadır. Söz konusu borcu ödeyebilmek için şirket 3 ay vadeli forward ürünü için uzun pozisyon almak isteyecektir. Dolayısıyla spot fiyatın 15 TL/USD, hesaplanan en kötü senaryoda kurun 18 TL/USD, 3 aylık forward fiyatın 16 TL/USD ve 3 ay sonra gerçekleşmesi muhtemel olan piyasa fiyatının (hesaplanan ortalama efektif fiyat) 15 TL/USD olduğu düşünülürse 10.000 ABD doları borcu olan şirketin TL bazında borcu, kurun en kötü senaryo olan 18 TL/USD olması durumunda 15000 TL'den 18000 TL'ye çıkacaktır. Dolayısıyla şirketin maruz kaldığı risk 3000 TL'dir. Bu durumda eğer şirket herhangi bir hedge işlemi yapmama kararı alır (hedge oranı=%0) ise 3000 TL'lik olası kayba razı olacak demektir. Hedge yapmama kararından dolayı hedge maliyeti bulunmamaktadır. Eğer hesaplanan risk gerçekleşir ise, toplam kayıp hesaplanan riske eşit olacak ve 3000 TL'lik risk maliyet olarak şirketin finansal tablolarına yansıtacaktır (Aşıkoglu ve Kayahan, 2008: 172).

Örneğin bir şirket maksimum 2000 TL'yi kaybetmeyi göze almakta, başka bir ifade ile borcunun 1700 TL'yi aşmasını istememektedir. Bu durumda şirket riskini en az %50 oranında hedge etmelidir. Bu işlem ile şirketin maruz kalmayı **beklediği** efektif fiyat, **beklenen** piyasa fiyatının 15 TL/USD olduğu ortamda 1.550 TL olacaktır. Maruz kalacağı en kötü efektif fiyat ise 17 TL/USD'dir. Bu durumda şu yorum yapılabilir. Şirket en baştan 500 TL ($10.000 * (15.5 - 15) = 500 \text{ TL}$) ödemeyi kabul ederek riskini 2000 TL ile sınırlamıştır. Bu durumda hedge maliyeti 500 TL ve kalan (residual) risk $2000 - 500 = 1500 \text{ TL}$ olacaktır. En kötü senaryonun gerçekleşmesi yani kurun 18 TL/USD olması durumunda şirketin borcu %50 hedge oranı altında 1700 TL'yi aşmayacaktır. Bu durumda %50 hedge oranı ile şirket kaybetmeye razı olduğu miktardan daha fazlasını kaybetmemiş olacaktır.

2.5 DÖVİZ KURU RİSKİNİN FİRMALAR ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Kur sistemlerinin aksamasından ya da yapısal özelliğinden meydana gelen kur dalgalanmaları, açık ekonomilerde şirketleri etkileyen makroekonomik belirsizliğin en

temel kaynağıdır. Döviz kurlarının faiz oranlarına göre on kez ve enflasyona oranla dört kez daha volatil¹ olması bu durumun en açık kanıtıdır. Şirketler açısından kurdaki değişikliklerden kaynaklanan kazanç ya da kayıp ihtimali, “Kurun Etkisine Açık Olma” olarak ifade edilmektedir (Kolb, 1988: 769).

Kur riski ile kur etkisine açık olma birbiriyle bağlantılı kelimeler olmakla birlikte, aynı anlamı taşımamaktadır. Bir işletmenin her işlemi direkt olarak kur etkisine açık değildir. Yerli para türünden yapılan borçlanmalar ve iç piyasaya olan satışlar bu türe dahil edilebilir. Oysa; ithalat, ihracat, döviz türünden alacak ve borçlar gibi faaliyetler, kur etkisine açık işlemlerdir. Ayrıca kur farklılıklarından direkt olarak etkilenmektedir (Doğanay, 2016: 155).

Kurdaki beklenmedik hareketlerin, şirketin gider ve gelirlerinde veya genel nakit akımlarında oluşturduğu farklılık ise kur riski olarak tanımlanmaktadır. Yani risk; döviz kuru etkisine açık olan mali değerlerinde beklenmedik farklılıkları ifade etmektedir. Dolayısıyla, şirketin ilk olarak kur etkisine açık olmasıyla kur riski meydana gelmektedir. Düşünüldüğünün tersine, yalnızca yerel üreten ve yerli parayla borçlanan şirketler de dahil olmak üzere piyasanın önemli kısmı döviz kuru dalgalanmalarının etkisine açık haldedir (Ay, Üçler ve Koçak, 2009: 54).

2.5.1 Döviz Kurunun Ekonomik Etkisi

Ekonomik etki; döviz kurunda meydana gelen değişiklik sebebiyle, nakit akımlarının güçlenmesi veya zayıflamasının, firmanın işleyen teşebbüs değerinde meydana getirdiği değişimdir (Doğan, 2000: 310-311).

Başka bir tanımlamaya göre ise ekonomik etki; kurda oluşan değişikliklerin bir işletmenin gelecekteki nakit akımlarının net bugünkü değerini etkileme seviyesini ifade etmektedir. Söz konusu etki çoklu ve uzun vadeli faaliyetler üzerinde meydana gelmekte ve fiyatlar, maliyetler, kârlar ve satışlar gibi işlemlere dayalı değişkenleri içerir. Döviz kurlarının ekonomik etkisi iki bölüme ayrılmaktadır. Bunlar; işletme etkisi ve işlem etkisidir (Seyidoğlu, 1999: 181).

¹ Volatil: Bir piyasada değer sık sık ve hızlı bir şekilde dalgalanması, oynak olması.

2.5.1.1. Kur Değişimlerinin İşlem Etkisi

İşlem etkisi, yabancı paraların ağırlıklı olduğu sabit yükümlülüklerin yerli değerinde kur farklılıklarının meydana getirdiği etkidir. Diğer bir ifadeyle işlem etkisi, kurdaki volatiliteler nedeniyle, şirketin gelecekteki nakit akışı riskidir. Etkiye sebep olan işlemler; kısa vadeli içerecek şekilde, döviz üzerinden bir ürünün satın alınması/satılması, kredi verilmesi/borçlanması veya yabancı para ağırlıklı varlıkların edinilmesi ya da yükümlülüklerin üstlenilmesini kapsamaktadır (Doğanay, 2016: 158-160).

İşlem etkisi; dış ticaretle de olsa, döviz dayalı borçlanma biçiminde de olsa, tarafların ödeme ve fiyat şartları üstünde anlaşmaya gittikleri süreden itibaren işlemeye başlamaktadır. Tahmin edilemeyen döviz kuru farklılıkları olduğu sürece de kur riski oluşmaktadır. Beklenen döviz kuru farklılıkları ise henüz sözleşme yapılırken fiyata eklenmektedir (Tapşın ve Karabulut, 2013: 204).

Kurlarda oluşan farklılıklar, şirketin rekabetini dolayısıyla da fonlarının maliyetini ya da kazançlarını etkilemektedir. Sanayi düzeyindeki yoğunlaşma dikkate alındığında; rekabetin az olduğu endüstrilerde fiyatlar marjinal maliyetin üzerine kadar yükseltildiğinden, firmalar ılımlı döviz kuru değişimlerini yerel para ayarlamaları ile absorbe edebilmektedirler. Bunun karşılığında da rekabetçi piyasada etki daha çok olmaktadır (Seyidoğlu, 2001: 181-182).

2.5.1.2. Kur Değişimlerinin İşletme Etkisi

Döviz kuru farklılıklarının kısa dönemdeki etkileri, işlem etkilerini daha çok yansıtmaktadır. İşletme etkisi ise, orta vadede ortaya çıkmakta ve döviz kuru değişimlerinin, firmanın gelecekteki nakit akışları üzerinde yaratacağı etkileri ifade etmektedir. Şirketin daha iyi gelişmesi bakımından etkinin daha sağlıklı bir biçimde yönetilmesi ya da yönlendirilmesi ciddi önem arz etmektedir (Doğanay, 2016: 161-162).

2.6 KORUNMA YÖNTEMLERİ

Uluslararası döviz türünden ticaret yapılan şirketler kur riskini farklı teknikler kullanarak azaltmaya çalışırlar. Stein, Froot ve David Scharfstein (1993), şirketlerin kur riskinden korunma stratejilerini araştırdıkları çalışmalarında, şirketlerin ileride

gerçekleşebilecek yatırım fırsatlarını yükselttikçe riskini yok etme düşüncelerinin de giderek arttığı sonucuna varmışlardır. Aynı zamanda şirketlerin riskini elemine etmekte izledikleri tekniklerin yatırım masrafı ve gelirinine göre farklılaştığını belirtmektedirler. Çalışmalardan çıkarılan sonuca göre opsiyon sözleşmeleri finans planlarının ve yatırımların koordinesinde forward ve future anlaşmalardan daha net bir sonuca varılmasını sağlayabilmektedir (Injadat, 2014: 248-252).

Eric Chang ve Kit Pot Wang (2003), şirketlerin kur riskini yok etmedeki yerini inceleyen araştırmalarında, opsiyon, future ve forward sözleşmesinin ekonomide başta yer alan araç olduklarını, sermaye piyasalarının gelişmediği ve döviz piyasasının kontrol edildiği gelişmekte olan ve az gelişen ülkelerde de söz konusu araçların çok az kullanıldığını ifade etmişlerdir. Buradan az gelişen ülkelerin firma içi teknikleri ve gelişmiş ülkelerin ise türev ürünleri tercih ettiği sonucuna ulaşılmaktadır (Chang ve Wang, 2003: 560-563).

Gregory Brown (2000) ise, bu konuda firmanın optimum değer sağlayacak kesin sayılabilecek kur riski politikasının olmadığını ve kur riski yönetiminin şirketlere olan etkisinin zor bir seçim olduğunu belirtmiştir. Dolayısıyla firmaların önemli bir amaçları olan firma değerinin artırılmasından yola çıkarak, meydana gelen kur riskinin etkin bir biçimde seçilerek riskin yönetimi de firma değerinin artırılmasında bir rol oynar. Bu yüzden hangi tekniğin seçileceğine doğru karar verilmelidir (Doğanay, 2016: 151).

Aynı zamanda şirketlerin hedginge başvurarak döviz kuru hareketlerinden oluşabilecek riski minimuma indirebileceklerinden hareketle, ihracat yapan şirketler bu bağlamda riskten sakınma, riske uyum sağlama, riski aktarma ve çeşitleme gibi dört stratejiyi izleyebilmektedirler:

- Kur Riskine Uyum Göstermek: Riski üstlenip, riskin yönetiminde kullanılacak araçlarla yönetebilirler.
- Kur Riskinden Sakınmak: İhracat faaliyetlerini riskten uzaklaştırmak için, risk yaratabilecek faaliyetlerden kendilerini sakınabilirler.
- Çeşitlendirme: İhracat faaliyetlerini ve piyasayı çeşitlendirip farklı döviz kullanımını yaygınlaştırma şartıyla, riski düşürebilirler.
- Kur Riskini Aktarmak: Riskin çeşitli araçlarla finans kurumuna yansıtabilirler (Yıldıran, 2003: 59).

Söz konusu bu stratejileri uygulayabilmek amacıyla, şirketler risk yönetimlerinde firma yapısına uygun araç ve teknikler geliştirmenin yanında, firma dışında da hedging araç ve stratejileri vardır. Bu yüzden firmalar hedging işleminin büyüklüğüne, etkinliğine, araç seçimine ve hedgingin maliyetine dikkat ederek hedgingin tekniğini belirlemesi gerekir. Dolayısıyla kur riskine karşı firma içi ve firma dışı olmak üzere çeşitli tekniklerle bazı önlemler alınmaktadır. İşletme içi hedging yönteminde, şirket kendi kaynaklarından faydalanarak kur riskinin ve faiz riskinin düşmesini belirtmektedir. İçsel hedging yöntemleri, firma içindeki dinamiğin kullanılmasıyla ve mali yapısının ayarlanmasıyla gerçekleşmektedir. İçsel korunma yöntemleri arasında faturada döviz türü tercihi, netleştirme, döviz girdi ve döviz çıktısını aynı döviz türünden belirleme gibi yöntemler bulunmaktadır. En çok tercih edilen işletme içi yöntemler ise, geciktirme ve hızlandırma, döviz sepeti, netleştirme, para piyasasıyla korunmadır. İşletme dışı korunma yönteminde ise işletmenin banka veya borsa gibi dış kurumlardan hizmet alma durumu mevcuttur. Forward kontrat, futures sözleşmeleri ve opsiyon sözleşmeleriyle döviz swapı ve faiz swapı gibi yöntemler işletme dışı hedging teknikleri arasında sayılmaktadır (Kurbanaliev, 2016: 50).

2.6.1 Vadeli İşlemler Piyasası Araçlarını Kullanarak Korunma Yöntemleri

Dövizde dayalı türev ürünlerde korunma, yabancı para piyasalarında ani meydana gelen volatilite ve farklılıklar sonucunda kur riskiyle yüz yüze gelmemek için kullanılabilecek işletme dışı yöntemlerden biridir (Bos, Mahieu ve Dijk, 2000: 671).

2.6.1.1 Forward İşlemler

Dış ticaret işlemlerini gerçekleştiren firmalar için kurdaki dalgalanmadan meydana gelebilecek kur riskinin minimuma indirilmesi çok önemlidir. Nitekim, şirket karşı karşıya geldiği döviz kuru riskini etkin yönetemediğinde, firmanın nakit akışlarını negatif etkileyebilir ve firmanın pazar riskleri neticesinde kayıp yaşaması, işlem yaptığı bankalara kredi riski şeklinde yansiyabilir. Bu yüzden, risk yönetimini gerçekleştirmek, firmaların kredibilitelerini artırır ve az maliyetlerle borçlanmasına imkân sağlar. Risk yönetimlerinde, firmanın türev araçları tercih etmesi döviz kuru riskinin negatif etkisinden korunması ve ileride sağlıklı fiyatlamalar yapabilmesi bakımından önemli olmaktadır. Bu bağlamda forward sözleşmeler Türkiye’de de yaygın olarak tercih edilen

türev üründür (İşleyen, 2011: 179).

Belli bir paranın bir diğer para cinsine karşı öncesinde belirlenen tarih ve döviz kuru üstünden alış-satışını belirleyen anlaşmalar forward işlemler olarak ifade edilmektedir. Bunun en iyi avantajının, işlemlerin tarih ve miktarlarının gereksinimlerine göre belirlenmesidir. Taraflar vade tarihinde, öncesinde karar verilen döviz kuru ve miktarında yükümlülüğünü yapma mecburiyetindedirler. Söz konusu forward anlaşmalarının en önemli özelliği organize piyasalarda faaliyet gösterememesi ve bu nedenle fiyatı, miktarı ve vadesi standart olmamakta, taraflarının birbiriyle anlaşmalarıyla belirlenmektedir. Ayrıca bu işlemler daha çok kurum ve yatırımcı kişilerin döviz kuru riskine karşı tercih ettikleri vadeli işlemlerdir (Çonkar ve Ata, 2002: 5).

Bu anlaşmaların kullanılmasının sebepleri şu şekildedir (Kutukız, 2005: 202):

- Spot piyasalarda işlem gerçekleştirilen yatırımları koruma
- Kâr amacıyla spekülasyon yapma
- Bir malın gelecek fiyatlarıyla ilgili bilgilenmek

Forward işlemleri özellikle de 1980'lerde ve sonraki yıllarda yükselen ihtiyaçlara yönelik olarak araç ve işlem hacimleri olarak önemli gelişmeler göstermiştir. Forward faaliyetleri uygulama esnasında “swap” ya da “outright” biçiminde yapılabilir. “Outright” vade tarihinde döviz satışını içermekte, “swap” işlemi ise vade tarihinde döviz satışı gerçekleşmesine rağmen aynı faaliyetin spot pazarda karşılığı bulunmaktadır. Bu işlem pazarlarında vade süreleri 1, 2, 3, 6 ve 12 ay şeklindedir. Ancak uluslararası bazı geçerlilik seviyesi yüksek olan para türlerinde 5 yıl vadeye kadar uzayan tarihlerde yaygın olmasa da kotasyon bulunabilmektedir. Aynı zamanda bahsedilen vade süreleri dışında kırık denilen dönem arası fiyatları hesaplayarak işlemler yapılabilir. Vadeli işlemlerin fiyatı, peşin fiyatlar kullanarak hesaplanan değer peşin fiyata eklenip çıkarılmasıyla bulunmaktadır (İşleyen, 2011: 180).

Firmalar söz konusu vadeli işlemlerle ileride meydana gelecek negatif fiyat farklılıklarından oluşan kur riskinden korunmayı iki biçimde yapabilir.

- Uzun pozisyonla korunabilir. Bu şekildeki bir korunma döviz türünden yükümlülüğün ödeme tarihinde oluşacak riske karşı yapılmaktadır. Yine, ithalat

faaliyetinde bulunan işletme yurt dışından dolarla yaptığı işlemi, Türk lirası cinsinden yurtiçinde satarsa dolarının yükseliş tehlikesinden korunabilmek için uzun pozisyonla vadeli işlemlerde kur riskinden korunabilir.

- Diğer de vadeli pazarda kısa pozisyonla kur riskinden korunmadır. Bu, döviz türünden alacağın ülke parası karşısında değerinin düşmesi olasılığına bağlı olarak yapılmaktadır. Mallarını ihraç eden ve para birimini dolarla alacak firmanın iç pazara karşı olan yükümlülüğü Türk lirası ile olduğundan, ileride elde edeceği dolar miktarını o an satıp kısa pozisyon almış olacaktır (Aydın, 2020: 55).

Vadeli teslim işlemine uygulanmakta olan döviz kuruna ise vadeli teslim kurları denmektedir. Bunlar genelde anındaki kurla karşılaştırılarak ifade edilmektedir. Teslim kurları anında kurdan fazlaysa, bu fark vadeli teslim primleri olarak adlandırılır. Tersi durumda, teslim kurunun anında kurdan daha düşük olmasında ise aradaki olumsuz fark da kur iskontosu olarak adlandırılır. Diğer bir ihtimal de iki kurun eşit olmalarıdır. O halde düz kurdan bahsedilebilir. Vadeli iskonto veya prim, faiz paritesine göre, söz konusu ülkenin faiz oranı farklarına eşit olmaktadır. Buna göre, faizi fazla olan ülke parasının, az olan ülke para birimi karşısında fark miktarı kadar iskonto olur; faiz oranları daha düşük ülke parası da tam tersi olarak, aynı seviyede primli olacaktır (Çonkar ve Ata, 2002: 7).

Vadeli faaliyetlerde kotasyonu ileten bankalar böyle işlemlerin nedenleri için risk almaz, vadeli biçimde satış yaptığı ya da kıymet alışı karşısında spot piyasalarda tersine işlemler yapıp riske karşı kendini korur ve bütün işlemlerin maliyetini ve faizlerin farklarını verdiği fiyatlara yansıtır. Bir örnek vermek gerekirse ülkede dalgalı kurun uygulandığı varsayıldığında ihracat yapılan ürünün değerini üçüncü ayın sonunda alan bir ihraççı, üç ay sonunda döviz kurunun alt seviyesine inmesi olasılığını göz önüne alıp ilerideki nakit akışının TL cinsinden karşılığının bugün itibarıyla belirlenmek istemesi durumunda eline geçeceği döviz miktarını 3 ay vadeli olarak satabilmektedir. O halde vadeli döviz kuru aşağıda gösterildiği gibi belirlenebilir (Kutukız, 2005: 205).

Pazar Şartları;

Spot TL/\$ Kuru: 1.7450/1.7500

3 aylık vadeli TL faizleri: 5.9/6.4

3 aylık vadeli \$ faizleri: 1.83/1.93

İhracat yapan kişi 3 ayın sonunda eline geçeceği 1 milyon \$'ı vadeli olarak satarsa, bankanın verdiği kotasyon şöyle hesaplanacaktır. Bankalar % 1.93'ten 3 aylık vadeyle ABD doları borçlanmaktadır. Bu miktar spot pazarında 1.7450 Türk Lirasına çevrilir ve söz konusu tutar % 5.9'dan 3 aylık vadeyle yatırılır. Bankalar, borçlanılan dolara ödenen faizle yatırılan Türk lirasından kazanacağı faizleri verecekleri vadeli kotasyonlara yansıtmaktadır. Bankaların kazandığı faizleri ödedikleri faizlerden fazla olduğundan aradaki fark vadeli döviz kurlarına yansır ve vadeli dövizin alım fiyatları spottaki fiyatların üstünde olmaktadır. Bu halde 3 ayın sonunda bankaların vadeli gerçekleştirilen alım-satım kotasyonu şu biçimde hesaplanabilir (İşleyen, 2011: 181).

$$\text{Forward Fiyatı} = \frac{1.7450 \cdot (5.9 - 1.93) \cdot 90}{36000} = 0.0173$$

$$\text{Vadeli Döviz Kuru} = 1.7450 + 0.0173 = 1.7623$$

Çıkan vadeli alış döviz kuru bankaların başabaş fiyatlarıdır. Yani bankalar bu döviz kuruyla dolar alırsa kazanç veya zarar etme durumu olmayacaktır. Haliyle bankalar böyle bir faaliyette kazanç amacı güttüğü için müşterilerine başabaş fiyatının daha altında fiyatlar sunacaktır.

Öte taraftan, bir ithalatçı 3 vadeyle dolar alırsa bankaların verebileceği vadeli fiyatları da aşağıda gösterildiği gibi hesaplanabilir.

$$\text{Forward Fiyatı} = \frac{1.7500 \cdot (6.4 - 1.83) \cdot 90}{36000} = 0.0199$$

Burada da bankalar, döviz pozisyonlarında olumsuz işlem yapmamak için 3 aylık vadeli Türk Lirası borçlanır ve dolara yatırım yapar, dolayısıyla Türk Lirasının faizleri doların faizlerinden fazla olduğu için, fark miktarını dolar sattığı müşterilerine yansıtır. Forward işlemler riske karşı kendini korumak için tercih edilirken bunun yanında yalnızca spekülasyon amacıyla da kullanılabilir (Ketboğa, 2019: 180-183).

Son olarak forward işlemlerin avantaj ve dezavantajlarına değinmekte sözleşmenin daha iyi anlaşılmasını sağlayacaktır. Forward işlemlerin en önemli avantajlarından biri dövizler üzerine yapılan anlaşmaların fiyatları, miktarı ve vadesinin bitiş zamanı iki taraf

arasında, tarafın ihtiyacını karşılayacak biçimde, serbest bir şekilde tespiti yapılır. Bu da yatırımcıya döviz kuru riskinden korunma fırsatı sağlar. Bir diğeri ise organize piyasada işlem yapmamasından ve takas faaliyetlerinin de bir Takas Kurumu üstünden yapılmamasından dolayı takas komisyonu ve borsa benzeri faaliyetlerin maliyetini taşımamasıdır. Yaklaşık sıfır komisyonla çalışması, burada işlem hacminin yüksek olduğu sözleşmenin alış ve satışının olmasına ve organize pazarın hemen hemen üç katına sahip işlem hacminin olmasıyla öne çıkılmasına sebep olur (Akkaynak ve Yıldırım, 2019: 28-29).

Söz konusu sözleşmelere girerken iki tarafında hiçbirinden teminat bedeli yatırılmadığından, vade süresinde piyasalarda bir nakit akımı söz konusu değildir. Ödeme tarihi sonuna kadar, fiyatın piyasalardaki hareketliliği neticesinde nakitte giriş-çıkış gerçekleşmeyeceğinden, böyle anlaşmanın tarafları olan kurum ve kişiler, bu sürede ellerindeki atıl fonu kendi istekleri doğrultusunda yatırımlara kanalize edilmesine imkan sunmamaktadır. Nitekim vadeli sözleşme bir tek nakit akışları ödeme sonunda olmaktadır. Ayrıca taraflardan herhangi birinin sözleşmede sözünü gerçekleştirmemesi ya da anlaşmaya uymaması durumunda önemli zararlar karşılaşılabilmektedir. Aktif bir borsada işlem görmediğinden ikinci el piyasalarının da bulunmaması forward sözleşmelerinin bir diğer dezavantajıdır (Melal, 2011: 65).

2.6.1.2 Future İşlemler

Future işlem sözleşmesi, alıcı ve satıcı arasında, satıcının belirli bir varlığın miktar ve derecesini önceden belirlenmiş bir zaman ve fiyat üzerinden, sıkı mali güvenceler altında belirlenen bir piyasa aracılığıyla teslim etmeyi kabul eden bir anlaşmadır. Başka bir deyişle, future işlem sözleşmesi, belirli bir varlığın gelecek dönemde, borsa aracılığıyla üzerinde anlaşılan bir fiyattan iki taraf arasında satın alınması veya satılması için yapılan bir anlaşmadır. Örneğin S&P, CNX, NIFTY vadeli işlemleri Ulusal borsada işlem görmektedir. Bu onlara şeffaflık, likidite, işlemlerin gizliliğini sağlamakta ve ayrıca sağlanan garanti nedeniyle karşı taraf risklerini ortadan kaldırmaktadır (Islam ve Chakraborti, 2015: 69-71).

Herhangi bir future işlem sözleşmesinde standartlaştırılmış kalemler şunlardır:

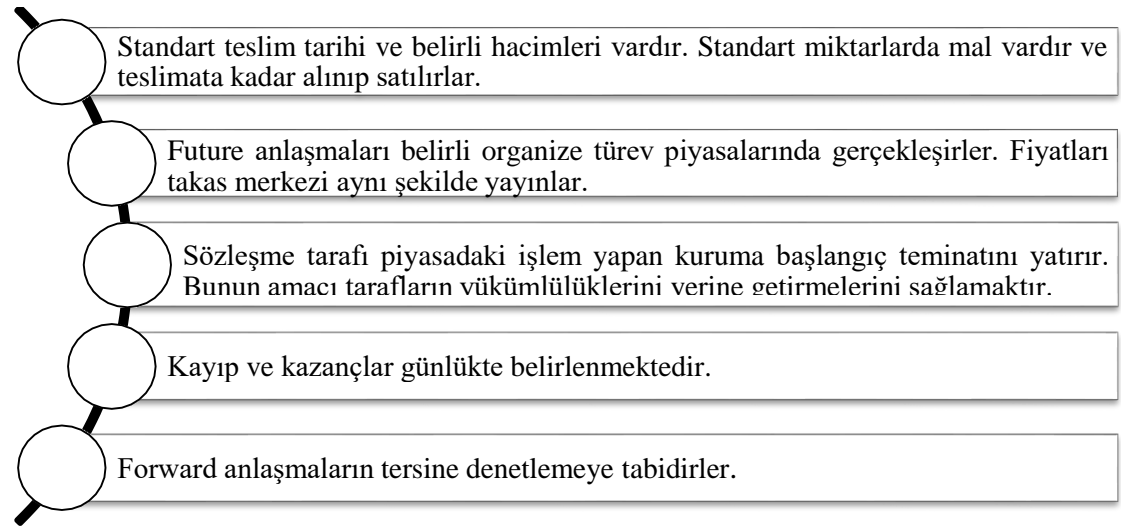
- Dayanak varlığın miktarı
- Dayanak varlığın kalitesi
- Teslim tarihi ve ayı
- Fiyat teklifi birimleri ve fiyattaki minimum değişiklik

Aynı zamanda futures işlemler, dünyada belli başlı borsada yapılmakta olan, belirli standartlardaki vadeli döviz alımını ve vadeli döviz satışını da içeren faaliyetlerdir. Bu piyasa döviz alış-satışına ilişkindir ve söz konusu dünyada belirli borsada kakao, yün, şeker, platin, kıymetli maden, elektrik, pamuk gibi ürünlerde gelecek piyasalarında faaliyet görür (Seyidoğlu, 1999: 355).

Futures anlaşmalar, taraflar arasındaki hak sahiplerine ileride belirlenmiş vade tarihinde belirlenen miktardan dövizleri yine belirlenen fiyatlar üstünden alıp-satma sorumluluğunu yüklemektedir. Futures sözleşmesi yapıldığında, anlaşmayı almış olan tarafın gelecekteki bir tarihte belli büyüklükteki paraların vadesinde teslimine ilişkin hakkı da almış olacaktır. Aynı zamanda bu piyasadaki esas gaye de belirlenen vadedeki dövizlerin fiyatlarını sabit kılmak ve fiyat volatilitelerinin oluşturacağı belirsizlikleri yok etmektir (Krugman ve Obstfeld, 2000: 338).

Future işlemlerin temel nitelikleri Şekil 7’de gösterilmektedir:

Şekil 7. Gelecek Sözleşmelerinin Özellikleri



Kaynak: (Aydın, 2007: 13-14) yararlanarak tarafımda düzenlenmiştir.

Future sözleşmeleriyle işlem yapmanın sebepleri şu şekilde sıralanabilir:

1. Arbitraj imkanı: Malları tarihine ve yerine göre ucuz piyasalardan alarak, pahalı piyasalarda satıp kazanca geçmesi şeklinde ifade edilebilir. Arbitrajdan yararlananlar gelecekteki fiyatları ve günlükteki piyasa fiyatları arasındaki farkları yararlanıp kazanç elde etmeyi amaçladığından bir riski bulunmamaktadır.
2. Spekülasyon: Spekülatif davrananlar future piyasalarında riski üstlenip kazanç sağlayan yatırımcıdır.
3. Hedging yapma: Yatırımcı ileride oluşacak faizlerde, fiyatlardan ve kur hareketlerinden oluşacak riski en aza indirmek için future işlemlerde bulunurlar. Oluşabilecek bu riske karşı yatırımcı future pazarında kısa ve uzun pozisyonlarda bulunabilir (Evcı ve Kandır, 2017: 178-179).

Söz konusu sözleşmelerde oluşan riskler ise üç farklı grupta incelenebilir:

1. Sözleşmelerin riskleri: Anlaşmanın yanlışlığından kaynaklanan risklerdir.
2. Manipülasyon riskleri: Yüksek fiyat dalgalanmalarının neticesinde oluşan risklerdir. Future piyasalarındaki fiyat hareketleri limiti sayesinde yatırımcı manipülasyon risklerinden kayıp yaşama ihtimalini az da olsa azaltabilir.
3. Temel riskler: Alınan malın fiyatları, future piyasasında alınıp-satılan anlaşmalarla benzer yönlerde olmazsa, temel risk oluşabilir (Ceylan, 1995: 234).

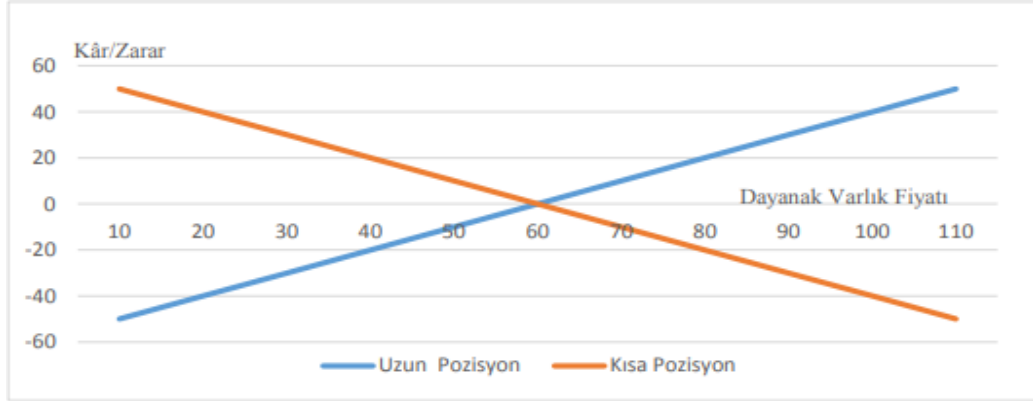
Future anlaşmaları yukarıda anlatıldığı gibi gelecekteki fiyat dalgalanmalarından oluşan riske karşı korumada iki yol izleyebilir.

- Gelecek sözleşmesinde uzun pozisyon alıp riske karşı kendini korur. Dövizle olan yükümlülüğünün vadesinde oluşan riske karşı tercih edilir.
- Diğeri de bu piyasada kısa pozisyon alıp riske karşı kendini korumasıdır. Döviz türünden alacağın ülke parasının karşısında değerinin düşmesi olasılığına göre yapılmaktadır (Aydeniz, 2007: 144).

Vadeli işlemlerde uzun ve kısa şeklinde iki taraf vardır. Sözleşmelerde belirtilen dayanak varlığını alma yükümlülüğüne sahip taraf uzun tarafı, söz konusu dayanak varlığını teslim etme yükümlülüğü olan taraf ise kısa tarafı temsil etmektedir. Şekil 8'de

gösterildiği gibi, bir dayanakta uzun pozisyon alan kişi, fiyatın yükselmesi durumunda kazanç sağlarken, kısa pozisyon alan kişi fiyatın azalması durumunda kazanç elde eder (Çıtak ve Kurt, 2020: 16-18).

Şekil 8. Kısa Pozisyon ve Uzun Pozisyon Durumu



Kaynak: (Çevik, 2019: 36)

Bu işlemler, gelecek piyasalarında “Pit” adı verilen yerde gerçekleştirilir. Komisyoncular ve scans işlemcisi aracılığıyla yapılmakla birlikte, bu sözleşmenin fiyatı, piyasada arza ve talebe göre belli olmaktadır. Borsa aracısı, müşterinin emrini borsada salona iletmekle yükümlüdür. Alım ve satım fiyatı uzlaştığında, işlemler gerçekleştirilir (Aksel Eyüpoğlu, 1995: 46-48).

Son olarak gelecekteki olumsuz fiyat dalgalanmalarından meydana gelebilecek kur riskinden future işlemlerle korunmanın avantaj ve dezavantajları kısaca aşağıdaki gibi özetlenebilir.

Kur Riskine Karşı Döviz Future Anlaşmalarıyla Korunmanın Avantajları:

- Kur hareketinden kazanç sağlama olanağı bulunur.
- Future sözleşme alımı firmanın bankadaki kredilerin değerlerini artırır.
- Alınan pozisyon geniş pazar ve likit piyasa sebebiyle çözülebilir. Dolayısıyla korumada zaman esneklikleri imkânı verir.

Future İşlemleriyle Kur Riskinden Korunmanın Dezavantajları:

- Yatırım uzmanlarına alıcı ve satıcı tarafından nakit depozito ödemesi

yapılmalıdır ve buna ilişkin faizler işlemez.

- Döviz brokerına ödeme yapılan komisyonlar bulunur.
- Yönetimi ve takibi masraflı olabilir.
- Beklenti dışında gerçekleşen hareketler günlük zarara ve nakit çıkışına neden olur.
- Genelde risk yalnızca kısa vadelerde korunur (Coyle, 2000: 97).

2.6.1.2.1 Teminat hesaplama

Elektronik ortamda borsadaki alış-satış sistemlerinde, girilen emir hesap üstünde verildiğinden işlem de hesaplarda gerçekleşmekte ve dolayısıyla teminat buna bağlı olarak hesaplanmaktadır. İşlem gerçekleştirilirken sistemler hesaptaki teminatı kontrol eder ve teminatı yeterli görmediğinde işlemlere izin vermeyecektir. Gün sonunda gerçekleştirilen işlem takas merkezince denkleştirilir. Burada satış emirlerine karşı alış emirlerinin yer alması gerekir. Denklik sağlandığında emir takas merkezince onaylanır ve onayladığı işlemde alıcı ve satıcı taraflarının birbirleriyle ilişkileri biter. Alıcı veya satıcı sorumluluğunu gerçekleştiremediğinde takas merkezi bu sorumluluğu kendi gerçekleştirerek diğer tarafı mağdur etmeyecektir. Bu yükümlülüğü yapma görevi takas merkezinin varlığıyla değil de, bu pazarlarda faaliyet gösteren kişilerden aldığı teminat ve güvence bedelleriyle gerçekleştirir. Kısacası alıcı tarafın karşısında satıcı, satıcı tarafın karşısında da alıcının riskini üstlenen takas merkezi söz konusu riskleri yok etmek amacıyla teminatı işleme sokar (Apak, 1995: 19).

Örneğin sözleşmeye ilişkin, Şubat 2021, Nisan 2021 ve Ağustos 2021 vadeli olarak dolar sözleşmesinin işlemde olduğunu ve bunlarda kısa-uzun pozisyonları için 120 TL, spread için de 40 TL teminatın olması gerektiğini varsayalım. O halde yatırım yapan kişi Şubat anlaşma alışını yapmayı isterse hesapta 120 TL tutması gerekmektedir. Daha sonra 3 tane Şubat sözleşmesinin satışını isterse. O halde kişi hesapta 480 TL teminatı bulundurmalıdır. Kişi toplamda 1 tane uzun, 3 tane de kısa pozisyona sahip olmuştur. Bunlara ek olarak Nisan sözleşmesinde de 2 tane kısa pozisyona sahip olursa o halde hesaptaki teminat bedeli 720 TL olacaktır ($1 \times 120 + 3 \times 120 + 2 \times 120$). Üçüncü işlem olarak

da 2 tane Ağustos sözleşmesi aldığıında, tutması gerekli olan tutar 960 TL'ye çıkmaktadır (Hayta, 2009: 109).

Şekil 9. Teminat Hesaplama

\$ / Şubat	Uzun	1	-	-
	Kısa	3	-	-
\$ / Nisan	Uzun	-	-	-
	Kısa	-	2	-
\$ / Ağustos	Uzun	-	-	2
	Kısa	-	-	-

Kaynak: Yazarın kendi hesaplamalarıdır.

Toplamda 8 adet pozisyona sahiptir. Pozisyonları kapatma faaliyeti için bunların sonrasında 2 tane Şubat sözleşmesi alışı yaptığıında hesaptaki teminatın bedeli tekrardan 720'ye düşmektedir. Nitekim 3 tanesinden kısa pozisyona sahip olan 2 adeti kapatmış ve Şubat sözleşmesinden 1 adet alımı 1 adet de satımı kalmış olacaktır. Ayrıca vadeli işlemlerde işlem yapan yatırımcı pozisyonlarını ödeme bitimine kadar bekletmeyebilir. Eşit miktarda ve aynı tarihte yapılacak ters işlemle pozisyonunu kapatabilir. Buradaki en önemli husus karşıt işlemler gerçekleştirilen sözleşmenin ödeme tarihlerinin aynı gün olmalarıdır (Apak, 1995: 19).

Son olarak teminat hesaplamalarında bilinmesi gereken bazı kavramlar şu şekildedir;

Başlangıç Marjı

İlk vadeli işlem marjı, bir vadeli işlem sözleşmesinde alım veya satım pozisyonu açmak için ihtiyaç olan para miktarıdır. *Başlangıç marjı* aynı zamanda "orijinal marj" olarak da adlandırılmaktadır. Örneğin, kontrat değeri 2 TL olan hisse senedine bağlı vadeli işlem sözleşmelerinden 50.000 tane alan yatırımcı 100.000 TL değerli kontrat değerine ulaştığı varsayıldığında söz konusu sözleşme için %6 karşılık değeri 6.000 TL olan başlangıç marjı belirlenmektedir (Bosch ve Smimou, 2022: 145).

Marjin Call (Teminat Tamamlama Çağrısı)

Bir hesabın değeri sürdürme seviyesinin altına düştüğünde marjin call tetiklenir. Örneğin, 10.000 \$ başlangıç marjı ve 7.000 \$ sürdürme marjı olan beş yıl vadeli işlem

sözleşmesi olduğunu varsayalım. Hesabın değeri 6.500 \$'a düştüğünde, marjin call, hesabını ilk marj seviyesine döndürmek için hesaba 3.500 \$ daha koyulması gerekecektir. Vadeli işlem sözleşmesi kapanırsa veya satılırsa, marj çağrısı ortadan kalkacaktır (Bosch ve Smimou, 2022: 146).

Kaldıraç

Finansal piyasalarda yatırımcının az sermayeyle yüksek hacimli işlem yapılmasına olanak sağlayan sisteme kaldıraç (leverage) denilmektedir. Kaldıraç, işletmenin varlık tabanını büyütmek ve risk sermayesinden kazanç elde etmek için yatırımını yaparken fon kaynağı olarak ödünç alınan sermayenin kullanılmasından kaynaklanabilmektedir. Kaldıraç, yatırımların potansiyel getirisini artırabilmek için ödünç alınan parayı, özellikle farklı finansal araçların ya da ödünç alınan sermayenin kullanımını içeren yatırım stratejisidir. Marj, finansal piyasada kişilerin satın alma gücünü artırabilmek için kullanılan teminat olarak nakit veya menkul kıymet pozisyonunun kullanımını içeren özel bir kaldıraç türüdür. Marj, yüksek getiri elde etme beklentisiyle menkul kıymetler, opsiyon ya da vadeli işlem sözleşmesi satın alabilmek için sabit bir faiz oranı ile bir komisyoncudan borç almayı sağlamaktadır. Bu yüzden marj, kaldıraç oluşturmak için kullanılabilir (Priolon, 2019: 30-33).

Örneğin bir future kontrat üzerinde 50 lot işlem açılmak istendiğini ve 1 lot fiyatının 2000 TL olduğu varsayalım. Kaldıraçsız pozisyon için yatırımcının hesabında $2000 \times 50 = 100.000$ TL'ye ihtiyacı vardır. 1:10 bir kaldıraç kullanıldığında yatırımcı pozisyon açmak için sadece %10'a ihtiyaç duyacaktır. Yani 10.000 TL'lik bir depozit ile 100.000 TL'lik işlem yapabilmektedir.

Kaldıraçların avantajları ve dezavantajları ele alındığında, bir taraftan fiziksel satın almalarla yüksek pozisyonlarda işlem yapmayı ve yapılan yatırıma oranla daha yüksek kazançlar elde edilebilirken; diğer taraftan kaldıraçlar çok yönlü ve karmaşık bir araçtır. Gerçekte kaldıraç kullanımı karlı olsa da riski olan bir araçtır. Hem karı hem de zararı büyütebilmektedir (Witzany, 2020: 21-23).

Fiziki Teslimat

Futures sözleşmeler, aslında asgari unsurları standartlaştırılmış forward sözleşmelerdir.

Borsalar aracılığıyla gerçekleştirilen bu standardizasyonun amacı, sözleşmeleri daha çok alış-satış yapılı hale getirerek likiditenin artırılması, dolayısıyla forward sözleşmelerde sorun olan pozisyon kapatma işleminin kolaylaştırılmasıdır. Sözleşmeye konu olan menkul kıymette standardizasyon, uzlaşma yönteminin fiziki teslimata bağlı olduğu futures sözleşmelerinde menkul kıymetin ayırt edici bütün özelliklerinin tanımlanması biçiminde yapılır. Sözleşmelerin büyüklüğü belirlenerek miktarda standardizasyon yapılır ve bu minimum işlem miktarı bilgisini sağlar. Diğer yöntem olan nakdi uzlaşmada ise vade bitiminde oluşacak kar veya zarar, taraflar arasında nakit olarak el değiştirmektedir. Opsiyon anlaşmaları için vade bitiminde oluşacak kar veya zarar, opsiyonlar için vade bitiminde meydana gelen uzlaşma fiyatıyla kullanım fiyatları arasındaki fark kadardır. (İşgüden, 2008: 9-10).

2.6.1.2.2. Future sözleşmelerin fiyatlanması

Serbest piyasada ürünlerin fiyatı arz-talep dengesinin etkileşimleriyle belirlenir. Etkinliği çok olan piyasada peşin değer belirlenmesi, haberler, beklentinin alım satımı etkilemesi ve bunun da pazarda fiyatı farklılaştırması olarak gerçekleşir. Dolayısıyla arzın ve talebin dengesi, peşin mal fiyatına etki eden önemli mekanizmadandır. Bütün spot malların fiyatı piyasalardaki arza ve talebe göre değiştiğinden çeşitli mallarda talep ve arza etki eden şartlar çeşitlilik göstermektedir (Witzany, 2020: 28).

Future sözleşmesinin fiyatı bir dayanak varlığa bağlı olduğu için future pazarlarda spekülâtif işlem yapanların, bu dayanak varlığın talep ve arz dengesini çok iyi bilmeleri gerekmektedir. Future sözleşme fiyatını, ileri vadedeki spot piyasaya oluşacak arz ve talep oluşturur. Bu sebeple fiyatın oluşmasında arbitraj etkeni, spot ve malın gelecek tarihe taşıma maliyetleri önem arz etmektedir. Dolayısıyla genelde enstrümanların vadedeki fiyatları belirlenirken, bugün baz alınarak vade tarihine kadar elinde bulundurulması sonucundaki maliyetleri ve getirileri göz önüne alınmaktadır. Future sözleşme fiyatlarıyla spot fiyatlar arasında oluşan farklılara swap adı verilmektedir. Aşağıda gösterilen formülle söz konusu fark hesaplanabilmektedir (Apak, 1995: 26):

$$\text{Swap} = \frac{\text{Faiz Oranının Farkı} \times \text{Spot Paritesi} \times \text{Gün}}{365}$$

91 günlük vadedeki anlaşma için aşağıda verilen değerlerle gelecekteki fiyatların

hesaplanması şöyle yapılmaktadır;

TL'nin Faiz Oranı = % 16

\$'ın Faiz Oranı = % 7

Spot Paritesi = 1.34 \$/TL

Gün = 91

$$\text{Swap Değeri} = \frac{(-0.09) \times (1.34) \times (91)}{365} = -0.030$$

Fiyatlandırması doğru şekilde yapılan gelecek sözleşmeleri; swap değeri ve peşin fiyatların toplamına denk olmalıdır. Eşit olmadığında arbitraj imkânı doğmaktadır. Yukarıda gösterilen formülle oluşturulan fiyatı $(1.34 - 0.030) = 1.31$ TL, spot pariteyle karşılaştırılabilir. Çıkan değer, spottaki piyasanın fiyatlarından az olduğunda ABD doları satılır ve gelecek sözleşmesi alınır. Tam tersi durum gerçekleştiğinde ise piyasalardan ABD doları alınır ve gelecek sözleşmesi satılır ve dolayısıyla ödeme tarihinin bitişine yaklaştıkça arada çıkan fark da sıfır olmaya yaklaşacaktır (Hayta, 2009: 110).

2.6.1.2.3. Kâr – zarar hesaplama

Future sözleşmesinde, uzun pozisyon alan kişi, sözleşmelerin piyasadaki değeri yükseldiğinde kazanç sağlarken, düştüğünde ise kayıp yaşar. Vadeli sözleşmelerde kısa pozisyon alan taraf ise sözleşmelerin piyasadaki fiyatları yükseldiğinde zarar yaşarken, düştüğünde kâr elde etmiş olur. Uzlaşma fiyatları vadeli sözleşmenin temelini oluşturmakta ve kâr ve zarar hesaplarında baz kabul edilmektedir (Ertürk, 2010: 66-69).

Future sözleşmelerinde kâr-zarar hesaplaması örneklerle daha etkili açıklanabilmektedir. Örneğin ihracat yapan firma Türkiye'den 2.000.000 \$'lık ürünün 4 ay vadeyle ihracatını gerçekleştirmiştir. Bu yüzden firma ihracatını yaptığı ürün tutarının 4 ayın sonunda tahsilatını gerçekleştirecektir. İhracat yapan şirket 4 aylık sürede doların TL'nin karşısında değerini kaybedebileceğini düşündüğünden, bu ihtimale karşı kendini korumak isteyecektir. Bu durumda ihracat gerçekleştiren firma piyasalardan futures sözleşmesi alabilir. Dolayısıyla firma kısa pozisyon alıp kendini kur riskine karşı koruyabilir. Future piyasalarında bir sözleşmesinin büyüklüğü 2.000 \$ ve 4 ay vadeli

sözleşmede dolar kuru bugün itibariyle 4.50 TL belirlensin. O halde ihraççı firma 2.000 dolar değerli 4 ay vadeli satış sözleşmelerinden 1.000 tane (2.000.000 / 2.000) alması gerekmektedir. İhraççı firmanın 4 ayın bitiminde dolar kuruyla gerçekleşebilecek farklı durumlarda karşılaşılabileceği kâr ya da zararının durumu Tablo 4'deki gibi meydana gelecektir.

Tablo 4. Future İşlemi Sonucu İhraççı Firmanın Kâr-Zarar Tablosu

4 Ay Sonra Oluşan Spot Dolar Kuru	2.000.000 Doların Spot Kur Üstünden Satılmasıyla Sağlanacak Gelir	Future Sözleşmesinin Satılmasıyla Sağlanabilecek Gelir	Future Sözleşmesinin Uygulanmasıyla Sağlanabilecek Kâr/Zarar
4.60	9.200.000 TL	9.000.000 TL	-200.000 TL
4.50	9.000.000 TL	9.000.000 TL	0 TL
4.40	8.800.000 TL	9.000.000 TL	200.000 TL

Kaynak: Yazarın kendi hesaplamalarıdır.

Tablo 4'de gösterildiği gibi 4 ayın bitiminde dolar kurunun yönünde hangi yöne değişirse değişsin ihracat yapan firmanın elde edeceği değer future sözleşmesiyle sabitlemiştir. Fakat ödeme tarihi bitiminde ihraççı firmanın beklentisinin tersine dolar kuru değerlendirilip 4.60'a çıkarsa firma 200.000 TL değerinde kayıpla karşı karşıya kalacaktır. Fakat ihraççı firmanın tahmin ettiği gibi dolar kurunun değeri düşer ve 4.40'dan gerçekleştirilirse firma future sözleşmeleri bağlamında 200.000 TL kâr sağlayacaktır.

Diğer bir örnekte de, Türkiye'de ithalat yapan firma 1.000.000 \$ tutarında ürün ithalatı yapmış ve tutarı da 3 ay sonunda ödeyeceği varsayalım. Ödeme bitiminde ithalat yapan şirket ABD dolarının TL'nin karşısında değerinin çok fazla artacağını düşünür ve riske karşı kendini korumak isteyecektir. O halde ithalat yapan firma future anlaşması alabilir. Yani, firma bu piyasada uzun pozisyona sahip olarak kendini kur riskine karşı koruyabilir. Söz konusu piyasalarda bir future sözleşmesinin büyüklüğü 10.000 \$ ve 3 aylık vadeyle gelecek sözleşmesindeki dolar kuru bugün itibariyle 2.80 TL belirlenmiş olsun. İthalat yapan firma o halde 10.000 \$ değerinde 3 ay vadeli alış sözleşmelerinden 100 tane (1.000.000 / 10.000) alması gerekir. Bu firmanın 3 ayın bitiminde dolar kuruyla gerçekleşebilecek farklı durumlarda karşılaşılabileceği kâr ya da zararının durumu Tablo 5'deki gibidir.

Tablo 5. Future İşlemi Sonucu İthalatçı Firmanın Kâr-Zarar Tablosu

3 Ay Sonra Spot Dolar Kuru	1.000.000 Doların Spot Kur Üzerinden Satılmasıyla Sağlanacak Gelir	Futures Sözleşmesinin Satılmasıyla Sağlanabilecek Gelir	Future Sözleşmesinin Uygulanmasıyla Sağlanabilecek Kâr/Zarar
2.90 TL	2.900.000 TL	2.800.000 TL	100.000 TL
2.80 TL	2.800.000 TL	2.800.000 TL	0 TL
2.65 TL	2.650.000 TL	2.800.000 TL	-150.000 TL

Kaynak: Yazarın kendi hesaplamalarıdır.

Tablo 5'ten de görüleceği gibi 3 ayın bitiminde dolar kurunun yönünde hangi yöne değişirse değişsin ithalat yapan firmanın elde edeceği bedel future sözleşmesiyle sabitlemiştir. Fakat vadesinin bitişinde ithalat yapan firmanın beklediğinin tersine dolar kurunun değeri düşüp 2.65'e gerilerse firma 150.000 TL değerinde bir zarara katlanmaktadır. Fakat firmanın beklediği gibi kur değerlenir ve 2.90 TL üzerinden işleme konulursa, firma anlaşma bağlamında 100.000 TL kâr sağlayacaktır.

2.6.1.2.4 Futures ve Forward Piyasalarının Karşılaştırılması

Forward ve futures sözleşmeleri, vadeli alış-satışın çeşitlerinden ikisidir. Dolayısıyla birbirine yakınlıkları sebebiyle birçok sefer karıştırılabilirler. Ancak aralarında bazı farklı durumlar bulunmaktadır:

- Future sözleşmeleri standartlaştırılmıştır. Forward işlemlerinde sözleşmenin koşullarını alıcı ve satıcı istediği şekilde belirlemektedir.
- Forward pazarında taraflar, kendisinin öncesinde belirlediği koşullara göre gelecekteki fiziki olarak teslimleri yapmak için alış – satış yapmaktadırlar. Ancak future piyasalarında fiziki teslimattan söz edilemez. Bunu, sözleşmelerin diğer sözleşmelerle dengelenmesiyle yaparlar. Bu yüzden de iki tarafın birbirini tanımaları gerekmemektedir.
- Forward pazarında alıcı ve satıcı birbirini tanımaktadır. Birbirine karşı teslim sorumluluğunu gerçekleştirirler. Ancak future anlaşmalarında taraflar birbirini tanımaz, burada tek muhatap takas merkezidir.
- Forward sözleşmelerin üçüncü bir kişiye devri söz konusu olmadığından, iptal edilmesi iki tarafın anlaşmalarıyla sağlanır ve fiili teslimatla neticelenir. Bu sözleşmede teminat yatırılmamaktadır. Bu yönüyle spot piyasaya benzemektedir.

- Future sözleşmesi forward piyasaya kıyasla daha çok likiditeye sahiptir.
- Forwardların piyasaya olanak sağladığı özel anlaşmaların gelecek sözleşmelerinde gerçekleştirilmesi olanaksızdır. Forward piyasada dilendiğinde faaliyet gerçekleştirilebilir. Ancak future pazarında genellikle her üç ayda sözleşmenin vadesi dolmaktadır. Bununla birlikte daha uzun vadeli sözleşmelerde bulunmaktadır.
- Future sözleşmelerinin yatırımcıya katkı yaptığı önemli yararlarından birisi de, hisse senetleri endeksinde işlemler gerçekleştirmeye olanak sağlar. Amerika’da S&P 500 endeksinde gelecek piyasası bulunmaktadır. Bu da piyasaların gidişatıyla ilgili yatırımcıya, endeksteki hisselerden alışa gerek olmadan alım ve satım olanağı sunar. Bu durumun spekülasyonu sağlamak ve portföyünü denkleştirmek isteyenler için yüksek değerleri bulunmaktadır.
- Gelecek sözleşmeleri borsada “pit” isimli bölümlerde alış-satış yapılmakta ve günün bitiminde belirli fiyatlarla takas merkezince yayınlanmaktadır. Forwardda ise anlaşma iletişim hatlarına bağlıdır ve fiyat müşterilerin kredibilirliğine göre değişmektedir (Karluk, 2002: 353-354).

Future ve forward piyasalarındaki değişiklikler Tablo 6 yardımıyla kısaca özetlenebilmektedir.

Tablo 6. Future ve Forward Sözleşmelerindeki Farklılıkların Karşılaştırılması

Özellikleri	Forward İşlemler	Future İşlemler
Teslim Zamanı	Bireysel ihtiyaçlara uyarlanmış	Standartlaştırılmış
Sözleşmenin Boyutu	Bireysel ihtiyaçlara uyarlanmış	Standartlaştırılmış
Güvencesi	Güvencesi yoktur, ancak kredi limiti ya da bloke banka mevduatı gerekmektedir.	Teminat bedeli gerekmektedir.
Katılımcıları	Çok uluslu şirket, bireyler aracı ve bankalar. Kamu spekülasyona teşvik edilmemektedir.	Çok uluslu şirketler, bireyler, banka ve aracılar. Nitelikli spekülasyona teşvik edilmektedir.
Takas Faaliyeti	Bireysel bankalara göre yürütülmektedir. Ayrıdan takas merkezi bulunmaz.	Takas merkezince yapılmaktadır. Piyasadaki fiyatlara göre günlük değerlendirme yapılır.

Pazar Alanları	Tezgahestü Piyasalar	Organize Piyasalar
Likitlik	Fiili teslim vardır. Belli bir kısmında ise bedel karşılığında hesaplar kapanmaktadır.	Birçoğu bedelle hesapları kapatırken küçük bir kısmı teslimle gerçekleşir.
İşlem Maliyetleri	Banka alım ve satımı arasında gerçekleşen farklarla düzenlenmektedir.	Pazarlık bedeli vardır.
Marj Zorunluluğu	Yoktur.	Değişim ve başlangıç marjları gereklidir.
Kote Durumu	Avrupa Sistemi	Amerikan Sistemi

Kaynak: (Madura, 2012: 124)

Tablo 6'ya bakarak iki sözleşmenin faydaları kısaca aşağıda yazıldığı gibi toparlanabilir:

- Piyasada genellikle fiyatların oluşma mekanizmalarının etkinliğini sağlamaktadırlar.
- Piyasada ileri dönemde oluşabilecek fiyat risklerine karşın koruma olanağı sunarlar.
- Alış-satış komisyon maliyetleri, spot piyasaya nazaran daha azdır ve bu da yatırımcı maliyetini azaltmaktadır.
- Piyasayla ilgili bilgi sahibi olanlar fakat sermayeleri düşük olduğundan yeterli pozisyonda bulunamayanlar düşük miktarlı parayla yüksek pozisyon alırlar ve kaldıraçlı işlemler etkisiyle büyük oranda kâr etme olanağını sunarlar.
- Portföyün yöneticisine, çeşitlendirme yoluyla risklerin yayılmasıyla çeşitli olanak verirler.
- Spot piyasaların likitliğine katkıda bulunurlar. İleride meydana gelebilecek negatif fiyat değişimlerine karşın koruma olanağı veren piyasada, spot piyasalarda faaliyette bulunan ürünlere duyulan yatırımcıların ilgileri de haliyle yükselir (Nazlı, 2006: 76-77).

2.6.1.3 Döviz Opsiyonları

Latince'den gelen opsiyon kavramı, gelecekteki işlemler ya da kararlar alma haklarına sahipliği ifade etmektedir. Opsiyon anlaşmaları işlem yapma mecburiyetini yok

ettiğinden opsiyon sözleşmesi almak isteyen yatırımcı karar esnekliklerine de sahip olacaktır. Opsiyon anlaşmasının en önemli avantajlarından biri, az miktarda sermayeyle yüksek miktarda yatırım yapma imkânı sunmasıdır (Uzunlar ve Aktan, 2006: 7).

Forward ve futures sözleşmeleriyle karşılaştırıldığında, bu piyasa işlemlerinde yatırımcının anlaşma süresinde sorumluluğunu yapmama imkânı yokken, opsiyon sözleşmesi yatırımcısına bu olanağı sağlamaktadır. Vadeli döviz alış ya da satış sözleşmeleri olan kişi dövizleri alıp satmakta vazgeçme imkânına sahip olabilir. Dolayısıyla döviz opsiyonu gelecekte belirlenen bir vadede, belirli fiyatlardan ve belli miktarlardaki dövizleri alış ya da satış hakları veren sözleşmelerdir (Seyidoğlu, 1999: 357).

Söz konusu sözleşmelerde, belirli fiyatlardan opsiyonları gelecekteki vadede alma hakkı olan tarafa opsiyonları alan, bunu satan tarafa da opsiyonları satan denmektedir. Satıcı taraf, alıcı tarafa fiyatın garantisini verir ve fiyat hareketlenmelerinden olabilecek riski de kendi üstlenebilmektedir. Dolayısıyla hizmetin karşılığında opsiyon sözleşmesinin alıcı tarafından fiyat istenir. Buna da *opsiyon primi* denmektedir. Öncesinde belirlenen ve opsiyon kullanılma sırasında geçerli olan fiyatlara da *kullanım fiyatları* adı verilmektedir. Alım opsiyonu ya da satım opsiyonundan alan bir birey, anlaşılan fiyatlar üstünden alış ya da satış yapma kararını kesinleştirdiğinde opsiyon sözleşmesini faaliyete geçirmiş, yani opsiyon sözleşmesini kullanıyor demektir. Eğer sözleşmeyi faaliyete geçirmekten vazgeçerse de opsiyonun hakkını kullanamamış olmaktadır (Memiş ve Tüm, 2015: 47).

Diğer taraftan bu piyasaya katılanlar ise riske karşı kendini koruyanlar, spekülâtörler ve arbitraj yapanlar şeklinde üç ayrı grupta incelenebilmektedir. Bu sözleşmeyi gelecek sözleşmeleriyle birlikte kullanıp, gelecek sözleşmesinin veya opsiyon sözleşmesinin tek başına yapamayacağı risk korumasını birlikte tercih ederek yapabilirler. Spekülâtörler, elindeki döviz opsiyonlarıyla fiyat hareketlerinden kazanç sağlamaya çalışırlar. Arbitraj yapanlar ise varlık fiyatlarının düşük olduğu yerden alıp, fiyatların pahalı olduğu yerde satıp kazanç sağlarlar. Bu yüzden bu kişiler opsiyon piyasasını aktif şekilde kullanmaktadırlar (Dinçer, 2019: 47).

Türev ürüne kıyasla opsiyon sözleşmesinde daha sınırlı risk söz konusudur. Yüksek opsiyon alıcılarının satıcılarına nakit şekilde ödeme mecburiyetinde olduğu opsiyon primi ölçüsünde risk meydana gelmektedir. Sözleşmelerden vazgeçildiğinde de opsiyon primi kadar zarar meydana gelmektedir. Standartlaştırılmış olmaları sözleşme süresi içerisinde basitçe elden ele geçmesine olanak sağlamaktadır. Standart nitelikteki sözleşme, sözleşmenin alıcısına devretmesini sağlarken, satıcısına riski eşitleme hakkı tanımaktadır(Karlık, 2009: 513).

Opsiyon sözleşmelerinde, piyasanın fiyatıyla faaliyete geçirme fiyatları arasındaki değer “içsel değer”dir. Opsiyon sözleşmesine konu olabilecek bir ürünün piyasadaki değerinin 80 \$, işlemlere sokma fiyatının da 40 \$ olduğunu varsaydığımızda, bu durumda içsel değeri de 40 \$ olacaktır. Bu değer asla negatif olamaz. Bunun nedeni ise sözleşmeyi faaliyete geçirmek zararlı bir durumsa, opsiyonu alma haklarından vazgeçme imkânına sahip olmasıdır. Aynı zamanda bu piyasalarda, iki taraf arasındaki aracı hizmeti takas merkezi aracılığıyla gerçekleşmektedir. Takas merkezleri iki taraf için de riskleri yüklenmektedir. Bu takas sistemi, opsiyon sözleşmesinin ödeme tarihi gerçekleştiğinde sözleşmenin koşullarının yapılmasının garantisini alıcı tarafına sağlamaktadır. Yine, meydana gelebilecek risklere karşın opsiyonun satıcı tarafında marj denilen teminatı isteyebilmektedir (Uzunlar ve Aktan, 2006: 40-50).

Son olarak döviz opsiyonlarının avantajlarını şu şekilde özetlemek mümkündür;

- Bu sözleşmeler uygulama esnasında esnekliği sağlayabilmektedir. Vade sonundaki spot kur, işlem yapan bakımından daha iyiye sözleşmeyi uygulamayabilir ve yaşanabilecek zarar sadece sözleşme primi kadardır.
- Düşük sermayeyle yüksek kazançlar sağlanabilmektedir.
- İşlemlerin maliyetlerinin düşük olması sebebiyle opsiyon piyasasına ilgi artmaktadır.
- Dış ticarete faaliyet gösteren firmaların yoğun olarak kullandığı opsiyonlar, kurlarda oluşabilecek volatilitelerden ve bunların oluşturabileceği kayıplardan kaçmaya olanak tanımaktadır.
- Bu sözleşmelerin borsalarda işlem görmesi likiditelerini de yükseltmektedir.
- Döviz opsiyonları, firmalara risk yönetimi konusunda da imkân vermektedir (Dinçer, 2019: 49-50).

Opsiyon sözleşmelerinin dezavantajları da şu şekilde sıralanabilmektedir;

- Söz konusu sözleşmelerde fiyatın alıcı lehine oluşması halinde spekülasyon kazanç imkânı sağlamaktadır.
- Bu sözleşmelerde sadece bir tarafın sorumluluk üstlenmesi, diğerinin iyi koşullarından yararlanma haklarını kazanması, iki taraf arasında eşitsizlik yaratmaktadır.
- Opsiyonların sağladığı hakkın kullanılma ya da vazgeçme durumlarında opsiyon priminin en başta alınması ayrıdan maliyete sebep olmaktadır. Yine bu primin ilk başta alınması vadesine kadar olan faiz getirilerinin önüne geçebilmektedir (Stultz, 1990: 3-6).

2.6.1.3.1 Opsiyon çeşitleri

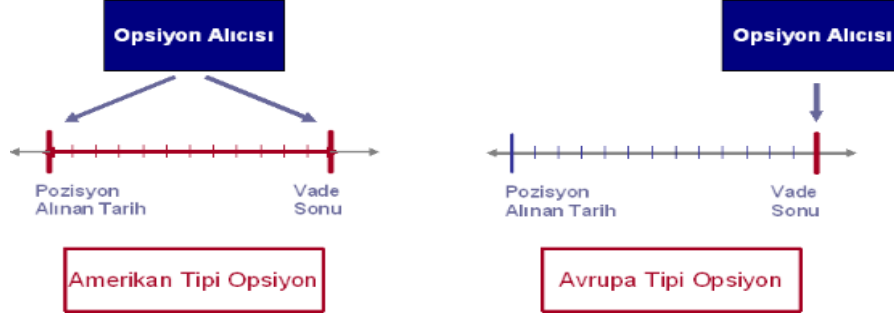
Opsiyon sözleşmesi kendi içlerinde alınan pozisyon türüne göre alım (call) opsiyonu ve satım (put) opsiyonu olarak, kullanım vadesine göre Amerikan ve Avrupa tipi opsiyon şeklinde ve konularına göre futures sözleşmeleri üstüne opsiyonlar, hisse senetleri opsiyonları, döviz opsiyonu ve endeks opsiyonları biçiminde çeşitlere ayrılmaktadır. Bunlara ek olarak opsiyon sözleşmelerini belli standardın olduğu borsa opsiyonu ve daha çok esnek banka opsiyonu olmak üzere de ayırmak mümkündür (Sezer ve Canpolat, 2017: 40-41). Ancak çalışmanın konusuyla alakalı olacak şekilde döviz opsiyonu üstünden yapılan Amerikan tipi ve Avrupa tipi opsiyonlar ve alım (call) – satım (put) opsiyonu üstünde durulacaktır.

2.6.1.3.1.1 Avrupa ve Amerikan tipi opsiyonlar

Avrupa opsiyonlarında, opsiyon sözleşmesini alan kişinin kullanım hakları yalnızca vadesinin bitiminde geçerlidir. Opsiyon sadece yatırım araçlarının teslimatı ve ödenmeleri amacıyla belirlenmiş olan tarihlerde uygulanmaktadır. Amerikan opsiyonlarında da opsiyon hakkını kullanmak için vadesinin bitimine kadar beklenmemektedir. Bunlar, opsiyon sahiplerine bu opsiyonları vadesi içinde rastgele bir vakitte kullanım hakkı tanımaktadır (Bak, 2009: 42-45).

Şekil 10. Opsiyon Tipleri

Opsiyonu Vadesinde veya
Vadesinden Önce Kullanabilir



Kaynak: (VOBAŞ, 2012: 198)

Amerikan opsiyonları sağladıkları esneklik yüzünden Avrupa opsiyonuna kıyasla pahalıdır. Kullanma süresinin değişikliği yüzünden ayrılan bu opsiyonların Avrupa’da ve Amerika’da faaliyet gösterdiğini ifade etmemektedir ve hem Avrupa’da hem de Amerika’da iki tür opsiyon da faaliyet göstermektedir. Örneğin hisse senetleri endeks opsiyonu ve yabancı paralar opsiyonunun bir kısmı Chicago Opsiyon Borsaları’nda Avrupa opsiyonu şeklinde faaliyet göstermektedir. Bunların dışında Amerikan opsiyonlarının vade tarihinden önce kullanılabilmesi sebebiyle Amerikan tipi opsiyonun sahiplerine ayrıdan hak da tanımış olmaktadır. Nitekim borsada çoğunlukla Amerikan opsiyonu faaliyet göstermektedir (Stultz, 1990: 5-6).

2.6.1.3.1.2 Alım opsiyonları

Alım (call) opsiyonları, opsiyon sözleşmesinin alıcı tarafından belli bir tarihte öncesinde belirlenen fiyatlar, miktarı ve belirli niteliklerde ekonomik göstergeleri, ürünü, değerli madenleri, sermaye piyasaları araçlarını ve dövizleri alım hakkını veren fakat alımı mecburi kılmayan, satıcı taraflar ise alıcı isteği doğrultusunda satışa sorumlu kılan sözleşmeleri ifade etmektedir (Ketboğa, 2019: 185).

- Alıcı Tarafın Maksimum Kazancı = Sınırsız, Maksimum Kaybı = Opsiyon Primi
- Satıcı Tarafın Maksimum Kazancı= Opsiyon Primi, Maksimum Kaybı = Sınırsız

Yatırım yapacak bir kişi, yatırım yapacağı kıymetin ileride artacağı beklentisi içindeyse bugün o kıymetin değerini sabit kılmak amacıyla alım opsiyonunu almaktadır. Ödeme tarihine gelindiğinde spottaki fiyatıyla sözleşmedeki fiyatını karşılaştırıp söz konusu opsiyonları kullanıp kullanmama konusunda kararını verecektir. Ancak sözleşmelerde

anlaşılan değer piyasalardaki fiyatından daha az ise opsiyon sözleşmesini kullanması daha kazançlı olduğundan uzun tarafa sahip olan kısa taraflardan sorumluluğunu yapmasını isteyecektir. Ters halinde, diğer bir ifadeyle spottaki değer sözleşmelerdeki fiyatlardan daha az ise opsiyona sahip olan kişi bunu kullanmayıp kıymetli değeri piyasalardan çekmeyi düşünecektir. Satıcı tarafın beklentileri alıcıların tersine fiyatın azalacağı yönünde olmaktadır. Beklentileri olduğu halde, uzun taraf dezavantajlı olduğundan opsiyonları kullanmamakta ve kısa tarafın alacağı opsiyon primi seviyesinde kazanç sağlamaktadır (Bak, 2009: 47-48).

Alım (call) opsiyonunun ve Satım (put) opsiyonunun sağladığı haklar Tablo 7’de kısaca özetlenmiştir.

Tablo 7. Alım Opsiyonunun ve Satım Opsiyonunun Sağladıkları Haklar

OPSİYON TARAFLARI	ALIM (CALL)	SATIM (PUT)
Alıcı	Alma Hakkı	Satma Hakkı
Satıcı	Satma Zorunluluğu	Alma Zorunluluğu

Kaynak: (Çevik, 2019: 53)

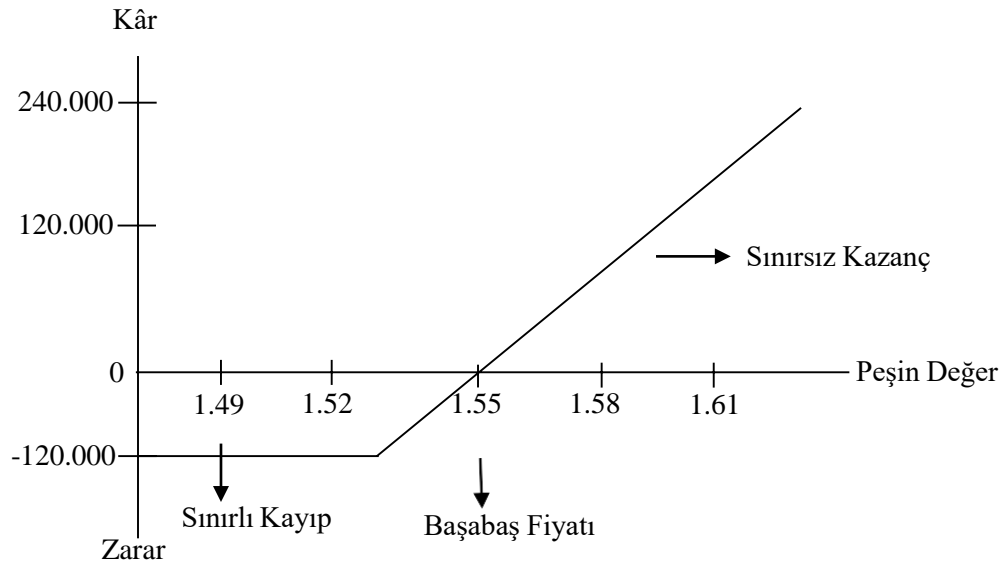
Alım opsiyonunun tanımı verildikten sonra, bu opsiyonu satın alarak döviz kuru risklerinden nasıl korunduğu bir örnekle incelenebilir. Ağustos’ta Amerika’daki bir firmanın Fransa’daki firmadan yaptığı teçhizat için dört ay sonrasında 4.000.000 € ödemesi gerektiğini düşünelim. Firma borcunu Euro ile ödeme yapacağından, \$’ın € karşısında değerinin düşmesinden korkmaktadır. Firma borcuna karşılık hedging yapmak için 4.000.000 € değerinde alım opsiyonu satın alır. Söz konusu opsiyon yalnızca vade tarihinde kullanılıp, Avrupa tipidir.

Opsiyon sözleşmesinin dört ay vadeli kullanım fiyatı 1.52 \$/€ şeklindedir. Opsiyon prim değerinin de her Euro için % 3 gerçekleşeceğini düşünelim. O halde firmanın alım opsiyonları aldığı anda ödeyecekleri opsiyon primini ve çeşitli kurlarda firmanın ve opsiyonun satıcılarının kazanç – kayıp durumlarını ele alalım. Firmanın söz konusu opsiyonu aldığı anda ödemesi gereken opsiyon primi $(4.000.000 \times 0.03) = 120.000$ \$’dır. Amerika’daki firmanın yani alım opsiyonu alıcı tarafından çeşitli kurlardaki kazanç ve kayıp durumu Tablo 8 ve Grafik 1’de yer almaktadır.

Tablo 8. Alım (call) Opsiyon Alıcısının Kâr ve Zarar Durumu

Opsiyon Durumu	Kayıpta		Başabaş Noktası	Kazançta	
	1.49	1.52		1.58	1.61
Döviz Spot Kuru	1.49	1.52	1.55	1.58	1.61
Euro Satışları	0	0	6.200.000	6.320.000	6.440.000
Prim	(120.000)	(120.000)	(120.000)	(120.000)	(120.000)
Opsiyonların Kullanımı	0	0	6.080.000	6.080.000	6.080.000
Net Pozisyonları	-120.000	-120.000	0	120.000	240.000

Kaynak: Yazarın kendi hesaplamalarıdır.

Grafik 2. Alım (call) Opsiyonu Alıcısı Kâr- Zararının Seyri

Kaynak: Yazarın kendi çizimidir.

Gerek Grafik 2'de gerekse Tablo 8'de gösterildiği üzere, ödeme tarihi bitiminde peşin değer (örneğin 1.49 \$/€) kullanım kurları olan 1.52 \$/€'dan az olduğunda opsiyonlar firmalar bakımından kullanılmayacaktır. Nitekim piyasalardan gereken Euro'yu daha ucuzdan bulmak yerine opsiyonların tercih edilmesi doğru bir hareket olmayacaktır. Opsiyon kullanılmadığında ise firmanın kaybı opsiyon primi, yani 120.000 \$ olacaktır. Peşin değer 1.52 \$/€ ve 1.55 \$/€ arasında kalması halinde ise firma sözleşmeyi kullanmaktadır. Ancak bu opsiyon sözleşmesini kullanmasıyla sağlayacağı kârı ödeyeceği opsiyon priminin sadece belli bir bölümünü karşılayacağından sonuçta kayıp oluşacaktır.

Alım opsiyonunda başabaş fiyatlar, kullanma fiyatıyla ödenecek opsiyon priminin toplamıyla hesaplanmaktadır. O halde bu örnekteki başabaş fiyatı $(1.52 + 0.03) = 1.55$ \$/€ olmaktadır. Peşin değer 1.55 olan başabaş fiyatına denk olması halinde firmanın opsiyon sözleşmesini kullanmaktan sağlayacağı kâr opsiyon primine denk olacaktır. O halde burada firmanın zararı veya kârı söz konusu değildir.

Kurun 1.55 \$/€'dan fazla olması halinde ise firma opsiyon kullanmayı tercih etmediğinde, opsiyon sözleşmesini kullandığındaki ödeyeceği miktar ve prim toplamlarından daha fazlasını ödeyecektir. Peşin değer 1.58 \$/€ olduğu varsayıldığında firma, opsiyon tercih edildiğinde kullanım fiyatı için 6.080.000 \$ ($= 4.000.000 \times 1.52$) ve 120.000 \$ prim ödeyeceğinden firmadan toplamda 6.200.000 \$ nakit çıkışları gerçekleşecektir. Firma opsiyon kullanmayı tercih etmediğinde de spot piyasalardan Euro satın almak için 6.320.000 \$ ($= 4.000.000 \times 1.58$) ve prim için de 120.000 \$ ödeyeceğinden firmadan toplamda 6.440.000 \$ çıkışı gerçekleşecektir. Öte taraftan firma opsiyonu tercih ettiğinde kazandığı Euro'yu spot piyasalarda satarak 6.320.000 \$ almış olacaktır. Dolayısıyla firma $(6.320.000 - 6.200.000 =)$ 120.000 \$ kazanç sağlamış olur.

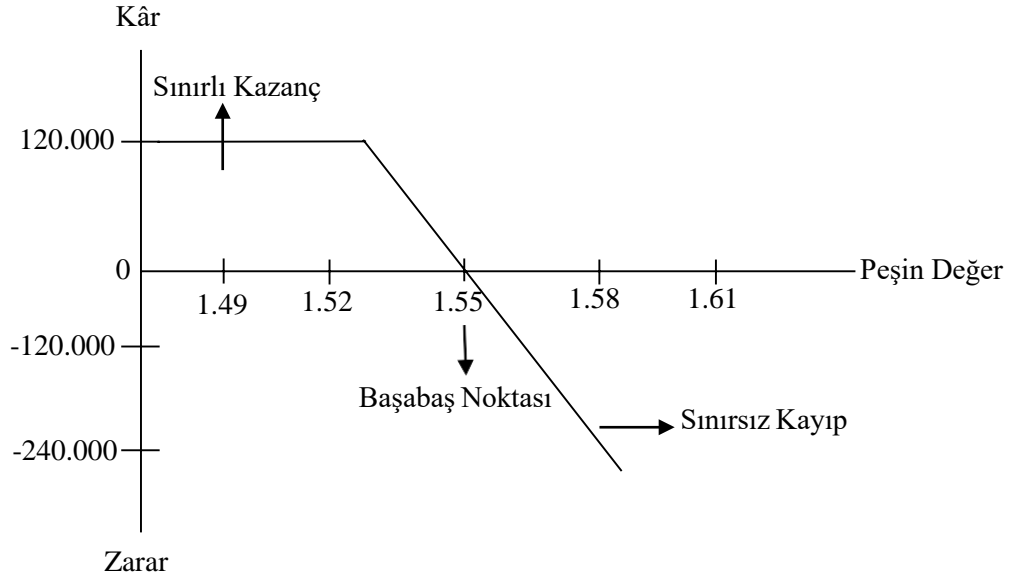
Alım opsiyonları satıcı tarafının çeşitli kurlardaki kazanç ve kayıp durumu aşağıda yer alan Grafik 3 ve Tablo 9'da gösterilmiştir.

Tablo 9. Alım (call) Opsiyon Satıcısı Kâr ve Zarar Durumu

Opsiyonun Durumu	Kazançta		Başabaş Noktası	Kayıpta	
	1.49	1.52		1.58	1.61
Döviz Spot Kuru	1.49	1.52	1.55	1.58	1.61
Prim	120.000	120.000	120.000	120.000	120.000
Euro Satışları	0	0	6.080.000	6.080.000	6.080.000
Spot Euro Alışları	0	0	(6.200.000)	(6.320.000)	(6.440.000)
Net Pozisyonları	120.000	120.000	0	(120.000)	(240.000)

Kaynak: Yazarın kendi hesaplamalarıdır.

Grafik 3. Alım (call) Opsiyonu Satıcısının Kâr-Zararının Seyri



Kaynak: Yazarın kendi çizimidir.

Hem Tablo 9 hem de Grafik 3'ten anlaşılacağı üzere, vadesinin bitiminde peşin değer (örneğin 1.49 \$/€) kullanım fiyatı 1.55 \$/€'dan az olduğunda opsiyon sözleşmesi firmalar bakımından kullanılmayacağı için opsiyonun satıcı tarafının kazancı opsiyonun primiyle sabit olmaktadır. O halde opsiyon satıcısı toplamda 120.000 \$ kazanç sağlayacaktır. Spot kur değerinin başabaş noktası yani 1.55 \$/€'ya eşitlenmesi halinde opsiyonun satıcı tarafının prim seviyesinde kazandığı gelirleri, spot kur ve kullanım kuru arasındaki farklılardan oluşan kayıp dengelemektedir. Dolayısıyla satıcılar için kazanç veya kayıp durumu oluşmayacaktır. Ancak spot kurun başabaş fiyatının üstünde olması durumunda firma opsiyonu kullanacağından satıcı taraf, 6.080.000 \$'dan yüksek olan Euro'yu alıcı tarafa 6.080.000 \$ karşılığında vermek mecburiyetindedir. Teoride Euro'nun fiyatı sonsuz derecede artacağından, satıcı taraf sonsuz kayıpla karşılaşacaktır.

Kısaca özetlediğimizde alım opsiyonunun alıcı tarafının başta ödediği opsiyon primi alıcı tarafının sınırlı olarak kaybını, satıcının da sınırlı kazancını oluşturur. Opsiyon kullanma kuru yükseldikçe opsiyonun alıcı tarafı kazanç sağlar. Opsiyon değerinin yalnızca opsiyonunun primine karşılık gelecek derecede yükselmesi halinde, satıcı ve alıcı başabaş noktasında olacaktır. Opsiyon fiyatlarının başta ödediği opsiyon primini de içerecek biçimde daha çok yükselmesi opsiyonun alıcı tarafının ucu açık kazanç sağlamasına, opsiyonun satıcı tarafının da ucu açık kayıp yaşamasına neden olur (Kadioğlu, 2003: 23).

2.6.1.3.1.3 Satım opsiyonları

Satım opsiyonu, sözleşmeyi alan taraflara belli bir ödeme tarihinde öncesinde belirlenmiş olan fiyat, miktarlar ve özellikteki ekonomik göstergeleri, ürünleri, sermaye piyasaları araçlarını ve dövizleri satım hakkını veren, satıcı tarafı da alıcının talepleri doğrultusunda satışı sorumlu olunan sözleşmeleri ifade etmektedir. Opsiyon alıcısının gelecekte fiyatın düşeceğiyle ilgili beklentileri bulunmaktadır. Beklentilerin gerçekleşmesi halinde ellerindeki menkul değerleri piyasalara göre daha yukarıdan satım hakkını elde edecektir. Elleri menkul değer bulunmuyorsa piyasalardan düşük fiyatlarda menkul kıymetleri alıp, opsiyon satıcılarına satarak kazanç sağlaması da olasıdır (Akkaş, 2015: 48-49).

Fakat fiyat alıcı tarafın beklentisi doğrultusunda gitmezse, diğer bir ifadeyle fiyat artarsa opsiyonları tercih etmek alıcı taraf için kazanç sağlamayacaktır. Piyasalarda yüksek fiyatlardan menkul kıymet satım imkânı varken daha ucuz fiyatlara satmayacak ve böylece opsiyonun sunduğu hakkı kullanmamış olacaktır. O halde opsiyon primi kadarlık bir kayıp yaşanmış olacaktır. Öte yandan, opsiyon satıcısının beklentileri alıcısının tersi yönündedir. İleride fiyatın artacağını düşündüğünden opsiyon kullanmayacağını ya da fiyatların opsiyon primi kadar artmayacağını düşünmekte ve opsiyon primi kadar kazanç sağlamayı düşünmektedir. Kısa tarafların beklentisinin tersine fiyatlar gelişirse opsiyonu alanlar bunu kullanmayı tercih edecek ve opsiyonları yazanlar için kayıp oluşturacaktır. Satım opsiyonlarını alan alıcılar bu varlıkları satabilecekleri en düşük fiyatları garantilemektedirler (Şeker, Çemberlitaş ve Altundağ, 2018: 122-125).

Bu durum şu şekilde formüle edebiliriz:

- Alıcı Tarafın Maksimum Kazancı = (Uygulama Fiyatları – Opsiyon Primi),
Maksimum Kaybı = Opsiyon Primi
- Satıcı Tarafın Maksimum Kazancı = Opsiyon Primi, Maksimum Kaybı =
(Uygulama Fiyatları – Opsiyon Primi) (Aydın, 2007: 39)

Alım (call) opsiyonunun ve Satım (put) opsiyonunun temel özellikleri Tablo 10'da kısaca özetlenmiştir.

Tablo 10. Alım (call) Opsiyonu ve Satım (put) Opsiyonlarının Özellikleri

	SATIM OPSİYONU	ALIM OPSİYONU
ALICI TARAF	<ul style="list-style-type: none">• Belli bir malı• Belli fiyatlardan• Belli bir vadede• Belli bir miktarda SATMA HAKKI tanır. Bunun karşısında Opsiyon Primi öder.	<ul style="list-style-type: none">• Belli bir malı• Belli fiyatlardan• Belli bir vadede• Belli bir miktarda ALMA HAKKI tanır. Bunun karşısında Opsiyon Primi öder.
SATICI TARAF	<ul style="list-style-type: none">• Belli bir malı• Belli fiyatlardan• Belli bir vadede• Belli bir miktarda ALMA SORUMLULUĞU yüklenir. Bunun karşısında Opsiyon Primi tahsil etmektedir.	<ul style="list-style-type: none">• Belli bir malı• Belli fiyatlardan• Belli bir vadede• Belli bir miktarda SATMA YÜKÜMLÜLÜĞÜ yüklenir. Bunun karşısında Opsiyon Primi tahsil etmektedir.

Kaynak: (Uzunoğlu, 2003: 46)

Satım opsiyonu olarak bir firmanın döviz kuru risklerinden korunma yöntemi yine alım opsiyonunda verdiğimiz örneklerdeki veriler kullanılarak açıklanabilir. Fakat bu örnekte firmanın Fransa'ya ürün ihraç ettiğini ve dört ayın sonunda 4.000.000 € tahsilat yapacağını düşünelim. Firma alacağını Euro ile tahsil edeceği için, ABD dolarının Euro'ya karşı değerleneceğinden tedirgin olmaktadır. Firma alacaklarını hedging yapmak amacıyla 4.000.000 € değerinde satım opsiyonu alır. Aldığı opsiyon sadece vade tarihinde kullanılıp, Avrupa tipi opsiyondur.

Söz konusu opsiyon dört ay vadeyle kullanma fiyatı 1.52 \$/€'dur. Euro başına opsiyon primi %3 diye düşünelim. O halde firmanın satım opsiyonunu almak için ödemek zorunda olduğu opsiyon primi ve çeşitli kurlarda firmanın ve opsiyonun satıcı tarafının kazanç ve kayıp hallerini ele alalım. Firmanın satım opsiyonunu almak için ödemesi gereken opsiyon primi (4.000.000 x 0.03 =) 120.000 €'dur.

Çeşitli kurlar karşısında satım opsiyonunun alıcı tarafının kazanç ve kayıp durumu Tablo 11 ve Grafik 4'te yer almaktadır.

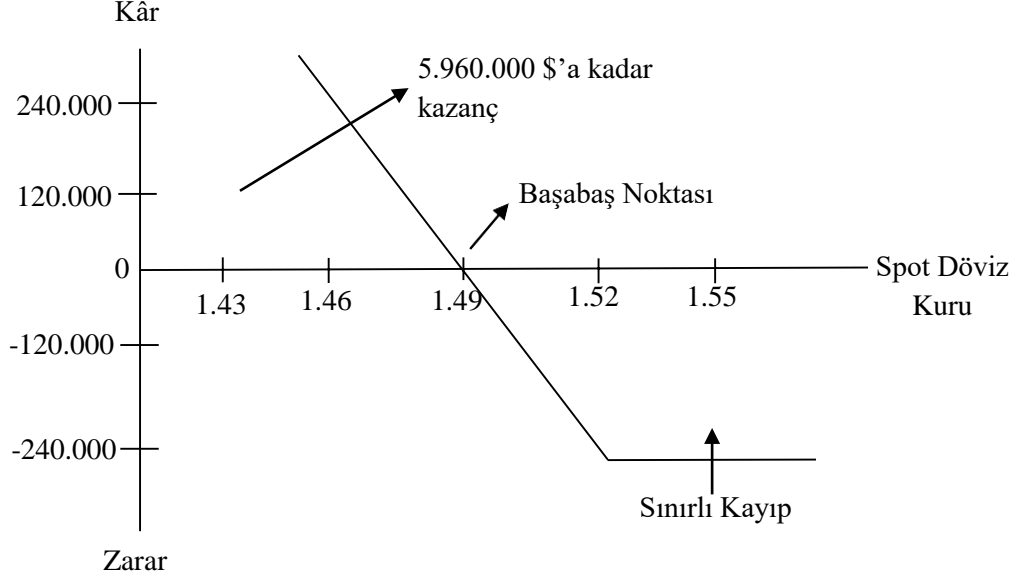
Tablo 11. Satım (put) Opsiyonu Alıcısının Kâr ve Zarar Durumu

Opsiyonların Durumu	Kazançta	Başabaş Noktası	Kayıpta	
Döviz Kuru	1.46	1.49	1.52	1.55
Opsiyon Kullanımı	6.080.000	6.080.000	0	0
Opsiyon Primi	(120.000)	(120.000)	(120.000)	(120.000)
Spot Euro Alımı	5.840.000	5.960.000	0	0

Net Pozisyonları	120.000	0	120.000	120.000
------------------	---------	---	---------	---------

Kaynak: Yazarın kendi hesaplamalarıdır.

Grafik 4. Satım (put) Opsiyonu Alıcısının Kâr-Zararının Seyri



Kaynak: Yazarın kendi çizimidir.

Hem Grafik 4 hem de Tablo 11'den anlaşılacağı üzere vadesinin bitiminde spot döviz kurunun kullanım kuru olan 1.52 \$/€'dan fazla olduğu her anda firma opsiyon tercih etmeyecektir. Nitekim Euro'yu piyasalarda daha pahalı fiyattan satabilecekken opsiyonu tercih etmek doğru bir hareket olmayacaktır. Firmanın opsiyonu kullanmaması halinde ise firma kaybı ödemiş olduğu prim kadar yani 120.000 \$ ile sınırlı olacaktır. Bu opsiyonlarda kullanım kurlarından peşin ödenmiş olan opsiyon priminin çıkarılmasıyla başabaş fiyatına ulaşılmaktadır. O halde başabaş noktası bu örnekte 1.49 \$/€'ya eşit olmaktadır. Spot döviz kuru başabaş noktasına denk olduğunda ise firmanın opsiyonu seçmesiyle kazanacağı tutar ($6.080.000 - 5.960.000 =$) 120.000 \$ ödenmiş olan prim tutarına eşit olmaktadır. Böyle bir durum olduğunda firmanın kazancı ya da kaybı yoktur. Spot döviz kurunun 1.49 ve 1.52 \$/€ arasında olduğu durumda, firma opsiyonu kullanmayı seçecektir. Fakat opsiyonu kullandığı durumdaki kâr, ödeyeceği primin sadece belli bir bölümünü karşılar ve sonuçta bir kayıp oluşur.

Spot döviz kurunun 1.49 \$/€'dan daha az olması durumunda, firma spot pazardan satın aldığı Euro için verdiği tutarla primin toplamlarından daha fazlasını, opsiyonu tercih ederek kazanacaktır. Sonuçta da kâr etmiş olacaktır. Örneğin, spot kur 1.46 \$/€ olduğunda

firma, opsiyon kullanıp Euro'yu satıcılara 6.080.000 \$'a satar ve bu miktardan da ödediği prim tutarını çıkarınca firmaya giren toplam nakit girişleri 5.960.000 \$ olur. Firma opsiyonu tercih etmediğinde ise spot piyasalarda Euro'yu (1.46 x 4.000.000 =) 5.840.000 \$'a satabilmekte ve 120.000 \$ ödeyeceği prim sonrası firmaya toplamda 5.720.000 \$ nakit girişi olmaktadır. Öte taraftan, firma opsiyonları kullanıp sattığı doları spot piyasalardan 5.840.000 \$'a geri alabilmektedir. Dolayısıyla firma 120.000 \$ (=5.960.000 – 5.840.000) kazanç sağlamaktadır. Euro değerinin en fazla sıfıra düşebileceğini varsayarsak, firma kazancı 5.960.000 \$, kaybı da ödeyeceği prim kadar olmaktadır.

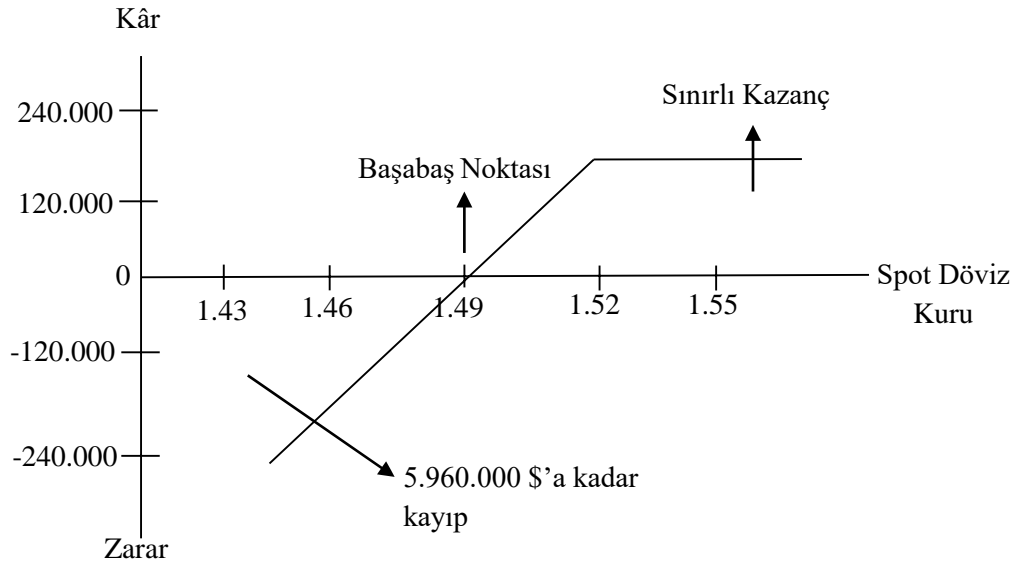
Çeşitli kurlar karşısında satım opsiyonunun satıcı tarafının kazanç ve kayıp durumları ise aşağıda yer alan Grafik 5 ve Tablo 12'de incelenmektedir.

Tablo 12. Satım (put) Opsiyonu Satıcısının Kâr ve Zarar Durumu

Opsiyon Durumları	Kayıpta	Başabaş Noktası	Kazançta	
Döviz Kuru	1.46	1.49	1.52	1.55
Opsiyon Primi	120.000	120.000	120.000	120.000
Spot Euro Satışları	5.840.000	5.960.000	0	0
Opsiyon Kullanımı	(6.080.000)	(6.080.000)	0	0
Net Pozisyonları	-120.000	0	120.000	120.000

Kaynak: Yazarın kendi hesaplamalarıdır.

Grafik 5. Satım (put) Opsiyonu Satıcısının Kâr-Zararının Seyri



Kaynak: Yazarın kendi çizimidir.

Gerek Tablo 12 gerekse Grafik 5'te gösterildiği üzere vadesinin bitiminde spot döviz kurunun kullanım fiyatından fazla olması halinde firma satım opsiyonunu tercih etmeyecek, böylece satıcı tarafın kazancı, peşin ödediği prim olan 120.000 \$ ile sınırlandırılacaktır. Başabaş fiyatının olduğu noktada yani 1.49 \$/€'da opsiyonun satıcı tarafının, opsiyon primiyle kazandığı gelir, kullanım kuruyla spot döviz kuru arasındaki farklardan oluşankayıyla eşitlenecektir. Bu durumda satıcının bir kazancı ya da kaybı olmayacaktır. Vadesinin bitiminde spot döviz kurunun, 1.49 ve 1.52 \$/€ arasında yer alması durumunda, opsiyon satıcısının elde ettiği opsiyon priminin belli bir bölümünü döviz kuru farkından oluşan kayıpla kaybedecektir. Ancak sonuçta kazançlı çıkacaktır.

Spot döviz kurunun başabaş fiyatından daha düşüğe seyretmesi durumunda firma, opsiyonu kullanacağından satıcı taraf, değerleri 5.960.000 \$'dan az olan Euro'yu opsiyonun alıcı tarafından 6.080.000 \$ karşılığında alma mecburiyetindedir. Euro'nun değeri teorik olarak sıfır olabileceğinden satıcı taraf en çok 5.960.000 \$ kadarlık bir kayıpla yüz yüze gelebilecektir.

Kısaca özetlemek gerekirse satma opsiyonları alıcılarının başta ödedikleri opsiyon primi alıcıların sınırlı kayıplarını, opsiyon satıcılarının da sınırlı kazançlarını göstermektedir. Opsiyonların kullanım fiyatları düştükçe alıcı taraf kazanç sağlamaktadır. Opsiyon fiyatlarının yalnızca primi karşılayacağı ölçüde azalması halinde, alıcı ve satıcının herhangi bir kârı ya da zararı olmayacaktır. Opsiyon fiyatlarının başta ödedikleri opsiyon primlerini de içerecek biçimde düşmesi alıcı tarafın ucu açık kazanç sağlamasına, satıcı tarafın da ucu açık olarak kayıp yaşamasına neden olacaktır (Kadıoğlu, 2003: 24).

2.6.1.3.2 Opsiyon fiyatlarını etkileyen unsurlar

Opsiyon sözleşmelerinin fiyatlarının meydana gelmesinde gerçek değer ve zaman değeri olarak iki faktörün önemli etkisi bulunmaktadır. Opsiyonun değeri, bu bileşenlerin toplamıyla belirlenir (Aydeniz, 2007: 143). Opsiyon sözleşmesinin fiyatlarının oluşmasına aşağıda açıklanan unsurlar etki etmektedir:

- İçsel Değeri: Opsiyon sözleşmesindeki içsel değer, kullanım fiyatıyla spot fiyatlar arasındaki olumlu farkı, diğer bir ifadeyle opsiyonu alan kişinin bunu

uyguladığındaki kazancını ifade etmektedir.

- Zaman Değeri: Vadesinin bitimine kadar olan tarihin uzamasıyla döviz kuru tahmini zorlaştığından, vadesi uzadığı sürece opsiyon primi de artar ve uzun vadedeki opsiyonun primi, kısa vadedeki opsiyondan fazla olur.
- Baz Varlıkların Fiyatlarındaki Volatilite: Spot kurdaki volatilite arttıkça opsiyonun satıcısının riski de artmaktadır ve dolayısıyla buna bağlı olarak opsiyon primi de yükselmektedir.
- Faiz Oranı: Spot döviz kurunun aynı kalacağı şartıyla, faiz oranında oluşan değişiklik, opsiyon fiyatına etki etmektedir. Örneğin Euro faizlerinde başka dövizlere göre yaşanabilecek bir yükseliş alım opsiyonunun primini yükseltmekte ve satma opsiyonunun primini de düşürmektedir (Hayta, 2009: 120-121).

Tablo 13. Opsiyon Fiyatlarına Etki Eden Faktörler

Faktörler (Artış Yönünde)	Alım (Call) Fiyatı	Satım (Put) Fiyatı
Dayanak Varlık Fiyatı	+	-
Kullanım Fiyatı	-	+
Vadeye Kalan Süre	+	+
Oynaklık (Volatilite)	+	+
Risksiz Faiz Oranı	+	-
Temettü	-	+

Kaynak: (Çevik, 2019: 56)

Yapılan açıklamalar neticesinde opsiyon fiyatlarına etki eden temel unsurlar Tablo 13’de gösterilmektedir. Kısaca bu unsurlar; dayanak varlıkların spot piyasalardaki fiyatları, opsiyon sözleşmesinin kullanma fiyatları veya başka bir ifadeyle ikisinin arasındaki pozitif fark olarak ifade edilen içsel değer, vadesine kalan süre, dalgalanma, faiz oranları ve dağıtılabilen temettü geliri şeklinde sıralanabilmektedir (Çevik, 2019: 56-57).

2.6.1.4 Döviz Swap İşlemleri

Swap sözcük olarak "değiş tokuş etmek, değiştirmek" gibi anlamlarını taşımaktadır. Swap; tarafların belli bir zaman dilimi içerisinde bir varlık veya yükümlülüğe bağlı olan çeşitli faiz ödemelerini ya da döviz türünü karşılıklı olarak değiştirdikleri bir takas sözleşmesidir. Döviz swapı bir kişi veya kurumların başka bir kişi ya da kurumlarla belli bir süre için para değiş tokuş etmesidir (Kıyılar, 1998: 90-91). Başka bir ifadeyle swap sözleşmesi öncesinde belirlenen formüllerle vadeye göre, taraflar arasında oluşabilecek nakit akışlarının değişiminde kullanılabilen bir yöntemdir. Bunun amacı, faiz oranıyla

kurda yaşanabilecek volatilitelerin meydana getirdiği riskleri minimuma indirmektir. Aslında swap işlemi, alacağın olduğu finansal piyasadaki yerden yararlanarak tarafların birbirine sağladıkları üstünlüklerin, arbitraj amacıyla el değiştirmesidir. Böylece finansal piyasalardaki yeri sebebiyle maliyette üstün olan işletme, swap işlemleriyle öteki işletmenin bu üstünlüğüne katılmasını sağlamaktadır (Parasız, 2012: 359).

1923'ten beri kullanılan swaps işlemi, daha çok 1970'lerde İngiltere'de döviz faaliyetlerine ve sermaye hareketine yapılan kısıtlama ve ulusal piyasalardan borçlanmanın maliyetlerinin yükselmesine karşı gelişmiştir. Swap yöntemi, kur ve faizdeki değişimlerden oluşabilecek riske karşı korumak, yeni finans pazarlarında faaliyetini gerçekleştirebilmek ve borçlanmanın maliyetlerini azaltmak için geliştirilen bir yöntemdir (Apak, 1995: 63).

Döviz swap işlemleri para cinsinin nakit akışlarının, gelecekte tekrar almak şartıyla farklı para cinsi karşısında, spot piyasalarda satma faaliyetidir. Uluslararasıdaki bir firmanın satış sonunda 2 milyon \$ kazandığı ve bunu da 4 ay içinde başkasına ödemesi zorunluluğu olduğunu varsayalım. Ancak firma bu sürede kazandığını Brezilya Real'ine dönüştürerek değerlendirmeyi düşünmektedir. O halde yapılan 4 ay süreli swap faaliyeti doları reale dönüştürmek ve sonrasında yeniden alma faaliyetinden görece daha az maliyetli olmaktadır (Krugman ve Obstfeld, 2000: 338).

Buna ek olarak swap işlemi iki tarafın karşılıklı şekilde, belli süre içinde ödeme taahhütünü içinde bulunduran sözleşme türleri şekilde de değerlendirilebilmektedir. Söz konusu işlemlerde karşılaşılabilecek bazı riskler bulunmaktadır. İlki tarafların sorumluluklarını yapmamasından kaynaklanan kredi riski, ikincisi ise belli döviz konvertibilitelerindeki sınırlamalardan oluşan ülke riskleridir. Diğer taraftan döviz swap işlemleri taraflarına borç masraflarını düşürmek ve getiri azaltmak gibi bazı avantajlar sağlasa dahi swap işlemi esnasında gerek döviz kuru riskleri gerekse de faiz oranları değişme riskiyle karşı karşıya kalma ihtimali vardır. Buradaki önemli husus, söz konusu risklerin bilanço dışındaki riskler olmasıdır. Nitekim swap işlemleriyle bilanço yapısı bozulmamaktadır (Akçay, Memiş, Yürükoğlu ve Kayahan, 2010: 526-527).

Swap işlemlerinin finans piyasalarında kullanılmasının sebepleri ise aşağıdaki gibi sıralanabilmektedir;

- Sabit faiz ile fon sağlama konusunda yaşanan güçlükler
- Belli dövize ulaşmada yaşanan zorluklar
- Yatırımcı ve firmaların vade sürelerini uzatmak istemeleri
- Yatırımcı ve firmaların çeşitli finans piyasalarında kredibiliteye ulaşmak istemeleri (Demir, 2009: 156)

Swap sözleşmelerindeki önemli bir diğer nokta da swap oranlarıdır. Paranın alınıp satıldığı fiyat farkına swap oranı denmektedir. İki para birimi arasındaki faiz farklılıklarının kur üstündeki etkileri sonucunda swap oranı farkı oluşmaktadır (Cross, 1998: 40).

Söz konusu işlemlerde değişimlere ilişkin ödeme faizler, anapara veya hem anapara hem de faiz ödemesi olabilir. Bununla firma yöneticisi riski düşürmenin yanında kazancını artırma imkânı da elde etmektedir. Firma yöneticileri bu işlemlerle gereksinimlerine göre borcunu tekrar değerlendirebilmek için bir para biriminin fırsat yarattığı yerden borçlanabilir ve araç sağlayabilir (Akçay vd., 2010: 530).

Swap işleminin özelliği gereği esnek bir yapısının olması söz konusu yöntemi son derece avantajlı yapmaktadır. Swap işleminin bilançolar üstünde direkt bir etkisinin bulunmaması firmalara bilanço dışında finansman imkânı yaratmaktadır. Diğer taraftan swap işlemleri finansal bakımdan piyasalarda faaliyet göstermeyen firmalara pazara katılma olanağı sağlamaktadır (Apak,1995:65).

Öte taraftan swap piyasalarının katılımcılarını iki çeşitli yönden değerlendirebilmek olasıdır. Bunların birincisi son kullanıcılar grubudur. Bunlar, finansal sebeplerden dolayı kur risklerini minimuma düşürmek için swap işlemine yönelmektedirler. Satıcı veya aracı grup olarak değerlendirilmekte olan bir diğer katılımcılar da komisyon almak veya kazanç sağlamak için swap işlemine başvurumaktadırlar. Pratik olarak bazı kuruluşlar iki grup içinde de yer alabilmektedirler. Bir swap işleminin amacı, finansal bir işlemin riskini ve maliyetini en aza indirmek amacıyla bu uygulamadan yararlanan tarafların çıkar ilişkilerine yarar sağlamak için katılımcıların çeşitli finans kabiliyetlerinden faydalanmaya yöneliktir (Injadat, 2014: 245-248).

Son olarak swap işleminin avantajları şu şekilde sıralanabilir:

- Çeşitli pazarlara ulaşma olanağı tanımaktadır.
- Daha düşük maliyetlerle yeni kaynağa ulaşma olanağı sağlamaktadır.
- Çeşitli vade sürelerinde sözleşme imkanı tanımaktadır.
- Kredi arbitrajıyla firmaların fon maliyetini düşürebilmektedir.

Kısaca swap işleminin dezavantajlarını ise şöyle özetlemek mümkündür:

- Tezgahestü piyasalarda işlem görmektedir.
- Swap sözleşmeleri belirli standartlara sahip değillerdir.
- Kredi riski, faiz riski ve döviz kuru risklerini bütünüyle yok edememektedir (Kıyılar, 1998: 90-93).

2.6.1.4.1 Swap sözleşmelerinin kotasyon şekli

Swap işlemlerinde kotasyon, peşin değer üstünden yüzdellik olarak iskontolu veya prim halinde verildiği gibi peşin değere göre küsuratlı olarak da ifade edilmektedir. Döviz swapları üzerinden örnek verilecek olursa, belli miktarlardaki paranın diğer bir parayla peşin ya da forward değerlerden alınır ve aynı zamanda aynı para türünden başka bir vadede satılır. Alış-satış işlemleri eş zamanlı gerçekleştiği için firma sahibi kur riskine karşı kendini korumaktadır. Türkiye'deki bir firma sahibinin belli bir tarihte ABD ile yaptığı ticaret faaliyetleri yüzünden dolara gereksinim duyduğunu varsayalım. Türk firması spot piyasalarda TL satıp dolar alırken, 2 ayın sonunda TL alıp forward doları satmıştır (Karabıyk ve Anbar, 2007: 66-70).

Bu faaliyetlerin maliyetleri forward işlemi ve peşin değer arasında gerçekleşen fark ölçüsünde gerçekleşmekte ve bunu da iki para cinsi arasında olan faiz oranı farkı belirlemektedir. 2 ay sonrasına yapılan bu faaliyet swap işlemindeki esneklikle yatırımcılar bakımından uzatılmaktadır. Dolayısıyla yatırımcılar yapılan bu faaliyetin 5 aya daha uzatılmasını istese, 2 ay sonrasında alacağı Türk Lirasını o an satıp 2 ay sonrasında tekrar almak için swap sözleşmesini uzatabilir. Ancak gerçekleştirilen faaliyetlerin vadesi bir aydan kısaysa kısa vadeli swap, bir aydan uzunsa uzun vadeli swap denmektedir. Swap anlaşmaları genellikle 2 ila 10 yıl vadeli olarak hazırlanmaktadır (Uzunoğlu, 2000: 69).

2.6.1.4.2 Swap maliyetinin belirlenmesi

Firmalar bakımından swap maliyetlerinin belirlenmesi oldukça önemlidir. Swap işlemi maliyeti, swaps işlemlerinin vergi sonrası maliyetleri, swap işlemlerinin vadelerinde dövizle ödeme yapılan faiz gideri ve firmanın yerli para cinsinden almış olduğu ödünçlerin maliyetleri toplamıyla elde edilmektedir. Ayrıca bankalara ya da aracı kurumlara ödenmekte olan masraf ve komisyonların haricinde faiz swaplarının faiz maliyeti de olmaktadır. Swap sözleşmesine bağlı olarak varlık ya da borçlara göre olan ödemenin değişimi için, yıllık vadeler için, belli anaparaya ilişkin faiz ödemesini sabitten değişken oranlara; değişkenden sabite veya değişkenlerin bir cinsinden diğer cinsine değiştirilebilmektedir. Dolayısıyla aynı türdeki para birimlerinden olan borcun yalnızca faiz ödemesinin yapıları farklılaşmaktadır. İki işletme çeşitli kaynaktan kazandığı kredinin yalnızca faiz yükünü farklılaştırarak swap işlemi gerçekleştirebilmekte ve dolayısıyla kendi piyasasındaki üstünlüğüne bağlı olarak tarafların ikisi de avantajlı olabilmektedir (Başcı, 2003: 24).

Swap işlemleri maliyeti şu şekilde gösterilebilmektedir:

$$C_S = E_S F_O R_d (1 - t_d) + E_1 F_O R_S (1 - t_f)$$

C_S = Swap işleminin maliyeti

E_S = Swap sözleşmesinin kuru

F_O = Swap ile korunmakta olan döviz miktarı

R_d = Firmanın ana ülkesindeki borçlanmanın maliyeti

t_d = Ana ülkenin vergi oranı

E_1 = Gelecekteki peşin döviz kuru

R_S = Swap neticesinde döviz türüyle kazanılan fona ödenmekte olan faiz oranları

t_f = Yabancı ülkenin vergi oranı

E_0 = Cari dönem peşin döviz kuru (Goldberg, Kennedy ve Miu, 2010: 4-5).

Örneğin Amerika'daki bir işletmeye bağlı şekilde kurulacak ve 200.000 TL sermayeye gereksinim duyan işletme için Amerika'da bulunan ana firmanın Türkiye'de yer alan bağlı firmasına sermayesini bulmak için 5 aylık swap yapmak istediğini ve konuya ilişkin verilerini aşağıda gösterildiği biçimde derlediğini varsayalım:

$$E_0 = 1.70 \text{ \$/TL}$$

$$F_0 = 200.000 \text{ TL}$$

$$R_d = 0.20$$

$$R_s = 0.25$$

$$E_1 = 1.20 \text{ \$/TL}$$

$$E_s = 1.60 \text{ \$/TL}$$

$$t_d = 0.70$$

$$t_f = 0.60$$

O halde firmanın kura açık pozisyonu yüzünden karşılaşılabileceği kayıpla swap maliyetinin karşılaştırılması gerekir.

Swap maliyeti;

$$C_s = (1.60) \times (200.000) \times (0.20) \times (0.30) + (1.20) \times (200.000) \times (0.25) \times (0.40)$$

$$C_s = 19.200 + 24.000 = 43.200 \text{ \$}$$

Bunun için gereken fonun yerli para üstünden oranı $(1.60) \times (200.000) = 320.000 \text{ \$}$. Dolayısıyla swapın maliyetinin oranı; $43.200 \text{ \$} / 320.000 \text{ \$} = 0.135$ olmaktadır. Firmanın swaps işlemlerini tercih etmediği durumda karşı karşıya kalacağı kayıp ise şu şekilde hesaplanabilmektedir:

$$(E_0 - E_1) \cdot F_0 (1 - t_d) = (1.70 - 1.20) (200.000) (0.30) = 30.000 \text{ \$}$$
 olmaktadır.

Toplam miktarıyla oranlanırsa, bu oran $(E_0 - E_1) F_0 (1 - t_d) / (E_0 F_0) = 0.08$ olur. Söz konusu oranlar karşılaştırıldığında firmanın swap gerçekleştirme maliyeti döviz kuru risklerinden korunmamanın maliyetine göre daha az çıkmış ve o halde firmanın swap tercih ederek risklerini düşürmesi yerinde bir tercih olmaktadır (Hayta, 2009: 124-125).

2.6.1.4.3 Swap çeşitleri

Swap çeşitlerinin başlıcaları faiz swapı, döviz (para) swapı ve mal swapı olarak genellikle üç başlıkta toplanabilmektedir. Uluslararası piyasada farklı farklı swap çeşitleri olsa bile genelde bunlar faiz ve döviz (para) swapından türetilen çeşitlerdir (Apak, 1995: 60-61). Burada mal swapı ve faiz swapı ile genel bir açıklama yapıldıktan sonra çalışmanın da amacı doğrultusunda döviz (para) swapı üstünde durulacaktır.

2.6.1.4.3.1 Faiz swapı

Faiz swapları, kurumların belirli bir para birimi üstünden, daha ucuz ve sabit faiz ile sağladığı kredilerin, diğer bir firmanın söz konusu para birimiyle sağladığı değişken

oranlı faizli ve pahalı krediyle değiştirilmesidir. Bu swap işleminin temelinde, taraflardan birinin diğer tarafa göre ucuz maliyet ile krediyi sağlaması ve ödeme tarihi yapısı bakımından da taraflardan birinin diğer tarafın kredilerindeki vade yapılarını tercih etme niteliği bulunmaktadır. Yaygın olarak uygulanan faiz swapı, bir tarafın sabit faizle, diğer tarafın ise değişken oranlı faizle borçlanarak bu yükümlülüğünü değiş-tokuş ettiği swap çeşididir. Bu swap türünün hızla gelişmesinin sebebi, swapı uygulayan taraflardan ikisinin de bu işlemin sonunda kredi maliyetini ucuzlatabilmesidir (Kıyılar, 1998: 84).

Değişken faizleri sabite, sabit faizleri değişkene ve değişken faizlerden değişken faizlere çevirme biçiminde, faiz ödemesinin niteliklerini değiştirerek borç ödemesinin yapılarını değiştirme işlemleridir. Genel uygulamalarda, aynı miktar ve vadelerdeki borcun faizlerini değiştirerek swap işlemi gerçekleştirilmektedir. Burada faiz ödemesi el değiştirir ancak anapara değiştirilmez. Bu swap çeşidi bir finansmanın kaynaklarından kredi elde eden firmalara, kredi faizinin ödeme yapısını farklılaştırma olanağı sunmaktadır. Bu işlemler genellikle çeşit kredi değerliliklerine sahip olanlar tarafından gerçekleştirilmekte, değerlilikleri daha düşük olanlar değerliliği yüksek olan tarafa swap primi öder ve işlemin bitiminde tarafların ikisi de kredi maliyetini ucuzlatmaktadır (Öçal ve Çolak, 1999: 257).

Faiz swap sözleşmesinin vadesi 1-15 yılları arasında değişmekle birlikte genelde 2-10 yıl arasındaki vadeler kullanılmaktadır. Genelde bu anlaşmalar vadesinin bitiminde iki taraf arasında anlaşmanın koşullarını yaparak kapatılabilmektedir. Fakat son kullanıcıların anlaşmaya katılma sebebi ortadan kalktığına son kullanıcılar vadesinden önce anlaşmayı bitirebilmektedir (Bolak, 1998: 108-109).

Bu swap türünün döviz swapından ayrılan en önemli farklılığı daha önce bahsedilen, anaparaların vade bitiminde veya başlangıçta değiştirilememesidir. Böylelikle risk yalnızca faiz ödemesi için söz konusudur. Risklerin sadece faiz ödemesini içermesi, faiz swaplarının döviz swaplarına kıyasla uluslararası piyasada kabul görmelerini sağlamaktadır (Fehle, 2003: 358-362).

Bu swap çeşidinde iki taraf da rekabet üstünlüğünü birbirine aktarırlar. Dolayısıyla taraflar daha çekici faiz oranıyla borçlanma imkânını bulurlar. Bu swap türünün

yaygınlaşmasının önemli bir nedeni, iki tarafın da birbirinin çeşitli piyasadaki göreceli üstünlüğünü kullanarak daha ucuz borçlanma maliyetini elde etmeleridir (Benos, Payne ve Vasios, 2020: 168-169).

2.6.1.4.3.2 Mal swapı

Mal swapları iki taraf arasında belli bir miktar malın sabit ve değişken fiyatlarını belli bir zaman boyunca değiştirmeye ilişkin bir anlaşmadır. Tezgah üstü türev ürünlerinin (OTC commodity derivatives) ilklerinden olan mal swap işlemleri ilk defa 1986'da kullanılmıştır. Yöntemin uluslararası düzeyde önem kazanması ise 1991 Körfez Krizi dönemine rast gelmektedir. Bu swap türü sabit faizden değişken faiz swap çeşidine çok benzemekle beraber kullanıcı ve üreticilere uluslararası mal piyasalarındaki fiyatların hareketine karşı kendini koruma imkânını sunmaktadır (Tüzüner, 2015: 232-233).

2.6.1.4.3.3 Döviz (para) swapı

Döviz swapları, çeşitli birimden meydana gelen eşit büyüklüklerdeki ayrı iki para biriminin vadelerinde, anapara birimi üstünden ve öncesinde üstünde anlaşılan belirli bir döviz kuru hesabı ile geri ödenmesi suretiyle değiştirilmesidir. Faiz swaplarındaki gibi, kurdaki hareketlenmeler ve bu dalgalanmanın oluşturduğu belirsizliği ve riski azaltmak amacıyla piyasalarda döviz swapları uygulanmaktadır. Bu swap türü, genelde anapara ödemesi ve faiz ödemesini kapsayan öncesinde belirlenen kural ve süre içerisinde tarafların belli miktarda farklı iki para türünü değiştirme ve belirli bir vade bitiminde satın alınması hususunda ulaştıkları mali işlemlerdir. Bunun gerçekleşmesi için, miktar ve vadede aynı ilgede olup, ancak farklı para türü ihtiyacı olan tarafların bulunması gerekmektedir. Sonuç olarak iki taraf da kredi notları fazla olan piyasadan çeşitli döviz üstünden fon sağlayabilmektedir. Daha sonra da söz konusu fon ve bunun geri ödenmesi yükümlülüğü iki taraf arasında değiş-tokuş edebilmektedir (Destais, 2016: 2255-2259).

Bu swap türünün kullanılmasında önemli gerekçeler bulunmaktadır. Bu gerekçelerden ilki, talep edilen para türünden kredinin bulunamaması ve diğer para türünden kredinin bulunup istediği para türüne swap edilebilmesidir. İkincisi ise, düşük faizle ödeme yapılmak istenmesidir. Bu yüzden istenilen para türünden değil; düşük oranlı faizli diğer bir para türüyle kredi bulunmakta ve istenilen para cinsiyle swap edilebilmektedir. Döviz

swapı genellikle 2 yıl ile 10 yıl arasında değişebilen vadede düzenlenir ve uygulamada çoğunlukla 1 yıldan az, 1 – 5 yıl ve 5 yıldan fazla şeklinde ifade edilebilen 3 vade türünde faiz oranı swaplarının kullanıldığı görülmektedir. Diğer adı para swapı olan bu swap türünün faiz swapından farkı, iki taraf arasında anaparaların da değiştirilmesidir (Başcı, 2003: 22-24).

Döviz swaplarının iki önemli niteliği; vadesinin başlangıcında ve bitiminde anaparanın değiştirilmesi ve swapların çeşitli para birimlerinden olmasıdır. Bu swap sabit döviz swapı, sabitten değişkene döviz swapı ve değişkenden değişken faize döviz swapı şeklinde gerçekleştirilebilmektedir (Yılmaz ve Şahin, 2009: 398).

Döviz swaplarında üç aşamadan söz edilebilmektedir;

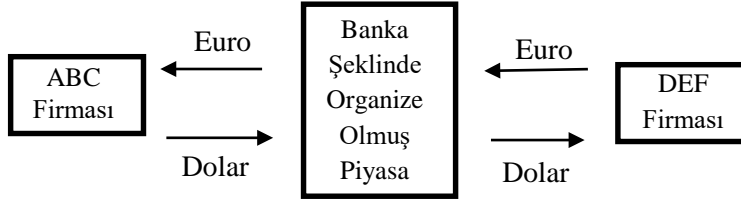
- Çeşitli para cinsinden olan anaparanın değiş tokuş edilmesi
- Swap süresince periyodik olan faiz ödemesinin değiş tokuş edilmesi
- Swap anlaşması sonunda anaparanın baştaki değişimindeki döviz kuru üstünden tekrardan değiş tokuş edilmesi (Sezer ve Canpolat, 2017: 39).

- 1. Anaparaların değiş tokuşu:** € türünden fonu olan ve \$ gereksinimi duyan ABC işletmesiyle \$ türünden fonu olan ve € gereksinimi olan DEF işletmesi banka biçimindeki organize piyasalarda anapasını, uzlaştıkları döviz kuru üstünden birbirine ödemektedirler.
- 2. Faizin değiş tokuşu:** € türünden fonu olan ve \$ gereksinimi duyan ABC şirketiyle \$ türünden fonu olan ve € gereksinimi bulunan DEF şirketi banka şeklindeki organize piyasalarda anapasına ilişkin faizi birbirine ödemektedirler.
- 3. Vade bitiminde anaparanın iade edilmesi:** € türünden fonu olan ve \$ gereksinimi duyan ABC işletmesiyle \$ türünden fonu olan ve € gereksinimi bulunan DEF işletmesi banka şeklindeki organize olan piyasalarda swap işleminin vade bitiminde taraflar anaparalarını geri vermekte ve başlangıçtaki durumlarına dönmektedirler (Yılmaz ve Şahin, 2009: 397).

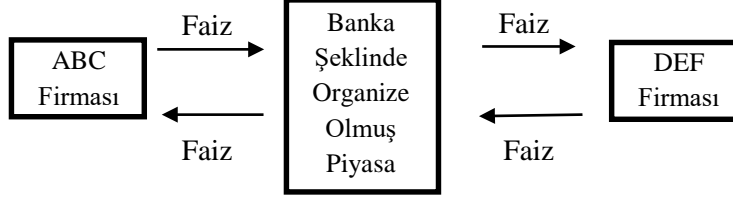
Yukarıda ele alınan bu 3 aşama özetlenerek aşağıdaki şekilde gösterilmektedir.

Şekil 11. Döviz (Para) Swapının İşleyişi

Anaparaların değiş tokuş işlemi



Faizlerin değiş – tokuş işlemi



Vade sonunda anaparaların iadesi işlemi



Kaynak: (Teker,1999: 108-109) yararlanarak yazarın kendi çizimidir.

Döviz swapı işlemini gerçekleştiren taraflar, bununla hem kur riskine karşı korunabilmekte hem de çeşitli piyasadan borçlanma imkânının bulunmadığı ya da görece az avantaj sağladığı hallerde gereksinim duyduğu dövizleri cazip maliyetlerle bulma imkânına kavuşabilmektedirler. Dolayısıyla döviz kuru riski yönetimi, düşük fon maliyetleri ve piyasaya erişme ve çeşitli para türlerindeki nakit akışları gibi nedenlerden dolayı döviz swapları kullanılabilirler. Genellikle döviz swaplarının avantajları ise; esneklik, borçlardaki istikrar, işlemlerdeki yalınlık, maliyetleri azaltma ve kur riskini azaltma şeklinde sıralanabilmektedir. Aynı zamanda döviz swapının sabit faizlerden sabit faizlere, sabitten değişken faizlere ve değişkenden değişken faize döviz (para) swapları şeklinde farklı çeşitleri de bulunmaktadır (Apak, 1995: 65).

- **Sabit Faizden Sabit Faize Döviz (Para) Swapları:** Sabit faizli döviz swaplarından iki taraf da çeşitli döviz türünden ancak peşin değeri üstünden birbirlerine eşit miktarlarda ve hepsinde sabit faizler üstünden anlaşılmış anapara borçlanılmasına gitmektedirler. Bu yolla taraflardan biri diğerine faiz ve anapara

ödemesi yapacaktır. Döviz swapında belli döviz borçları için kararlaştırılan sabit oranlı faiz ödemesinin, başka döviz türünden belirlenmiş olan borçların, sabit faiz ödemeleriyle değiştirilir. Taraflar burada benzer vadedeki anaparasını sabit faizler üstünden karşılıklı olarak değiştirirler (Kıyılar, 1998: 85- 87).

- **Sabit Faizden Değişken Faize Döviz (Para) Swapları:** Bu türde vadede olan anapara ödemesi dahil, bir taraf değişken faizli belirli para biriminden olan borçlarını, sabit faizli diğer para cinsine çevirirken taraflardan diğeri ise sabit faizli borçlarını değişken faizli diğer para cinsine dönüştürmektedir. İki taraf da, kendisi için fırsat sağlayan finans piyasalarındaki para cinsleri üstünden fon sağlayabilmekte, sonrasında çeşitli para cinsinden sağladıkları fonu, belli döviz kurları üstünden geri ödemek şartıyla değiştirebilmektedirler. Bu fondan biri değişken faizli, diğeri sabit faizli uygulanmakta ve swapın vadesi boyunca faizinde taraflar bakımından ödenmelerini içermektedir (Bak, 2009: 47-49).
- **Değişken Faizden Değişken Faize Döviz (Para) Swapları:** Bu swap bir dövizden değişken faizli borçlanan tarafların, borcunu başka değişken faizli, başka döviz türündeki borçlara çevirme imkânını tanımaktadır. O halde taraflar çeşitli dövizler ve para piyasasından borçlanma kabiliyetlerinden yararlanarak avantajlı şekilde borçlanma olanağına kavuşmaktadırlar (Tekel, 1999: 108-110).

2.6.2 Firma Stratejileri ile Riskten Korunma Yöntemleri

Vadeli işlemlerde firmaların aldıkları pozisyonlarla gerçekleştirilen kur riski yönetimlerinin yanında, şirketler vadeli işlemler piyasasının dışında kendi içinde bazı koruma stratejisi uygulamaktadır. Yoğun rekabetin ve dar kâr marjının olduğu piyasada, vadeli işlemde gerçekleştirilen işlem maliyeti, kazanç üstünde görmezden gelinemeyecek ölçüde etkilidir. İçsel tekniklerin maliyetinin yüksek olması, tutarsız olması ya da kur riskini düşürmede istenen seviyelerden daha az etkin olduğunda firmalar dışsal tekniklere başvurmak durumunda olup vadeli işlemlere yönelmektedirler (Becker ve Fabbro, 2006: 4).

Konuyla ilgili yapılan çalışmalar incelendiğinde, araştırmalarda işletmelerin yalnızca operasyonel tekniklerin kullanarak riski azaltmadığını ve söz konusu tekniklerle beraber finansal tekniklerin de kullanılmasının kur riskini azaltmasında yararlı olacaklarını öne

sürdükleri gözükmetedir. Kur riski yönetimlerinde içsel teknikler ve dışsal tekniklerin birlikte kullanılarak yapıldığı korunma yönetiminin işletmelere yarar sağladığı belirlenmiştir. Kur riski yönetimleri kur dalgalanmalarının işletmeler üstündeki etkilerini düşürmekte ve işletme ortaklarına olumlu katkılar yapmaktadır. Bu doğrultuda büyük ölçekteki firmalar genelde kur riski yönetimini daha çok uygulamaktadırlar (Yazid, Hussin ve Razali, 2008: 29).

Firma içi hedging teknikleri, temel olarak bilanço uyarlamasına dayalı şekilde ve işletmenin kendi içinde yaptığı yöntemleri içermektedirler. Firmalar eşleştirme, ödemeyi öne alma ya da geciktirme, ulusal para ile faturalandırma, para türü tercihi, döviz sepeti kullanımları, pazarlama ve üretim tekniği kullanımları gibi içsel yöntemleri uygulamaya koyarak kur risklerini azaltmaktadırlar. Ayrıca bu yöntemlerin uygulanmasında dışsal kaynaklara ya da yardımlara gereksinim duyulmamaktadır (Tunaboşlu, 2008: 94).

2.6.2.1 Ödemeleri Öne Alma veya Geciktirme Yöntemi

Nakit akışların zamanlamalarında, kur üstündeki geleceğe dönük beklentilere bağlı olarak borç ödemesini ya da alacak ödemesini “leading” yani öne alma ya da “lagging” diğeri bir ifadeyle erteleme ilkelerine dayanarak hedging yapılabilmektedir. Değeri düşmesi beklentisinde olunan döviz türünden alacağın tahsilatının hızlandırılması ve borcun geciktirilmesi gerekir (Karluk, 2009: 508). Öte taraftan şirketler değeri düşmesi beklenen dövizle olan borcunun geri ödenmesini hızlandırarak, döviz kuru kayıplarına karşı kendini koruyabilmektedirler. Bu tekniğin amacı, dövizin devalüasyon beklentisi ya da revalüasyon beklentisine karşı daha avantajlı bir pozisyon sağlayabilmesidir. Özellikle bu yöntem forward işlemlerin kullanılmadığı hallerde kullanılmaktadır. Bu yöntemde mevzu bahis olan tüccarlar, finansalar ve sanayicilerin döviz kurundaki bir farklılık, faiz oranının artması ya da sosyal karışıklığın meydana gelmesi gibi elverişli olmayan halleri öncesinde belirleyerek alınan tedbirlerdir. Ayrıca bu yöntem spekülasyonlardaki gibi beklentiye dayandığından spekülatif nitelikler taşımaktadır (Büker ve Çelikkol, 2019: 129).

Örneğin Fransa’daki bir işletmenin borçlarının dolarla olduğunu varsayalım. Euro’nun 2 \$’dan 1.5 \$’a düşmesi beklentisinde 5.000 \$’lık borca sahipse bunun Euro türünden değeri 2.500 \$’dan 3.333 dolara artacaktır. Dolayısıyla firma borçlarının ödenmesini hızlandıracaktır (Tunç, 2020: 8-11).

Bunlarla beraber uygulamalarda bu tekniğin kur riskini azaltması konusunda etkili olduğu tartışılmaktadır. Nitekim firmanın ödeme zamanında yapabileceği farklılıkları diğer taraf yalnızca iskonto karşılığında kabul edebilecektir. Diğer taraflar için borçlarını vadesinden önce ödemeleri avantajlı olmadığı için, isteyeceği iskonto karşılığında ödemelerini erken yapacaklardır. Burada uygulanmakta olan iskontonun oranları ve vadesinden önce ödemelerinden oluşan kazanç arasındaki bu fark tekniğin başarılı olup olmadığını gösteren etken olmaktadır (Seyidoğlu, 2001: 219).

2.6.2.2 Eşleştirme

Eşleştirme yöntemi bilançolardaki aktifi, bunun özelliğini yansıtan pasifle eşleştirme faaliyetine verilen isimdir. Yani firmanın ortalama bir miktar ve zamanlı dövizle olan nakit girişlerine ilişkin akışın eşleştirildiği sistemdir. Dış ticaretle ilgilenen firmalar arasında içsel kur riski teknikleri arasında yaygın şekilde kullanılan tekniklerden birisidir. Firmalar bununla dövizle olan borç ve alacağın nötrlendiği durumda dengede durmaya çalışmaktadırlar. Ancak bu durum firmalar için çok olanaklı değildir (Buckley, 2000: 193).

Örneğin, ihracatın karşılığında dört ayın sonunda vadesi bitecek olan dolar türünden alacak ve gerçekleştirilen ithalatın döviz türü tekrardan dolar şeklinde belirlenirse ve ödemesi ihracat gelirlerinin vade tarihiyle karşılaştırılırsa; alacağın miktarı dövizle olan borcuna karşılık eşleşmiş ve dolayısıyla bu miktarın döviz kuru riski sorunları çözülmüş olur. Eşleştirmeyi uygulayan şirket riski alan para ile eş zamanlı ve eş miktartlı zıt bir akım eşleştirmiş olur (Parasız ve Ekren, 2016: 157).

Eşleştirme işleminin sağlıklı gerçekleşmesi ve kur riskinin yatırım ve çıktı üstündeki etkinliğini ölçmek için borçlar, alacaklar, gelir akışları ve bulunuyorsa vadeli işlemlerde alınan pozisyonun veri detayının doğru bilinmesi oldukça önemlidir. Örneğin İngiltere'den devamlı olarak yaptığı ithalat yüzünden İngiliz Sterlini ödemesi olan Rus işletmesi, aynı anda İngiltere'ye ihracat gerçekleştirmektedir. O halde İngiliz Sterlini türünden gerçekleştirilen bu faaliyetler eşleştirilebilmekte ve miktarı tam eşit değilse, yalnızca gerideki miktarına koruma yapılması gereksinimi duyulmaktadır. Eşleştirme işlemi aynı tür dövizle yapılmakla birlikte değişimi birbirine paralel şekilde olan döviz türleri arasında gerçekleşebilmektedir. Rus işletmesi İngiliz Sterlini türündeki borcuna

karşılık söz konusu dövizle alacağı olmasaydı, ancak ABD Doları türünden bir alacağı olsaydı, ABD Doları ve İngiliz Sterlini arasında son derece güçlü ilişkinin var olması koşuluyla firmanın İngiliz Sterlini ile ABD Doları arasında eşleştirmeyi gerçekleştirme imkânı doğacaktır (Yaslıdağ, 2016: 113-119).

Eşleştirme tekniğinin başarılı olması, para türünden para akışları raporlama sistemlerinin güvenilirliğine bağlı olmaktadır. Esasen daha merkezileşmiş bir eşleştirme mekanizması son derece gelişmiş online para akışları sistemini gerektirmektedir. Bu tekniğin kur riskini azaltmasının yanında başka avantajı da banka masrafının düşürülmesi ve vergi planlamalarının kontrolünde firmaya yönetim bakımından kolaylık sağlamasıdır (Seyidoğlu, 2001: 230-236).

Ancak uygulamalarda eşleştirme tekniğini kullanmanın birtakım güçlükleri bulunmaktadır:

- Firmanın alacağının ve borcunun vade tarihlerinin uyuşması olanaklı olmayabilir. Bu tekniğin başarısı vade zamanlamalarındaki tam eşleşmeye bağlıdır.
- Zamanlamalarda ve döviz türlerinde eşleşme sağlandığında dahi miktarlarında eşleşme yapılamadığı durumlarda alacağının ve borcunun arasındaki farkının da korunması gerekmektedir.
- Son olarak, bazen de ihracat ve ithalatın faturalarını aynı dövizle belirlemek olanaklı değildir. İsveç ithalatçı Frank üzerinden, İngiliz ihracatçı ise Sterlin üstünden faturalamayı arzu edebilir. Bu durumda döviz türünü seçme tercihi firmada değilse söz konusu eşleştirme tekniği başarılı olmayacaktır. Bu bakımdan kolayca uygulanabilen bir yöntem olamamaktadır (Aksel Eyüboğlu, 1995: 29).

2.6.2.3 Netleştirme

Netleştirme yöntemi, eşleştirmenin çeşitli ülkelerdeki iştirakleri ya da şubeleri olan uluslararası firmalar için uygunluğu olan farklı bir uygulamasıdır. Özellikle de uluslararası işlemlerde bulunan firmalar çeşitli birim arasında hammaddeler, yarı mamüller, malzemeler ve nihai ürünleri birbirinden alma ya da satma biçiminde karşılıklı olarak faaliyetlere ihtiyaç olmaktadır. Bu tarz faaliyetler yüksek hacimdeki fon transferine neden olduğu için döviz alım ve döviz satım maliyetleri, fon elde etmenin fırsat maliyetleri, havale ücretleri gibi birtakım maliyetleri meydana getirmektedir. Bu

durumda firmalar fon akışlarını minimum yapabilmek için söz konusu tekniğe başvurabilmektedir (Tunaboğlu, 2008: 115-116).

Temelde netleştirme tekniği firmaların birbirleriyle aynı dövizdeki dönem bitimindeki borcun, diğer borca karşılık kapatılması ve brüt tutarın ödenmesinin yerine yalnızca borçlu olan döviz hesaplarındaki net bakiyesinin kur riskine karşı korunma yöntemine dayanmaktadır. Bununla grup şirketlerin her iştiraki borçlarını para birimini merkez şubesine yollamakta ve söz konusu şube tarafından uygun olan eşleştirmeler yapılmaktadır. Uygulamalarda bir döviz türü baz alınır ve kalan bütün birimlerin kaydı söz konusu döviz türüne göre tutulur (Sümer, Zengin ve Battal, 2018: 553-557).

Örneğin firmanın çeşitli ülkede bulunan şubesinden bir tanesi Euro üstünden borçlu, diğer taraf ise yine aynı dövizle alacaktır. O halde birimlerin kendi içlerinde vadeli piyasalarda kur riskinden korunma amacıyla işlemlerin yapılması firmanın toplamdaki maliyetini artıracaktır. Bu durumun yerine firma merkezi bir nakit yönetimi çerçevesinde söz konusu borçla alacağı eşleştirerek yalnızca kalan miktar üstünden risk yönetimi yaptığı anda maliyetini hafifletmiş olacaktır (Sakal ve Yıldız, 2019: 60-65).

Uygulamalarda firmalar netleştirme faaliyetini aşağıda bahsedilen üç ihtimalden bir tanesini içerecek biçimde gerçekleştirmektedir:

1. İki ayrı para türünün kur değişimleri olumlu ilişkiye sahip ise, firma kısa vadedeki dövizle uzun vadedeki başka bir para birimini netleştirebilir.
2. Kur değişimleri olumsuz bir ilişkiye sahip ise, kısa vadedeki dövizle aynı vadedeki başka döviz ya da uzun vadedeki dövizle tekrar aynı vadedeki türünü netleştirebilir.
3. Aynı tür parayla kısa vadedeki döviz türünden uzun vadedeki döviz netleştirebilir (Shapiro, 2013: 361).

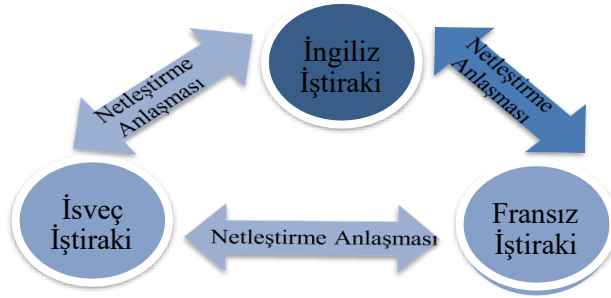
Ayrıca netleştirme işleminin iki çeşidini de birbirlerinden iyi ayırmak gerekmektedir:

- İkili Netleştirme: Ana ve yavru ortaklıklar arasında ürün teslimatının yapılması halinde uygulanmaktadır. Ödemesi de o sürede kalan seviyesinde yerine getirilir.
- Çok Taraflı Netleştirme: Bu çeşit netleştirme işleminde şirket içerisinde karışık

ürün gönderme durumu vardır. Örneğin, küçük şirketler veya şube arasında ürün teslimatı yapılır.

Bunlardan iki taraflı olan netleştirme türü, işlem yapabilmek için daha uygundur. Fakat iki sorun bulunmaktadır. İlki, tarafların net miktarının belirtildiği para türüne karar vermeleri gerekir. Diğeri ise ifa zamanı üstünde anlaşma sağlamaları durumundaki kararlarıdır. İki taraflı olan netleştirme yalnızca iki firma arasında akış olduğu zaman mümkündür. İkidenden çok ortak işletmenin iç borcunu kapsadığından, çok taraflı olanı diğerine kıyasla daha karışıktır. İki taraflı netleştirmenin nasıl gerçekleştiği Şekil 12’de gösterilmektedir (Goldberg, Kennedy ve Miu, 2010: 14-15).

Şekil 12. İki Taraflı Netleştirme



Kaynak: (Buckley, 2000: 212)

Ortak üç firma arasında İngiltere’deki firma, Fransız işletmesine 8 milyon \$ tutarında € borçludur. Fransa’daki firma da İngiliz işletmesine 4 milyon \$ miktarında Sterlin borçlanmıştır. Netleştirme sonucunda sadece İngiliz firmanın Fransız işletmesine 4 milyon \$’a eşit olan borcu bulunmaktadır. Netleştirme yöntemi sonucunda işlem maliyetinden tasarruf edilmektedir (Buckley, 2000: 212).

Çok taraflı netleştirmenin gerçekleştirilmesi de yine Şekil 13’de gösterilmektedir.

Şekil 13. Çok Taraflı Netleştirme



Kaynak: (Buckley, 2000: 213)

Örneğin İngiliz işletmesinin, İsveç iştirakinden 5 milyon \$ ürün satın aldığını ve Fransız iştirakine 4 milyon \$ ürün sattığını varsayalım. Aynı tarihler içerisinde İsveç firması Fransa'dan 4 milyon \$'lık ürün almıştır. Netleştirmeden sonra sadece İngiltere'deki firma İsveç firmasına ödemesi gereken 1 milyon \$ tutarında borcu kalmıştır. Bu da İngiltere'deki firma ve İsveç firmalarının karar verecekleri para birimiyle gerçekleşecektir (Dinçer, 2019: 30).

Netleştirme peşin vadeli döviz piyasasında dövizin alış ve satış kuru arasındaki farktan oluşan maliyeti minimuma düşürmek ve ödenecek miktarın çeşitli dövizlere dönüştürülmesinden meydana gelebilecek maliyeti düşürmek ve ayrıca hesapların kapama işleminin merkezi olarak kontrollerini yükseltmek için firmalara son derece yüksek yarar sağlayan teknik olarak kullanılabilir. Bu yöntemin kur riskini azaltması konusundaki etkisine karşın birtakım ülkelerde netleştirmeye karşı bazı yasaklamalar bulunmaktadır. Ancak yine de ülkelerin bazılarında çoğu zaman bu yöntem tercih edilmektedir (Shapiro, 2013: 361).

2.6.2.4 Ulusal Para ile Faturalandırma Yöntemi

Dış ticaret yapan firmalar, yaptıkları alım-satım faaliyetlerini yerli para üzerinden faturalayarak kur riskinden korunmaktadırlar. Ancak uygulamada bu tekniğin uygulanması çok olanaklı değildir. Nitekim bu teknik taraflardan biri için avantajlı olurken, diğerinin riski üstlenmesini gerektirmektedir. Bu yüzden diğer tarafa bu tarz bir ödemeyi kabul ettirebilmek şirketin pazarlık güçlerine bağlıdır (Parasız, 1991: 101).

Faturalama tekniğinde farklı tercihler yapılabilir. Söz konusu tercihler, ulusal parayla faturalama ve anlaşmaya varılan döviz cinsiyle faturalama biçimindedir. Ulusal parayla faturalandırmada, firma satışı için iç piyasalarda faaliyet göstermiş gibi olmaktadır. Böylece kur değişmelerinden çok etkilenmemektedir. İhracat yapan firmalar için başka bir tercih de ithalat yapan firmayla uzlaşmaya vararak, tarafların ikisinin de riskinin en aza indirildiği döviz türüyle faturalama işlemi yapılmaktadır. Tarafların ikisinin de uzlaşmaya vararak gerçekleştirdiği faturalama ve döviz cinsinin seçimi teklifi sunan firmanın gücüne göre değişmektedir. Firma, ilk etapta açık pozisyonlarda bulunduğu dövize göre ya da gelecekteki peşin fiyatın hareketinin yönüne bağlı olarak

döviz cinsi seçiminde bulunmaktadır. Böylece firmaların teklif güçlerinin etkinlik durumuna dayanarak faturalamada tercih edilecek döviz seçilmektedir. Teklifi sunan firma daima kendine minimum maliyeti olan para birimini tercih ederek kur riskini azaltmaktadır. Genelde bu durumdan kaybı olan küçük firmalardır. Böyle bir durumda ihracat yapan firma güçlüyse, arzu ettiği dövizle faturalamayı gerçekleştirebilmektedir (Yıldırım, 2003: 76).

Yerli para birimiyle faturalandırma, taraflardan birini döviz kuru riskinden korumaktayken, diğer tarafı kur riskine açık halde bırakmaktadır. Taraflardan ikisinin de riske karşı korunabilmesi için çözüm, faturalandırmanın yarı yarıya şeklinde tarafların ulusal paralarıyla yapılması olabilmektedir. Örneğin Türkiye’de bulunan ihracatçı işletmeyle Almanya’daki ithalatçı işletme arasındaki satış bedelinin yarısı Euro, yarısı da TL ile yapılabilir. Ayrıca ulusal parayla faturalandırmanın gerçekleşmesi birçok faktöre bağlıdır. İlki, faaliyetin gerçekleşmesinin döviz kurundaki dalgalanmaların taraflar açısından tahmin edilebilmesinin gerekliliğidir. Diğerleri ise iki tarafın pazarlık etme gücüdür. Faturalandırmanın ne zaman daha uygun olacağı teslimat süresi, finans koşulları gibi şartlar iki tarafın pazarlık etme konumuna bağlı olmaktadır. Aynı zamanda tekniğin gerçekleştirilebilmesi için firmanın ulusal para biriminin uluslararası piyasada geçerliliği olmalıdır. Tekniğin en iyi gerçekleştirilme şekli, kur riskinin taraflar arasında bölüştürülmesi ya da alış satış anlaşmalarının değerinin görece az değişkenli olan para sepetine bağlanmasıdır (Seyidoğlu, 2001: 220).

2.6.2.5 Ödünç Alma

Ödünç, bankalar tarafından işletmeye geçici olarak kullanabilmesi amacıyla verilen ve işletmenin buna karşılık faiz ödeyeceği fon avansı olarak ifade edilmektedir. Öncelikle işletmeye nakit girişler olmakta ve belirli bir zaman sonrasında aynı miktarda nakit çıkışları ve faiz ödemeleri olmaktadır. Bir firmanın dövizle borçlanmasının nedenlerinden biri ihracat işlemleri ve öteki faaliyetlerden oluşacak nakit girişine ilişkin beklentisidir. Nakit akışının sonucunda dövizle alınan borcun faiz ödemesi ve anapara ödemesi gerçekleştirilmektedir. Örneğin ABD’li olan birçok firma zayıf para birimleriyle borçlanmakta ve dolar üzerinden kazandığı geliri, borçların vadelerinde aynı para birimine dönüştürerek az maliyetli fonları kullanmaktadır (Parasız, 1991: 105).

Örneğin yapmış olduğu ithalat tutarının karşılığında dolar üzerinden ödeme yapacak olan bir Türk firması, ilk olarak anında teslim piyasalarından TL ile ABD Doları almaktadır. Sonrasında kazandığı dövizleri devlet tahvilleri, Amerikan hazine bonoları ya da Eurodolar piyasalarına yatırmakta ve vadesi bitince bunu kullanarak malların bedelini ödemektedir. Dolayısıyla firma anında teslim piyasalarından ödünç alarak firmasını döviz kuru dalgalanmalarına karşı korumuş olmaktadır (Seyidoğlu, 2001: 215).

2.6.2.6 Döviz Sepetleri

Firmalar portföy çeşitlendirmeleri yoluyla faaliyetlerini farklı para biriminin ağırlıklı olarak ortalamalarını gösteren Special Drawing Rights (SDR) olarak isimlendirilen özel çekme hakkı ya da International Monetary Fund'un (IMF) sepet paraları olan para cinslerine bağlayıp kur riskini paylaştırarak risk yönetimi yapmaktadırlar. Bu teknik firmanın döviz kuru değişimlerini döviz sepetleri yoluyla dağıtma ve döviz kuru volatilitelerinin çeşitli dövizler üstündeki etkilerini görme olanağı sunmaktadır. Söz konusu SDR'ler toplam dört döviz türünü içermektedir. Bu döviz cinsleri Japon Yen'i, ABD Doları, İngiliz Pound'u ve Euro'dur. Döviz sepeti özellikle de uzun dönemlerde opsiyon sözleşmesi ya da forward sözleşmesinin kolay ulaşılabilir olmadığı hallerde tercih edildiğinde yarar getirebilecek araçlardır (Eun ve Bruce, 2001: 315).

Bu uygulamayla sepetteki paraların bazılarının değerinde düşme yaşanırken diğerlerinin değerindeki yükselişlerle toplam kur riski azaltılmaktadır. Dolayısıyla sepetteki döviz türleri sayısının fazla olması çeşitlendirme yaratarak avantaj sağlayabilmektedir. Çeşitlendirme yöntemi kur riskini sepetteki bütün dövizlerin ayrı ayrı meydana getirdiği toplam kur riskinin altındaki bir düzeye düşürebilmelidir. Bu teknik büyük ölçekteki firmalar tarafından daha çok kullanılmaktadır. Örneğin ithalat yapan bir firma Amerika'dan aldığı malların bedelini dolarla değil de, en çok tanınan döviz sepeti arasında sayılan European Currency Unit (ECU) olarak belirlediğinde, karşılaşacağı döviz kuru riski görece daha az olmaktadır (Yazid, Hussin ve Razali, 2008: 29-30).

2.6.2.7 Para Piyasaları Yoluyla Korunma

Para piyasalarıyla korunmanın firmanın elindeki yerel para türünden fonla ya da borçlanarak, değerlendirilmesi beklenen dövizleri spot piyasalardan alıp borcunun

ödemesine kadar olan sürede kısa vadeli döviz hesaplarına yatırmasıyla kur riskini düşürme inancına dayanmaktadır. Fakat tekniğin işlevselliği için yerli para biriminin faiz getirilerinin, dövizin değerlendirme oranı ve faizin getiri toplamından düşük çıkması gerekmektedir (Güzel, 2018: 1212).

Örneğin Amerika'daki bir firma Alman bir firmaya 1 yıl vadeyle 10 milyon Euro'luk ürün satmıştır. Almanya'da para piyasasının faizi % 10 ve Amerika'daki para piyasasının faizi % 6, spot döviz kuru 3.15, forward döviz kuru ise 3.08 varsayalım. İlk olarak iki yıl sonra kazanılacak 10 milyon Euro'nun şu anki değerinin hesaplanması gerekmektedir. O halde Almanya'dan $10.000.000/1.10 = 9.090.909$ Euro borç alınmış olur. Alınan borç dolara çevrilir ve kazanılan $9.090.909 \times 3.15 = 28.636.363$ \$ ile Amerika'da yatırımlar yapılır. Borcunun ödemesinde 10 milyon Euro alacağının tahsilatı yapılır ve Almanya'daki kredi borçları kapatılmış olur. Amerika'daki yatırımlardan ise $28.636.363 \times 1.6 = 45.818.180$ \$ elde edilmiş olur (Erdoğan, 1995: 137-138).

Firmanın tecrübeli fon yönetimi kadrosu bulunmuyor ise söz konusu fonların alternatif diğer araçlara yatırılmasıyla gerçekleştirilen yönetim için de ayrı bir maliyet yüklenilmesi gerekecektir. Aynı zamanda bu tekniğin geçerli olması için bütün piyasaların etkinliğinin sağlanması gerekmektedir. Gerçek piyasanın etkin olamaması sonucunda ise firma yöneticisinin fiyatlara ilişkin beklentisinin gerçekleşmeme riski olduğu unutulmamalıdır (Karamustafa, 1995: 37).

2.6.2.8 Fiyatlandırma Stratejisi

Döviz kuru farklılıkları karşısında fiyatlandırma stratejisi belirleyen bir firma kar marjları ve piyasa payları arasında tercih etme durumunda kalmaktadır. Örneğin enflasyon oranı veri iken, yerli paranın devalüasyonu sonucunda Türk ihracat ürünlerinin dış rekabet güçleri yükselmektedir. İhracat yapan firma böyle bir durumda iki seçenekle karşı karşıya kalmaktadır. İhracat yapan işletme malın fiyatını yükselterek birim başına düşen kârını artırabilir ya da fiyatları düşük tutarak piyasa paylarını genişletebilir. Bu kararı alırken ölçek ekonomisi, tüketicinin fiyatlara olan duyarlılığı, taleplerin fiyat esneklikleri ve reel döviz kuru farklılıklarının uzun sürüp sürmeme beklentileri gibi faktörler etkili

olabilmektedir. Yerli paranın değeri değerlendirilmesi sonucunda da dış piyasalara satış gerçekleştiren bir işletme ürününün döviz türünden fiyatını artırmayı düşünebilir. Ancak yabancı ülkelerdeki üreticilerin rekabet gücünün artması ihracatçı firmaların bu imkânını sınırlandırmaktadır(Seyidoğlu, 2001: 224-225).

2.6.2.9 Yeniden Fiyatlandırma Merkezleri

Genellikle çok uluslu işletmeler yurtdışında yer alan yerli piyasada bölge satışını etkin şekilde kontrol etmek için şube açmaktadırlar. Şubenin bulunduğu ülkedeki ürün satışlarından meydana gelecek döviz kuru riski söz konusu şubeler aracılığıyla gerçekleştirilen faaliyetlerle yok edilmeye çalışılmaktadır (Kula, 2002: 37).

Örneğin Türkiye’de çok uluslu şirketin merkez oluşturduğu varsayalım. Şirket kaydında bölgeye yaptığı satış dolar cinsinden söz konusu merkeze sattığını gösterir. Bu fiyatların üstüne merkez de kâr marjlarını ekleyerek bu bölgede bulunan dağıtıcılara yerel para birimleri türünden satış gerçekleştirir. Dolayısıyla ana işletme malın mülkiyetlerini merkeze devrini gerçekleştirmiş olmaktadır. Bu teknikle işletmenin her bir bölgede yaptığı ticari işlemlerden kaynaklanan alacak ve borçlarından oluşan döviz kuru riskini söz konusu bölgede bulunan merkez yönetmiş olmaktadır. Ana firma da bu işlemlerle ilgili döviz kuru risk yönetimini yapmamakta, yalnızca bunun haricindeki kur yönetimiyle ilgilenmektedir. Yeniden fiyatlandırma merkezinin başka bir faydası da bulunduğu bölgede yabancı konumunda olduğundan vergi avantajlarından faydalanmak, bölgedeki döviz piyasasına ve para piyasasına rahatça ulaşmak ve bankalarla uygun koşullarda çalışma avantajı bulmak şeklinde sıralanmaktadır (Seyidoğlu, 2001: 222).

2.6.2.10 Para Birimi Seçimi

Bu teknik genellikle literatürde önemsenmemiş, ancak kur riski yönetimlerinde belli bir potansiyeli vardır. Özellikle fazla yaygınlaşmamış para birimi tercih edildiği ya da döviz kurunun hareketli olduğu ülkelerde, işlem yapılacak para birimi için uygun bir tercih alıcı bakımından önemli fiyat indirimlerine neden olabilir. Bu teknik ihracatçılar bakımından son derece özel bir içsel teknik olarak kullanılmaktadır (Kutukız, 2005: 202).

Uluslararası ticari faaliyetlerde alıcıların ve satıcıların farklı para birimi türünden açık

pozisyonunun olması mümkündür. Aynı zamanda alıcıların ve satıcıların vade zamanında gerçekleşecek kurla ilgili çeşitli beklentileri olmaktadır. Bunların hepsi uygun olan para türünü seçmeyle alıcıya ve satıcıya kur riski yönetimini gerçekleştirme imkânını sağlamaktadır. Bununla beraber para birimini seçebilme özgürlüğü ithalat yapan işletmenin, ihracat yapan işletmenin mallarına olan taleplerini yükseltme yönünde etki yaratmaktadır ve dolayısıyla ihracat yapan işletmenin de satışı artmış olmaktadır (Ahtiala ve Orgler, 1999: 2-4).

2.6.2.11 Pazarlama ve Üretim Yönetimi Teknikleri Kullanarak Kur Riski Yönetimi

Uzun dönemlere ilişkin yapılmış olan tahminlerin çok etkin olmamasından dolayı kur risklerinden korunmak için, firmalar pazarlama yöntemleri ve üretim yöntemlerine yönelik bazı stratejiler izlemektedir. Örneğin Amerika'daki General Motors işletmesi farklı ülkelerde hem üretim hem de pazarlama faaliyetinde bulunmaktadır. İhracat gerçekleştirdiği ülkelerde bir yandan pazar paylarını korumak için başka ülkelere ihracat gerçekleştirirken, mal sevkiyatlarını paralarının değeri düşen ülkedeki üretim biriminden gerçekleştirmektedir (Pamukçu, 1984: 131-132).

Kur riski yönetiminde pazarlama yönetimleri temelde reel kurların arttığı ülkede satışın artırılmasını ve reel kurların azaldığı yerde satışın tekrardan yapılandırılmasına dayanır. Pazarlama yöntemlerinin stratejileri şu şekildedir:

- **Piyasa Seçimi:** Kur farklılıkları göz önünde bulundurularak, yerli parası değerlendirilen ülkeye ilişkin ihracat miktarı artırılıp fırsatlı hale getirilebilmektedir. Örneğin ABD Dolarının değerlendirilmesi diğer ülke mallarını ucuzlatacağından ihracat yapan işletmelerin ABD piyasalarına yönelmeleri onlara avantajlar sağlayarak birtakım fırsatlar doğurmaktadır. Bu yöntem uzun vadedeki planlama aracı olmaktadır. Bu yüzden kısa vadede çok uygun olmayabilmektedir. Kısa vadede genelde tanıtım stratejisi, fiyatlandırma ve kredi stratejileri geçerli olmaktadır. Uzun vadede kur farklılıklarının devamında firma pazarlama stratejilerini kontrol etmek zorunda kalmaktadır (Stultz, 1990: 16-18).
- **Tanıtım Stratejisi:** Ulusal parası değer kaybeden ülkelerde işletmeler, dış piyasalarda reklam kampanyası yoluyla gerçekleşmiş olan fiyat avantajlarını etkin biçimde kullanabilmektedirler. Örneğin yerli paranın devalüasyonundan sonra bir

diğer ülkede tanıtım kampanyaları başlatan işletmenin rekabet güçlerindeki artışın etkisiyle reklamlar için harcadığı masraf karşısında daha çok gelir kazandığı söylenebilmektedir (Seyidoğlu, 2001: 226).

- **Ürün Stratejisi:** İşletmeler kur farklılıklarını takibe alarak yeni malın dış piyasalara sürülmesindeki en iyi zamanı yakalamaktadırlar. Örneğin devalüasyondan sonra dış piyasalara sürülen malın pazarlaması etkin bir şekilde yapılacaktır. Ayrıca kur farklılıklarına göre fiyatlarda bir fark oluşturmadan kalite farklılaştırmalarına başvurarak ürün stratejileri belirleyebilmektedirler (Akkaş, 2015: 37).
- **Fiyatlama Stratejisi:** Eğer firmaların fiyatı ayarlama esneklikleri bulunuyorsa ve döviz kuru riski etkisini yansıtabiliyorlarsa bu durumdan kur farklılığına karşı yararlanmak isteyeceklerdir. Özellikle çok değerlenen dövizle satış gerçekleştiren firmalar yüksek piyasa payını elde edebilmek için yerli para fiyatını azaltma eğiliminde olurken, az değerlenmiş döviz için ise kâr marjını korumak için arttırma eğilimindedirler (Topçu, 2010: 31).

Firmalar genelde üretim kısımlarında satış kısımlarından daha az esneklerdir. İkinci olarak ise firmalar üretim stratejisini kullanarak kur değişimlerinden korunmaktadırlar.

- **Girdi Bileşimlerinin Değiştirilmesi:** Yerli paranın devalüe edilmesi halinde, hammadde alımının yurtiçinden, tam tersi olduğunda ise yurtdışından sağlanmasıyla maliyetler en alt seviyelerde tutulmaya çalışılmaktadır. Bu teknik işletmelerin fiyat avantajını korumasını sağlamaktadır (Priolon, 2019: 40-41).
- **Kuruluş Yerlerini Değiştirme:** Parası başka ülkelere göre değerli çıkan ülkelerde üreticinin yalnızca yabancı girdi oranlarını yükselterek yeterli oranlarda fiyat avantajları sağlaması yeterli olamamaktadır. O halde firmalar parası değer kaybeden ülkede yatırımlar yaparak kârlı duruma gelmektedirler. İhracatçı işletmenin ürünlerini sattığı para birimlerinin devalüasyonu halinde işletmenin söz konusu ülkedeki rekabet güçleri azalacaktır. İşletmenin bu durumlardan kurtulabilmesi için girdilerin değiştirilemediği zamanlarda, ülkeye yatırımlar yapması akılcı bir yol olabilmektedir (Seyidoğlu, 2001: 226-228).
- **Üretimin Tesisler Arasında Kaydırılması:** Bu tekniği genellikle global ölçekte üretim gerçekleştiren çok uluslu işletmeler uygulamaktadır. Örneğin Ford firması

ve General Motors firması gibi Amerikan ÇUŞ üretim tesisini Amerika dışındaki farklı yerlere yaymışlardır. Bu yüzden dolar artınca üretim, Amerika'da bulunan fabrikalardan söz konusu merkeze aktarılmaktadır (Kula, 2002: 38-39).

- **Verimliliğin Yükseltilmesi:** Girilen piyasaların para birimlerinin devalüasyonu veya ana ülke paralarının değer artışı, rekabet güçlerini azaltacağı için yerli üreticiyi verimliliği artırıcı önlemlere yöneltmektedir (Yücel, 1996: 49).

2.6.2.12 Risk Yönetim Programı Yapmak

Firmaların kendi bünyesinde uyguladıkları risk yönetim programlarının yanında devlet yardımlarıyla kur riski yönetim programı gerçekleştirilerek riski düşürmede devletten yardımlar alınabilmektedir. Aynı zamanda ülkelerin bazılarında devletler risk yönetimlerini teşvik eden birtakım uygulamalar ve yasalar geliştirmektedir. Örneğin Barbados'un MB firmaları risk yönetimlerine yöneltmek için rehber hazırlayarak, yapılacak programın maddelerini şu şekilde belirlemiştir:

1. Risk yönetim programını geliştirmek,
2. Risklerin geliştirilen programa bağlı olarak yönetildiğinden emin olmak ve özellikle de ürünün içerdiği riski tespit ederek, alım-satıma başlamadan gereken risk yönetimi programı geliştirmek,
3. Kur riskini devamlı ve kesin olarak ölçecek, döviz gelir ve giderinin takibini sağlayacak yöntemin geliştirilmesi,
4. Çeşitli faaliyetlerden oluşan riski düşürmek amacıyla uygun bilgi yönetimi ve muhasebe sistemini uygulamak,
5. Büyüklük ölçülerine göre riski tasniflendirerek her bir riske çerçeve politika geliştirmek,
6. Risk yönetiminde bulunan bütün çalışanlara konuyla ilgili eğitimler vermek,
7. Uygulamada bulunanların bütün politikalarından ve prosedürden anında haberdar edilebilmesi,
8. Önemli operasyonel sorunlarla karşılaşıldığında diğer tarafın söz konusu prosedürle ilgili bilgi sahibi olmasının sağlanması (Central Bank Of Barbados, 2007: 3-4).

Bu adımlar devlet gözetiminde uygulanabilecekleri gibi, bir zorunluluk bulunmadan da firmaların kendi içinde geliştirerek uygulamaya koyabileceği maddelerdir. Firmalar buna benzer programları geliştirerek, belirlenen uygulamalar bağlamında kur riski yönetimleri konusunda disiplinli bir şekilde çalışma olanağı bulabilmektedirler (Akkaş, 2015: 40).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE UYGULANAN DÖVİZ KURU SİSTEMLERİ

3.1 TÜRKİYE'DE UYGULANAN DÖVİZ KURU SİSTEMLERİ

Türkiye'de uygulanmış olan kur stratejilerine genel itibariyle bakıldığında, Cumhuriyet'in başından beri uygulanan stratejilerde uzunca devam etmiş olan sabit döviz kuru politikasının ağırlıklı olduğu gözükmektedir. Bununla beraber Türkiye'nin Ekonomisi, Cumhuriyet'in ilk yıllarından itibaren çeşitli zamanlarda, içindebuldukları küresel konjonktürlerin gerekliliğine uyarak farklı döviz kuru politikaları ve rejimlerini denemiştir (Hepaktan, Çınar ve Dündar, 2011: 63-64). Bu doğrultuda Türkiye'de uygulanmakta olan kur politikaları 1989 Konvertibilite Öncesi Dönem, 1989 - 2001 Dönemi ve 2001 Sonrası şeklinde üç ayrı dönemde incelenecektir.

3.1.1 Konvertibilite Öncesi Dönem

1930 yılına kadar Osmanlı İmparatorluğu döneminin bir uzantısı olarak Türk Lirası, Altın Standart rejiminin doğal bir sonucu olarak konvertibl olmuştur. Türkiye Cumhuriyeti'nin kuruluşunu takip eden 1924-29 döneminde Lozan Antlaşması'nın getirdiği kısıtlamalar nedeniyle hükümet uluslararası ekonomik ilişkilere müdahale edememiştir. Dolayısıyla bu dönemde kambiyo rejimi ve döviz piyasalarında sınır dışı altın ve döviz transferi ile spot ve vadeli işlemler serbest olmuştur (Barışık ve Demircioğlu, 2006: 74-75).

1929'da Lozan Antlaşması'nın kısıtlamaları kaldırılmış, aynı zamanda Türkiye ekonomisi açısından Osmanlı Devleti'nin borçlarının ilk taksit yükü, demiryolu tesisleri ve Haydarpaşa Limanı'nın millileştirilme maliyetleri ödemeler dengesini de olumsuz etkilemiştir. Bu nedenle hükümet Türk Lirası'ndaki değer kaybını durdurmak için bazı önlemler almak zorunda kalmıştır. Mayıs 1929'da spekülatif dalgalanmaları önlemek amacıyla serbest piyasada döviz alım satımını yasaklayan "Menkul Kıymetler ve Kambiyo Kanunu" çıkarılmış ve bu kanunun çıkarılmasıyla Türk Lirasının konvertibilitesi kaldırılmıştır (Hepaktan, Çınar ve Dündar, 2011: 67-69).

Bu dönemde ihracat ve ithalatta milli ekonominin korunmasına yönelik kararname çıkarılmıştır. Bunun yanında spekülatif dalgalanmaları önlemede yetersiz kaldığından,

1930 Şubat'ında 1567 sayılı ve "Türk Lirasının Değerini Koruma Kanunu" olarak bilinen yeni bir kanun yürürlüğe girmiştir. Bu kanun devlete; döviz, hisse senedi ve tahvil alım satımını düzenleme ve kısıtlama hakkını vermiştir. Ayrıca hükümete, yurtdışına döviz transferini düzenleme ve kısıtlama yetkisi verilmiştir (Taban, 2004: 132-134).

Daha sonra hükümet, 1567 sayılı kanuna dayanarak birçok kararname çıkarmaya devam etmiştir. Yasanın geçici olması amaçlanmış olsa da, 1970 yılında bu yasanın geçerliliği sınırsız bir süre için uzatılmıştır. Türkiye 1930'lardan 1970'lerin sonuna kadar (1950-1953 yılları arasındaki kısa süreli liberalleşme hariç) hükümet müdahalesine büyük ölçüde güvenerek içedönük bir ekonomik strateji izlemiştir. Hükümet, ticareti ve sermaye transferlerini kontrol etmenin yanı sıra, Kamu İktisadi Teşebbüslerinin (KİT) kurulmasına dayalı olarak ekonomideki öncü rolüyle iddialı endüstriyel büyüme hedefleri belirlemiştir (Aytekin, 2020: 323).

KİT'ler ekonomideki üretim kapasitesinin büyük bir kısmına ve finansal kaynaklara sınırsız erişime sahip olmuştur. Ayrıca ithalat ve ihracat lisans gereklilikleri, kotalar, yüksek tarifeler ve sübvansiyonlar şeklinde dış rekabete karşı oldukça korunmuşlardır. 1963-72 dönemindeki ilk iki beş yıllık plan, içe dönük yaklaşımı resmileştirmiştir. Bu nedenle 1980 yılına kadar Türk Lirasının konvertibilitesi konusu Türk hükümetlerinin gündeminde olmamıştır (Taban, 2004: 134-135).

24 Ocak 1980 reform paketi, içe dönük bir ekonomiden dışa dönük bir ekonomiye köklü ekonomik dönüşümler yapmak için hazırlanmış ve yürürlüğe girmiştir. 1979'un sonlarında döviz girişinin yetersiz olması, ihracatın reel olarak 20 kat azalması, dış borçların ertelenmesi ve Türkiye'nin uluslararası itibarının çok az olması veya hiç olmaması, üretimin azalması ekonomide atıl kapasiteye yol açarak üretim maliyetlerini artırdığı için Türkiye ekonomisi bir krize girmiştir. 24 Ocak reform paketinde enflasyonun kontrol altına alınması ve Türkiye'de ödemeler dengesi sorunlarının piyasa ekonomisine kaydırılarak ve ekonominin uluslararası rekabet gücünün artırılarak çözülmesi amaçlanmıştır (Aytekin, 2020: 325-327). Bu paketin temel ilkeleri şunlardır:

- Özel sektörün ekonomideki payını artırmak, ekonomide dış rekabetin başlaması için ithalatı serbestleştirmek,

- Özel sektör fiyatlarının ve faiz oranlarını serbest bırakmak ve gerçekçi bir döviz kuru rejimi uygulamak,
- Ekonomide güven tesis etmek ve uluslararası finans piyasalarıyla bütünleşmek için döviz işlemlerini serbestleştirmektir.

2 Ocak'tan sonra, hükümet faiz oranlarını deregüle etmiş, bankaların ciro edilebilir mevduat sertifikaları ihraç etmesine izin vermiş, özel sektör fiyatlarını ve KİT fiyatlarını serbest bırakmıştır. Ayrıca konvertibilite üzerindeki etkileri nedeniyle, aşağıdaki paragraflarda ayrıntılı olarak tartışılacak olan bazı kısıtlamaların gevşetilmesi için döviz rejimi ve dış ticarete bazı değişiklikler yapılmıştır (Öztürk, 2003: 173-175).

Yurtiçi fiyat liberalizasyonuna ek olarak, yetkililer döviz kurunun piyasa koşullarını da yansıtması gerektiğine karar vermişlerdir. Bu nedenle ilk adım olarak 1 Mayıs 1981 tarihine kadar Merkez Bankası'nın müdahalesiyle Türk Lirası %35,7 oranında değer kaybetmiş ve döviz kurları buna göre düzenlenmiştir. Mayıs 1981'den itibaren yetkililer, nominal orandaki günlük değişiklikler yoluyla değişmeyen bir reel efektif döviz kurunun geniş ölçüde sürdürülmesi politikasını kurumsallaştırmış ve döviz kurunun esnek belirlenmesi, bankaların Merkez Bankası kuru etrafında her iki yönde de 7,8'e kadar belirli bir bant içinde kendi oranlarının belirlenmesine izin verilmiştir. Temmuz 1985'te ise döviz kurlarının serbestçe belirlenmesi için bant tamamen kaldırılmıştır (Köse, Ay ve Topallı, 2008: 27-28).

Ancak 1986 yılı başlarında Merkez Bankası, ticari bankalar ve serbest piyasanın döviz kurlarındaki önemli farklılıklar nedeniyle bazı önlemler almıştır. Örneğin Merkez Bankası Türk Lirası'nı döviz bazında %5-7 civarında devalüe etmiştir. Ek olarak, bankaların döviz kurlarını serbestçe belirlemesine izin vermiştir (Hacıhasanoğlu, 2005: 78).

Belirtilen değişikliklere ek olarak; yurt dışı seyahat kısıtlamaları kaldırılarak, kişi başına seyahatte izin verilen döviz miktarı 500 ABD dolarından 1000 ABD dolarına yükseltilmiştir. Ayrıca Türkiye'de yabancılara verilen hizmetler karşılığında döviz kabuletmenin yanı sıra Türkiye'de yerleşik kişilere döviz taşıma hakkı verilmiştir. 1984 yılında Türkiye'de ikamet edenlere hükümetten izin alınarak 3 milyon dolara kadar

sermaye transferi hakkı verilmiştir. Ek olarak, yabancıların kazançlarını yurtdışına transfer etmelerine ve döviz olarak ödemek şartıyla Türkiye'de gayrimenkul satın almalarına izin verilmiştir (Türk, 2016: 88-91).

Yurtiçi bankalara döviz yükümlülükleri oranında belirli limitler dahilinde döviz işlemleri yapmaları serbestleşmiş ve Türkiye'de yerleşik kişilere bankada faiz getirili döviz mevduatı tutma hakkı tanınmıştır. Bankalar bu döviz mevduatlarını ithalat maliyetlerinin transferinde, ihracatçılara ve yurt dışında çalışan inşaat firmalarına kredi vermede kullanmakta serbest olmuşlardır. Dolayısıyla bankalara verilen bu haklar ile ithalat, ihracat ve yurt dışında verilen inşaat hizmetlerinde kısmi konvertibiliteye yönelik adımlar atılmıştır (Köse, Ay ve Topallı, 2008: 30-32).

Ayrıca dış ticaret açısından bazı değişiklikler meydana gelmiştir. 24 Ocak reformları, yurtiçi fiyatların istikrara kavuşması için ithalat kısıtlamalarını kaldırarak yerli üreticileri yabancı ürünlerle rekabete zorlamıştır. Bu kapsamda ilk adım olarak ticaret engellerini ortadan kaldırmak için, avans mevduat zorunluluğu oranları endüstriyel ithalat için %40'tan %3.75'e ve ticari ithalat için %7.5'e düşürülmüştür. Ticari bankaların döviz gelirlerini daha yüksek oranda tutmalarına izin verilmiştir. Ocak 1981'de Kota Listesi kaldırılmış ve çok sayıda kalem Liste II'den (ithalatı lisansa tabi kalemler) Liste I'e (serbestçe ithal edilen kalemler) aktarılmıştır (Öztürk, 2003: 176-179).

Daha önce lisansa tabi ithalat kalemleri yeni oluşturulan Fon Listesi'ne (Tarifelere ek olarak belirli bir vergi ödenerek ithal edilen lüks malları kapsayan liste) aktarılmış veya serbest ithal edilebilir hale gelmiştir. 1985 yılında Yasaklılar Listesi 500'den 3'e ve İzin Listesindeki ithalat kalemlerinin sayısı 1000'den 245'e düşürülmüştür. İthalat rejiminde yukarıda bahsedilen değişiklikler, kısmi konvertibiliteye yönelik bir diğer adım olan ithalatın serbestleştirilmesine yönelik olmuştur (Türk, 2016: 92-95).

İthalat ve ihracat rejimlerinde yapılan değişikliklerin yanı sıra yabancı sermayeyi çekmek için de bazı düzenlemelere gidilmiştir. Bu kapsamda Devlet Planlama Teşkilatı bünyesinde bir yabancı yatırım dairesi kurulmuş ve Türkiye bir dizi sanayi ülkesinin yetkili makamları ile ikili anlaşmalar imzalamak için müzakereler yürütmüştür. 1986'nın başında yabancı yatırım düzenlemelerinde büyük bir serbestleşme yaşanmıştır. Ayrıca

çoğu faaliyet için yabancı mülkiyet sınırları ve asgari ihracat gereklilikleri kaldırılmıştır. Bu düzenlemeler, yurt dışına sermaye transfer etme hakkı verdiğiinden, yerleşik olmayanlar için kısmi konvertibiliteye yönelik ilave adımlar olmuştur (Doğanay, 2016: 159-161).

Şubat 1988'de Merkez Bankası döviz kuru ile serbest piyasa arasındaki %20-30 civarındaki farka tepki olarak bir Kararname çıkarılmıştır. Söz konusu bu fark, hükümetlerin konvertibiliteye geçme beklentileri için potansiyel bir engel teşkil etmektedir. Bu nedenle kararname kapsamında dolaşımdaki Türk Lirası miktarının azaltılması ve döviz kurlarında spekülatif dalgalanmaların önüne geçilmesi amaçlanmıştır. Kararda "Döviz talebini azaltmak veya talebi bir süre ertelemek amacıyla ithalatta faizsiz avans mevduat şartı artırılmakta, yüksek talep nedeniyle artan ithalat fiyatlarının düşürmesi amaçlanmakta, ihracatçılara döviz gelirlerini bu gelirler gerçekleşikten sonra en kısa sürede yurda aktarmaları için teşvik" verilmektedir (Koç ve Değer, 2010: 82-83).

Aynı zamanda bu gelirlerin gecikmeli transferleri için bazı tedbirler alınmaktadır. Bu düzenleme, döviz arzını artırmayı ve mevcut döviz kurlarını düşürmeyi amaçlamıştır. Yüksek tüketim talebini azaltmak için bankaların vadeli mevduat faiz oranları arttırılmıştır. Ayrıca bu tür mevduatların getirisi ile vadesiz mevduat arasındaki farkı kapatmak için vadesiz mevduat faiz oranları artırılmıştır. Bu düzenleme döviz talebini azaltmayı ve fiyatları düşürmeyi hedeflemiştir (Gök, 2006: 140).

3.1.2 1989-2001 Dönemi

Artan faiz oranları nedeniyle toplanan mevduatın tekrar ekonomide dolaşıma girmesini önlemek için zorunlu karşılıklar artırılmıştır. Bu düzenlemeler doğası gereği kısa vadelidir, çünkü yüksek faiz oranları kısa vadede ekonomideki tasarrufları bankalara çekebilmektedir. Ancak uzun vadede bu mevduatlar vadelerinin sonunda yüksek faiz getirisi sağlayacak ve dolayısıyla yetkililer tarafından önlem alınmazsa dolaşımdaki para miktarında büyük bir artış olacaktır. Öte yandan, yüksek faiz politikasının sürdürülmesi artan kredi maliyetleri nedeniyle yatırımları azaltmakta ve artan üretim maliyetine paralel olarak fiyat artışlarına yol açmaktadır. Bu kararname, Merkez Bankası döviz kurları ile serbest piyasa arasındaki farkı kapatmada olumlu sonuç vermiş ancak

ekonominin düzelmesi yönünde beklenen sonuçları vermemiştir. (Sever, 2012: 207).

“Türk Lirasının Kıymetini Koruma”ya ilişkin 11 Ağustos 1989 Kararname ile köklü değişiklikler yapılmıştır. Söz konusu bu kararname ile Türk Lirası ve dövize ilişkin serbestleştirme genişletilmiş ve konvertibiliteye yönelik bazı tedbirler getirilmiştir. Bu kararname esas olarak döviz politikalarına dayanmaktadır. Döviz kurlarının enflasyonun altında kalması, döviz talebinin ekonominin ihtiyaç duyduğu düzeyde olmaması ve döviz rezervlerinin artması nedeniyle parasal dengeler üzerinde baskılar oluşturmuştur. Bu baskılar, döviz talebini canlandırmak ve ithalat maliyetini düşürerek üretim maliyetinde avantaj sağlamak bu kararnameye yol açan etkenlerden biri olmuştur (Kibritçioğlu ve Kibritçioğlu, 2004: 7-9). Bu Kanun Hükmünde Kararname ile:

- Tüm Türkler, bankalardan ve diğer yetkili satıcılardan 3000 \$’a kadar döviz alıp diledikleri gibi kullanma hakkına sahip olmuştur,
- İhracatçılar, 90 gün içinde yurda transfer edildiğinde döviz gelirlerinin % 30’unu alıkoyma hakkına sahip olmuştur,
- Kişilerin döviz satış limiti 100 \$’dan 1000 \$’a yükseltilmiştir,
- Altın ihracatı ve ithalatı serbestleştirilmiştir,
- Yolcular tarafından taşınan değerli taş ve mücevher limiti 3000 \$’dan 15000 \$’a yükseltilmiş; bu sınırı aşan mülkler, ülkeye girişte beyan edilmesi veya yerel alımlarının belgelendirilmesi şartıyla yurt dışından alınabilir olmuştur,
- Kredili ihracatta avans ödeme zorunluluğu kaldırılmıştır,
- Türkiye’de yerleşik kişilerin, diğer ülke yerleşiklerine sağladıkları hizmet karşılığında elde ettikleri döviz gelirlerini yurt içine aktarma veya yurt dışına alıkoyma hakları olmuştur,
- Türk sermayesinin devrine ilişkin bakanlık yetkisinin 3 milyon \$’dan 25 milyon \$’a çıkarılması sağlanmıştır,
- Mülteci ve göçmenlerin ithalatı ve Türkiye’de yerleşik kişilerin servet transferleri serbestleştirilmiştir,
- Yurtdışında yerleşik kişilerin Türkiye’de satın aldıkları gayrimenkullerin gelir ve iratlarını döviz ile transfer etmelerine izin verilmiştir,
- Türkiye’de yerleşik kişilerin kredi anlaşmaları konusunda bakanlığa bilgi

vermek kaydıyla yurt dışında nakdi ve gayri nakdi kredi açma hakları sağlanmıştır,

- Yatırım teşvik belgesi kapsamında yurt dışından kredi kullanmaya hak kazanan dış ticaret şirketlerine ve Türkiye’de yerleşik kişilere bankaların en az üç yıl vadeli kredi kullandırması sağlanmıştır,
- Yurt dışından alınabilecek döviz tutarı 1000 \$’dan 3000 \$’a veya eş değerine çıkarılmıştır (Güriş, 2007: 311-314).

Ayrıca kimyasal ürünler, demir-çelik ürünleri, motorlu taşıtlar, elektrikli aletler ve bazı gıdalar gibi çok çeşitli kalemlerin ithalatında gümrük tarifeleri ve fonları büyük ölçüde azaltılmıştır. Hükümet yetkilileri, yukarıdaki kararnamenin uygulanmasıyla Türk Lirasının konvertibilite sistemine geçilmesini sağlamıştır. Yukarıda belirtilen kararnamelerin tamamı döviz rejiminin ve uluslararası ticaretin serbestleştirilmesine yönelik bazı adımların atılması amacıyla açıklanmakla birlikte, konvertibiliteye geçiş için gerekli ortamın oluşturulması hedeflenmiştir (Ünlü, 2016: 18-19).

1 Ağustos 1989 tarihli Resmi Gazete’de yayımlanan 32 Sayılı Karar ile tam konvertibiliteye geçiş gerçekleştirilmiştir. 1991 yılına gelindiğinde döviz kurunun 1989 ve 1990 yıllarındaki enflasyon oranının üzerinde olması Türk Lirasının reel olarak değer kaybetmesine neden olmuştur. “Parasal Program” ilk olarak 1990 yılında TCMB tarafından duyurulmuştur. Bu para programının temel özellikleri şu şekilde sıralanabilir (Erçel, 1996: 5-9):

- TCMB’nin bilançosu (finansal durum tablosu) daha şeffaf hale getirilmiş ve yeniden düzenlenmiştir.
- Orta vadeli bir plan üzerinde hedefler belirlenmiştir. Orta vadede enflasyonla daha iyi mücadele edebilecek esnekliğe sahip bir bilanço yapısına ulaşılması hedeflenmektedir.
- Hedeflenen bilanço yapısı, TCMB’nin hangi politika araçlarını ve hangi yönde kullanacağına dair sinyaller içermiştir. Örneğin kamu kesiminin finansmanından uzaklaşarak piyasadaki likidite ihtiyacının düzenlenmesine önem verilmiş ve bu doğrultuda reeskont kredisi kullanımını artmıştır.
- TCMB bilançosundaki döviz pozisyonunun dengelenmesi amaçlanmıştır.

Bununla birlikte 1992’de TCMB tarafından başka bir para programı daha açıklanmıştır. Ancak Hazine’nin yılbaşında kısa vadeli avans kullanması ve seçimde yüksek harcamalar yapması sonucu kamu dengesinin bozulması nedeniyle program uygulanamaz hale gelmiştir (Gök, 2006: 139-141).

Döviz kurları 3 Temmuz 1991 tarih ve 20918 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile 5 Nisan 1994 tarihine kadar Merkez Bankası Genelgesi’ne göre belirlenirken, 5 Nisan kararları ile döviz kurlarının belirlenmesi ilkesi yeniden düzenlenmiştir. TCMB ile Hazine ve diğer kamu kurumları arasındaki kredi ilişkileri yeniden düzenlenmiş ve 1995 yılından itibaren Hazine’nin TCMB’den kullandığı kredilere kısıtlamalar getirilmiştir (Kıpııcı ve Kesriyeli, 1997: 7-8).

Öte yandan 21 Nisan 1994 tarihinde yayınlanan kanunla Hazine’nin kısa vadeli hesaplarına ilişkin düzenleme getirilmiştir. Bu düzenlemeye göre, daha önce genel bütçe ödeneklerinin %15’i olarak belirlenen avans hesabının üst sınırı, 1995 yılı için %12, 1996 yılı için %10, 1997-1998 yılları için %8 ve sonraki yıllar için %3 olarak belirlenmiştir. TCMB’nin para kontrolünü pekiştirmek ve piyasalarda güveni ve istikrarı sağlamak için aldığı diğer önlemler ise şunlardır (Ünlü, 2016: 26-30):

- Mevduat karşılığı ve disponibilite sistemi ile bankaların pasifleri üzerinden disponibilite uygulamasına geçilmiştir.
- Karşılıksız repo işlemlerinin önüne geçmek için repo işlemlerine yeni düzenlemeler getirilmiştir.
- Türk Lirası mevduatta esnek vade türleri tanımı yapılmış ve bankalardaki tüm tasarruf mevduatları güvence altına alınmıştır.

1994 yılının yarısında uygulanan politika, 1995 yılının ilk on ayında da uygulanmaya devam etmiştir. TCMB enflasyonla mücadele ederken döviz kurlarını nominal çapa olarak kullanmıştır. Döviz kuru politikasının kredibilitesini artırmak için dış varlıklar artırılmaya çalışılmış, bu artışın parasal büyüklükler üzerindeki baskısını azaltmak için iç varlıklar sınırlandırılmıştır. Yabancı varlık büyümesinin sterilizasyonunda açık piyasa işlemleri kullanılmıştır (Kanyılmaz, 1999: 273).

IMF ile yapılan “stand by” anlaşmasına göre parasal büyüklük olarak “Net İç Varlıklar” kalemi ana hedef olarak belirlenmiştir. IMF hedefleri arasında yer alan uluslararası rezervler beklenenden fazla artmıştır. Gümrük Birliği’ne (GB) girdikten sonra Türkiye ekonomisi küresel ekonominin bir parçası haline gelmiş ve ekonomi politikası bu doğrultuda şekillenmiştir (Morgil, 2006: 97-100).

Ancak yıl sonunda yapılan seçimler, hükümet değişiklikleri ve “stand by” anlaşmasının sona ermesiyle birlikte ekonomideki belirsizlikler artmaya başlamıştır. 1996 yılında TCMB, iç varlıklardaki artışı sınırlayan ve dış varlıklar karşılığında TL oluşturan bir para politikası izlemeye başlamıştır. Uzun vadeli krediler kullanılmadığı için iç varlıklar istenilen sınırlar içinde kalmıştır (Kıpıcı ve Kesriyeli, 1997: 6-7).

İlk aylarda çok yüksek faiz oranları nedeniyle döviz rezervinde ciddi bir artış meydana gelmiştir. 1996 yılında Türkiye’nin ithalat ve ihracatında görülen artışı içeren Avrupa Gümrük Birliği, (AB) ile dış ticarete açığın artmasına neden olmuştur. Rusya ile yapılan bavul ticareti ve net hizmet ihracatındaki artış, cari açığın ciddi boyutlara ulaşmasını engellemiştir (Ünlü, 2016: 24).

1994-1999 yılları arasında uygulanan döviz kuru politikası, reel döviz kuru değişimlerinde istikrarı sağlamaya yönelik olmuştur. Bu dönemde, politika yapıcıların yoğun müdahalesi altında piyasada döviz kurları belirlenmiştir. Bu dönemde döviz kuru sistemleri ve politikaları açısından önemli bir gelişme, 9 Aralık 1999 tarihinde uygulamaya konulan “Döviz Kuruna Dayalı Dezenflasyon Programı” olmuştur (Kanyılmaz, 1999: 274-277).

Son dönemde uygulanan kur politikaları dikkate alınarak 1 Ocak 2000 tarihinden itibaren enflasyonla mücadele politikası kapsamında yönlendirilen sabit kur politikasına geçilmiştir. 1995-2000 yılları arasında kur ayarlamaları beklenen enflasyona göre belirlenirken, 2000 yılının başında hedeflenen enflasyona göre kur artış oranları belirlenmiştir. “Döviz çipası” veya “genişleyen bant” olarak adlandırılan bu sisteme göre, üç yıl için döviz kurunun ne olacağı önceden belirlenecek ve duyurulacaktır. Bu politika, 1 Ocak - 31 Aralık dönemini kapsayan günlük döviz kurları kullanılarak başarıyla uygulanmıştır (Gök, 2006: 137-142).

Üç yıllık programa göre, daha önce 2001 yılında da devam edeceği açıklanan günlük döviz kurunun, 19 Şubat 2001 tarihinde yaşanan güvensizlik ortamında devam ettirilemeyeceği ve dalgalı kur uygulamasının devam edilmesi gerektiği anlaşılmış ve hükümet döviz kuru rejimini değiştirdikten sonra serbest bırakmıştır (Korkmaz ve Bayır, 2015: 71-74).

Sonuçta, Türkiye Cumhuriyeti'nin sabit döviz kuru rejimi uygulaması ile artan döviz talebini karşılamak için rezervlerini harcamak zorunda kalmış ancak azalan rezervler MB'nin hareket gücünü azalttığı için faizler artırılmış ve böylece piyasada TL değer kaybetmiştir. Dolayısıyla dolara olan talebin artmasının bir diğer nedeni de artan finansal borçların TL basılarak karşılanmasıdır. Enflasyon yüksek olduğu ve iç borcun arttığı bir ortamda para basma durumu elinde TL olanların paralarını dolara çevirmesine neden olmuştur. Böyle bir ortamda MB tarafından basılan TL döviz karşılığı Merkez Bankası'na verilir. Bu nedenle basılan paralar TL olarak tutulmamakta ve döviz talebini artırmakta, hükümetin sabit kur politikası vaadi yerine getirilmesi zor hatta imkansız bir söze dönüşmektedir. Buna karşılık, MB faiz silahını kullanmış ancak bu faiz silahı sürdürülebilir olmamıştır (Sever, 2012: 212-219).

Hazinenin bütçe açığı kısa vadeli faiz oranlarına endeksli ise, MB'nin faiz oranlarını artırması hazinenin borçlanma maliyetini daha da artırmaktadır. Dolayısıyla firmaların borçlanma maliyetleri de aynı oranda artmakta ve aldıkları kredileri geri ödeme olasılıkları düşmektedir. Aynı zamanda sattıkları mal miktarında düşüşler olabilmekte ve artan bu faizli krediler firmalara yüksek maliyetler getirebilmektedir. Sonuç olarak bu sorunlu ekonomik yapıda bankalar da verdikleri kredilerin geri ödenemeyebileceği için zarar görmektedir. Ayrıca sürekli faiz yükseltmek ortaya çıkan sorunun çözümünde başarısız bir politika haline gelmekte ve bir çöküş meydana gelme riski yükselmektedir. Bu çöküşün hızı ve ivmesi özetle iki temel ekonomik terime bağlıdır. Birincisi Merkez Bankası'nın döviz rezervleri, ikincisi ise para basma oranıdır. Bu iki temel, döviz kuru oynaklığını ve ekonominin istikrarını önemli ölçüde etkilemektedir (Özatay, 2020: 3-14).

3.1.3 2001 Sonrası

Kasım 2000'deki krizin ardından IMF'nin ek desteğiyle faizler düşmeye ve sermaye

girişleri canlanmaya başlamıştır. Ancak bankacılık sistemi mali açıdan zarar görmüş, hem iç hem de dış piyasalardan sağlanan fonların vadelerinde kısalma olmuştur. Şubat ayında TL büyük bir atakla karşı karşıya kalmış ve uygulanan kur sisteminin ileriki dönemlerde kayıplara yol açacağı düşünülerek TL'nin yabancı paralar karşısında dalgalanmasına karar verilmiştir (Kaya, 2001: 842-848).

TCMB, ödemeler sistemindeki sorunları aşmak, finansal istikrarı sağlamak ve bankacılık sistemini iyileştirmek için müdahalede bulunmuştur 2001 yılında dalgalı kur rejimine geçişle birlikte TCMB'nin para politikası stratejisinde değişiklik olmuştur. Yeni rejime göre döviz kurları piyasadaki arz ve talebe göre belirlenecek ve TCMB ancak kısa vadede aşırı dalgalanmaları önlemek için müdahale edebilecektir. Ayrıca bu müdahaleler genellikle döviz ihalesi yöntemi ile gerçekleştirilecektir. Sermaye girişlerinin aniden azaldığı dönemlerde uluslararası rezervlerin önemi artacağından, bu durum TCMB'nin dikkat etmesi gereken bir konu olarak değerlendirilmektedir (Esen, 2012: 89-91).

Dalgalı kur rejimine geçilmesinin ardından ise döviz kurunda aşırı oynaklık meydana gelmiştir. Şubat krizi başladığında bankacılık sisteminin önemli bir açık pozisyona sahip olması bu oynaklığı tetikleyen en önemli sebeplerden biri olmuştur. Buna göre, Mayıs ayında bankalara bono ihraç edilmiş, Haziran ayında ise özel bankalarla borç takası yapılmıştır. Ancak bankacılık sisteminin mali açıdan zarar görmesi ve bankaların risk almak istememesi nedeniyle yurt içi ve yurt dışından kredi temini zorlaşmış ve bankacılık sektörüne net dış borç ödeme zorunluluğu getirilmiştir (Kutlar ve Şimşek, 2003: 67-72).

Bu dönemde sermaye hareketlerinde 21.572 milyon dolarlık bir bozulma yaşanmış ve bu durum döviz kuru hareketlerine neden olmuştur. Dalgalı kur rejimine geçilen Şubat 2001'den Ocak 2002'ye kadar geçen süreçte faiz oranları önemli ölçüde dalgalanmıştır. Bu kapsamda para piyasasında derinliğin sağlanması ve bankalar arasında "Türk Lirası referans faiz oranı" oluşturulması için koşullar iyileşmeye başlamıştır. Ayrıca Ağustos 2001'de başarılı döviz kuru rejimi için önemli bir faktör olan vadeli döviz piyasası İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) açılmıştır. İlerleyen dönemler için belirsizliği azaltmaya yardımcı olan bu piyasaların geliştirilmesine yönelik çalışmalar yapılmıştır (Korkmaz ve Bayır, 2015: 74-80).

2001 krizi finansal krizlerden biri olup bu tür krizlerin para piyasasına yansımaları faiz oranlarındaki ve döviz kurlarındaki artışlardır. Türkiye ekonomisinde yaşanan bu krizlerden sonra makroekonomik istikrar yönünde önemli ilerlemeler kaydedilmiştir. 2002-2004 dönemini kapsayacak şekilde revize edilen ekonomik program kapsamında, açık enflasyon hedeflemesi rejiminden kademeli olarak geçen bir çerçeve getirilmiştir (Saatçioğlu ve Karaca, 2004: 183-186).

Bu kapsamda, dalgalı kur rejiminde kısa vadeli faiz oranları temel para politikası aracı olarak kullanılırken, diğer yandan IMF ile yürütülen program kapsamında yer alan para tabanı nominal çapa işlevi görmüştür. TCMB, dalgalı kur rejimi sisteminde döviz kurlarının para politikası olarak kullanılmadığını, MB'nin herhangi bir kur hedefi olmadığını ve her iki yönde de aşırı oynaklık olması durumunda piyasaya doğrudan müdahale edebileceğini de ifade etmiştir (Korkmaz ve Bayır, 2015: 78-80).

2002 yılında dalgalı kur rejimine devam edilmesine ve müdahalelerin minimumda tutularak yalnızca aşırı dalgalanmanın olduğu durumlarda dövize müdahale edilmesine karar verilmiştir. Geleceğe yönelik enflasyon odaklı bir politika izleyen örtük enflasyon hedeflemesi stratejisi 2002 yılında uygulanmaya başlanmış ve bu uygulama 2005 yılı sonuna kadar devam etmiştir. 2002 yılının ilk yarısında enflasyonda olumlu gelişmeler yaşanmış ve sürekli faiz indirimine gidilmiştir. Ancak 2002 yılından itibaren döviz kurunun düşüş eğilimi göstermesi nedeniyle Türkiye'nin kredi riski önemli ölçüde artmıştır (Özatay, 2020: 24-26).

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından yayınlanan ve para reformu nedeniyle gerçekleştirilen fiyat endeksinde yapılan değişiklikler TCMB'nin enflasyon hedeflemesi rejimini aşmamıştır. Enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş için son hazırlık dönemi olarak kabul edilen 2005 yılında para politikasının daha kurumsal hale getirilmesi ve şeffaflığın artırılmasına yönelik çalışmalar yapılmıştır. TCMB'nin 2006 yılında enflasyon hedeflemesi rejimine geçmesi planlanmış ve düşen enflasyon sürecinden fiyat istikrarı sürecine geçilmesi hedeflenmiştir. Birçok arz şokunun yaşandığı ve enflasyon hedefinden sapıldığı bu dönemde TCMB, hükümete açık mektuplar yazarak enflasyon hedefinden uzaklaşma nedenlerini açıklamıştır (Değerli ve Fendoğlu, 2015: 166-170).

Enflasyonun istenilen düzeye gelmesi için gerekli tedbirler alınmış, sürece ilişkin değerlendirmeler kamuoyu ile paylaşılmıştır. Şeffaflık, hesap verebilirlik ve öngörülebilirlik alanlarında önemli adımlar atılmıştır. 2006 yılında TCMB, döviz kurlarındaki oynaklık nedeniyle üç kez dövize müdahalede bulunmuştur. Döviz arzının azalması ve döviz kurlarındaki oynaklık nedeniyle 16 Mayıs 2006 tarihinden itibaren günlük döviz alım ihalelerinin geçici olarak durdurulmasına karar verilmiştir (Korkmaz ve Bayır, 2015: 78-82).

TCMB, Mayıs ve Haziran aylarında yaşanan piyasa dalgalanmaları gibi büyük şokların ardından para politikası uygulamalarını gözden geçirmiştir. Haziran ayında önlemler alınmış ve 2006 yılının geri kalanında sınırlı bir parasal sıkılaşma uygulanmıştır. 2007 yılında enflasyon hedeflemesi rejimine paralel olarak para politikası uygulamasına devam edilmiştir (Sever ve Mızrak, 2007: 274-275).

Enflasyon değerleri ilk üç çeyrekte hedefle uyumlu belirsizlik aralığında kalırken, son çeyrekte kuraklık ve küresel konjonktür nedeniyle gıda fiyatlarındaki artış ve fiyat yönetimindeki ayarlamalar nedeniyle istenilen düşüş eğilimini gösterememiştir. Uluslararası piyasalarda gıda ve enerji fiyatlarının hızla yükselmesiyle enflasyon, 2007 ve sonrasında tüm dünyada yükselmeye başlamıştır. Enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ülkeler arasında Brezilya dışındaki diğer gelişmekte olan ülkelerin enflasyon değeri hedeflerin üzerinde gerçekleşmiştir (Çiftci, 2014: 129-132).

Söz konusu finansal krizler ve uygulanan politikalardan bahsedilirken dikkat edilmesi gereken konulardan biri de o dönemin küresel ekonomik koşullarıdır. Belirlenmesi gereken nokta krizin küresel mi yoksa yerel kaynaklı mı olduğudur. Küresel kriz ortamında Volatility Index'te (VIX) ciddi dalgalanmalar görülmekte bu da küresel risk iştahının azaldığını göstermektedir. Sonuçta ise yatırımcıların paralarını güvenli liman olarak gördükleri varlıklara yatırımlarına neden olmaktadır (Değerli ve Fendoğlu, 2015: 174-179).

2008 küresel ekonomik krizi ise yurt dışı kaynaklı krizlere verilebilecek en iyi örnektir. Bu krizin ortaya çıkmasına neden olan faktörler kısaca şu şekilde sıralanabilir (Kaya, 2001: 854-860):

- Subprime kredi piyasası
- Gölge bankacılık sistemi
- Konut fiyatlarındaki aşırı artışlar (sonrasında düşüşler)
- Hızlı kredi genişlemesi

Şekil 14. VIX Endeksi



Kaynak: (<https://fred.stlouisfed.org>, Erişim tarihi: 28.05.2022)

Şekil 14’de gösterilen Volatilite Endeksi grafiği, mortgage krizinin tüm dünyayı nasıl etkilediğinin en temel göstergelerinden biridir. Yine bu krizde döviz kuru oynaklığı artmış, istihdam çıkışları yaşanmış ve büyüme oranları düşmüştür. Bu kriz, ülkenin ekonomik şoklara karşı tepkisini ve direncini anlamak için önemli bir göstergedir. Modern ekonomik sisteme bakıldığında ülkeler giderek dışa açılmakta ve ithalat, ihracat ve bankaların birbirleriyle entegrasyonu hızlanmaktadır. Sonuç olarak, ülkeler dış şoklara karşı daha duyarlı hale gelmektedir. Dolayısıyla kendi iç dinamikleri bozulmasa da diğerülkelerden gelen şoklar ülkelerin ekonomilerini etkilemektedir (Esen, 2012: 90-93).

Bunlara ek olarak, 15 Eylül 2008’de Lehman Brothers’ın iflası ve küresel krizle birlikte Türkiye piyasalarında da krizin etkileri görülmeye başlanmıştır. Ancak TCMB, son zamanlardaki kriz tecrübesiyle hızlı ve etkili kararlar almayı başarmıştır. 16 Ekim 2008 tarihinde döviz alım ihalelerinin durdurulmasına karar verilmiş ve döviz piyasasında likidite sağlanması hedeflenmiştir. Ayrıca TCMB, fiyat oluşumundaki olumsuzluklar nedeniyle 24 Ekim 2008’den itibaren döviz satım ihaleleri ile piyasadaki likiditeyi artırmayı amaçlamıştır. İhalelerde öngörülen günlük döviz tutarı 50 milyon ABD doları

olarak belirlenmiş ve duruma göre bu miktarın değiştirilebileceği açıklanmıştır. Söz konusu satış ihaleleri iki iş günü süreyle gerçekleştirilmiş olup, piyasalardaki iyileşme nedeniyle 30 Ekim 2008 tarihinde satış ihalelerinin durdurulmasına karar verilmiştir (Ünlü, 2016: 26-29).

2008 yılında yapılan müdahalelerle döviz satışları 100 milyon ABD doları, döviz alımları ise 7.584 milyon ABD doları olmuştur. TCMB, 14 Nisan 2010 tarihinde “TCMB Para Politikasından Çıkış Stratejisi” duyurusunu yayımlamıştır. Bu açıklama ile Ekim 2008’den bu yana sağlanan döviz likiditesine ilişkin değerlerin küresel piyasaların normalleşmesiyle kriz öncesi seviyelere getirildiği açıklanmıştır. Ayrıca, repo ihalelerinde değişiklik yapılarak, bünyesinde İMKB Repo-Ters Repo Piyasası ve Bankalararası Para Piyasası’nda gecelik borçlanma tutarı azaltılmıştır (Vergil ve Erdoğan, 2009: 35-38).

TCMB, küresel kriz sonrası finansal riskleri önlemek ve sermaye akımlarının olumsuz etkilerini azaltarak finansal istikrarı desteklemek amacıyla yeni bir politika doğrultusunda hareket etmeye ve Kasım 2010’da yeni politika araçlarını kullanmaya başlamıştır. Kredi politikası doğrultusunda zorunlu karşılıklar ve gerekli diğer tedbirler, faiz politikası çerçevesinde haftalık repo oranları, likidite politikası çerçevesinde faiz koridoru ve çeşitli fonlama yöntemlerinin uygulanmasına karar verilmiştir (Çiftci, 2014: 133-139).

2011 yılı Kasım ayı itibari ile bu politikalar doğrultusunda döviz kurunun aşırı oynaklığa kayıtsız kalmayacağına yönelik bir yaklaşım benimsenmiş, rezerv opsiyon mekanizması hayata geçirilmiş ve döviz kurunun üst limiti aktif kullanılarak ek parasal sıkılaştırmaya gidilmiştir. Bu politika araçları ile oynak sermaye akımlarına karşı TL üzerinde olası aşırı değerlenme veya değer kaybı baskısının sınırlandırılması amaçlanmaktadır (Değerli ve Fendoğlu, 2015: 169-173).

2013 yılında TL önemli ölçüde değer kaybetmiş ve bu durum enflasyon üzerinde istenmeyen etkiler yaratmıştır. TCMB 2014 yılında sağlam bir para politikası hedefi ile ilerleyerek bu etkileri en aza indirmeye çalışmıştır. Doğrudan net alım, ihracat reeskont kredisi ve ROM (Rezerv Opsiyon Mekanizması) gibi araçlar kullanılarak TCMB’nin döviz ve altın rezervlerinde 2001’den 2015’e 91 milyar ABD doları civarında kümülatif

artış sağlanmıştır. 2015 yılında sıkı bir likidite politikası benimsenmiş ve faiz oranlarına yönelik çalışmalar sonucunda bankalararası gecelik repo faiz oranları faiz koridorunun üst sınırında oluşmaya başlamıştır. Alınan tedbirler, para politikası ve ithalat fiyatları sonucunda 2015 yılında enflasyon yavaşlamıştır (Ünlü, 2016: 22-26).

Değişen küresel ve yerel finansal piyasa koşulları çerçevesinde 5 Mayıs 2015 tarihi itibarıyla bankalar ve finansman şirketleri, TCMB’de bulunan rezervlere, rezerv opsiyonlarına ve serbest hesaplara ABD doları olarak faiz ödemeye başlamıştır. Bu faiz oranları piyasa koşullarına göre günlük olarak açıklanmıştır (Korkmaz ve Bayır, 2015: 81-85).

TCMB, 2016 yılında da dalgalı kur rejimi uygulamasına devam etme kararı almıştır. Ancak bu süreçte dalgalı kur rejimi uygulansa da yıllar içinde makroekonomik olarak farklı döviz kuru ve faiz politikaları izlenmiştir. Dalgalı kur rejiminin ilk yıllarında düşük kur-yüksek faiz uygulaması yapılmış ve bu uygulama uzun süre kurları baskılamıştır. Son yıllarda ise düşük faiz-yüksek döviz kuru uygulamasının etkili olduğu görülmüştür (Ünlü, 2016: 26).

2016 yılının ilk yarısında doların 3 TL civarında seyretmesi ile birlikte 15 Temmuz’da yaşanan askeri darbe girişimi TL’nin değer kaybetmesini hızlandırmıştır. Kurda sert bir yükselme yaşanmış ve siyasi belirsizliklerden etkilenen uluslararası piyasalarda darbe girişimi olayıyla dolar giderek artmıştır. Yapılan açıklamalar ve siyasi belirsizliklerin giderilmesiyle kur yeniden düşüş eğilimine geçmiş ve TL değerlenmiştir. Ancak ekonomide yaşanan cari açık sorunu ve tekrardan çift hanelere ilerleyen enflasyonun yanı sıra alınan bazı siyasi kararlar piyasaları yeniden belirsizliğe sürüklemiş, bunun yanı sıra da yabancı yatırımcıları Türkiye’den uzaklaştırmıştır. Bu sırada ABD Merkez Bankası’nın 2008 yılı küresel finansal krizi sırasında piyasaya sürdüğü paraları geri çekmesiyle Türkiye gibi gelişen ülkelere giden para miktarları da azalmıştır (Aysoy ve Küçükkocaoğlu, 2016: 67-69).

2017-2018 dönemlerinde ABD doları 3-4 TL aralığında seyrederken Türkiye’de yaşanan siyasi seçimler döneminde yeni ekonomik hareketlilikler yaşamıştır. Nisan 2017 sonrasında yapılan anayasa değişikliği sonucunda kurda dalgalanmalar olmuş ve

dolar 5 TL sınırını aşmıştır. Siyasi seçim öncesinde mayıs ayında kurdaki ani artış karşısında olağanüstü toplanan MB Para Politikası Kurulu, faiz artırmaya karar vermiştir. Döviz kurundaki ani artış ekonomik dengeleri etkilemiş, enflasyon uzun süre sonra ilk defa %20'nin üstüne çıkmıştır. Bu süreçte faizi düşürmek için gerekli çalışmalar yapılmıştır (Euronews, “Türkiye'deki Siyasi Çalkantılar 2008'den Beri Dolar - TL Kurunu Nasıl Etkiledi?”, Erişim Tarihi: 27.08.2022, <https://tr.euronews.com/2020/09/29/turkiye-deki-siyasi-calkalanmalar-2008-den-beri-dolar-tl-kurunu-nasil-etkiledi>).

Ağustos 2018 başında gelişen olay TL'nin son 10 yılında yaşadığı en büyük düşüşe sebep olmuştur. Casusluk yaptığı suçlamalarıyla Aralık 2016 yılında tutuklanan ABD'li Rahip Brunson'ın ev hapsi cezası alması sonrasında, ABD hükümetinden gelen sert açıklamalar kuru ani yükselişe sürüklemiştir. Brunson'ın serbest bırakılmaması halinde Türkiye'ye ekonomik yaptırımlar uygulanacağını bildirilmesiyle ABD doları yalnızca bir haftalık bir süreçte 6.5 TL seviyesini geçerek uluslararası piyasalarda 7.20 TL seviyesini test etmiştir. 2018 yılında Rahip Brunson'ın serbest bırakılması sonucu ABD doları düşüşe geçmiştir (Uslu, 2018: 314-317).

2019 yılında yapılan yerel seçim süreci ardından ekonomide yaşanan siyasi hareketlenme nedeniyle TL dolar karşısında değer kaybetmiştir. Ayrıca bu dönemde bir yıl süreli faiz indirimi süreci başlamış, sonuçta faiz %24 seviyelerinden %8.25 seviyelerine kadar inmiştir. Ancak faiz indirimi ve bu dönemdeki doların ani yükseliş sürecine rağmen 2019 yılında kur belirli bir seviyede kalmıştır (Yerlikaya, 2019: 14-18).

Çin'de başlayan Covid-19 pandemi süreci de tüm dünya ekonomisini derinden sarsan bir diğer şok olmuştur. Pandemi salgını ile gelişen durumların içinde global finansal piyasalarda oluşan dalgalanma ve belirsizliklerin ardından fiyatlamalar yeniden yapılmış, tüm piyasalarda likitide sıkışıklıkları yaşanmış, sermaye çıkışında ve ABD dolarıyla karşı karşıya gelindiğinde ülke kurunun değeri aşınmış ve tahvil piyasasında işlemler giderek azalmıştır. Böylece tüm bu değişimlerin sonucunda az gelişen piyasalarda etkiler daha çok hissedilmiştir. Covid-19 sürecinin bir finansal kriz olmasının ötesinde sürecin daha karmaşık ve sonuçlarının net görülmediği yeni bir kriz konusu olduğu tüm ekonomistlerin ortak fikridir. Sosyal izolasyon programına

girilmesiyle birlikte negatif arz-talep şokları aynı anda yaşanmıştır. Pandemi süreci; finansal piyasalarda, likitide sıkışıklığı ve döviz kuru baskısı şartları altında gelişmekte olan ülkelere ait yaşanan en büyük risk ülkeden çıkan yabancı sermayeler ile ihracattaki daralmadır. 2020 yılı ilk çeyrekte dolar 5.95 TL seviyesinde, Euro ise 6.65 TL seviyesinde iken pandemi etkisinden fon ve yabancı sermayelerin Türkiye’den ani çıkışından dolayı sermaye piyasasında da aynı hızla bir azalma yaşanmış, sonuçta TL değer kaybetmiştir. MB verilerine göre, yabancı yatırımcı 2020 yılı ilk çeyrekte yaklaşık 3 milyar dolar hisse satışı yaparak ülkeden yatırımlarını çekmiş ve döviz rezervlerinin azalmasına yol açmıştır (Temir, 2020: 56-57).

MB, Türk Lirası’nın korunması amacıyla piyasaya döviz sürmeye devam ederek döviz arzının belirginleştiği dönemlerde uzun süre dolar kontrol altına alınmıştır. Döviz kurunu baskılamaya yönelik uygulanan politikalar döviz mevduatına eğilimi de hızlandırmıştır. 2020’de TL’ye olan güven problemi sonucunda döviz mevduatları payı, 2001 ekonomik krizinden bu yana en üst seviyesine ulaştığı yıl olmuştur. Uygulanan politikalar karşısında çift haneye ulaşan enflasyon sonucunda ilk defa politika faizinde artırıma gidilmiş ve atılan bu adım da TL’yi desteklemiştir. Ancak Ekim 2020’de faizin sabit tutulmasıyla piyasalardaki artış beklentilerinin karşılanamaması TL’de yaşanan değer kazancını tersine çevirmiştir (Akdoğan, 2020: 77-83).

Faiz ile alınan kararlar, yaşanan siyasi gelişmeler ve küreselde meydana gelen durumlar neticesinde TL değer kaybetmeye devam etmiştir. 23 Kasım 2021’de ise TL tarihin en sert düşüşlerinden birini yaşamıştır. TCMB’nin uygulamakta olduğu dalgalı kur rejimi altında yalnızca aşırı oynaklığa müdahale edileceği ve döviz piyasalarında sağlıklı fiyat oluşumlarının gözlenmesi açıklamalarından sonra dolar tarihi zirvesini görmüştür (Voice of Amerika (VOA), “Türkiye’de Doların 20 Yıllık Serüveni”, Erişim Tarihi: 25.08.2022, [Türkiye’de Doların 20 Yıllık Serüveni \(voaturkce.com\)](https://www.voaturkce.com)).

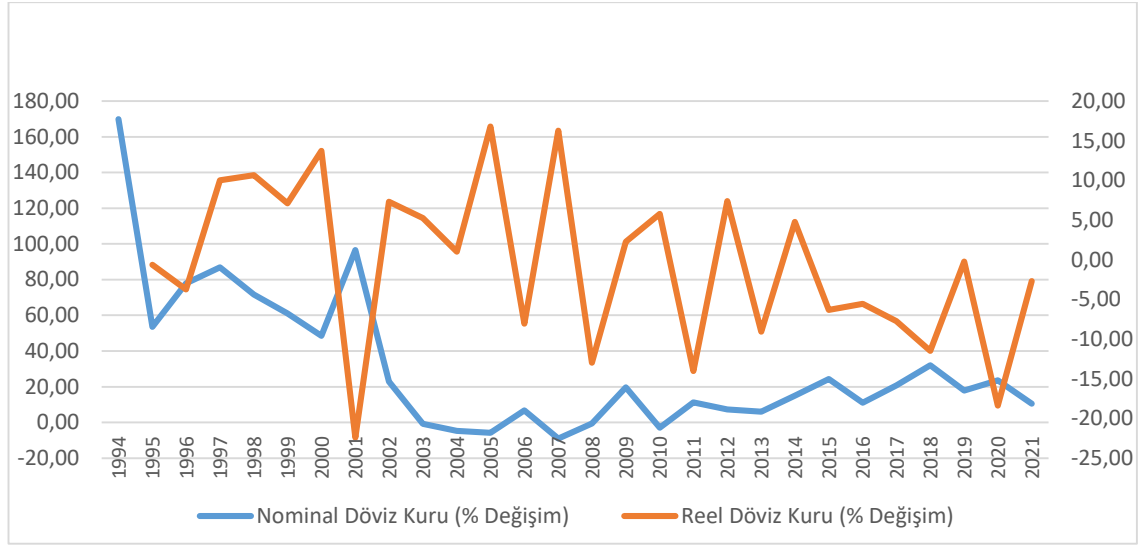
20 Aralık 2021 tarihinde Kur Korunmalı Mevduat (KKM) sistemine geçileceği açıklanmıştır. Bu sisteme göre; vadeli TL hesaplarında döviz fiyatları verilen faizden daha çok artarsa, arada oluşan fark tasarruf sahibine ödenecektir. Bu açıklamayla birlikte dolar hızla düşmüş, TL ise hızla değerlenmiştir. Giderek biriken KKM’deki para, Nisan 2022 itibariyle 756.6 milyar TL’ye ulaşmıştır. Bir haftalık artış ile 28 milyar

TL'ye ulaşmış ve böylece toplam vadeli TL mevduatları içinde KKM oranı %29.1'e yükselmiştir. Altın ve döviz mevduatının toplam mevduat içindeki oranı ise %57.2, döviz ve KKM'nin toplam mevduatları içerisindeki payı da %69.6 olmuştur. Çalışmanın amacı doğrultusunda KKM gelişmesi şirketler açısından değerlendirildiğinde bir kesim özellikle de dış ticaret faaliyeti yapan şirketler açısından avantajlı olabileceği görüşünde iken, diğer kesim ise KKM'ye daha mesafelidir. Bu şirketler KKM'nin kredi kullanırken teminat sayılmasının önemi, %25'lik ihracat bedeli ile sistemin aynı anda işlemeyeceği, uygulamada 6 aylık bir vadenin uzunluğu gibi sebepleri öne sürerek hem Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin (KOBİ) hem de büyük ölçekli işletmelerin olumsuz etkileneceğini savunmuşlardır (Bloomberght, “Şirketler Kur Korumalı Mevduata Mesafeli”, Erişim Tarihi: 25.08.2022, <https://www.bloomberght.com/sirketler-kur-korumali-mevduata-mesafeli-2298219>).

Türkiye'nin yeni yıla yüksek enflasyon oranıyla girmesinin ardından Şubat 2022'de yaşanan Rusya'nın Ukrayna'nın işgaline başlaması ve Amerikan Merkez Bankasının (FED) faiz artırmaya başlaması TL'nin tekrardan dolar karşısında değer kaybetmesini beraberinde getirmiştir. Ardından ihracat faaliyetlerinin ithalatın altında kalmasıyla ülke cari açık vermiştir. 2018-2022 yılları ile kendini gösteren döviz ve borç krizi hem sosyal hem ekonomik olarak en fazla döviz kuru ve Merkez Bankası'nın döviz rezervi üzerinde etkisi hissedilmiştir (Voice of Amerika (VOA), “Türkiye'de Doların 20 Yıllık Serüveni”, Erişim Tarihi: 25.08.2022, [Türkiye'de Doların 20 Yıllık Serüveni \(voaturkce.com\)](https://www.voaturkce.com)).

Sonuç itibarı ile Grafik 6'ya bakarak 1994'ten bu yana Türkiye'de gerçekleşen nominal ve reel efektif döviz kuru değişimi genel olarak değerlendirildiğinde reel efektif kuru, 2002-2010 dönemlerinde kur şoklarından kaynaklanan aşağı – yukarı yönlü dalgalanmaların sert hareketler şeklinde kademeli olarak yükseldiği, diğer bir ifadeyle döviz kurlarının düştüğü görülmektedir. Buna paralel olarak döviz kurlarının düşmesiyle birlikte yabancı para türünden borç oranı toplam borç stoğu içinde gerilemiştir. 2000'li dönemler, Türkiye'nin reel döviz kurunda hızlı değerlenme dolambacında Türkiye'nin rekabet güçlerini yıpratmış ve döviz sorunlarına neden olmuştur. 2010'dan sonra ise reel efektif kuru düşüş, bir başka ifadeyle döviz kurunun yükseliş trendine girdiği Grafik 6'dan izlenmektedir (Akdoğan, 2020: 80).

Grafik 6. Nominal ve Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi (% Değişim)



Kaynak: TCMB, Döviz Kuru İstatistikleri, 2022, Veriler: 1994-2021

3.2 TÜRKİYE’NİN DIŞ TİCARET GÖRÜNÜMÜ

Türkiye’nin ticarete serbestleşmesi ve dışa açılması açısından başlangıç olarak kabul edilen 24 Ocak 1980 Kararları, 1980 sonucunda ülkenin sanayileşmesi ve küresel entegrasyonu hedeflenmiştir. 24 Ocak Kararları öncesi dönemde daha içe dönük bir ekonomi ve ithal ikameci politikayı benimseyen Türkiye, bu kararlardan sonra ihracatın artırılması amacıyla TL’nin aşırı değerlenmesini devalüasyon ile engellemiştir. Ayrıca ihracatı özendirmek için birçok farklı düzenleme yapılmış ve ihracata yönelik bir sanayileşme politikası benimsenmiştir (Öztürk, Nas ve İçöz; 2008: 17-22).

1980 sonrası dönemde, dış ticaretin serbestleştirilmesi politikası ve Gümrük Birliği’ne hazırlık gibi nedenlerle ithalata uygulanan tarife ve kısıtlamalar azaltılmıştır. 11 Ağustos 1989 tarihinde yürürlüğe giren Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Kararname ile Türkiye’de döviz rejimi serbestleştirilmiş ve sermaye hareketleri kolaylaştırılmıştır. 1990’lı yılların ortalarına doğru gerçekleşen ve Türk dış ticareti açısından oldukça önemli olan iki farklı durumdan bahsetmek mümkündür. Bunlardan ilki, Türkiye’nin 1995 yılındakurucu üye olduğu Dünya Ticaret Örgütü (DTÖ) Kuruluş Anlaşması ve gereklilikleridir (Ertekin ve Kutlu, 2000: 224-231).

DTÖ Kuruluş Anlaşması’na uyum kapsamında Türkiye’nin dış ticaret politikasında düzenlemeler yapılmıştır. Bu dönemde önemli süreçle ilgili diğer anlaşma da Avrupa

Birliği (AB) ile Türkiye arasında oluşturulan Gümrük Birliği'dir. Türkiye, 1 Ocak 1996 tarihinden itibaren 1/95 sayılı Ortaklık Konseyi Kararı ile bu Birliğin bir parçası olmuştur. Bu katılımıla Türkiye, AB'nin ortak gümrük tarifesi ile uyum sürecine girmiş ve dış ticaret politikasını da Birliğin gereklerine göre düzenlemiştir. Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması (GATT)'a 1951 yılında katılan Türkiye, World Trade Organization (WTO), Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı (OECD), Kimyasal Silahların Yasaklanması Örgütü (OPCW) ve Pan-Avrupa Kümülyasyon Sistemine üyedir (Hatipler, 2012: 15-21).

3.2.1 Dış Ticarete Genel Bakış

Türkiye'de ithalat rakamları ihracat rakamlarından daha yüksek olduğu için dış ticaret dengesi sürekli bir açık vermektedir. Aşağıdaki Tablo 14'de Türkiye'nin 1980-2022 yılı Ekim ayı arasındaki ithalat ve ihracat rakamları 5 yıllık dönemler halinde verilmiştir. Tablo 14'e göre ihracatın ithalatı karşılama oranı bu yıllarda %37 ile %78 arasında değişmektedir. 1980 yılında ihracatın ithalatı karşılama oranı %36.8 iken, bu dönemde uygulanan ihracata dayalı sanayileşme politikasının etkisiyle 1985 yılında %70.2'ye yükselmiştir.

Tablo 14. 1980-2022 Yılları Arasında Türkiye'nin Dış Ticareti (Bin ABD Doları)

Yıllar	İthalat	İhracat	İhracatın Kapsadığı İthalat Oranı (%)
2022 Ekim	300.442.902	209.394.162	69.6
2021	271.425.553	225.214.458	83.0
2020	219.516.807	169.637.755	77.3
2015	213.619.211	150.982.114	70.7
2010	185.544.331	113.883.219	61.4
2005	116.774.151	73.476.408	62.9
2000	54.502.821	27.774.906	51.0
1995	35.709.011	21.637.041	60.6
1990	22.302.126	12.959.288	58.1
1985	11.343.376	7.958.010	70.2
1980	7.909.364	2.910.122	36.8

Kaynak: TÜİK, Dış Ticaret İstatistikleri, 2022, Veriler: 1980-2022

Türkiye'nin ihracatı ağırlıklı olarak taşıtlar, makineler ve bunların yedek parçaları,

demir-çelik, elektrikli makine ve cihazlar ile bazı tekstil ürün gruplarını içermektedir. Türkiye'nin ihraç ettiği ilk 20 ürün grubu aşağıdaki Tablo 15'de listelenmiştir. Tablo 15'e göre 1980 yılında tuz-kükürt-kireç-çimento ve sebze-meyve en çok ihraç edilen ürün grubu iken, 2021 yılında otomotiv grubu birinci sıraya yükselmiştir. 1980 yılından 2021 yılına kadar tarım ürünleri ihracatının azaldığı, sanayi ve ara malı, tekstil ve değerli taşlar ihracatının arttığı gözlemlenmektedir.

Tablo 15. Fasillara Göre Türkiye'nin En Çok İthalatı, 1980-2021

Kod	Fasıllar	Yıllar								
		1980	1985	1990	1995	2000	2005	2010	2015	2021
87	Araçlar ve araç parçaları	50	138	140	643	1.593	9.566	13.813	17.463	25.022
84	Kazanlar, makineler ve mekanik cihazlar, ve aksam parçaları	22	378	212	691	1.418	5.246	9.413	12.333	20.774
72	Demir ve çelik	0	0	1.329	1.739	1.624	4.973	8.740	6.490	17.062
85	Elektrikli makine ve teçhizat, ve aksam parçaları	11	119	476	994	1.978	5.423	7.530	8.278	12.010
71	Kıymetli taşlar, metaller, inciler ve mamul eşya	0	2	7	71	400	1.326	3.747	11.264	10.964
61	Örme ve tığ işi eşya ve mamul eşya	67	488	1.444	3.446	3.729	6.590	7.731	8.926	10.780
39	Plastik ve mamulleri	5	55	174	319	499	1.722	3.717	5.358	10.015
73	Demir ve Çelikten Ürünler	34	969	28	507	697	2.731	4.850	5.465	8.801
27	Mineral yakıtlar, mineral yağlar, damıtılmasından elde edilen ürünler	59	377	296	290	329	2.641	4.469	4.518	8.506
62	Örülmemiş giyim eşyası ve aksesuarı	24	134	1.187	2.203	2.506	4.862	4.636	5.916	7.513
8	Yenilebilir meyveler ve sert kabuklu yemişler	718	528	995	1.235	1.030	2.501	3.491	4.355	5.367
76	Alüminyum ve alüminyumdan eşya	16	63	0	167	289	876	1.916	2.370	5.173
94	Mobilya	2	28	37	119	232	958	1.786	2.753	4.787

40	Kauçuk ve kauçuktan eşya	11	53	76	297	383	1.009	1.896	2.165	3.454
25	Tuz, kükürt, toprak, taş, kireç	193	233	319	390	485	1.124	2.510	2.253	3.417
57	Halılar ve diğer dokuma eşyaları	0	1	202	252	295	670	1.267	2.009	3.240
63	Dokunabilir maddelerden hazır eşya, kullanılmış giyim	0	2	268	540	1.021	1.970	1.839	1.899	2.894
20	Sebze, meyve veya bitkilerin diğer kısımlarının müstahzarları	78	134	304	528	486	1.281	1.491	2.187	2.695
28	İnorganik Kimyasallar organik-inorganik bileşikler	35	61	130	161	203	373	931	1,249	2.195
19	Hububat, un, nişasta, süt müstahzarı	5	16	28	231	113	348	804	1.506	2.168

Kaynak: TÜİK, Fasıllara Göre Dış Ticaret İstatistikleri, 2022, Veriler: 1980-2021

Türkiye'nin en çok ithal ettiği ürün grupları olarak ise mineral yakıtlar, makine ve aksamaları, elektrikli makine ve cihazlar, demir-çelik, değerli metaller ve taşlar sayılabilir. Türkiye'nin ithal ettiği ilk 20 ürün grubu aşağıdaki Tablo 16'da listelenmiştir. Tablo 16'daki veriler incelendiğinde, Türkiye'nin en çok ithal edilen ürün grupları olarak mineral yakıtların yanı sıra makine ve yedek parçaların ilk sıralarda yer aldığı görülmektedir. 1980'li yıllarda Türkiye'nin ithalatında kıymetli taşlar, ecza ürünleri, alüminyum, pamuk ve sentetik filament gibi ürünler öncelikli değilken, 2000'li yıllardan sonra bu ürün gruplarının ithalat miktarlarında önemli bir artış gözlenmiştir.

Tablo 16. Fasıllara Göre Türkiye'nin En Çok İthalatı, 1980-2021

Kod	Fasıllar	Yıllar								
		1980	1985	1990	1995	2000	2005	2010	2015	2021
27	Mineral yakıtlar, mineral yağlar, damıtılmadan elde edilen ürünler	3.907	3.780	4.622	4.621	9.541	21.256	38.497	38.651	50.691

84	Kazanlar, makineler mekanik cihazlar, ve aksam parçaları	871	1.551	3.778	5.748	7.817	16.400	21.267	25.587	30.966
72	Demir ve çelik	471	1.060	1.613	3.024	2.778	9.458	16.121	14.775	27.618
85	Elektrikli makine ve teçhizat, ve aksam parçaları	280	663	1.664	2.240	6.113	9.664	14.642	17.638	19.964
39	Plastik ve mamuleri	117	246	563	1.375	2.179	5.796	9.730	12.268	17.590
87	Araçlar ve araç parçaları	221	490	1.118	1.576	5.467	10.553	13.419	17.544	15.595
29	Organik kimyasal	344	484	869	1.715	2.037	3.532	4.400	4.716	9.341
71	Kıymetli taşlar, metaller, inciler ve mamul eşya	1	5	24	23	108	4.227	3.037	4.183	7.073
30	Eczacılık ürünleri	3	13	105	332	1.035	2.849	4.410	4.296	6.874
76	Alüminyum ve alüminyumdan eşya	1	0	233	382	548	1.232	2.488	3.334	6.592
74	Bakır ve bakırdan eşya	3	6	211	320	474	1.458	3.299	2.985	5.265
90	Optik, fotoğraf, tıbbi alet ve parçaları	64	150	504	754	1.242	2.473	3.438	4.61	4.882
10	Hububat	4	183	561	455	390	190	1.057	1.664	4.248
52	Pamuk, iplik ve pamuklu tekstiller	0	1	304	886	1.080	2.079	3.386	2.265	3.714
40	Kauçuk ve kauçuktan eşya	66	97	242	413	538	1.205	2.322	2.525	3.578
38	Muhtelif kimyasal ürün	105	134	269	398	512	1.131	1.795	2.050	2.902
73	Demir ve Çelikten Ürünler	35	81	307	447	705	1.185	1.967	2.742	2.845
88	Hava taşıtları ve parçaları	0	196	272	1.378	937	314	3.156	3.830	2.832
48	Kağıt - karton, ve bunlardan eşya	56	56	213	702	939	1.767	2.820	2.684	2.741
54	Sentetik ve suni filament	0	1	218	498	695	1.120	1.686	2.097	2.268

Kaynak: TÜİK, Fasıllara Göre Dış Ticaret İstatistikleri, 2022, Veriler: 1980-2021

TÜİK'ten alınan verilere göre Türkiye'nin en çok ihracat yaptığı ülkeler incelediğinde en fazla ihracat 1980-2019 yılları arasında Almanya'ya yapılmıştır. Yine TÜİK'in

verilerine göre Türkiye'nin en çok ithalat yaptığı ülkelerin başında ise Çin, Rusya ve Almanya gelmektedir. İngiltere, Fransa ve İtalya gibi ülkeler Türkiye'nin ihracatında önemli bir yere sahiptir. AB üyesi ülkeler dışında Irak, ABD, İsrail ve Rusya Türkiye'nin en çok ihracat yaptığı ülkelerdir. Verilere göre en fazla ihracat yapılan ülkelerin yaklaşık %70'inin Gümrük Birliği'ne dahil olan veya Türkiye ile Serbest Ticaret Anlaşması (STA) imzalayan ülkeler olduğu anlaşılmaktadır. Bu bilgilerden yola çıkarak Gümrük Birliği ve STA'ların Türk ihracatına olumlu etkisi olduğunu söylemek mümkündür (Yerlikaya, 2019: 19-21).

3.2.2 Türkiye – AB Gümrük Birliği

12 Eylül 1963 tarihinde imzalanan ve Türkiye'nin AB'ye tam üye olmasını amaçlayan Ankara Anlaşması'nda üyelik süreci; hazırlık, geçiş ve son dönem olmak üzere 3 aşamalı planlanmıştır. Buna göre geçiş döneminin son aşamasında Türkiye'nin AB ile GB'nin kurulması hedeflenmiştir. Bu çerçevede, 1970'de imzalanan ve 1973 yılında yürürlüğe giren Katma Protokol kapsamında AB, Türkiye'den ithal edilen sanayi mallarına ilişkin vergileri tek taraflı olarak kaldırmıştır. Öte yandan, Türkiye'ye 22 yıllık kademeli bir geçiş süreci tanınmıştır. Çeşitli ekonomik ve siyasi engeller nedeniyle uzatılan GB süreci tamamlanmıştır (Hatıpler, 2012: 22-29).

Türkiye ile AB arasında kurulan GB, ağırlıklı olarak sanayi ürünlerini ve işlenmiş tarım ürünlerini kapsamaktadır. Türkiye'nin Birliğe katılması ile birlikte bu kapsama giren ürünler üzerindeki vergiler kaldırılmıştır. Ayrıca GB gereği Türkiye, AB ile üçüncü ülkelere de aynı Ortak Dış Tarife'yi (CET) uygulamak zorundadır. Karar'ın 3. Maddesinde tanımlanan malların serbest dolaşımı ilkesine göre; Topluluk'ta veya Türkiye'de ithalat işlemleri tamamlanan, gerekli gümrük vergileri ödenen üçüncü ülke menşeli ürünlerin söz konusu üye devlette serbest dolaşımında sayılır (Baykal, 2006: 105-107).

Karar'ın 12. Maddesi göre Türkiye belirli kurallara uymaya başlamıştır. İthalatta benimsenen ortak kurallar, bazı üçüncü ülkelerden yapılan ithalatlarda uygulanacak ortak kurallar, miktar kısıtlamalarının uygulanması, haksız ticaret uygulamalarına karşı önlemler, ihracatta uygulanacak ortak kurallar, ihracatta kota ve tarife kotalarının belirlenmesi, miktar kısıtlamalarının uygulanması, tekstil ve hazır giyim sektöründe

üçüncü ülkelere uygulanan kısıtlamalar ile dahilde ve hariçte işleme rejimlerine ilişkin kurallardan oluşmaktadır (Hatipler, 2012: 25-29).

Son olarak Karar'ın 16. Maddesi uyarınca Türkiye, AB'nin çeşitli ülkelerle uyum kapsamında yaptığı STA'lara benzer anlaşmayı akdetmeye başlamıştır. Türkiye'nin dış ticaret hacminde AB ile ticaret önemli bir yer tutmaktadır. 2013-2019 yılları arasındaki ithalat ve ihracat verileri incelendiğinde; AB'den yapılan ithalatın Türkiye'nin toplam ithalatı içindeki payının %35 - %40 aralığında olduğu ve Türkiye'den AB'ye yapılan ihracatın Türkiye'nin toplam ihracatının yaklaşık yarısı kadar olduğu görülmektedir (Güven, 2021: 64-67).

3.2.3 Türkiye'nin İhracat Performansı

Türkiye'nin ihracatı 2001 yılından bu yana tarihsel ortalamasının oldukça üzerinde yüksek büyüme oranlarına sahiptir. 1948-2000 yılları arasında %11.2 olan ihracatın yıllık ortalama büyüme hızı 2001-2009 döneminde %22.9'a ulaşmıştır (Karagöz ve Doğan, 2005: 220-222). Tarihsel olarak, Türkiye'nin ihracatının evrimi şu şekilde birbirini takip eden dönemlere ayrılabilir:

1. Dış ticarete korumacı politikanın benimsendiği ilk dönem
2. İthal ikameci politika dönemi
3. Teşvik amacıyla finansal serbestleşme ve ihracatta sübvansiyon politikası dönemi
4. Sermaye hesabı serbestleştirme dönemi
5. Dalgalı kur rejiminin kabul edildiği dönem (Sezgin, 2017: 3-5)

3.2.3.1. Birinci Dönem: 1980 Öncesi

Cumhuriyetin ilk yıllarında görece liberal bir ekonomi politikası benimsenmesine rağmen, yeni liberal ekonomi politikasının beklentileri karşılayamaması nedeniyle uygun politika arayışları başlamıştır. Önemli bir girişimci sınıfın olmaması, yeterli altyapı ve uluslararası piyasalardaki dalgalanmalar gibi nedenlerle 1930 yılından itibaren devlet ağırlıklı bir ekonomik kalkınma politikası uygulanmaktadır. Bu nedenle Türkiye 1980 yılına kadar ithal ikameci sanayileşme adı verilen içe dönük bir kalkınma stratejisi izlemiştir (Güllü, 2014: 91-95).

Söz konusu kalkınma stratejisi 1960'lar ve 1970'ler boyunca planlı ekonomi döneminde daha yoğun bir şekilde uygulanmıştır. Aslında bu strateji ilk aşamada başarılı olmuş ve tüketim mallarının ikamesi sağlanmıştır. Ancak ikinci aşamada (1970'lerde) ekonomi birçok iç ve dış şok yaşarken ara ve sermaye mallarının ikamesi hedeflenmiştir. Ayrıca ithal ikameci politika beklentilerin aksine dış ticaret açıklarının giderek artmasına neden olmuştur. Siyasi istikrarsızlık ve ideolojik çatışmalar ekonomik ortamı daha da kötüleştirmiştir. Sonuç olarak 1970'lerin sonunda ticaret ve cari açıklar rekor düzeye ulaşmıştır. Ekonomik göstergeler hızla bozulmuş ve ekonomi ağır bir ekonomik krizle karşı karşıya kalmıştır (Şahinbeyoğlu ve Ulaşan, 1999: 11).

3.2.3.2. İkinci Dönem: 1980 – 1988

1970'lerin sonundaki şiddetli krizin ardından, 1980 yılında “24 Ocak Kararları” olarak bilinen yapısal reform programının kabulü ile Türkiye'nin dış ticareti serbestleştirilmiştir. Program, başlıca uluslararası kuruluşlar tarafından desteklenmiş ve Türkiye'de serbest piyasa mekanizması koşullarının sağlanmasını amaçlamıştır. Bu doğrultuda ihracatın teşvik edilmesi ve ithalatın serbestleştirilmesi temel hedef olarak benimsenmiştir (Öztürk, Nas ve İçöz, 2008: 18-24).

Programın ilk yıllarında ihracat vergi indirimleri, tercihli ihracat kredileri ve döviz tahsisleri gibi çeşitli doğrudan ve dolaylı araçlarla ihracat teşvik edilmiştir. Bu politikanın ilk adımlarında fiyatlardaki uyumsuzluk ve bazı piyasalardaki dengesizlikler giderilmiştir. Bu adımların ardından devalüasyonlar başta olmak üzere ihracat teşvikleri yoluyla bir ihracat geliştirme politikası izlenmiştir. Bu doğrultuda, çoklu döviz kurları elimine edilmiş ve ağır bir devalüasyon ile tek tip bir kur oluşturulmuştur (İzmen ve Yılmaz, 2009: 3-11).

Kasım 1983'te göreve başlayan yeni hükümet, bazı tamamlayıcı tedbirler almış ve ihracat teşvikleri ile özellikle Arap ülkeleri tarafından artan dış talep sayesinde ihracat hacmi birkaç yıl içinde önemli ölçüde artmıştır. Ayrıca, reel ücretlerin düşmesi ve büyük çaplı devalüasyonlar yurt içinde satın alma gücünün düşmesine neden olurken, ülkenin uluslararası ticarete rekabet gücünün artmasına yardımcı olmuştur (Sezgin, 2017: 4).

3.2.3.3 Üçüncü Dönem: 1989 – 1993

1989 yılında Türkiye ekonomisinde önemli politika değişiklikleri yaşanmıştır. Yabancı sermaye hareketleri üzerindeki kontroller sıkılaştırılmış ve önemli finansal piyasa düzenlemeleri getirilmiştir. Kısmen siyasi kaygılar nedeniyle, ekonomik politikalar 1980'lerin sonunda genişletici hale gelmiştir. Artan reel ücretler ve hızlandırılan tarım sübvansiyonları iç talep hacmini önemli ölçüde genişletmiştir. 1989-1993 dönemi boyunca, iç talepteki genişleme ve TL'nin reel olarak değerlenmesi nedeniyle ihracat performansı önemli ölçüde yavaşlamış ve ihracatın Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH) içindeki payı 1980'lerin başındaki seviyelere gerilemiştir (Erdoğan, 2018: 34-39).

Aynı zamanda ihracat performansını güçlü bir şekilde tetikleyen ihracat teşvikleri, bütçe kısıtlamaları nedeniyle 1988 yılı sonunda büyük ölçüde kaldırılmıştır. İhracattaki düşüş cari açığın artmasına neden olmuş ve bunlar Türkiye tarihinin en ağır finansal krizlerinden birini başlatmıştır. I. Körfez Savaşı'nın olumsuz etkileri, reel sektörü büyük ölçüde etkileyen bu krizi ağırlaştırmış ve 1994 yılında GSMH ve Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH)'de negatif büyüme oranlarına neden olmuştur. Bu olaylar enflasyon ve faiz oranlarında keskin artışlara neden olurken, reel ücretlerin önemli ölçüde düşmesine neden olmuştur (Yentürk, 1997: 132-137).

3.2.3.4 Dördüncü Dönem: 1994 – 2001

1994 yılında yaşanan ekonomik krizin ardından 5 Nisan 1994 tarihinde hükümet tarafından bir istikrar programı ilan edilmiştir. 24 Ocak Kararlar'ında olduğu gibi, bu istikrar programı da TL'yi devalüe ederek iç talebi bastırmayı ve ihracatı teşvik etmeyi hedeflemiştir. Sonuç olarak 1994 ve 1995 yıllarında ihracat önemli ölçüde genişlemiştir. Bu genişleme dünya ticaretindeki artışı kısmen desteklemiş ancak ihracat rakamlarındaki büyüme sürekli olmamıştır (Şahinbeyoğlu ve Ulaşan, 1999: 13-17).

1980'lerin ikinci yarısında ihracat performansı üzerinde güçlü bir uyarıcı etkisi olan DTÖ gereklilikleri, AB ile planlanan GB ve büyük bütçe açıklarının getirdiği kısıtlamalar nedeniyle ihracat sübvansiyonları aracı yoğun bir şekilde kullanılamamıştır. O dönemde Türkiye'nin dış ticaret rejimi açısından en dikkat çekici gelişme Ocak 1996'da yürürlüğe giren AB ile Türkiye arasında GB'nin imzalanması olmuştur. AB

ülkeleri, sanayi ürünleri ve işlenmiş tarım ürünlerinin ticaretine ilişkin tüm vergileri ve ticareti kısıtlayıcı diğer düzenlemeleri kaldırmıştır. GB anlaşması Türkiye'nin ihracatı üzerinde hemen önemli bir etki oluşturmamıştır. Ancak etkisi 2001 krizinden sonra görülebilmektedir (Erdoğan, 2018: 38-42).

2001 yılı Şubat ayında yaşanan ağır ekonomik krizin ardından TL'deki değer kaybı ve içtalepteki daralma, yerli üreticileri yeni ihracat pazarları aramaya zorlamıştır. DTÖ ve GB anlaşmasına katılım, Türkiye'nin uluslararası ticaretinde önemli sonuçlar doğuran uluslararası yükümlülükler uygun yapısal değişikliklerin yapılmasını gerekli kılmıştır (İzmen ve Yılmaz, 2009: 9-11).

3.2.3.5 Beşinci Dönem: 2001 Sonrası

2001 mali krizinden sonra ülkeyi saran belirsizlik ve güvensiz iç ortam, iç talebin azalmasına ve üreticilerin ihracata yönelmesine neden olmuştur. 2000'li yılların başında artan verimlilik, yükselen dünya ihracat maliyetleri, azalan işgücü maliyetleri, düşük faiz oranı ve finansal imkanlarla birlikte, Türkiye dünya ihracat hacmi sıralamasında 24. sırada yer alabilmiştir (Sezgin, 2017: 5).

2004-2006 yıllarını kapsayan İhracat Stratejik Planı sayesinde, Türkiye dünya ile bütünleşmiş ve ihracatta sürdürülebilir bir büyüme yakalamıştır. O yıllarda hedef ülkeler değiştirilerek, ihracat yapan ve ihracata fayda sağlayan ülke sayısı artırılmıştır. Böylece 1980-1989 yıllarında sağlanan ihracat artışı, TL devalüasyonları, ihracat teşvik politikası ve iç talebin azaltılması olarak özetlenen politikalara bağlanabilmektedir. Bu dönemde söz konusu politikalardaki ters eğilimler sona ermiş ve 1989 ile 1993 yılları arasında ihracatta keskin bir düşüş gerçekleşmiştir (Karagöz ve Doğan, 2005: 221-224).

Türkiye'de hemen her dönemde ihracat, ithalattan az olmuştur. Bu da cari işlem açığı ve dış ticaret açıklarına sebep olarak ülkeyi krize sürüklemiştir. Özellikle de 2001, 2008 yıllarında yaşanan krizlerde dış ticaret verisinin düştüğü görülmektedir. Ancak 1994 yılı başlarında yaşanan finansal krizden sonra, reel döviz kuru politikasının sürmesine ve iç talepteki önemli artışa rağmen ihracatın GSMH içindeki payı önceki dönemlere göre önemli ölçüde artmıştır. 1993 yılından sonra ihracatta yaşanan bu çelişkili gelişme, ihracatın döviz kuruna duyarlılığının ve iç talep politikalarının değişmesine ilişkin

yapısal bir değişiklik anlamına gelebilir. Ancak bu iki başarılı dönemin (1980-1990 ve 2001 sonrası) arkasındaki ana teşvik oldukça farklıdır. 1980’li yıllardaki başarı, ağırlıklı olarak TL’nin değer kaybetmesi yoluyla ihracatı teşvik etmeye yönelik makroekonomik politikalara ve ihracatçı firmalara sübvansiyon şeklinde bazı imtiyazlar verilmesine bağlı olmuştur (Şahinbeyoğlu ve Ulaşan, 1999: 17-19).

Dolayısıyla 1980’ler boyunca ihracat performansındaki başarının özünde politika kaynaklı olduğu söylenebilmektedir. Diğer bir deyişle, ihracata yönelik firmalar bu politikalar sayesinde suni fiyat rekabet gücü elde etmişlerdir. Öte yandan, 2001 sonrası dönemde ihracat performansındaki başarı politika kaynaklı olmamıştır. Politika yapıcılarının TL’yi değersizleştirerek ihracatı artırma gibi bir niyeti yoktur. Bu dönemde ihracata yönelik firmalar fiyat rekabet gücü kaybına uğramıştır. Ancak firma kaynaklı faktörler, reel para birimindeki değerenmenin olumsuz etkisini telafi etmiştir. Dolayısıyla son dönemde elde edilen ihracat performansı daha güçlü ve sağlıklıdır (Kurt ve Zengin, 2016: 69-73).

2001-2003, 2014-2016 yılları ve 2017 Kasım dönemleri sonrasında yükselen döviz kurlarıyla beraber dış ticaret açıklarının da azaldığı görülmektedir. Bu durum, ülkedeki döviz kurunun dış ticaret işlemlerini önemli derece etkilediğini göstermektedir. Dolayısıyla, cari işlem açıklarını ve dış ticaret açıklarını azaltmak için, kurlar etkin politika aracı sayılmaktadır. 2014 yılında ihracat bir önceki yıla göre daha çok artarken, 2015 yılında yaşanan siyasi olaylar nedeniyle bir önceki yıla göre azalmıştır. 2017’de ihracatta gerçekleşen büyük sıçrayışla beraber ithalat ihracata göre bir önceki yıldan daha çok artmış ve dış ticaret açığı en yüksek olduğu tutarlardan birine ulaşmıştır. Bu dönemde dış ticaret hacmi yükselse de bu yükselişin asıl nedeni ithalat olmuştur. Dolayısıyla, bir önceki döneme göre ithalat bağımlılığının daha fazla arttığı anlaşılmaktadır (Uslu, 2018: 317).

İthalat için getirilen tarife ve tarife dışı kotanın ithalatı düşürmediği görülmektedir. İhracat için gereken ara malları ve enerji ihtiyaçları ithalatın içindeki en yüksek orana sahiptir. Dolayısıyla ithalata bağımlılık giderek artmakta, ihraç etmek için ithalata daha fazla ihtiyaç duyulmaktadır. Diğer taraftan dış ticaret faaliyetlerinde yalnızca ithalat bağımlılığı değil, kur sorunu da önem arz etmektedir. Bir başka ifadeyle, ihracat ve

ithalat döviz kurlarındaki dalgalanmadan olumsuz etkilenmektedir. Ancak 2018’de TL’de yüksek bir değer kaybı yaşanmasına rağmen; ihracat artmış, ithalat ise azalmıştır. Kurlardaki yükseliş ile beraber ihracata konu ürünlerin ihracat işlemlerinde rekabet güçleri artacaktır. Bu durumda ihracatçılar kurun yükseldiği dönemlerde genellikle döviz türünden fiyatı aşağı çekip, rekabet gücünü artırmayı tercih ederlerken, alıcılar ise TL’nin düşüş zamanlarında fiyat indirimi talep etmektedirler. Dolayısıyla, kurların yükseldiği dönemde ülkenin ihraç ürünlerinde birim fiyat gerilemekte, bu da ihracatın artışını sınırlamaktadır. Ancak kur artışı ihracat işlemlerinde tek başına etkili olmadığından ihracatçılara istikrarlı bir kur ortamı gerekmektedir (Yerlikaya, 2019: 19).

Türkiye ihracatının yapısı incelendiğinde ise, Türkiye’deki ihracat patlamasının arkasındaki temel etkenin; 1980 yılında toplam ihracat içindeki payı %36.6’dan yaklaşık %95’e yükselen sanayi malları ihracatının payının hızla artması olduğu görülmektedir. Artan sanayi malı ihracatı karşısında son otuz yılda madencilik, tarım ve tekstilin toplam ihracat içindeki payının durgun olması, Türkiye’nin ağırlıklı olarak tarım malı ihracatçısı konumundan sanayi malı ihracatçısı konumuna geçtiğini göstermektedir (Erdoğan, 2018: 38-42).

Yakın tarihli bir Dünya Bankası (2018) raporunda vurgulandığı gibi, Türkiye’nin güçlü ihracat büyümesi artan çeşitlendirme ile desteklenmiştir. Elverişli bir küresel ortamda, yurtiçinde ilerleyen yapısal reformların ve önemli verimlilik artışlarının yardımıyla, mal ihracatı 2000 yılında 27.7 milyar ABD dolarından 2018’de 167.97 milyar ABD dolarının üzerine çıkmıştır. Bu dönemde Türk firmaları hem ihracat pazarlarını hem de ihracat ürün gamını çeşitlendirmiştir. İhracatta rekabet gücü, gelişmişlik ve kalite de bu dönemde iyileşmiştir. Dünya Bankası (2018) raporu üç temel bulguya vurgu yapmaktadır. Birincisi, Türkiye küresel ihracat büyümesini geride bırakmıştır ancak kriz sırasında ve sonrasında büyüme ortalamasının altına düşmüştür. İkincisi, kriz sırasında ve sonrasında ihracat büyümesinin itici gücü olan rekabet gücü en büyük rolü oynamıştır. Üçüncüsü, Türkiye’nin küresel talebin hızla arttığı ürünlere geçmesi gerekmektedir. (Bakış, 2019: 437).

Tablo 17. 1980 – 2022 Yıllarına Ait Reel Döviz Kurları, İhracat-İthalat Verileri (Milyon \$)

YILLAR	REEL DÖVİZ KURU*	İHRACAT	İTHALAT
1980	100.35	2.91	7.909
1981	93.24	4.703	8.933
1982	91.74	5.746	8.843
1983	90.32	5.728	9.235
1984	90.68	7.134	10.044
1985	82.85	7.959	10.666
1986	68.2	7.457	10.381
1987	66.35	10.190	13.275
1988	60.66	11.662	13.443
1989	75.74	11.625	14.757
1990	83.21	12.959	20.875
1991	80.29	13.593	19.722
1992	81.72	14.715	21.361
1993	89.4	15.345	27.545
1994	81.55	18.106	21.793
1995	81.03	21.636	33.466
1996	77.98	32.067	40.659
1997	85.75	32.110	45.291
1998	94.86	30.741	43.018
1999	101.62	29.031	37.723
2000	115.56	30.825	50.982
2001	89.64	34.703	37.103
2002	96.19	40.666	45.701
2003	101.23	52.318	63.285
2004	102.26	68.444	87.773
2005	119.43	78.233	107.559
2006	109.83	92.975	130.690
2007	127.71	114.393	156.884
2008	111.13	137.175	188.832
2009	113.62	105.009	132.862
2010	120.17	118.829	174.794
2011	103.31	140.820	225.300
2012	110.95	148.507	219.679
2013	100.89	161.480	260.822
2014	105.69	166.504	251.142

2015	98.99	150.982	213.619
2016	93.48	149.246	202.189
2017	86.26	164.494	238.715
2018	76.30	177.168	231.152
2019	76.05	180.832	210.345
2020	61.96	169.637	219.516
2021	47.74	225.214	271.425
2022 Ekim	55.70	209.394	300.442

*TÜFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru (2003=100)

Kaynak: TCMB, Döviz Kuru İstatistikleri, 2022, Veriler: 1980-2022

TÜİK, Dış Ticaret İstatistikleri, 2022, Veriler: 1980-2022

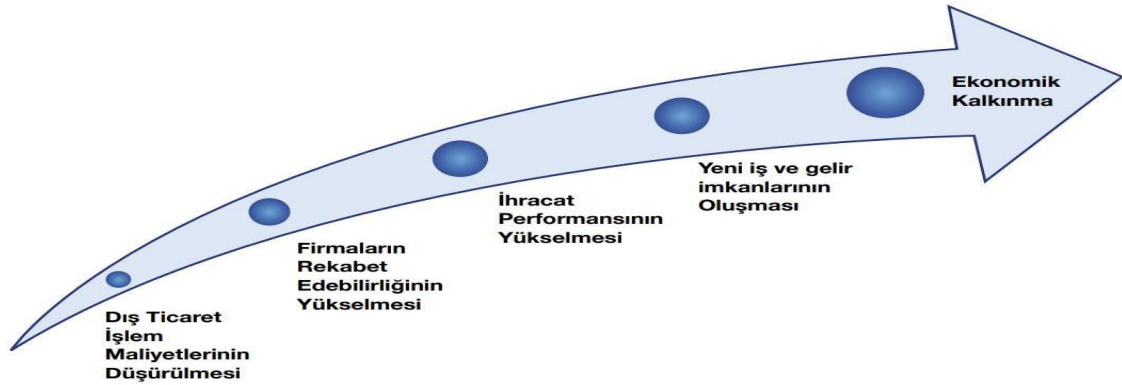
Tablo 17’de 1980’den 2022 yılı Ekim ayına kadar gerçekleşen reel döviz kuru ile ihracat ve ithalat verilerine yer verilmektedir. Yıllar itibariyle gerek döviz kurlarında gerekse de ihracatta ve ithalatta yükseliş ve düşüşler mevcuttur. İhracat ve ithalatın yükselmesi ya da düşmesi yalnızca reel kurlara bağlı olmayıp ülkenin siyasal, sosyal, ekonomi ve kültür alanındaki politikaları, yatırımları ekonomik kuruluşları ya da şok ve bunalımları gibi birtakım dış engellerden kaynaklanabilmektedir (Alacahan ve Akarsu, 2019: 146-149).

TÜİK ve TCMB’nin verilerinden oluşturulan Tablo 17 incelendiğinde 2016 yılında gerçekleşen siyasi olayların etkisiyle dış ticaret istatistiklerinin düştüğü gözlemlenmektedir. 2016’da gerçekleşen ve başarısız sonuçlanan darbe girişiminin sonrasında yaşanan olağanüstü hal çerçevesinde alınan önlemlerden sonra TL, Temmuz 2016’dan olağanüstü halin bittiği 2018’e kadar TL Euro karşısında %63, dolar karşısında ise %53 değer kaybetmiştir. Bu ani değer kaybını önlemek adına MB üst üste politika faizlerini artırmıştır. 2018’de ise Rahip Brunson Krizi yaşanmış ve siyasi gelişmeler gerekçesiyle tutuklanan Rahip Brunson, Amerika ile Türkiye ilişkilerinin azalmasına yol açmıştır. Kriz, ülkenin dış borç bulmakta zorlanacağı siyasi sıkıntılara neden olmuştur. Bu da ilk olarak ülke hazinesinin ya da şirketlerin ihraç ettikleri borçlanma senedini vadesi geldiğinde ödeyememesi riskine karşı, yatırımcıların aldığı bir sigorta olan kredi risk primi oranlarını, tahvil faizini ve döviz kurunu etkilemiştir. 2014 – 2017 yılları arasında 150-250 bandında seyreden risk priminin 2018 itibariyle ani bir yükseliş trendine geçtiği gözlemlenmektedir. Özellikle Haziran 2018’de artışa

geçen kredi risk primleri Eylül ayı başında 574 puan ile tarihi zirvesine yükselmiştir. Eylül ayı sonunda 370 puana gerileyen primler, Ekim ayında 400 puanın üzerinde hareket etmiştir. Söz konusu kriz ülkenin ekonomik yapısıyla birleştiğinde kurlarda yaşanan dalgalanmanın, diğer bir ifadeyle istikrarsızlığın şiddetini artırmıştır. 2018 yılından 2019'a geçişte toplam ithalat düşerken, toplam ihracat yükselmiştir. 2019-2020 yılları arasında ise Covid 19'un da etkisiyle dış ticarete talep düşmüş ve ihracat azalmıştır (Yerlikaya, 2019: 20). Ancak 2021 yılında dış ticaret açığı azalmış, ithalat ve ihracatta yükseliş gözlemlenmiştir.

Sonuçta dış ticaret açığına karşı dünyada alınan birtakım tedbirler incelendiğinde tedbir almayı gerektirecek konuların; finansman yetersizliklerinden, kısıtlı teknolojik olanaklardan, işlemlerin el ile veya belgeler üstünden yapılmasından, etkili tekniklerin kullanılmamasından kaynaklandığı anlaşılmaktadır (Eski ve Güney, 2020: 22).

Şekil 15. Dış Ticaretin Kolaylaştırılması ve Ekonomik Kalkınmaya Etkileri



Kaynak: (Eski ve Güney, 2020: 23)

Söz konusu sorunlara karşı alınacak tedbirlerin ekonomik kalkınmaya olan olumlu etkisi Şekil 15'te süreç şeklinde ifade edilmektedir. Bu sürecin başarılarının sürdürülebilirliği dış ticarete karşı karşıya kalınan risklerden biri olan döviz kuru riskinin etkisinin azaltılmasına ya da yok edilebilmesine bağlıdır (Eski ve Güney, 2020: 22).

3.3 TÜRKİYE'DE DOLARİZASYON VE KUR RİSKİ SORUNU

Türkiye'de finansal açıdan dolarizasyon tarihinden bahsederken öncelikle 1980 öncesi dönemden bahsetmek gerekmektedir. 1980, Türkiye ekonomisi için önemli bir tarihtir. Çünkü Türkiye'de 1980'den sonra başlayan finansal liberalleşme, ekonomi

politikalarının kökten değişmesine neden olmuş ve Türkiye 1980 yılında açık ekonomiye geçiş yapmıştır (Erkan, 2022: 398-399).

3.3.1 1980 Öncesi Dönem

Türkiye Cumhuriyeti'nin kurulması sonrasında Osmanlı İmparatorluğu'ndan büyük miktarda borç miras kalmıştır. Sanayileşemeyen Osmanlı İmparatorluğu'nun çöküşünden sonra ekonomik bir değişim süreci başlamıştır. Türkiye'nin siyasi bağımsızlığını sağlaması için sağlam ve güçlü bir ekonomik yapının oluşturulması gerekmektedir. Ancak ülkede sanayileşme gerçekleşmemiş ve tasarruflar yetersiz kalmıştır (Boratav, 2003: 38).

1923 yılında yapılan Birinci İzmir İktisat Kongresi'nde alınan kararlar Türkiye ekonomisi için çok önemli olmuştur. Alınan kararlar neticesinde sanayileşmeye, ihracata ve Batılılaşmaya öncelik verilmiştir. Ekonomik kalkınmayı gerçekleştirmek için yabancı sermayenin ülkeye girmesine karar verilmesine rağmen yabancı ülkelere sermaye akışı olmamıştır. Bu nedenle ekonomik kalkınmayı sağlamak için liberal düşünce benimsenmiş ve özel sektörün sermaye sağladığı kabul edilmiştir. Ancak özel sektör yeterli sermayeye sahip değildir ve bu da sanayileşmeyi yavaşlatmakta, hatta engellemektedir. Aynı dönemde ülkedeki finansal sistemin iyileştirilmesi amacıyla İş Bankası kurulmuştur. Türkiye, 1929 yılında yaşanan Büyük Buhran ile birlikte devletçilik kavramını benimsemiştir. Büyük bunalımın oluşturduğu dünyada hemen hemen tüm milletler Keynesyen ekonomi politikaları uygulamaya başlamıştır. Türkiye'nin de bu dönemde kamu sektörüne dayalı benzer politikalar uyguladığı görülmektedir (Eroğlu, 2007: 65-70).

Söz konusu devletçi yaklaşım ise özel sektörün geri plana atılmasına neden olmuştur. 1930 yılında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası kurulmuş ve Türkiye kendi parasını basmaya başlamıştır. Ayrıca para politikasına yön verecek bir kurum ortaya çıkmıştır. Aynı yıl Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu çıkarılmış ve bu kanunla TL ile döviz kuru arasındaki ilişki kontrol altına alınmıştır (Eğilmez, 2018: 23).

1929 Büyük Buhran'ın ardından 1930'lu yıllarda Türkiye'de devletçi politikalara dönüş hızlanmıştır. Uygulanan devletçi politika, İkinci Dünya Savaşı'nın son yıllarına kadar

sürdürülmüştür. 1934 yılında Birinci Beş Yıllık Sanayi Planı uygulamaya alınmıştır. Sanayi sektörünün altyapısını oluşturan tesisler bu dönemde kurulmuştur. Birinci Beş Yıllık Sanayi Planı başarısının da etkisiyle İkinci Beş Yıllık Sanayi Planı hazırlıklarına başlanmış ancak bu ikinci plan İkinci Dünya Savaşı nedeniyle uygulanamamıştır. Savaş tüm dünyayı olduğu gibi Türkiye’yi de etkilemiştir. Türkiye, 1947’de IMF ve Dünya Bankası’na üye olmuş ve 1950’lerde Türkiye daha liberal ekonomi politikalarını benimsemeye başlamıştır. Marshall Planı’nın yürürlüğe girmesiyle birlikte tarımda makineleşme başlamış ve artan kredi imkanları para arzını genişletmiştir (Boratav, 2003: 41).

Serbestleşme süreci başlangıçta olumlu ekonomik sonuçlar doğursa da parasal genişleme enflasyona neden olmuştur. 1958 yılına gelindiğinde, ülkede enflasyonu ve ithalatı artıran büyük bütçe açıkları nedeniyle büyük bir ekonomik kriz yaşanmıştır. 1960’larda ülkedeki siyasi çalkantılar nedeniyle yeniden “devletçilik” benimsenmiş ve 1960 askeri darbesi sonucunda anayasa değişmiştir. Bu dönemde planlama ön plana çıkmış ve Devlet Planlama Teşkilatı kurulmuş, ayrıca “Birinci Planlı Kalkınma Dönemi” başlatılmıştır. 60’ların sonunda ise ikinci kalkınma planı yürürlüğe girmiştir. Beş yıllık kalkınma planları sonraki yıllarda da devam etmiş, ancak siyasi nedenlerle (1974 Kıbrıs Barış Harekatı ve petrol krizi) başarılı olamamıştır. 1980 öncesi dönemde dış finansal sistemin olmaması nedeniyle Türkiye için bir dolarizasyon sürecinden pek de söz edilememektedir (Eğilmez, 2018: 25-32).

3.3.2 1980 Sonrası Dönem

1980 yılı daha önce de belirtildiği gibi Türkiye ekonomisi için büyük önem taşımaktadır. 1980’lerde Türkiye neoliberal ekonomi politikaları uygulamış ve finansal sistemi liberalleştirmiştir. Ayrıca ekonomide özelleştirme ve liberalleşme ön plana çıkmış ve ülke açık ekonomi modeline geçmiştir. Aynı dönemde dünyada küreselleşme başlamıştır. 1980’lerin başında ekonomide yapısal reformlar yapılmış ve açık ekonomi politikası benimsenmiştir. Bu ekonomik liberalleşme hareketleri sonucunda 1980 Kararları ile dövizin serbest kullanımına ilişkin kısıtlama kaldırılmaya başlanmıştır. O yıllarda Türkiye çok yüksek enflasyon oranlarıyla mücadele etmekteydi. Özellikle 1980’lerde enflasyonun %107’ye çıktığı görülmüştür. 1980 Kararları ile kamu

harcamaları kısıtlanmış ve yüksek enflasyonla mücadele edilmeye çalışılmıştır (Çatık, 2007: 105).

Söz konusu program faiz oranlarının yükselmesine neden olmuş, ayrıca ihracat kazançları ve ihracat kredileri vergiden muaf tutulmuştur. Bu tedbirlerle birlikte 1980’li yıllarda dış ticaret hacmi artmış ve önemli ölçüde yabancı sermaye girişleri meydana gelmiştir. İhracat artışı yoluyla dış denge sağlanmıştır. Türkiye 1981 yılına kadar sabit kur rejimi uygularken, 1981 yılında kurlar MB tarafından günlük olarak ilan edilmeye başlanmıştır (Özatay, 2000: 328-333).

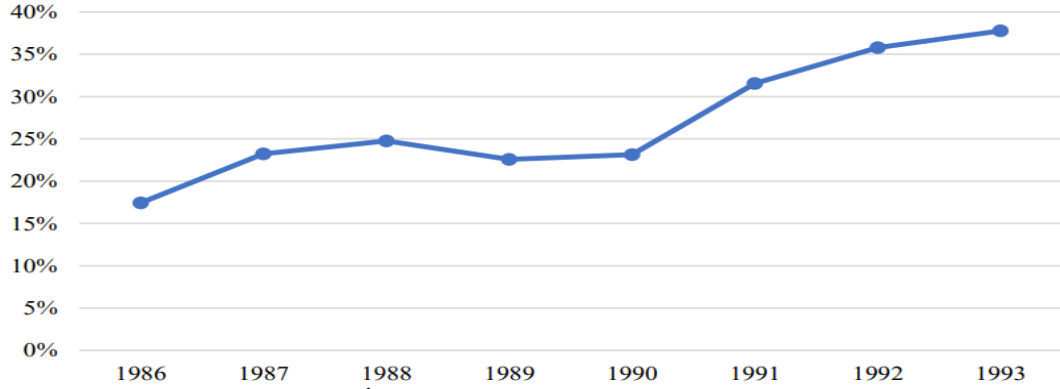
Türkiye, uygulanan yanlış politikalar nedeniyle 1982 yılında derin bir ekonomik krize girmiştir. Denetimsiz bankacılar ve bankalar nedeniyle ortaya çıkan bu krizin etkileri yıllarca devam etmiştir. Krizin nedeni mevduat faiz oranlarının serbestleşmesi ve kredi faiz oranlarının artmasıdır. Tablo 18’de görüldüğü gibi, 1986 yılından sonra döviz mevduatı miktarı istikrarlı bir şekilde artmıştır. Ancak 1989 ve 1990 yıllarında varlık dolarizasyon oranında bir düşüş olmuştur. 1988 yılında enflasyon ve enflasyon beklentilerinin artması finansal dengesizliğe neden olmuş ve döviz talebi artmıştır. Bu dengesizliği gidermek için mevduat faiz oranları serbest bırakılmış ve 1988 yılı sonunda mevduat faiz oranları %85’e yükselmiştir. Bu nedenle bireyler TL mevduata yönelmiş ve toplam mevduat hesapları içindeki payı 1993 yılında %17’den %38’e yükselmiştir. Bu artış Şekil 16’da daha net bir şekilde gözlemlenebilmektedir (Ataç, 1999: 288).

Tablo 18. Türkiye’de 1986-1993 Yılları Arasında Varlık Dolarizasyonu (Bin TL)

Yıl	Döviz Mevduatı	Toplam Mevduat	M2	Döviz Mevduatı / Toplam Mevduat	Döviz Mevduatı / M2
1986	2.720	15.595	12.173	17%	22%
1987	5.550	23.898	17.648	23%	31%
1988	9.412	38.013	27.194	25%	35%
1989	13.928	61.648	47.139	23%	30%
1990	21.744	93.931	71.570	23%	30%
1991	51.980	164.669	117.118	32%	44%
1992	106.025	296.151	190.736	36%	56%
1993	197.365	522.500	282.442	38%	70%

Kaynak: TCMB, Para ve Banka İstatistikleri, 2022, Veriler: 1986-1993

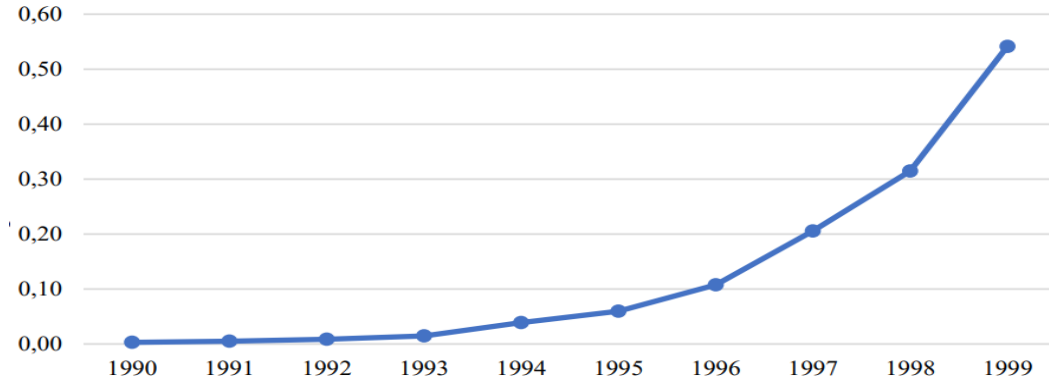
Şekil 16. Türkiye’de 1986 ve 1993 Yılları Arasında Varlık Dolarizasyonu



Kaynak: TCMB, Para ve Banka İstatistikleri, 2022, Veriler: 1986-1993

1994 yılında dış ticaret açıkları dış kredilerle kapatılmış ve böylece ülkede ikinci ekonomik kriz yaşanmıştır. 1994 krizi yapısal olarak diğer krizlerden farklıdır. Bu kriz hızla ortaya çıkmış ve hem finans hem de reel sektörü etkilemiştir. Krizin temel nedeni cari dengenin bozulmasıdır. 1990’ların finansal liberalleşmesiyle birlikte ekonomi kısa vadeli sermaye hareketlerine ve dolayısıyla dış şoklara bağımlı hale gelmiştir. TCMB’nin 1994 yılı yıllık raporuna göre; 1994 yılı sonunda TL, ABD doları karşısında % 167.6 değer kaybetmiştir. Ne yazık ki, aynı on yılın son yarısında TL’deki değer kaybı hızlanmıştır (TCMB, 1995: 61-65). Şekil 17’de bu süreç detaylı olarak görülebilir.

Şekil 17. Türkiye’de 1990 ve 1999 Yılları Arasında Döviz Kurları (ABD Doları Başına TL)



Kaynak: TCMB, Döviz Kuru İstatistikleri, 2022, Veriler: 1990-1999

Hükümet, 5 Nisan 1994’te yeni bir istikrar programı ilan etmiş ve krizi kontrol altına almak için IMF ile bir stand-by anlaşması imzalamıştır. 1984’ten başlayarak, Döviz Mevduat (FXD)’lerinin miktarı sürekli artmıştır. Hükümet 5 Nisan Kararları ile bu oranı düşürmeyi amaçlamış ancak TL’ye güven sağlanamamış ve FXD’deki artış devam etmiştir. TCMB yıllık raporlarına göre M2 ve M2Y, kriz nedeniyle yıllarca yükselmeye devam etmiştir (TCMB, 2000: 44-47).

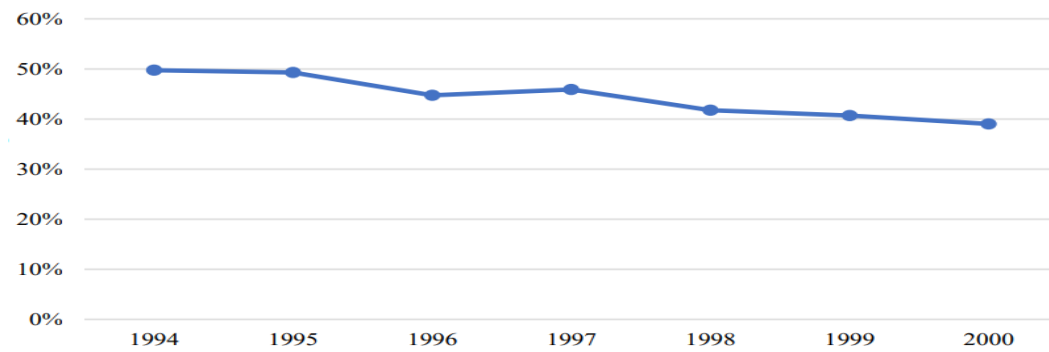
Tablo 19. Türkiye’de 1994-2000 Yılları Arasında Varlık Dolarizasyonu (Bin TL)

Yıl	Döviz Mevduatı	Toplam Mevduat	M2	Döviz Mevduatı / Toplam Mevduat	Döviz Mevduatı / M2
1994	598.478	1.203.149	630.348	50%	95%
1995	1.253.290	2.543.787	1.256.632	49%	100%
1996	2.627.629	5.876.127	2.924.893	45%	90%
1997	5.493.852	11.964.591	5.658.800	46%	97%
1998	9.574.358	22.916.822	11.423.198	42%	84%
1999	18.420.635	45.291.813	22.401.831	41%	82%
2000	25.341.684	64.942.983	31.912.095	39%	79%

Kaynak: TCMB, Para ve Banka İstatistikleri, 2022, Veriler: 1994-2000

1994 yılındaki ekonomik krizle birlikte FXD miktarı hiç olmadığı kadar artmıştır. Tablo 19’da görüldüğü üzere yabancı paraların toplam mevduat içindeki oranı 1994 yılında %50’ye yükselmiştir. Öte yandan FXD’lerin M2’ye oranı 1995 yılında %100’e yükselmiştir. Bu farklılığın en büyük nedeni 1994 yılından sonra para arzındaki büyük artıştır. Para arzı 1995 yılında bir önceki yıla göre ikiye katlanmıştır. Şekil 18’de ise 1994 krizinden sonraki yıllarda FXD / Toplam Mevduat oranının azaldığı görülmektedir (Celasun, 1998: 12-19).

Şekil 18. Türkiye’de 1994 ve 2000 Yılları Arasında Varlık Dolarizasyonu



Kaynak: TCMB, Para ve Banka İstatistikleri, 2022, Veriler: 1994-2000

1994 krizinden sonra ekonomi toparlanmaya başlasa da, belirli bir yapısal ve ekonomik reform yapılmadan 2000 yılının başında ekonomik gerilim yeniden artmaya başlamıştır. 1998’de Doğu Asya ülkelerini vuran krizler ilk başta Türkiye’yi pek etkilememiş, ancak kriz Türkiye’nin en büyük ticaret ortağı olan Rusya’yı derinden etkilemesi ile birlikte dolaylı olarak Türkiye’de de olumsuz etkilerini hissettirmeye başlamıştır. Ayrıca 1999 depremi hükümetin bütçe açığını olumsuz yönde etkilemiş, bu olumsuz faktörlerin tümü

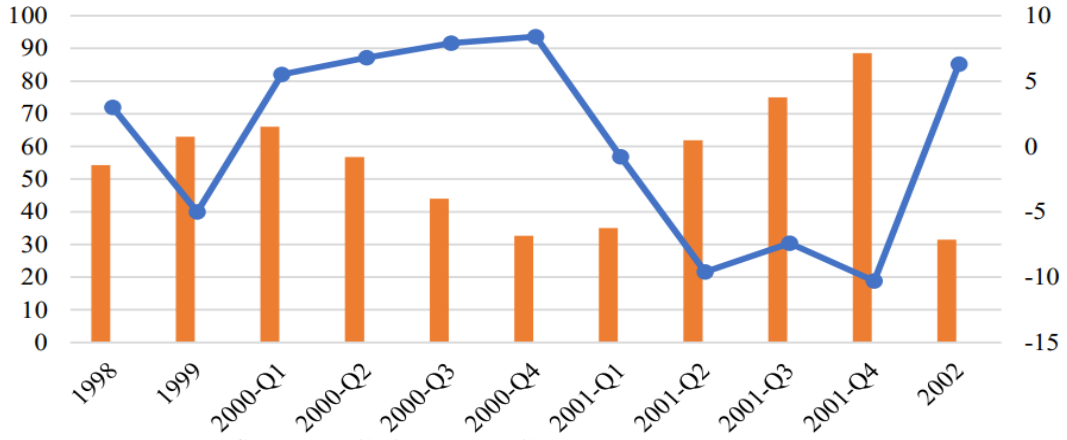
2000-2001 krizine katkıda bulunmuştur. Artan reel faizler, devlet borç stokları ve enflasyon nedeniyle Aralık 1999'da IMF'ye niyet mektubu sunulmuştur. Böylece Ocak 2000'de Türkiye, üç yıllık IMF istikrar programını uygulamaya başlamıştır (Karaçor ve Alptekin, 2006: 309-312).

Söz konusu program döviz kuruna dayalı bir enflasyon ve yapısal reform programıdır. Anlaşmanın temel amacı, enflasyonu tek haneli rakamlara indirmek ve ekonominin büyüme potansiyelini artırmaktır. Programın üç unsuru faiz dışı fazlanın artırılması, özelleştirmenin hızlandırılması ve yapısal reformların uygulanmasına yönelik sıkı maliye politikası uygulamaları; enflasyon hedefiyle uyumlu gelir politikası, düşük enflasyon hedefine odaklanan para ve döviz kuru politikalarıdır (Uygur, 2001: 48-50).

Türkiye, programın kamuya açıklanmasından sonraki on sekiz ay boyunca döviz kurunu serbest bırakmıştır. Kur riskinin ortadan kalkmasıyla nominal faiz oranları düşmeye başlamıştır. Döviz kurları ve faizlerdeki bu gelişme, yatırımları ve ithalatı artırmış ve ekonomi yeniden büyümeye başlamıştır. 2000 yılının ikinci yarısında yapısal reformların gerçekleştirilememesi, özelleştirme hedefinden sapma ve cari açığın genişlemesi nedeniyle iç ve dış piyasalarda tedirginlik yaşanmıştır. Bu tedirginlik, ülkeye giren sermaye akışının azalmasına neden olmuş ve dolayısıyla faiz oranlarının yükselmesini sağlamıştır (Özatay ve Sak, 2002: 125-131).

Gecelik faiz oranları Ağustos ve Eylül aylarında artmaya başlamıştır. 22 Kasım 2000'de bankalararası piyasanın basit gecelik faizi üç kat artmış ve MB'nin dolar rezervi iki hafta içinde 24.4 milyar dolardan 18.9 milyar dolara düşmüştür. Böylece IMF programı ile belirlenen döviz rezervleri alt sınıra inmiştir. 2001 yılı Şubat ayında gecelik faiz oranlarındaki inanılmaz artış ve MB'nin döviz rezervlerindeki dikkat çekici düşüşle birlikte döviz kuru sistemi çökmüştür. Böylece MB dalgalı kur rejimi uygulayacağını açıklamıştır. 2001 yılı Mayıs ayından itibaren "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" uygulanmaya başlanmış, program kapsamında 2002 yılında parasal çerçeve olarak "örtük enflasyon hedeflemesi" belirlenmiştir (Uygur, 2001: 55-58). Şekil 19'da 2000-2001 krizi sırasında gerçekleşen enflasyon oranı ve GSYİH görülmektedir. Şekildeki çizgi grafiği GSYİH'yi, sütun grafiği ise enflasyon oranını temsil etmektedir.

Şekil 19. 2000-2001 Krizi Sırasında GSYİH ve Enflasyon Oranı



Kaynak: TCMB, Enflasyon Verileri, 2022, Veriler: 1998-2002

TCMB, Parasal ve Finansal İstatistikler, 2022, Veriler: 1998-2002

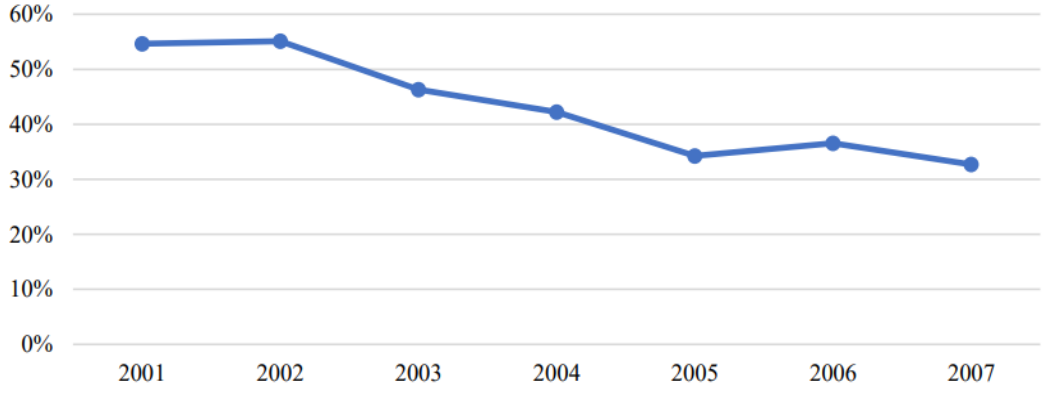
Şekil 19’da görüldüğü gibi, IMF istikrar programı sonrasında 2001 yılının ilk çeyreğine kadar enflasyon düşmüştür. Aynı zamanda 2000 yılında GSYİH artmış, ancak bu artış 2000 yılının son çeyreğine kadar devam etmiştir. Türkiye ekonomisi 2001 yılında %5.7 daralmıştır. 2002’de büyüme yeniden sağlanmış ve enflasyon düşmüştür. 2000-2001 krizinden sonra Türkiye daha yüksek ve sürdürülebilir bir ekonomik büyüme yaşamış ve 2002-2007 yılları arasında yıllık ortalama %7 büyüme oranı elde etmiştir. (Tiftik, 2020: 159-160).

Tablo 20. Türkiye’de 2001-2007 Yılları Arasında Varlık Dolarizasyonu (Bin TL)

Yıl	Döviz Mevduatı	Toplam Mevduat	M2	Döviz Mevduatı / Toplam Mevduat	Döviz Mevduatı / M2
2001	60.397.916	110.521.576	47.241.075	55%	128%
2002	74.694.153	135.575.188	61.879.759	55%	121%
2003	71.436.743	154.185.095	82.712.966	46%	86%
2004	79.097.516	187.289.520	108.539.246	42%	73%
2005	79.970.225	233.427.879	238.801.377	34%	33%
2006	104.426.133	285.487.831	297.734.742	37%	35%
2007	107.528.626	328.881.376	344.376.752	33%	31%

Kaynak: TCMB, Para ve Banka İstatistikleri, 2022, Veriler: 2001-2007

Şekil 20. Türkiye’de 2001 ve 2007 Yılları Arasında Varlık Dolarizasyonu



Kaynak: TCMB, Para ve Banka İstatistikleri, 2022, Veriler: 2001-2007

Tablo 20’den görüleceği üzere 2001 kriziyle birlikte döviz mevduatlarında önemli bir artış olmuştur. Daha önce de belirtildiği gibi, IMF’nin stand-by programı ile sonraki yıllarda krizin olumsuz etkileri azalmaya başlamıştır. Bunun da FXD/Toplam Mevduat oranında düşüşe neden olduğu Şekil 20’de açıkça görülmektedir. 1 Ocak 2005 tarihinden itibaren Türkiye’de para birimi değişmiş ve Yeni Türk Lirası piyasaya sürülmüştür. Bu para birimi değişikliği, dünyanın en değerli banknotlarının kullanımında karşılaşılan teknik ve operasyonel zorlukların giderilmesini ve enflasyonun düşürülmesini amaçlamıştır (Engin ve Göllüce, 2016: 29- 31).

Kasım 2006’da TCMB, kronik ve yüksek enflasyonla mücadele için resmi olarak enflasyon hedeflemesini uygulamaya başlamıştır. 2008 yılına gelindiğinde, ABD ipotek krizi patlak vermiş ve bu kriz sonucunda tüm dünya ekonomileri etkilenmiştir. Kredi krizi olarak başlayan 2008 krizi, likidite krizine dönüşerek tüm dünya ekonomilerini etkilemiştir. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler de bu krizden etkilenmiştir. Bunun temel nedeni, bu ülkelerdeki yatırımcıların dış finansman ihtiyacının olmasıdır. Zaman içerisinde kriz Avrupa Birliği ülkelerini de olumsuz etkilemiş ve sonuç olarak Türkiye’nin Avrupa Birliği ile olan ticareti 2008-2009 döneminde düşüş yaşamıştır. Kriz ortamının yarattığı belirsizlik nedeniyle ekonomik beklentiler olumsuz etkilenmiş ve yatırımlar azalmıştır. Böylece Türkiye ekonomisi 2009 yılında %4.7 oranında daralmıştır (Kaderli ve Küçükkaya, 2012: 87- 93).

Tablo 21. 2008 ve 2022 Yılları Türkiye Varlık Dolarizasyonu (Bin TL)

Yıl	Döviz Mevduatı	Toplam Mevduat	M2	Döviz Mevduatı / Toplam Mevduat	Döviz Mevduatı / M2
2008	160.506.576	454.599.858	434.205.424	%35	%37
2009	173.206.489	514.620.930	494.024.148	%34	%35
2010	183.536.177	617.037.036	587.814.547	%30	%31
2011	235.539.771	695.496.639	665.642.351	%33	%35
2012	251.796.516	772.217.640	749.111.748	%32	%34
2013	351.719.844	945.770.638	910.052.031	%37	%39
2014	391.350.978	1.052.693.598	1.018.546.164	%37	%38
2015	529.985.232	1.245.428.919	1.195.810.094	%42	%44
2016	608.542.333	1.453.632.961	1.406.729.187	%42	%43
2017	756.417.101	1.710.919.614	1.624.675.299	%44	%47
2018	994.171.201	2.035.965.079	1.940.589.522	%49	%51
2019	1.307.911.331	2.566.900.946	2.457.542.437	%51	%53
2020	1.909.126.000	3.455.314.000	3.325.045.394	%55	%57
2021	3.423.006.000	5.303.348.000	5.061.707.349	%66	%68
2022 Eylül	4.324.862.000	8.052.541.000	7.489.660.208	%54	%58

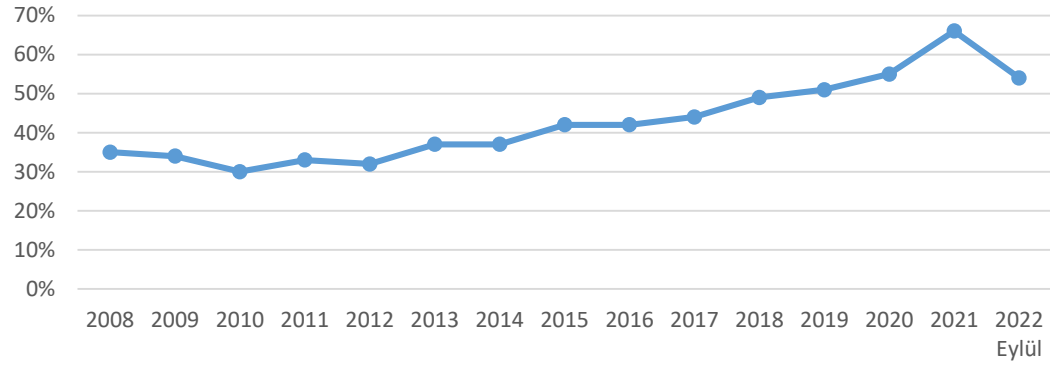
Kaynak: TCMB, Para ve Banka İstatistikleri, 2022, Veriler: 2008-2022

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK), Aylık Bankacılık Sektörü Verileri, 2022, Veriler: 2008-2022

2008 krizinden sonra TCMB, para ve maliye politikalarıyla döviz piyasasına müdahale etmiştir. İç talebi canlandırmak için belirli sektörler desteklenmiştir. Tablo 21’den de görüldüğü üzere 2008’den bu yana FXD’lerde, toplam mevduatta ve M2’de istikrarlı bir artış olmuş ve son on yılda, FXD’lerin gösterdiği artış son derece güçlüdür. 2010 yılı bitimiyle dolarizasyon en alt seviyesi olan %30’a gerilemiştir. Söz konusu gelişmelerin sağlanmasında IMF programının, AB’ye üyelik sürecinin ve döviz kurunun durağan kalabilmesinin etkisi olmuştur. 2011 yılı itibariyle döviz kurunda yükseliş izlenirken ekonomik birimlerin ülke parasına olan güveninde azalma başlamış ve döviz mevduatına dönüş yaşanmıştır. Yaşanılan dönüşün 2017 itibariyle önemli bir yükseliş gösterdiği görülmektedir. Yine 2018 yılı sonrasında gerçekleşen döviz şokları dolarizasyonun ülke ekonomisinde yeniden sorgulanması gereken bir olgu olmuştur. Özellikle ihracatta yaşanan güçlü seyir ve turizm sektöründeki toparlanma ile 2021 yılında yabancı para mevduatlarında ve toplam mevduatlarda önemli bir yükseliş yaşanmış ve döviz mevduatının toplam mevduatlara oranı %66’ya çıkmıştır. Ayrıca

Şekil 21’de gösterildiği gibi, Türkiye’de varlık ikamesi 2008 ve Eylül 2022 yılları arasında %35’ten %54’e yükselmiştir. 2015 yılı sonrasında dövize eğilimde diğer bir ifadeyle dolarizasyona yönelimde bir artış yaşandığı dikkat çekmektedir. Enflasyon oranının tekrar artması, jeopolitik risk artışı, tüketici güveninin giderek azalması dolarizasyona eğilimin artmasının nedenleri arasında olduğu söylenebilmektedir (Özkuş, 2021: 62).

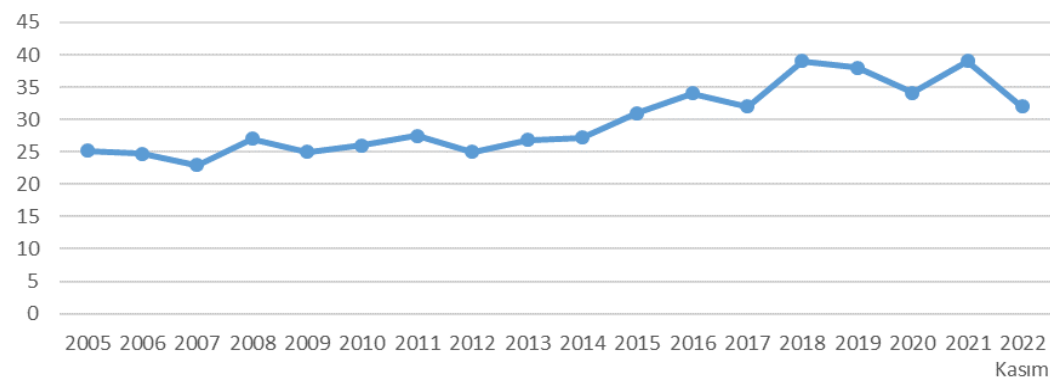
Şekil 21. Türkiye’de 2008 ve 2022 Yılları Arasında Varlık Dolarizasyonu



Kaynak: TCMB, Para ve Banka İstatistikleri, 2022, Veriler: 2008-2022
BDDK, Aylık Bankacılık Sektörü Verileri, 2022, Veriler: 2008-2022

2008 küresel krizi Türkiye’de benzeri görülmemiş bir daralmaya yol açmıştır. 2008 yılının ilk çeyreğinde ekonomi %14.3 küçülmüştür. Sonraki yıllarda Türkiye, 2017 yılına kadar enflasyonu tek haneli rakamlarda tutmayı başarmış ancak 2017 yılı itibari ile enflasyonda artış olmuş ve GSYİH büyüme oranı %7.5 olmuştur (Tiftik, 2020: 163-165). Günümüz itibariyle bakıldığında da 2022 yılı 2. çeyreğinde GSYİH %7.6 büyüme kaydetmiştir. Net ihracatın büyümeye katkısı ise 2.7 puan olmuştur.

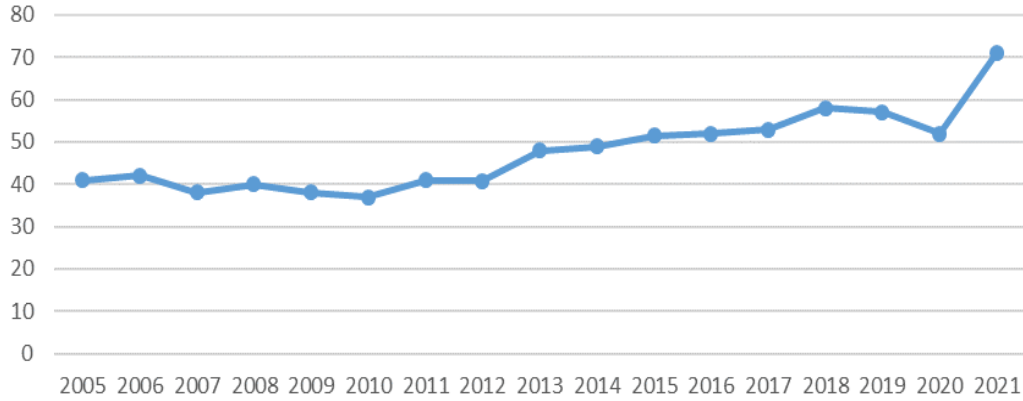
Şekil 22. Türkiye’de 2005 ve 2022 Yılları Arasında Kredi Dolarizasyonu



Kaynak: TCMB, Para ve Banka İstatistikleri, 2022, Veriler: 2005-2022

Şekil 22, ülkedeki döviz cinsinden kredilerin toplam krediye oranını göstermektedir. Türkiye’de kredi dolarizasyonu 2005’te %25 iken 2018’de %39’a yükselmiştir. 2020’de ise %35’in altına düşmüştür. Ağustos 2018’de kurlardaki aşırı dalgalanmaların ekonomik göstergelere yansımalarıyla dolarizasyonda artış gerçekleşmiştir. Bu dönemde, dövizle ilişkin spekülasyon atakları önleyebilmek adına kurumların işbirliği ile birtakım tedbirler alınarak kurlardaki ve dolarizasyon sürecindeki artış elimine edilmeye çalışılmıştır. Alınan tedbirler sayesinde, kredi oranlarında düşüş yaşanmasına rağmen 2015, 2016 ve 2017 yılındaki seviyelere düşürülemediği. Döviz kredilerinin kur riski taşıdığı düşünüldüğünde kredi dolarizasyonu risklidir çünkü döviz değerlendirildiğinde geri ödemeler daha fazla yük oluşturmaktadır (Akşehirli, 2020: 73). Ayrıca 2021 yılsonunda yaşanan ani kur krizi sebebiyle kredi dolarizasyonu 2020 yılında %34 seviyelerinden 2021 yılında %39 seviyelerine yükselmiştir. Ancak kaldıraç oranının düşmesi ve döviz bazlı kredilerin düşmesi dolarizasyon olgusunun tekrar geri gelmesine etki etmiştir.

Şekil 23. Türkiye’de 2005 ve 2021 Yılları Arasında Borç Dolarizasyonu



Kaynak: TCMB, Para ve Banka İstatistikleri, 2022, Veriler: 2005-2021

Şekil 23 yabancı para cinsinden yükümlülüklerin toplam yükümlülükler oranının 2005-2021 yılları arasındaki seyrini göstermektedir. Şekil 23’e göre Türkiye’de borç dolarizasyonu 2012’den beri artmaktadır. 2019’da borç dolarizasyonu %55’i aşmıştır. 2008 yılının sonunda meydana gelen küresel finansal kriz, olağandışı sorunları da beraberinde getirmiştir. Bu durum Merkez Bankalar’ını alışılmadık derecede farklı araçlar kullanmaya yöneltmiştir. Küresel kriz sonrasında merkez bankaları, fiyat istikrarına odaklanırken, finansal sistemde biriken riskleri ve varlık fiyatlarındaki artışı göz ardı etmeyen politikaları uygulaması beklenmelidir (Burgaz, 2020: 516-517). Aynı

şekilde 2020 yılında döviz yükümlülüklerinin toplam yükümlülükler içindeki oranı yaklaşık %52 seviyelerinden 2021 yılında %71 seviyelerine yükselmiştir. Şirketlerin özellikle son 5 yıldır borçlarını azaltmaya gittikleri bilinmektedir. Ancak döviz artışı TL bazlı borcu yükseltme riskini taşımaktadır.

Firmaların ihracat performansının yükseltilmesi döviz cinsi borçlanmalarından meydana gelen riskleri yok etmektedir. Aynı zamanda yerli paranın değerlendirilmesi de borç dolarizasyonunu artırmaktadır. Nitekim reel kurlardaki yabancı para cinsinden borçlanmanın maliyetini düşürecektir. Ancak döviz cinsinden borçlanan işletmeler kur riskini yönetemiyorsa TL'nin değeri düştüğünde bilançolarında negatif etkileri görülmektedir. Dolayısıyla firmaların kredi kullanması zorlaşmakta ve yatırım oranları da azalmaktadır. Şüphesiz döviz kuru artışlarının ihracatı ucuz hale getirip ithalatı pahalılaştırması ve söz konusu artışların da ihracatı yükseltmesi beklenmektedir. Ancak işletme bilançolarındaki yükümlülüklerin döviz cinsinden olması döviz kurunun yükselişi sebebiyle bu yükümlülüklerin TL cinsinden değerini yükseltmektedir (Taşseven ve Çınar, 2015: 129).

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

AMPİRİK ANALİZ

4.1 ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ

Küreselleşmeyle beraber firmaların uluslararası piyasalardaki işlemlerinin son yıllarda hızla yükselmesi, firmaların kur riskiyle karşılaşmalarına sebep olmaktadır. Kur riski, ülke parasının diğer paralar karşısında değer kaybetmesi ya da firmanın döviz pozisyonunda mevcut yabancı paraların birbirleriyle arasındaki değerlerinde oluşan farklılıklar neticesinde yaşanılacak zararı göstermektedir. Kur riskiyle karşı karşıya kalan firmaların finansal sıkıntıya girmeleri ve iflas olgusunu yaşamaları olasıdır. Bundan dolayı kur riski yönetimi, finansal yönetimin temel unsuru haline gelmektedir. Yöneticilerin kur riskinden korunabilmek için hangi yöntem ve strateji uygulayarak korunabileceklerini belirlemeleri, firmalar için son derece önemlidir (Doğanay, 2016: 152-154).

Çalışmanın amacı, büyük ölçekli ve dış ticaret yapan işletmelerin döviz kurlarından ne ölçüde etkilendiklerini, kur riskine karşı firmaların söz konusu strateji ve tekniklerden hangilerini kullanıp hangilerini kullanmadıklarını ve risk yönetimini yaparken vadeli işlem piyasalarından yararlanıp yararlanmadığını saptamaktır. Bu doğrultuda Bursa ilinde faaliyet gösteren, büyük ölçekli dış ticaretle uğraşan işletmeler seçilerek, firmaların güncel uygulamaları belirtilmektedir. Yapılan çalışmayla döviz kuru riskine ilişkin aşağıda yer alan soruların cevabı aranmıştır:

- Firmaların kur riski yönetimine karşı davranışları nelerdir?
- Firmaların kur riski yönetimi yapması firma büyüklüğüyle ilişkili midir?
- Firmalar, döviz kuru riskinden korunabilmek için hangi teknik ve stratejileri tercih etmektedirler?

4.2 ARAŞTIRMANIN KONUSU VE KAPSAMI

Hem iç ticarete hem de dış ticarete konu olan, her türlü ticari faaliyetlerin kendine özgü bazı riskleri bulunmaktadır. Alıcı ve satıcıların aynı ülkede olması ve aynı ülkenin

hukuk kurallarına sahip olmaları sebebiyle iç ticarete risk görece daha azdır. Fakat dış ticarete, alıcıların ve satıcıların farklı ülkede bulunması ve tabi olacakları hukuk kuralları konusunda yaşanabilecek anlaşmazlıklar yüzünden risk kaynakları çeşitlenmekte, riskin boyutu da büyümektedir. Bunların yanında dış ticaret faaliyetleri yabancı para birimi üzerinden gerçekleştirildiğinden işletmeler kur riskiyle karşılaşmaktadırlar. Kur riskinden korunmada finans piyasaları aracılığıyla uygulanabilecek bazı teknikler geliştirilmiştir. Ancak Türkiye’de bulunan işletmelerin bu tekniklerden hangileri ile ilgili bilgi sahibi oldukları, hangi yöntemleri ne ölçüde kullandıkları, kur riskine karşı ne tür bir önlem aldıkları konularına dair net bir bilgi bilinmemektedir.

Çalışmanın içeriğine yönelik olarak, dış ticaretle uğraşan işletmelerin karşı karşıya kaldıkları risklerden oluşan kur riski ve bunun yönetilmesi konuları araştırılmaktadır. Çalışmanın amacına uygun olarak araştırma kısmında büyük ölçekli dış ticaret işletmelerinin kur riski yönetiminde korunma tekniklerini kullanıp kullanmadıkları ve en önemlisi de türev ürünlerden hangisi veya hangilerini tercih edip etmediklerinin araştırılması amaçlanmıştır. Bu doğrultuda çalışmanın kapsamını iki ana çerçeve oluşturmaktadır. Bunlardan ilki, dış ticaret işlemleri gerçekleştiren işletmelerin karşı karşıya kaldıkları riskler kapsamında, kur riski ve kur riski yönetimine ilişkin verilen teorik çerçevedir. Diğeri ise, kur riski yönetimine karşı Bursa ilinde yer alan BTSO’ya bağlı ilk 250 büyük firma listesinde yer alan büyük ölçekli ve dış ticaret yapan işletmeler üzerine yapılan kur riskinden korunma yöntemleri kullanım seviyelerinin belirlenmesine ilişkin yapılmış olan bir uygulamadır.

4.3 ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

Uygulama kısmında kullanılan teknik, teorik çerçevede ele alınan konuların, çalışmanın örneklem işletmelerindeki kur riski korunma yöntemlerinin bilinirlik ve kullanım derecesinin belirlenmesi amacına yönelik sorulardan oluşturulan anket yöntemidir. Anket, belli bir konu üzerine oluşturulan sorular veya hipotezlere bağlı olarak, evren ya da örnekleme oluşturan hedef kitleye sorular sormak amacıyla sistemli bir veri toplama aracıdır (Kula, 2002: 39). Bu çalışma ile anket sonuçlarına yönelik ulaşılmak istenen sonuç ve araştırma sonuçları beklentileri şu şekilde belirlenmiştir:

1. Firmadaki çalışan kişi sayısı arttıkça korunma yöntemleri kullanımı da artmaktadır.
2. Firmanın döviz riskinden etkilendiğini düşünenler daha çok korunma yöntemlerini uyguladılar.
3. Döviz kuru riski korunma yöntemlerinden “forward” yöntemini kullananların sayısı daha fazladır.

Kullanılan anket yöntemi, bilgilerin ilgili kaynaklardan direkt sağlanması ve uygulamanın uygunluğu yönüyle tercih edilmiştir. Anket kapsamında kullanılan ölçekler Kula (2002), Nazlı (2006) ve Hayta (2009) çalışmalarında kullandıkları, geçerliliği ve güvenilirliği test edilen ölçeklerden faydalanarak oluşturulmuştur. Anket formu üç bölümden ve 25 sorudan oluşmaktadır. İlk bölümde işletmelere ait firmaların genel yapısının yer aldığı tanımlayıcı istatistiksel bilgiler bulunmaktadır. İkinci bölüm ise üçlü likert ölçeğiyle oluşturulan kur riski yönetim faaliyetlerinin ölçülmesine ilişkin sorulardan oluşmaktadır. Son olarak üçüncü bölüm ise, yine üçlü likert ölçeği ile oluşturulan kur riski yönetimine yönelik Türkiye’deki mevcut durumun belirlenmesiyle ilgili sorudan oluşmaktadır. Anketin uygulanacağı Bursa’da faaliyet gösteren BTO’nun listesinde sıralanan ilk 250 büyük firma bilgilerine BTO’nun kendi sitesinde her yıl düzenli olarak yayınladığı ilk 250 büyük firma listesinden ulaşılmıştır. Söz konusu yayınlanan firma listesinden ortalama 210 firmanın dış ticaret işlemi yaptığı bilgisine ulaşılmıştır. Toplamda 210 adet firmadan ulaşılabilecek en üst sayı gözetilerek 154 adet örneklem işletmeye ulaşılmıştır. 210 adet işletmeden %5 hata payı ve %95 güven aralığında örneklem hesaplaması yapıldığında 135 adet firma yeterli olabilirken, bu çalışmada 154 adet firmaya ulaşılmıştır. Anket ile ulaşılan veriler, Statistical Package for the Social Sciences (SPSS) programında sınıflandırma ve analiz yapılarak değerlendirilmiştir. Anket sonuçlarından elde edilen bulgular yüzdesel olarak incelenip, yorumlanmıştır.

4.4 ARAŞTIRMANIN KISITLARI

Kur riskinden en çok etkilenen taraf çeşitli ülke paralarıyla işlem yapan işletmeler olduğundan araştırmanın evrenini 250 büyük işletme oluşturmaktadır. Coğrafi olarak kapsamı ise Bursa ilidir. Ekonomik açıdan gelişmiş bir bölge olması, Türkiye’nin 5.

büyük sanayi kentinden biri olması, bulunduğu bölgenin en büyük 2. şehri olarak dış ticarete büyük ölçüde katkı sağlaması ve çeşitli sektörlerde büyük ölçekli firmalara sahip olması açısından çalışma alanı tercih sebebi olmaktadır. Çalışma Bursa ilinde yer alan BTO'nun her yıl düzenli olarak yayınladığı listenin en son tarihli olan 2020 yılı ilk 250 büyük firma içerisinde ihracat ve ithalatı bulunan 210 firma üzerinde gerçekleştirilmiştir. Listedeki büyüklük sıralamasının net satışlara göre yapıldığı bilgisine ulaşılmıştır. Uygulama sırasında hemen hemen bütün firmalarla iletişim kurulmuş ancak hata payı da göz önünde bulundurularak 154 işletmeden geri dönüş sağlanmıştır.

Bu konu ile ilgili gelecek araştırmacılarına şu tavsiyelerde bulunulabilir:

- Çeşitli bölgelerde uygulanarak söz konusu bölgelerin karşılaştırmalarının yapılması,
- Türkiye'deki firmalar için uygulanması ve konuya dair politika ve çözümler getirilmesi,
- Sektör sınırlamasına gidilerek sektörel bazlı değerlendirmelerin yapılması,
- Dış ticaret faaliyetlerinde kullanılan döviz çeşitleri artırılarak çeşitli karşılaştırmaların yapılması,
- KOBİ'ler için uygulanması ve büyük ölçekli firmalar ile kullanım düzeylerinin karşılaştırılması,
- Değişken sayılarını artırarak bu yöntemlerin kullanım seviyelerinin artırılmasına yönelik hangi değişkenlerde ne ölçüde iyileştirmeler yapılabileceğine ilişkin çalışmaların yapılması.

4.5 ARAŞTIRMA BULGULARI

Bu bölümde elde edilen veriler, araştırmaya katılan işletmelerin genel yapılarını, işletmelerin finans, risk yönetimi veya döviz yönetim departmanlarında çalışan kişi sayısını, döviz risk gruplarından etkilenme seviyelerini, döviz riski yönetiminde hangi tür stratejileri izlediklerini ve hangi teknikleri kullandıklarını tespit edebilmek amacıyla

sorulan sorular aracılığıyla elde edilmiştir. Bursa ilinde gerçekleştirilen BISO'ya bağılı ilk 250 büyük dış ticaret işletmesi için gerçekleştirilen bu araştırma sonuçlarının değerlendirilebilmesi ve araştırma sorularına bağılı olarak öne sürülen beklentilerin test edilebilmesi için ilk olarak anket sonuçları toplanmış ve frekans dağılımlarının incelenmesi amaçlanmıştır. Dolayısıyla bu bölümde işletmelerin her soruya vermiş oldukları cevapların dağılımları yüzdeler şeklinde aşağıda yer alan tablolarda verilmiştir.

Tablo 22. Firma Sektörü

Firmanın Faaliyet Gösterdiği Sektör	F	%
Madencilik	4	2.6
Gıda, İçki ve Tütün Sanayi	21	13.6
Dokuma, Giyim Eşya, Deri ve Ayakkabı Sanayi	29	18.8
Orman Ürünleri ve Mobilya Sanayi	11	7.1
Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım Sanayi	10	6.5
Kimya, Petrol Ürünleri, Lastik ve Plastik Sanayi	13	8.4
Metal Ana Sanayi	14	9.1
Madeni Eşya, Makine ve Teçhizat Sanayi	19	12.3
Otomotiv Sanayi	25	16.2
Elektrik Sektörü	5	3.2
Taş ve Toprağı Dayalı Sanayi	3	1.9
Toplam	154	100.0

Tablo 22'de katılımcı firmaların hangi sektörde oldukları gösterilmektedir. Katılan firmalardan %18.8 ile dokuma, giyim eşyası, deri ve ayakkabı sanayi ilk sırayı, %16.2 ile otomotiv sanayi ikinci sırayı almaktadırlar. Bu sıralamayı %13.6 ile gıda, içki ve tütün sanayi, %12.3'lük bir pay ile de madeni eşya, makine ve teçhizat sanayi sektörü devam ettirmektedir. Diğer taraftan %1.9 ile taş ve toprağı dayalı sanayi, %2.6 ile madencilik sektörlerinin katılımı ise son derece az gerçekleşmiştir. Ayrıca Diğer seçeneğı kapsamında farklı bir sektör belirten firma bulunmadığından tablo içeriğine alınmamıştır.

Tablo 23. Firmanın Finans Departmanı

	F	%
Var	154	100.0
Yok	0	0
Toplam	154	100.0

Tablo 23’de katılımcı firmalara “*Finans departmanınız var mı?*” sorusu sorulmuş ve katılımcıların tamamı firmalarında finans departmanı olduklarını belirtmişlerdir. Bir diğer ifadeyle Bursa’da BTSO’ya kayıtlı ilk 250 büyük işletmenin hepsinin bir finans departmanı bulunmaktadır.

Tablo 24. Finans Departmanı Çalışan Sayısı

	F	%
1 – 5 kişi	76	49.4
5 – 10 kişi	45	29.2
10 – 15 kişi	19	12.3
15 kişiden fazla	14	9.1
Toplam	154	100.0

Tablo 24’de katılımcılardan finans departmanındaki çalışan sayılarının belirtmeleri istenilmiş, cevaplayıcı firmaların %49.4’ü 1-5 kişi arasında çalışmanı olduğunu belirtirken, %29.2’si 5-10 kişi arasında, %12.3’ü 10-15 kişi arasında, %9.1’i ise de 15 kişiden fazla finans çalışanının olduğunu belirtmiştir.

Tablo 25. Firmanın Özel Bir Risk Yönetim veya Döviz Yönetim Departmanı

	F	%
Var	50	32.5
Yok	104	67.5
Toplam	154	%100.0

Tablo 25’de katılımcı firmalara “*İşletmenizde özel bir risk yönetim veya döviz yönetim departmanı var mı?*” diye sorulmuş ve cevaplayıcıların %32.5’inin var cevabını verirken, %67.5’inin özel risk yönetim veya döviz yönetim departmanı olmadığını belirttikleri görülmüştür.

Tablo 26. Özel Risk Yönetim veya Döviz Yönetim Departmanı Çalışan Sayısı

		F	%
Var	1 – 5	38	24.7
	5 – 10	6	3.9
	15 kişiden fazla	6	3.9
Yok		104	67.5
Toplam		154	100.0

Tablo 26'ya bakıldığında Tablo 25 ile ilişkili olarak özel risk yönetim veya döviz yönetim departmanına sahip 50 cevaplayıcı firma arasından %24.7'sinin bu departmanda çalışan kişi sayısını 1-5 arasında belirttiği görülmektedir. Aynı şekilde %3.9'unu 5-10 kişi ve yine %3.9'unu 15 kişiden fazla çalışan sayısına sahip olduklarını ifade etmişlerdir. Cevaplayıcıların %67.5'lük kısmı ise özel risk yönetim veya döviz yönetim departmanına sahip olmadıklarını belirterek bu soruya boş cevap vermişlerdir.

Tablo 27. Satışlar İçerisinde İhracatın Ortalama Payı

	F	%
Yok	0	0
%1 - %25	18	11.7
%26 - %50	36	23.4
%51 - %75	56	36.4
%76 - %100	44	28.6
Toplam	154	100.0

Tablo 27'de katılımcı firmalara “Son 3 yıl baz alındığında satışlarınız içerisinde ihracatınızın payı ortalama ne kadardır?” sorusu sorulmuş ve cevaplayıcıların %36.4'ü %51-%75 aralığında olduğunu belirtirken, %28.6'sı %76-%100 şeklinde işaretleyerek ihracat paylarının en yüksek oranda olduğunu belirtmişlerdir. Cevaplayıcı firmaların geri kalanının %23.4'ü %26-%50 arasında, %11.7'si ise %1-%25 arası ihracat ortalamasına sahip olduklarını belirtmişlerdir. Ayrıca tablo 27'ye bakıldığında BTO'ya bağlı ilk 250 büyük firmanın satışları içinde ihracat payının sorulduğu soruya “Yok” cevabı veren bir firma olmadığı görülmektedir. Nitekim araştırma kapsamına alınan firmaların tamamı dış ticaret faaliyeti gösteren firmalar olup, hepsinin ihracat ve ithalat payları bulunmaktadır.

Tablo 28. Alışlar İçerisinde İthalatın Ortalama Payı

	F	%
Yok	0	0
% 1 - %25	38	24.7
%26 - %50	46	29.9
%51 - %75	57	37.0
%76 - %100	13	8.4
Toplam	154	100.0

Tablo 28’de son 3 yıl baz alınarak ithalatın alışlar içindeki ortalama payına bakıldığında %37’sinin ithalatı %51-%75 ve %29.9’unun ithalat oranının %26-%50 olduğu görülmektedir. BTSO’ya bağlı ilk 250 büyük dış ticaret işletmesinin ithalat ve ihracat payları karşılaştırıldığında ihracat hacimlerinin ithalata göre biraz daha fazla olduğu görülmüştür. Diğer bir ifadeyle ihracat eğiliminin daha fazla olduğu söylenilebilmektedir.

Tablo 29. Firmanın Yıllık Cirosu

	F	%
100 Bin TL altında	0	0
100 Bin TL – 500 Bin TL	0	0
500 Bin TL – 1 Milyon TL	0	0
1 Milyon TL – 2.5 Milyon TL	0	0
2.5 Milyon TL – 5 Milyon TL	5	3.2
5 Milyon TL – 10 Milyon TL	13	8.4
10 Milyon TL – 50 Milyon TL	15	9.7
50 Milyon TL üstü	121	78.6
Toplam	154	100.0

İşletmelerin yıllık cirolarını gösteren Tablo 29’a bakıldığında %78.6 ile yıllık cirosu 50 Milyon TL üzerinde olan işletmeler ağırlıkta iken, %3.2 ile 2.5 Milyon TL-5 Milyon TL aralığında olan işletmeler oldukça azınlıktadır. Aynı zamanda tablo 29’a göre cevaplayıcı firmaların hiçbirinin yıllık cirosu 2.5 Milyon TL altında değildir.

Tablo 30. Firmanın Toplam Çalışan Sayıları

	F	%
1 – 10	0	0

11 – 50	0	0
51 – 100	9	5.8
101 – 250	44	28.6
251 – 500	52	33.8
500’den fazla	49	31.8
Toplam	154	100.0

Tablo 30’da katılımcılardan toplam çalışan sayısını belirtmeleri istenmiş ve ankete yanıt veren işletmelerin %33.8 ile 251-500 çalışana sahip olduğunu ifade etmiştir. Bunu %31.8 ile 500’den fazla kişi istihdam ettiğini belirten firmalar takip etmiştir. Firmaların %5.8 oranındaki kısmı ise 51-100 arası çalışana sahip olduğunu belirtmişlerdir. Ankete cevap veren firmaların hiçbirinde toplam çalışan sayısı 50 kişinin altında değildir.

Tablo 31. Firmanın Aktif Büyüklüğü

	F	%
1 Milyon TL altında	0	0
1 Milyon TL – 2.5 Milyon TL	0	0
2.5 Milyon TL – 5 Milyon TL	6	3.9
5 Milyon TL – 10 Milyon TL	17	11.0
10 Milyon TL – 50 Milyon TL	21	13.6
50 Milyon TL üstü	110	71.4
Toplam	154	100.0

Tablo 31 firmaların aktif büyüklük oranlarını göstermektedir. Tablo 31’e göre ankete katılan firmaların %71.4 ile büyük çoğunluğunun aktif büyüklüğünü 50 Milyon TL üstü olarak belirttiği görülmektedir. %13.6’sının 10 Milyon TL-50 Milyon TL aralığında olduğu, %11.0’ının ise 5 Milyon TL-10 Milyon TL olduğu ifade edilmiştir. %3.9 ile azınlıktaki firmaların aktif büyüklüklerinin 2.5 Milyon TL-5 Milyon TL olduğu ortaya çıkmıştır. Diğer bir ifadeyle verilen cevaplar göz önüne alındığında ankete katılan ilk 250 büyük dış ticaret işletmesinin aktif büyüklüklerine göre dağılımı büyük oranda 50 Milyon TL üzeri çıkmıştır.

Tablo 32. Firmanın Döviz Türleri İşlem Çeşitleri

Döviz Türleri	F	%	Değişkenler	F	%
Euro	36	23.4	En Çok	19	12.3

			Çok	9	5.8
			Az	8	5.3
Dolar	103	66.9	En Çok	73	47.4
			Çok	27	17.5
			Az	3	2.0
Japon Yeni	10	6.5	En Çok	6	3.9
			Çok	2	1.3
			Az	2	1.3
İsviçre Frangı	5	3.2	En Çok	1	0.6
			Çok	0	0
			Az	4	2.6
Toplam	154	100.0	Toplam	154	100.0

Tablo 32’de katılımcılara “*Firmanızda hangi döviz türleri ile işlem yapmaktasınız?*” diye sorulmuş ve cevaplayıcılar %66.9 ile ilk sırada Dolar cevabını vermiştir. Bunu %23.4 ile Euro, %6.5 oranında Japon Yeni ve %3.2 ile de İsviçre Frangı takip etmektedir. İlk olarak Dolar türü ile işlem yapan firmaların %47.4’ü “*En Çok*” ölçütünde, %17.5’i “*Çok*” ölçütünde, %2.0’ının da “*Az*” ölçütünde cevap verdiği tablo 32 incelendiğinde görülmektedir. Euro türünü tercih eden işletmelerin “*En Çok*” ölçütünde cevap verme oranı %12.3, “*Çok*” ölçütünde cevap verme oranı %5.8 ve “*Az*” ölçütünde cevap verme oranı %5.3 şeklinde gerçekleşmiştir. Japon Yeni türünü seçen firmaların %3.9’u en çok, %1.3’ü çok ve yine %1.3’ü az ölçütlerinde cevap vermişlerdir. Son olarak İsviçre Frangı türü incelendiğinde katılımcıların %0.6’sının en çok, %2.6’sının az seçeneğini tercih ettiği görülürken, “*Çok*” ölçütünde bir tercih yapmadıkları ortaya çıkmıştır. Ayrıca “*Diğer*” seçeneğini işaretleyerek başka bir döviz türünü belirten bir firma olmadığından Tablo 32 kapsamına alınmamıştır.

Tablo 33. Dövizle Yapılan İşlemlerin Yıllık Hacimlerinin Gruplara Göre Dağılımı

	Tahsilatlar		Ödemeler	
	F	%	F	%
Hiç yok	0	0	0	0
0 – 1.000.000 \$	0	0	4	2.5
1.000.000 – 2.000.000 \$	12	7.8	13	8.4
2.000.000 – 3.000.000 \$	21	13.6	19	12.3
3.000.000 – 4.000.000 \$	26	16.9	29	18.8
4.000.000 – 5.000.000 \$	34	22.1	26	16.9
5.000.000 \$ ve üstü	61	39.6	63	40.9
Toplam	154	100.0	154	100.0

Tablo 33’de katılımcılara “Dövizle yaptığınız işlemlerin yıllık hacimleri aşağıdaki tahsilat ve ödeme gruplarından hangisinde yer almaktadır?” sorusu sorulmuştur. Cevaplayıcı firmalar tahsilatlarında %39.6 oranında, ödemelerinde ise %40.9 oranında 5.000.000 \$ ve üstü şeklinde cevap vermişlerdir. 4.000.000-5.000.000 \$ aralığında tahsilatlar için %22.1 oranında iken, ödemelerde bu oran %16.9’dur. Ankete katılan firmaların 0-1.000.000 \$ aralığında tahsilatlar için bir seçimi bulunmazken, %2.5 oranında bir kesimin ödemeler grubunda bu tutar aralığını belirttiği gözükmemektedir.

Tablo 34. Döviz Kuru Riski Tanımı

	F	%
İhracat işlemlerinin fiyatlandırılması, faturalandırılması, ihracat alacaklarının tahsilatı ve yapılacak ödemelerin döviz kuru hareketlerinden etkilenmesidir.	27	17.5
Döviz kurlarındaki hareketlerin, muhasebe işlemlerini zorlaştırması ve döviz çevirmenin mali tablolara olan etkisidir.	22	14.3
İşletmenin değerinde, rekabet gücünde ve ilerideki nakit akımlarının değerini kaybetmesinde döviz kuru hareketlerinin etkisidir.	25	16.2
Yukarıdakilerden tümü.	80	51.9
Toplam	154	100.0

Tablo 34’de katılımcılara “Sizce döviz kuru riski hangisidir?” sorusu sorulmuş, cevaplayıcı firmaların %17.5’i *ihracat işlemlerinin fiyatlandırılması, faturalandırılması, ihracat alacaklarının tahsilatı ve yapılacak ödemelerin döviz kuru hareketlerinden etkilenmesidir* şeklinde olan ilk cevabı vermiştir. Firmaların %16.2’si *işletmenin değerinde, rekabet gücünde ve ilerideki nakit akımlarının değerini kaybetmesinde döviz kuru hareketlerinin etkisidir* seçeneğini tercih etmiştir. %14.3’lük kısmı ise *döviz kurlarındaki hareketlerin, muhasebe işlemlerini zorlaştırması ve döviz çevirmenin mali tablolara olan etkisidir* seçeneğini tercih ettiklerini belirtmişlerdir. Geriye kalan firmaların büyük çoğunlukta %51.9’u ise verilen seçeneklerin hepsine katıldıkları Tablo 34’de görülmektedir.

Tablo 35. Firmanın Döviz Riskini Azaltmaya Yönelik İşlemlerinde İzlediği Stratejiler

	F	%
Firmanın belirlediği stratejiler doğrultusunda mali kuruluşlardan hizmet satın alınmakta	82	53.2
Mali Kuruluşlardan danışmanlık hizmeti satın alınmakta	72	46.8
Toplam	154	100.0

Tablo 35’de ankete katılan işletmelerin döviz riskini azaltmaya yönelik yaptıkları işlemlerde izledikleri stratejilerin yüzde dağılımları görülmektedir. Tablo 35’e göre firmaların %53.2’si kendilerinin belirledikleri stratejiler doğrultusunda bir mali kuruluştan hizmet aldıkları, %46.8’inin ise mali kuruluşlardan bir danışmanlık hizmeti aldıkları tespit edilmiştir.

Tablo 36. Firmanın Karşı Karşıya Kaldığı Döviz Kuru Riskinin Diğer Risk Grupları ile Karşılaştırıldığında Firmayı Etkileme Durumu

	F	%
Çok fazla etkilemektedir	45	29.2
Fazla etkilemektedir	56	36.4
Kısmen etkilemektedir	35	22.7
Etkilememektedir	18	11.7
Toplam	154	100.0

Tablo 36’da ankete katılan işletmelerin maruz kaldıkları döviz kuru riskinin, diğer risk grupları ile karşılaştırıldığında işletmeyi etkileme dereceleri görülmektedir. Tablo 36 göz önüne alındığında işletmelerin %36.4’ü fazla etkilenmekte, %29.2’si çok fazla etkilenmekte, %22.7’si kısmen etkilenmektedir. Ankete katılan işletmelerden yalnızca %11.7’lik kısmı döviz kuru riskinden etkilenmediğini belirtmiştir.

Tablo 37. Firmayı Etkileyen Döviz Riski Grupları

Döviz Riski Grupları	F	%	Değişkenler	F	%
TL veya döviz değerlerindeki değişimler, maliyet ve satışlarımızı etkilemekte, bundan dolayı pazar payımızın değişmesi riski ile karşı karşıya kalmaktayız.	70	45.5	Çok Önemli	54	35.1
			Önemli	7	4.6
			Az Önemli	9	5.8
Alım ve satım sözleşmelerimizin vadelerinde, kurların değişmesi dolayısıyla karşı karşıya kaldığımız risk.	61	39.6	Çok Önemli	35	22.7
			Önemli	10	6.5
			Az Önemli	16	10.4
Dövizle yaptığımız işlemlerin kayıtlarını yerel para cinsinden kaydettiğimiz için, muhasebe dönemi sonunda kurlardaki değişmelerden dolayı karşı karşıya kaldığımız risk.	23	14.9	Çok Önemli	4	2.6
			Önemli	16	10.4
			Az Önemli	3	1.9
Toplam	154	100.0	Toplam	154	100.0

Tablo 37’de katılımcılara “Döviz riski gruplarından hangisi firmanızı etkilemektedir?” sorusu yöneltilmiştir. Araştırmaya katılan firmalardan %45.5’i TL veya döviz değerlerindeki değişimler, maliyet ve satışlarımızı etkilemekte, bundan dolayı pazar payımızın değişmesi riski ile karşı karşıya kalmaktayız şeklinde olan birinci seçeneği tercih etmişlerdir. Bunu %39.6 ile alım ve satım sözleşmelerimizin vadelerinde, kurların değişmesi dolayısıyla karşı karşıya kaldığımız risk şeklinde yer alan ikinci seçenek takip etmektedir. Geriye kalan %14.9’luk kısım ise dövizle yaptığımız işlemlerin kayıtlarını yerel para cinsinden kaydettiğimiz için, muhasebe dönemi sonunda kurlardaki değişimlerden dolayı karşı karşıya kaldığımız risk seçeneğini işaretlemiştir. Bu tercihler içerisinde ilk seçeneğin %35.1 oranında çok önemli, %4.6 önemli ve %5.8 az önemli olduğu görülmektedir. Aynı şekilde ikinci seçeneğin %22.7 oranında çok önemli, %6.5 önemli, %10.4 az önem derecesine sahip olduğu tespit edilmiştir. Son olarak Tablo 37’ye göre üçüncü seçeneğin %2.6 çok önemli, %10.4 önemli ve %1.9 az önemli olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Cevaplayıcılar arasından “Diğer” seçeneğini işaretleyen firma ise bulunmamaktadır.

Tablo 38. Döviz Riskini Azaltmak İçin Firma Bünyesinde Kullanılan Yöntemler

Kullanılan Yöntemler	F	%	Değişkenler	F	%
Döviz alacak ve ödemelerimizi tek bir döviz cinsi üzerinden yapmaya çalışıyoruz.	27	17.5	En Çok Kullanılan	10	6.5
			Çok Kullanılan	14	9.1
			Az Kullanılan	3	1.9
Döviz kurlarındaki değişimi önceden tahmin ederek, borcumuzun olduğu döviz kuru düşme eğiliminde ise vadeyi uzatmaya, yükselme eğiliminde ise ödemelerimizi öne almaya çalışıyoruz.	48	31.2	En Çok Kullanılan	18	11.8
			Çok Kullanılan	19	12.3
			Az Kullanılan	11	7.1
Bünyemizde farklı dövizlerden oluşan bir portföy bulunduruyoruz.	40	26.0	En Çok Kullanılan	2	1.3
			Çok Kullanılan	30	19.5
			Az Kullanılan	8	5.2
Alış ve satışlarımızı yerel para üzerinden faturalandırıyoruz.	24	15.6	En Çok Kullanılan	13	8.4
			Çok Kullanılan	8	5.2
			Az Kullanılan	3	1.9
Yurtdışı pazarlarımızda satış	9	5.8	En Çok Kullanılan	5	3.2

merkezleri kurarak döviz riski yönetiminin tek elden yürütülmesini sağlıyoruz.			Çok Kullanılan	2	1.3
			Az Kullanılan	2	1.3
İthalat bedel tutarlarını spot piyasadan alıp borcun ödeme vadesine kadar döviz hesabına yatırıyoruz.	2	1.3	En Çok Kullanılan	0	0
			Çok Kullanılan	2	1.3
			Az Kullanılan	0	0
Nakit çalışmaya gayret ediyoruz.	4	2.6	En Çok Kullanılan	2	1.3
			Çok Kullanılan	0	0
			Az Kullanılan	2	1.3
Toplam	154	100.0	Toplam	154	100.0

Tablo 38’de katılımcılara “Döviz riskini azaltmak için firmanız bünyesinde hangi yöntemleri kullanmaktasınız?” sorusu sorulmuş ve cevaplayıcıların %31.2’si ile çoğunluk kısmının döviz kurlarındaki değişimi önceden tahmin ederek, borcumuzun olduğu döviz kuru düşme eğilimde ise vadeyi uzatmaya, yükselme eğiliminde ise ödemelerimizi öne almaya çalışıyoruz cevabını verdiği tespit edilmiştir. Bunu %26.0 oranında ise bünyemizde farklı dövizlerden oluşan bir portföy bulunduruyoruz cevabı takip etmektedir. Bunların kullanılma sıklığı oranı ise ilk tercih edilen seçenek için %11.8 en çok kullanılan, %12.3 çok kullanılan, %7.1 az kullanılan şeklindedir. Cevaplayıcıların %1.3’ü ile azınlık kısmının ithalat bedel tutarlarını spot piyasadan alıp borcun ödeme vadesine kadar döviz hesabına yatırıyoruz cevabını verdiği görülmüştür. Bu cevabın en çok kullanılma ve az kullanılma ölçütlerinde tercih edilmediği, %1.3’lük kısmının çok kullanılan şeklinde tercih edildiği belirtilmiştir. Cevaplayıcı firmalar tarafından “Diğer” seçeneğine cevap veren bir firma ise bulunmamaktadır.

Tablo 39. Döviz Riskini Azaltmak İçin Kullanılan Firma Dışı Hedging Yöntemleri

Hedging Yöntemleri	F	%	Değişkenler	F	%
Forward	61	39.6	En Çok Kullanılan	40	26.0
			Çok Kullanılan	13	8.4
			Az Kullanılan	8	5.2
Future	43	27.9	En Çok Kullanılan	15	9.8
			Çok Kullanılan	21	13.6
			Az Kullanılan	7	4.5
Swap	24	15.6	En Çok Kullanılan	3	2.0

			Çok Kullanılan	8	5.2
			Az Kullanılan	13	8.4
Opsiyon	26	16.9	En Çok Kullanılan	7	4.5
			Çok Kullanılan	14	9.1
			Az Kullanılan	5	3.3
Toplam	154	100.0	Toplam	154	100.0

Tablo 39’da ankete katılan işletmelerin kur riskini azaltabilmek için kullandıkları firma dışı hedging teknikleri ve kullanma düzeyleri görülmektedir. Tablo 39’a göre firma dışı hedging tekniklerinden %39.6 ile ilk tercih edilen Forward yöntemidir. Bu tekniği sırasıyla %27.9 ile Future yöntemi, %16.9 ile Opsiyon ve %15.6 ile Swap yöntemi izlemektedir. İlk sırada tercih edilen Forward sözleşmelerinin kullanım sıklığına bakıldığında ise; firmaların %26.0’sı Forward tekniğini en çok kullandığı, %8.4’ünün çok kullandığı, %5.2’sinin ise az kullandığı yukarıdaki tabloya bakarak tespit edilmiştir. En son tercih edilen Swap sözleşmelerinin kullanım sıklığına bakıldığında ise şöyle bir durum ortaya çıkmaktadır: İşletmelerin %2.0’ının Swap yöntemini en çok kullandığı, %5.2’sinin çok kullandığı ve %8.4’ünün de az kullandığı görülmüştür.

Tablo 40. Firmaların Döviz Kuru Riskini Azaltmak İçin Forward Sözleşmelerini Tercih Etme Nedenleri ve Bu Nedenlerin Önemi

Tercih Etme Nedenleri	F	%	Değişkenler	F	%
Çok çeşitli döviz türleriyle yapıyor olması	23	14.9	Çok Önemli	12	7.8
			Önemli	9	5.8
			Az Önemli	2	1.3
Bankalarla karşılıklı olarak yapılabilmesi	17	11.1	Çok Önemli	6	3.9
			Önemli	3	2.0
			Az Önemli	8	5.2
Sözleşme vadelerinin istenilen tarihler arasında yapılabiliyor olması	14	9.1	Çok Önemli	5	3.3
			Önemli	6	3.9
			Az Önemli	3	2.0
İşlemlerde teminat zorunluluğunun olmayışı	7	4.5	Çok Önemli	4	2.5
			Önemli	3	2.0
			Az Önemli	0	0
Boş Cevap	93	60.4	Boş Cevap	93	60.4
Toplam	154	100.0	Toplam	154	100.0

Tablo 40’da katılımcı işletmelerin kur riskini azaltmak için firma dışı hedging yöntemlerinden Forward sözleşmelerini tercih etme sebepleri ve bu sebeplerin önem

seviyeleri gösterilmektedir. Tablo 40'a göre; işletmelerin %14.9'u *çeşitli döviz türleriyle yapılıyor olmasını*, %11.1'i *bankalarla karşılıklı olarak yapılmasını*, %9.1'i *sözleşme vadelerinin istenilen tarihler arasında yapılabiliyor olmasını*, %4.5'i de *işlemlerde teminat zorunluluğunun olmayışını* tercih etme sebebi olarak seçmiştir. Katılımcılar arasında "*Diğer*" seçeneğinde farklı bir tercih nedeni belirten bir firma bulunmamıştır. Tablo 39'a bakıldığında Forward yöntemini tercih eden 61 firma olduğundan geriye kalan 93 firma Forward yöntemini kullanmadığını belirterek bu soru için herhangi bir neden de belirtmemiştir. Ortaya çıkan Tablo 40'da işletmelerin Forward ürününü tercih etmelerinde, çok çeşitli döviz türleriyle yapılmasının etkin rol oynadığı gösterilmiştir. İşletmelerin %7.8'i bu tercih nedenini "*Çok Önemli*", %5.8'i "*Önemli*" ve yine %1.3'ü de "*Az Önemli*" olduğunu belirtmişlerdir. En az tercih nedeni olan işlemlerde teminat zorunluluğunun olmaması seçeneğine bakıldığında ise firmaların %2.5'inin bu nedeni "*Çok Önemli*", %2.0'ının ise "*Önemli*" gördüğü ortaya çıkmaktadır.

Tablo 41. Firmaların Döviz Kuru Riskini Azaltmak İçin Forward Sözleşmelerini Tercih Etmeme Nedenleri ve Bu Nedenlerin Önemi

Tercih Etmeme Nedenleri	F	%	Değişkenler	F	%
Kontrat tutarlarının çok büyük olması	22	14.3	Çok Önemli	18	11.7
			Önemli	5	3.2
			Az Önemli	0	0
Kontrat vadesinden önce ters işlem yapılmasının imkansız olması	5	3.2	Çok Önemli	2	1.3
			Önemli	0	0
			Az Önemli	2	1.3
İstendiği zaman Forward kuru alınamaması	66	42.9	Çok Önemli	33	21.4
			Önemli	20	13.0
			Az Önemli	13	8.5
Boş Cevap	61	39.6	Boş Cevap	61	39.6
Toplam	154	100.0	Toplam	154	100.0

Tablo 41'de katılımcı işletmelerin kur riskini azaltmak için firma dışı korunma yöntemlerinden Forward sözleşmelerini tercih etmeme nedenleri ve bu nedenlerin önem seviyeleri gösterilmektedir. Tablo 41'e göre; işletmelerin %42.9'u *istendiği zaman Forward kuru alınamamasını*, %14.3'ü *kontrat tutarlarının çok büyük olmasını*, %3.2'si de *kontrat vadesinden önce ters işlem yapılmasının imkansız olmasını* tercih etmeme sebebi olarak seçmiştir. Cevaplayıcılar arasında "*Diğer*" seçeneğinde farklı bir

tercih etmeme nedeni belirten bir işletme bulunmamıştır. Tablo 39'a bakıldığında Forward yöntemini tercih etmeyen 93 firma bulunduğu geride kalan 61 firma Forward yöntemini tercih ettiğini ifade ederek bu soru için herhangi bir neden de belirtmemişlerdir. Ortaya çıkan Tablo 41'de firmaların Forward ürününü tercih etmemelerinde, *istendiği zaman Forward kuru alınmamasının* etkin rol oynadığı gösterilmiştir. Firmaların %21.4'ü bu tercih etmeme nedenini “Çok Önemli”, %13.0'ı “Önemli”, ve yine %8.5'i de “Az Önemli” olduğunu ifade etmişlerdir. En az tercih etmeme nedeni olarak gösterilen *kontrat vadesinden önce ters işlem yapılmasının imkansız olması* seçeneği ele alındığında ise işletmelerin %1.3'ü bu durumu “Çok Önemli” görürken, diğer yarısı olan %1.3'ü ise “Az Önemli” olarak görmüştür.

Tablo 42. Firmaların Döviz Kuru Riskini Azaltmak İçin Futures Sözleşmelerini Tercih Etme Nedenleri ve Bu Nedenlerin Önemi

Tercih Etme Nedenleri	F	%	Değişkenler	F	%
İşlemlerin dünyada iyi organize olmuş borsalarda yapılması	4	2.6	Çok Önemli	4	2.6
			Önemli	0	0
			Az Önemli	0	0
Şirketin bu piyasalara girmesinin diğer piyasalara göre daha kolay olması	14	9.1	Çok Önemli	12	7.8
			Önemli	2	1.3
			Az Önemli	0	0
Kontrat büyüklüklerinin ve teslim tarihlerinin standart olması	7	4.5	Çok Önemli	0	0
			Önemli	4	2.6
			Az Önemli	3	1.9
Kontratın vadesi gelmeden önce, karşı işlem yapılarak pozisyonun kapatılabilme olanağının olması	5	3.2	Çok Önemli	0	0
			Önemli	3	1.9
			Az Önemli	2	1.3
Pozisyon değiştirebilme imkanı	13	8.5	Çok Önemli	8	5.2
			Önemli	3	1.9
			Az Önemli	2	1.3
Boş Cevap	111	72.1	Boş Cevap	111	72.1
Toplam	154	100.0	Toplam	154	100.0

Tablo 42'de firmaların döviz kuru riskini azaltmak için firma dışı hedging tekniklerinden Futures sözleşmelerini tercih etme sebepleri ve bu sebeplerin önem dereceleri gösterilmektedir. Tablo 42'ye göre; firmaların %9.1'i *şirketin bu piyasalara*

*girmesinin diğer piyasalara göre daha kolay olmasını, %8.5'i pozisyon değiştirebilme imkanını, %4.5'i kontrat büyüklüklerinin ve teslim tarihlerinin standart olmasını, %3.2'si kontratın vadesi gelmeden önce karşı işlem yapılarak pozisyonun kapatılabilme imkanının olmasını ve %2.6'sı da işlemlerin dünyada iyi organize olmuş borsalarda yapılmasını tercih etme sebebi olarak göstermiştir. Cevaplayıcılar arasında "Diğer" seçeneğinde farklı bir tercih etme sebebi belirten bir firma bulunmamıştır. Tablo 39'a göre ankete katılan firmalar arasında Futures tekniğini tercih eden 43 firma bulunduğu geride kalan %72.1'lik paya sahip olan 111 firma Futures yöntemini tercih etmediğini belirterek bu soruyu boş bırakmışlardır. Ortaya çıkan Tablo 42'de işletmelerin Futures sözleşmelerini tercih etmelerinde, *bu piyasalara girilmesinin diğer piyasalara göre daha kolay olmasının* etkin rol oynadığı görülmektedir. İşletmelerin %7.8'i bu tercih etme sebebini "Çok Önemli", %1.3'ü de "Önemli" gördüklerini nitelendirmişlerdir. En az tercih etme nedeni olarak belirtilen *işlemlerin dünyada iyi organize olmuş borsalarda yapılması* seçeneğine bakıldığında ise firmaların tamamı bu durumu "Çok Önemli" gördüklerini belirtmişlerdir. Ancak Tablo 42'nin geneline bakıldığında firmaların Futures sözleşmelerini tercih etme nedenlerindeki dağılımın birbirlerine çok yakın oranlarda işaretlendiği görülmektedir.*

Tablo 43. Firmaların Döviz Kuru Riskini Azaltmak İçin Futures Sözleşmelerini Tercih Etmeme Nedenleri ve Bu Nedenlerin Önemi

Tercih Etmeme Nedenleri	F	%	Değişkenler	F	%
Masrafların işlem tarihine kadar tam olarak bilinmemesi dolayısıyla maliyetinin yüksek olması	63	40.9	Çok Önemli	46	29.9
			Önemli	9	5.8
			Az Önemli	8	5.2
İşlemlerin günlük yürütülmesi dolayısıyla kar/zarar hesaplarının takibinin zor olması	36	23.4	Çok Önemli	22	14.3
			Önemli	5	3.2
			Az Önemli	9	5.8
İstendiği zaman futures sözleşmesinin yapılamaması	12	7.8	Çok Önemli	0	0
			Önemli	8	5.2
			Az Önemli	4	2.6
Boş Cevap	43	27.9	Boş Cevap	43	27.9
Toplam	154	100.0	Toplam	154	100.0

Tablo 43'de katılımcı firmaların döviz kuru riskini azaltmak için hedging yöntemlerinden Futures sözleşmelerini tercih etmeme sebepleri ve bu sebeplerin önem

seviyelerinin dağılımları görülmektedir. Tablo 43'e göre; firmaların ilk tercih etmeme sebebi olarak ortaya çıkan %40.9 ile *masrafların işlem tarihine kadar tam olarak bilinmemesi dolayısıyla maliyetinin yüksek olması* sebebidir. Diğer oranlara bakıldığında ise firmaların %23.4'ü *işlemlerin günlük yürütülmesi dolayısıyla kar/zarar hesaplarının takibinin zor olmasını*, %7.8'i ise *istendiği zaman Futures sözleşmesinin yapılamamasını* tercih etmeme nedeni olarak göstermiştir. Araştırmaya katılan firmalar arasında "Diğer" seçeneğinde farklı bir tercih etmeme nedeni gösteren bir firma bulunmamaktadır. Tablo 39 incelendiğinde Futures yöntemini tercih etmeyen 111 firma bulunduğundan geriye kalan 43 firma Futures yöntemini kullandıklarını belirterek bu soru için herhangi bir sebep de belirtmemişlerdir. Ortaya çıkan Tablo 43'de işletmelerin Futures sözleşmelerini tercih etmemelerinde, en önemli neden olarak *masrafların işlem tarihine kadar tam olarak bilinmemesi dolayısıyla maliyetinin yüksek olmasının* etkin rol oynadığı gösterilmiştir. İşletmelerin %29.9 oranındaki büyük çoğunluğu nedeni "*Çok Önemli*", %5.8'i "*Önemli*", %5.2'si ise "*Az Önemli*" gördüklerini belirtmişlerdir. En az tercih etmeme nedeni olarak gösterilen istendiği zaman Futures sözleşmesinin yapılamaması seçeneğine bakıldığında ise firmaların %5.2'si bu durumu "*Önemli*" olarak nitelendirdiğini belirtirken, %2.6'sı ise "*Az Önemli*" olarak nitelendirdiğini belirtmişlerdir.

Tablo 44. Firmaların Döviz Kuru Riskini Azaltmak İçin Swap Sözleşmelerini Tercih Etme Nedenleri ve Bu Nedenlerin Önemi

Tercih Etme Nedenleri	F	%	Değişkenler	F	%
İşlemlerin çok kolay ve çabuk gerçekleştirilmesi, bürokrasisinin az olması	12	7.8	Çok Önemli	8	5.2
			Önemli	4	2.6
			Az Önemli	0	0
Swap yapılmasından dolayı uluslararası piyasalarda kredi imkanlarının artması	2	1.3	Çok Önemli	0	0
			Önemli	2	1.3
			Az Önemli	0	0
Aktiflerin getiri oranının yükseltilmesi suretiyle firmaya ek finans kaynakları sağlıyor olması	4	2.6	Çok Önemli	0	0
			Önemli	2	1.3
			Az Önemli	2	1.3
Swap dolayısıyla, net döviz pozisyonlarında herhangi bir değişiklik olmadığından,	5	3.2	Çok Önemli	3	1.9
			Önemli	0	0

muhtemel bir riskle karşı karşıya kalınmaması			Az Önemli	2	1.3
Swap dolayısıyla, uluslararası borçların istenilen döviz cinsinden ödenebilmesi	0	0	Çok Önemli	0	0
			Önemli	0	0
			Az Önemli	0	0
Diğer	1	0.6	Çok Önemli	0	0
			Önemli	1	0.6
			Az Önemli	0	0
Boş Cevap	130	84.4	Boş Cevap	130	84.4
Toplam	154	100.0	Toplam	154	100.0

Tablo 44’de işletmelerin kur riskinden korunmak için kullandıkları yöntemlerden Swap sözleşmelerini tercih etme sebepleri ve bunların önem dereceleri gösterilmektedir. Tablo 44’e göre; işletmelerin %7.8’i *işlemlerin çok kolay ve çabuk gerçekleştirilmesini, bürokrasisinin az olmasını, %3.2’si swap dolayısıyla net döviz pozisyonlarında herhangi bir değişiklik olmadığından muhtemel bir riskle karşı karşıya kalınmasını, %2.6’sı aktiflerin getiri oranının yükseltilmesi suretiyle firmaya ek finans kaynakları sağlıyor olmasını, %1.3’ü swap yapılmasından dolayı uluslararası piyasalarda kredi imkanlarının artmasını*, swap ürününü tercih etme sebepleri olarak belirtmişlerdir. Cevaplayıcılar arasında “Diğer” seçeneğinde “Önemli” ölçütünde farklı bir tercih etme sebebi belirten yalnızca 1 firma bulunmuş olup, söz konusu tercih etme sebebini belirtmediğinden dolayı değerlendirme kapsamına alınamamıştır. Swap dolayısıyla uluslararası borçların istenilen döviz cinsinden ödenebilmesi seçeneğini ise tercih sebebi olarak nitelendiren hiçbir firma olmamıştır. Tablo 39’a bakıldığında araştırmaya katılan işletmeler arasında Swap yöntemini kullanan 24 firma bulunduğu geride kalan %84.4’lük paya sahip olan 130 firma Swap yöntemini kullanmadığını belirterek herhangi bir tercih sebebini de işaretlememiştir. Ortaya çıkan Tablo 44’de firmaların Swap sözleşmelerini tercih etmelerinde ilk neden olarak gösterilen *işlemlerin çok kolay olması, çabuk gerçekleştirilmesi ve bürokrasisinin az olması* seçeneğidir. Firmaların %5.2’si bu sebebi “Çok Önemli”, %2.6’sı da “Önemli” gördüklerini belirtmişlerdir. En az tercih sebebi olarak vurgulanan swap yapılmasından dolayı uluslararası piyasalarda kredi imkanlarının artması seçeneğine bakıldığında ise firmaların tamamı bu durumu “Önemli” gördüklerini belirtmişlerdir. Aynı zamanda Tablo 44’ün geneline

bakıldığında işletmelerin Swap sözleşmelerini tercih etme nedenlerindeki dağılımın birbirlerine yakın oranlarda seyrettiği görülmektedir.

Tablo 45. Firmaların Döviz Kuru Riskini Azaltmak İçin Swap Sözleşmelerini Tercih Etmeme Nedenleri ve Bu Nedenlerin Önemi

Tercih Etmeme Nedenleri	F	%	Değişkenler	F	%
İstenilen anda swap kotasyonu alınmaması	52	33.8	Çok Önemli	20	13.0
			Önemli	15	9.7
			Az Önemli	17	11.1
Swap hakkında bilgi sahibi olunmaması	78	50.6	Çok Önemli	25	16.2
			Önemli	44	28.6
			Az Önemli	9	5.8
Boş Cevap	24	15.6	Boş Cevap	24	15.6
Toplam	154	100.0	Toplam	154	100.0

Tablo 45’de araştırmaya katılan işletmelerin kur riskini azaltmak için korunma yöntemlerinden Swap sözleşmelerini tercih etmeme nedenleri ve bunların önem derecelerinin nasıl dağıldığı gösterilmektedir. Tablo 45’e göre; işletmelerin yarısından fazlası *swap hakkında bilgi sahibi olunamamasını* tercih etmeme sebebi olarak göstermiştir. Diğer neden olarak ise %33.8 oranında *istenilen anda swap kotasyonu alınmaması* şeklinde belirtilmiştir. Ankete katılan firmalar arasında “Diğer” seçeneğinde farklı bir tercih etmeme nedeni gösteren bir işletme bulunmamaktadır. Tablo 39 ele alındığında Swap yöntemini tercih etmeyen 130 işletme olduğundan geriye kalan 24 işletme Swap yöntemini kullandıklarından bu soru için herhangi bir neden de belirtmemişlerdir. Ortaya çıkan Tablo 45’de firmaların Swap sözleşmelerini tercih etmemelerinde, en önemli neden olarak %50.6’lık paya denk gelen *swap hakkında bilgi sahibi olunamamasının* etkin rol oynadığı görülmektedir. Firmaların %28.6 oranındaki önemli bir kısmı bu durumu “Önemli”, %16.2’si “Çok Önemli”, %5.8’i ise “Az Önemli” gördüklerini belirtmişlerdir. Diğer bir tercih etmeme nedeni olan *istendiği anda swap kotasyonunun bulunmamasını* ise %13.0 oranında “Çok Önemli”, %11.1 oranında “Az Önemli”, %9.7 oranında “Önemli” gördüklerini nitelendirmişlerdir.

Tablo 46. Firmaların Döviz Kuru Riskini Azaltmak İçin Opsiyon Anlaşması Yapma Nedenleri ve Bu Nedenlerin Önemi

Anlaşma Yapma Nedenleri	F	%	Değişkenler	F	%
Piyasalarda beklenenin aksine bir gelişme olduğu zaman, kar yapılabilecek başka bir alternatif aracın tercih edilebilmesi	11	7.1	Çok Önemli	4	2.6
			Önemli	4	2.6
			Az Önemli	3	1.9
İşlem vadesinden önce ters işlem yapıp pozisyonun kapatılabilmesi	2	1.3	Çok Önemli	2	1.3
			Önemli	0	0
			Az Önemli	0	0
Araçlara istenilen doğrultuda işlem yapmaları için emir verilebiliyor olması	0	0	Çok Önemli	0	0
			Önemli	0	0
			Az Önemli	0	0
Alım ve satım opsiyonların aynı anda gerçekleştirmek suretiyle opsiyon maliyetini düşürme imkanının olması	12	7.8	Çok Önemli	9	5.8
			Önemli	0	0
			Az Önemli	3	1.9
Diğer	1	0.6	Çok Önemli	0	0
			Önemli	0	0
			Az Önemli	1	0.6
Boş Cevap	128	83.1	Boş Cevap	128	83.1
Toplam	154	100.0	Toplam	154	100.0

Tablo 46’da firmaların döviz kuru riskinden korunmak için tercih ettikleri yöntemlerden Opsiyon anlaşmalarını yapma ve bunların önem seviyeleri gösterilmektedir. Tablo 46’ya göre; firmaların ilk tercih nedeni %7.8’lik bir oran ile *alım ve satım opsiyonların aynı anda gerçekleştirmek suretiyle opsiyon maliyetini düşürme imkanının* olmasıdır. Bunu çok yakın bir oranla *piyasalarda beklenenin aksine bir gelişme olduğu zaman, kar yapılabilecek başka bir alternatif aracın tercih edilebilmesi* nedeni olmuştur. En az tercih sebebi ise *işlem vadesinden önce ters işlem yapıp pozisyonun kapatılabilmesidir*. *Araçlara istenilen doğrultuda işlem yapmaları için emir verilebilir olması* sebebi ise firmalar tarafından opsiyon ürünü kullanmada bir tercih sebebi olarak gözükmemiştir. Katılımcılar arasında “Diğer” seçeneğinde “Az Önemli” ölçütünde belirten yalnızca 1 firma olduğu tespit edilmiş ancak yapılan incelemeler sonucunda herhangi bir neden belirtmediği anlaşılmıştır. Tablo 39’a bakıldığında ankete katılan firmalar arasında

Opsiyon tekniğini kullanan 26 firma bulunduğundan geriye kalan %83.1’lik paya sahip olan 128 firma Opsiyon anlaşması yapmadığından herhangi bir tercih sebebi de belirtmemiştir. Ortaya çıkan Tablo 46’da işletmelerin Opsiyon anlaşması yapmasında ilk neden olarak gösterilen *alım ve satım opsiyonların aynı anda gerçekleştirmek suretiyle opsiyon maliyetini düşürme imkanının olması* seçeneğidir. İşletmelerin %5.8’i bu durumu “Çok Önemli” görürken, %1.9’u “Az Önemli” gördüklerini belirtmişlerdir. En az tercih sebebi olarak nitelendirilen *işlem vadesinden önce ters işlem yapıp pozisyonun kapatılması* seçeneğine bakıldığında ise işletmelerin tamamı bu durumu “Çok Önemli” gördüklerini belirtmişlerdir.

Tablo 47. Firmaların Döviz Kuru Riskini Azaltmak İçin Opsiyon Anlaşması Yapmama Nedenleri ve Bu Nedenlerin Önemi

Anlaşma Yapmama Nedenleri	F	%	Değişkenler	F	%
İşlem başlangıcında yatırılan primlerin geri ödenmemesi nedeni ile maliyetinin fazla olması	73	47.4	Çok Önemli	34	22.1
			Önemli	32	20.8
			Az Önemli	7	4.5
İstenilen anda opsiyon sözleşmesi satın alınamaması	11	7.1	Çok Önemli	8	5.2
			Önemli	0	0
			Az Önemli	3	1.9
Opsiyon hakkında bilgi sahibi olunmaması	44	28.6	Çok Önemli	30	19.5
			Önemli	6	3.9
			Az Önemli	8	5.2
Boş Cevap	26	16.9	Boş Cevap	26	16.9
Toplam	154	100.0	Toplam	154	100.0

Tablo 47’de ankete katılan firmaların döviz kuru riskini azaltmak için hedging yöntemlerinden Opsiyon anlaşmalarını yapmama nedenleri ve bunların önem derecelerinin dağılımları gösterilmektedir. Tablo 47’ye göre; işletmelerin yarısına yakını tercih etmeme sebebi olarak *işlem başlangıcında yatırılan primlerin geri ödenmemesi nedeni ile maliyetinin fazla olması* seçeneğini göstermiştir. Bir diğer önemli neden olarak görülen ise %28.6 ile *opsiyon hakkında bilgi sahibi olunamamasıdır*. En az tercih edilen neden ise %7.1’lik katılımcının belirtmiş olduğu *istenilen anda opsiyon sözleşmesi satın alınamamasıdır*. Araştırmaya katılan işletmeler arasında “Diğer” seçeneğinde farklı bir tercih sebebi gösteren bir işletme bulunmamaktadır. Tablo 39’a bakıldığında Opsiyon anlaşması yapmayan 128 firma

tespit edildiğinden geri kalan 26 firma Opsiyon anlaşması yaptıklarını belirterek bu soru için herhangi bir sebep de belirtmemişlerdir. Ortaya çıkan Tablo 47’de işletmelerin Opsiyon anlaşması yapmamasında ilk neden olarak nitelendirilen *işlem başlangıcında yatırılan primlerin geri ödenmemesi nedeni ile maliyetinin fazla olmasının* %47.4 oranı ile etkin rol oynadığı anlaşılmaktadır. İşletmelerin %22.1 oranına denk gelen kısmı bu durumu “*Çok Önemli*”, %20.8’lik kısmı “*Önemli*”, %4.5’lik kısmı ise “*Az Önemli*” gördüklerini belirtmişlerdir. En az tercih edilen istenilen anda opsiyon sözleşmesi satın alınamaması seçeneğini ise katılımcıların %5.2’si “*Çok Önemli*” olarak nitelendirirken, %1.9’u “*Az Önemli*” olarak nitelendirmişlerdir.

Tablo 48. Türkiye’deki Genel Durum Değerlendirmesi

Değerlendirme Kriterleri	Değişkenler	F	%
Döviz kuru yönetiminde görev alan personelin aldığı eğitim ile yaptığı iş birbiriyle uyumludur.	Çok	74	48.1
	Az	54	35.1
	Hiç	26	16.9
	Toplam	154	100.0
Döviz kuru yönetiminde görev alan personelin eğitim seviyesi döviz kuru risklerini bertaraf etme yönünden yeterlidir.	Çok	67	43.5
	Az	54	35.1
	Hiç	33	21.4
	Toplam	154	100.0
Döviz kuru yönetiminde görev alan personelin eğitim seviyesi işletmeler açısından önemlidir.	Çok	73	47.4
	Az	48	31.2
	Hiç	33	21.4
	Toplam	154	100.0
Döviz kuru yönetiminde görev alan personelin aldığı eğitim ile işletmelerin döviz kuru yönetimindeki başarıları arasında olumlu bir ilişki vardır.	Çok	64	41.6
	Az	50	32.5
	Hiç	40	26.0
	Toplam	154	100.0
Türkiye’nin içinde bulunduğu ekonomik şartlar göz önünde tutulduğunda döviz kuru riski yönetimi dövizle işlem yapan her işletme için gereklidir.	Çok	108	70.2
	Az	33	21.4
	Hiç	13	8.4
	Toplam	154	100.0
Türkiye’de mevcut mevzuatlara göre döviz kuru riski yönetim teknikleri uygulanabilir niteliktedir.	Çok	51	33.1
	Az	63	40.9
	Hiç	40	26.0
	Toplam	154	100.0

Çalışmanın bu kısmında ankete katılan işletmelerden kur yönetimi ve bu konuya ilişkin alınan eğitim ile ilgili olarak Türkiye'deki durumun değerlendirilmesi istenmiş ve verilen cevaplar Tablo 48'in verilerini meydana getirmiştir.

Tablo 48'e göre ilk değerlendirme kriteri kur yönetiminde çalışan personelin aldığı eğitim ve yapılan iş arasındaki uyumluluk derecesidir. Ankete katılan firmalardan %48.1'i kur yönetiminde bulunan personelin almış olduğu eğitim ile yapılan iş arasındaki uyumu "*Çok Uyumlu*" şeklinde değerlendirirken, %35.1'i "*Az Uyumlu*", %16.9'u ise "*Hiç Uyumlu Değildir*" şeklinde değerlendirmiştir. Tablo 48'de tüm firmaların soruya cevap verdiği tespit edilmiştir.

Tablo 48'in ikinci değerlendirme kriterine bakıldığında kur riski yönetiminde çalışan personelin eğitim seviyesinin, kur riskini bertaraf edebilme durumundaki yeterlilik seviyeleri görülmektedir. Ankete katılan firmalardan %43.5'i "*Çok Yeterli*" şeklinde belirtirken, %35.1'i "*Az Yeterli*" şeklinde belirtmiştir. Firmaların %21.4'ü ise personellerin eğitim derecelerini bu konuda yeterli görmediğini belirtmiştir. Soruya cevap vermeyen herhangi bir firmanın olmadığı Tablo 48'de tespit edilmiştir.

Tablo 48'de yer alan bir diğer kriterde ise kur riski yönetiminde çalışan personelin eğitim derecesinin işletmeler açısından olan önemi değerlendirilmektedir. Ortaya çıkan Tablo 48'e göre; ankete katılan işletmelerin %47.4'ü eğitim derecesinin "*Çok Önemli*" olduğunu vurgularken, %31.2'si ise "*Az Önemli*" olduğunu vurgulamıştır. Firmaların %21.4'ü ise personelin eğitim seviyesini "*Önemsiz*" gördüğünü ifade etmiştir. Araştırmaya katılan tüm firmalar soruyu cevaplamıştır.

Tablo 48'in dördüncü değerlendirme kriterinde ise kur riski yönetiminde bulunan personelin almış olduğu eğitim ile risk yönetimi başarısı arasındaki ilişkinin ele alındığı görülmektedir. Ortaya çıkan sonuca göre; ankete katılan işletmelerin %41.6'sı eğitim ve başarı arasındaki ilişkinin seviyesini "*Çok İlişkilidir*" biçiminde belirtirken, %32.5'i "*Az İlişkili*", %26.0'ı ise "*İlişkili Değildir*" şeklinde belirtmiştir. Araştırmaya katılan firmalar arasında soruya cevap vermeyen herhangi bir firma bulunmamıştır.

Tablo 48’de yer alan diğ er değ erlendirme kriteri incelendiğ inde kur riski yönetiminin döviz ile faaliyet gösteren iş letmeler açısından gerekliliğ i görölmektedir. Ankete katılan firmaların büyük çoğ unluğ unu kapsayan %70.2’si bu kriteri “Çok Gerekli” şeklinde değ erlendirirken, %21.4’ü “Az Gerekli” şeklinde değ erlendirmiştir. Firmaların azınlıkta olduğ u %8.4’lük kısmı ise kur riski yönetiminin döviz ile faaliyet gösteren iş letmeler açısından gerekli olmadığını ifade etmiştir. Diğ er kriterlerde olduğ u gibi bu değ erlendirme kriterini de ankete katılan tüm firmalar değ erlendirmiştir.

Tablo 48’in son kriterine bakıldığında ise Türkiye’de yer alan mevcut mevzuata göre kur riski yönetiminin uygulanabilirlik durumu değ erlendirilmiştir. Ortaya çıkan Tablo 48’e göre ankete katılan firmaların %33.1’i kur riski yönetim tekniklerinin “Çok Uygulanabilir” olduğunu savunurken, %40.9’u “Az Uygulanabilir” olduğunu savunmuştur. Geriye kalan %26.0’ı ise kur riski yönetim tekniklerinin uygulanamaz olduğunu ifade etmiştir. Ankete katılan iş letmelerin hepsi soruyu değ erlendirmiş olup, cevap vermeyen firma bulunmamaktadır.

4.6 ARAŞ TIRMA SONUÇLARININ DEĞ ERLENDİRİLMESİ

Araştırma kapsamında;

- Dış ticaretle ilgilenen iş letmelerin döviz kuru riskinden ne seviyede etkilendiklerini,
- İş letmelerin karşılaştıkları döviz kuru riskini elimine etmek için hangi stratejileri uyguladıklarını,
- İş letmelerin kur riski yönetimini yaparken hangi yöntemleri uyguladıklarını ve bunları neden tercih ettiklerini,
- İş letmedeki çalışan sayısı arttıkça korunma yöntemleri kullanımının da artıp artmadığını,
- İş letmelerin döviz kuru riski yönetimi uygulamasının iş letme büyüklüğüyle ilişkisini,
- İş letmelerin gözünden, kur riski yönetim tekniklerinin eğitim durumuyla ilişkisini ve Türkiye’deki uygulanabilirliğini tespit edebilmek amacıyla Bursa Ticaret ve Sanayi Odası’na kayıtlı ilk 250 büyük firma listesinde yayınlanan 154

işletme üzerinde bir çalışma gerçekleştirilmiştir.

Söz konusu firmalar BTO'ya kayıtlı ve BTO'nun her yıl düzenli olarak açıkladığı ilk 250 büyük firma listesinde yer alan dış ticaret faaliyeti olan işletmeler olarak seçilmiştir. Tüm firmaların büyüklüğü net satışlarına göre sıralanmıştır. Araştırmada gereken verilerin elde edilmesi için anket tekniğı kullanılmış olup tüm firmalara konu hakkında bilgilendirme yapılarak iletişim kurulmuştur. Yayınlanan firma listesinden ortalama 210 firmanın dış ticaret işlemi yaptığı bilgisine ulaşılmıştır. Toplamda 210 adet firmadan ulaşılabilecek en üst sayı gözetilerek hemen hemen bütün firmalarla iletişim kurulmuş ve hata payı da göz önünde bulundurularak 154 adet örneklem işletmeye ulaşılmıştır. 175 firmaya ulaşılması hedeflenerek 187 tane anket gerçekleştirilmiş ancak 154 firmadan geri dönüş alınabilmiştir. Sonuçta ulaşılan anketlerden 154 tanesi değerlendirilmiş ve anket sonuçlarına göre elde edilen verilerden aşağıda yer alan sonuçlara ulaşılmıştır.

Ankete katılan işletmeler arasında en yüksek oranı %18.8 ile “dokuma, giyim eşyası, deri ve ayakkabı sanayi” oluşturmuştur. Bunu %16.2 ile “otomotiv sanayi”, %13.6 ile “gıda, içki ve tütün sanayi”, %12.3 ile “madeni eşya, makine ve teçhizat sanayi” takip etmektedir. Ankete katılan işletmeler arasında en az orana sahip olanlar ise; “%2.6 ile “madencilik”, %1.9 ile “taş ve toprağı dayalı sanayi” şeklinde izlenmiştir.

Yapılan anket çalışmasında firmaların tamamı finans departmanına sahip olduklarını belirtmiş ve işletmelerin büyüklüğüne bağılı olarak yarısına yakınının finans çalışan sayısı 1 – 5 arasında çıkmıştır. Yine büyük bir çoğunluğunun 5 – 10 arasında finans çalışanı olup, %12.3'ünün 10 – 15 arasında, %9.1'inin ise 15 kişiden fazla olduğu tespit edilmiştir. Ortaya çıkan sonuç BTO'da kayıtlı ilk 250 büyük firmanın finans departmanına son derece önem verdiğini ve kurumsallık anlayışının olduğunu göstermektedir.

Anket sonuçlarına göre; işletmelerin sadece %32.5'inin özel bir risk yönetim veya döviz yönetim birimi olduğu elde edilen verilerden anlaşılmış ve genelde bu departmanlarda 1 – 5 kişi çalışıldığı tespit edilmiştir. Ortaya çıkan durum işletmelerin risk yönetimi için

ayrı bir önlem alınmasına yeterince önem vermediğini ortaya koymaktadır.

Anket sonucuna göre işletmelerin %36.4'ünün %51-%75 aralığında, %28.6'sının da %76-%100 aralığında ortalama ihracat payına, %37.0'nın ise %51-%75 ithalat payına sahip olduğu anlaşılmıştır. Bu sonuçlara bakıldığında ankete katılan 154 firmanın ihracat hacimlerinin ithalata oranla biraz daha fazla olduğu görülmektedir.

Yapılan anket çalışması kapsamındaki firmaların büyük çoğunluğu olan %78.6'lık kısmının yıllık cirosunun 50 Milyon TL üzeri olduğu tespit edilmiştir. Aynı şekilde söz konusu işletmelerin önemli bir kısmı olan %71.4'ünün aktif büyüklüğü 50 Milyon TL üstü çıkmıştır.

Anket sonuçları içerisinde toplam çalışan sayısı incelendiğinde araştırma kapsamındaki hiçbir firmanın 50 kişinin altında çalışanı bulunmamakla birlikte %33.8'inin 251-500 çalışana sahip olduğu, %31.8'inin de 500'den fazla çalışana sahip olduğu gözükmemektedir.

Çalışmada, işletmelerin döviz ile faaliyet gösterdikleri işlemlerde %66.9'luk büyük bir oranla Doları kullandıkları, ikinci olarak ise %23.4 oranında Euro türünü kullandıkları ortaya çıkmıştır. Japon Yeni ve İsviçre Frangı gibi diğer döviz türlerinin kullanımı ise diğerlerine kıyasla oldukça az bir seviyede seyretmiştir. Ortaya çıkan durum Dolar ve Euro kullanımının tüm dünyada kabul gören önemli para birimleri olduğunu göstermektedir.

Ankete katılan işletmelerin önemli bir çoğunluğunun döviz türleriyle yaptıkları işlemlerden kaynaklanan ödeme ve tahsilatları 5.000.000 \$'ın üzerindedir. 0-1.000.000 \$ aralığında tahsilatı olan hiçbir firma bulunmazken, %2.5 oranında firmanın ödemeleri bulunmaktadır.

Araştırmaya katılan firmaların döviz kuru riski tanımı için vermiş oldukları cevaplar birbirlerine çok yakın olup, tüm seçeneklerin döviz kuru riskini tanımladığı düşünen firma oranı %51.9 olarak tespit edilmiştir. Aynı şekilde işletmelerin %53.2'sinin kur

riskini azaltabilmek için kendi içinde belirlediği stratejiler ve söz konusu stratejiler doğrultusunda mali kuruluşlardan hizmet satın aldığı, %46.8'inin ise belirli mali kuruluşlardan danışmanlık hizmeti satın aldığı anlaşılmıştır. Bu sonuca göre; az da olsa daha yüksek bir oranda firma bünyesinde kur riski yönetim stratejisi belirleyen firmaların hedging tekniklerinin kullanılmasında daha bilinçli ve firma ihtiyaçları doğrultusunda uygun olan tekniği belirleyebildikleri ortaya çıkmaktadır.

Ankete katılan işletmelerin diğer risk gruplarına oranla döviz kuru riskinden ne derece etkilendiğine bakıldığında, %36.4'ünün fazla etkilendiği, %29.2'sinin çok fazla etkilendiği ve %22.7'sinin de kısmen etkilendiği görülmektedir. Yalnızca bu firmaların %11.7'si kur riskinden etkilenmediğini belirtmiştir. Diğer risk grupları ele alındığında çok yüksek bir oranla firmaların döviz kuru riskinden önemli ölçüde etkilendiği anlaşılmaktadır. Bu sonuç, işletmelerin risk yönetimi hususunda önemli çalışmaların gerekliliğini ortaya koymaktadır.

Firmayı etkileyen döviz riski gruplarının dağılımına bakıldığında katılımcıların %45.5'inin *“TL veya döviz değerindeki değişmelerin, maliyet ve satışları etkilediği ve bundan dolayı pazar payının değişmesi riski ile karşı karşıya kalınması”* seçeneğini belirttiği görülmektedir. Bu doğrultuda işletmeler, karşılaştıkları kur riskini %31.2'lik pay ile en çok *“döviz kurlarındaki değişimi önceden tahmin ederek, borç ve alacaklarını olası döviz kuruna göre ayarlayarak firma içi korunma”* yöntemini kullanarak azaltmaya çalışmaktadırlar. Bu seçeneği; %26.0'lık oran ile *“işletme bünyesindeki farklı dövizlerden oluşan bir portföy bulundurma şartıyla firma içi korunma”* seçeneğini tercih eden işletmeler takip etmektedir.

İşletmelerin karşılaştığı kur risklerini azaltmak için tercih ettikleri firma dışı korunma yöntemlerinden en çok tercih edileni %39.6 ile forward olmuştur. Bu yöntemi, %27.9 ile future, %16.9 ile opsiyon ve %15.6 ile swap sözleşmeleri takip etmiştir. Görüldüğü üzere, işletmeler döviz türü ile işlem yapmalarından dolayı karşı karşıya kaldıkları kur risklerini azaltmak için firma dışı korunma yöntemlerini oldukça fazla kullanmaktadırlar. Bu hedging yöntemlerinin tercih edilme ve tercih edilmeme nedenleri ise şu şekildedir;

- İşletmelerin forward sözleşmesini tercih etme nedenlerinden en önemlisi çok çeşitli döviz türleriyle yapılabilmesi, en önemli tercih etmeme nedeni ise istendiği zaman forward kuru alınamamasıdır.
- İşletmelerin future ürününü tercih etmesinin en önemli sebebi şirketlerin söz konusu piyasalara girmesinin diğer piyasalara oranla daha kolay olması, en önemli tercih etmeme nedeni ise masrafların işlem tarihine kadar tam bilinmemesinden doğan maliyetin yüksek olmasıdır.
- İşletmelerin swap sözleşmesini tercih etmesindeki en önemli neden işlemlerin çok kolay, çabuk gerçekleştirilmesi ve bürokrasisinin az olması iken, tercih etmemesinin en önemli nedeni swap hakkında bilgi sahibi olmamasıdır.
- İşletmeler opsiyon anlaşmasını tercih etmesindeki en önemli sebep olarak alım ve satım opsiyonların aynı anda gerçekleştirilmesi suretiyle opsiyon maliyetini düşürme imkanının olması seçeneğini gösterirken, tercih etmemelerindeki en önemli sebep olarak ise işlem başlangıcında yatırılan primlerin geri ödenmemesi nedeniyle maliyetinin fazla olması seçeneğini göstermişlerdir.

Son olarak anket kapsamındaki işletmelerden kur riski yönetimi ile eğitim ilişkisini ve kur riski yönetim konusunu Türkiye için değerlendirilmesi istenmiştir. Verilen cevaplara göre; işletmelerin kur riski yönetiminde çalışan personelin eğitimi ile yaptığı iş arasındaki ilişki %48.1 oranında “*Çok Uyumludur*” şeklinde değerlendirilmiştir. Döviz kuru riski yönetiminde çalışan personelin eğitim derecesinin kur risklerini yok etme yönünden yeterliliği %43.5 oranında “*Çok Yeterlidir*” şeklinde, kur riski yönetiminde çalışan personelin eğitim seviyesinin işletme açısından önemi %47.4 oranında “*Çok Önemlidir*” şeklinde değerlendirilmiştir. Kur riski yönetiminde çalışan personelin eğitimiyle işletmelerin kur riski yönetimindeki başarıları arasındaki ilişki %41.6 oranında “*Çok Olumlu*”, Türkiye’nin içinde bulunmuş olduğu ekonomik şartlar göz önüne alınarak kur riski yönetiminin döviz ile faaliyet gösteren her işletme için gerekliliği düşüncesi büyük bir çoğunluğu kapsayan %70.2’lik bir oran ile “*Çok Gerekli*” ve Türkiye’de bulunan mevcut mevzuatlara göre kur riski yönetim teknikleri uygulanabilirliği %33.1 oranında “*Çok Uygulanabilir*”, %40.9 oranında ise az olsa da uygulanabilir şeklinde değerlendirilmiştir.

Bu çalışmada, bulgular ilk olarak katılımcı firmaların tanımlayıcı ve betimleyici istatistiklerinin ele alındığı frekans tablolarıyla analizi yapılmıştır. Daha sonra ise anket sonuçları yüzsedeel olarak değerlendirilmiştir. Araştırma sorularında çıkması beklenen sonuçlar yorumlanmış, literatürdeki benzer çalışmalarla karşılaştırması yapılarak incelenmiştir.

SONUÇ

Günümüze yaşanmakta olan küreselleşme süreci hem ekonomik hem siyasi hem de sosyal boyutta birçok etkiye sahiptir. Söz konusu etkinin kendini en fazla belli ettiği alanların başında ise dış ticaret gelmektedir. Küreselleşme, malların ilk olarak uluslararası alanlarda serbest dolaşımını sağlamış ve bu da finansal serbestleşmeye yol açmıştır. Dolayısıyla küreselleşme giderek hızlanmıştır. Malların uluslararası alanda serbest dolaşımı ve ülkelerin birbirleriyle olan ticaretlerinde yaşanan yükselişler uluslararası sermaye hareketini de artırmıştır. Ancak bu durum ekonomik birimlerin kur riskiyle karşılaşmalarına sebep olmuştur.

Bretton Woods sisteminin çöküşüyle birlikte 1970’li yıllarda dalgalı kura geçilmiş ve kurlar üzerinde belirsizliklerin daha da arttığı bir sürece girilmiştir. Belirsizliklerin artmasıyla beraber firmalarda kur riski yönetimlerinin de önemi giderek artmıştır. Türkiye’de ise 2001’de dalgalı kur sistemine geçilmesiyle birlikte kur riski yönetimi firmalar için önemli bir hale gelmiştir. Kurlarda oluşan dalgalanmalar, firma kayıplarının yanında firma faaliyetlerinden oluşmayan kurlardan kaynaklanan işlem, muhasebe ve ekonomik risklere de sebep olmaktadır. Kimi firmalar kur riskine karşı tedbir almayı tercih ederken kimi firmalar ise kur riskinin yönetilemeyeceğini savunduklarından uzun dönemde riskin dengeleneceğini düşünmektedirler. Ancak döviz kuru yönetimi en akılcı yöntem olacaktır.

Kur riski, işletmelerin finansal durumlarının yanında pazardaki rekabetçi konumlarını ve piyasadaki değerini de etkilemektedir. Dolayısıyla kur riski yönetimi firmalar açısından son derece önemlidir. Kur riskinin yönetilememesi halinde işletme kazançlarında ve piyasa değerlerinde değişiklikler yaşanabilmektedir. Bu yüzden kur riskinin yönetimi, işletmeleri döviz kuru değişikliklerinden yaşanabilecek olumsuz etkilerden korumakta ve bu amaca yönelik olarak çeşitli yöntemler kullanılmaktadır. Bu teknikler firma içi korunma yöntemleri ve firma dışı korunma yöntemlerinden oluşmaktadır.

Bu araştırmada dış ticaret firmalarının korunma yöntemleri hakkındaki bilgi seviyeleri, kullanım düzeyleri ve kur riskine karşı hangi korunma yöntemlerini tercih ettiklerinin

belirlenmesi amaçlanmaktadır. Çalışmada anket yöntemi ile veri toplama yöntemi kullanılmıştır. Bu amaca yönelik geliştirilen anket üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde, işletmelerin tanımlayıcı ve betimleyici istatistiklerinin anlaşılmasına yönelik ifadeler bulunmaktadır. İkinci bölümde işletmelerin kur riski yönetim faaliyetlerine yönelik, üçüncü bölümde ise firmaların Türkiye'deki genel durum hakkındaki düşüncelerini ölçmeye yer veren ifadeler bulunmaktadır.

Çalışmanın, Bursa ilinde yer alan BTO'ya kayıtlı ilk 250 büyük firma listesi içerisinde dış ticaret faaliyeti gösteren 210 firma üzerinde yapılması hedeflenmiştir. Araştırma kapsamında 187 adet firmaya ulaşılmış, toplam 154 adet firma ankete katılmıştır. Çalışmanın teorik çerçevesi oluşturulurken ilk bölümde döviz kuru ve kur riski kavramlarının tanım ve çeşitlerine değinilmiş, ikinci bölümde korunma stratejilerinden bahsedilerek hedging hakkında bilgi verilmiş ve sonrasında korunma teknikleri detaylıca irdelenerek örneklendirilmiştir. Üçüncü bölümde Türkiye'de uygulanan döviz kuru sistemleri ve kur şoklarından bahsedilmiş, ülkenin dış ticaret görünümü verilmiş, ardından dolarizasyon ve kur riski sorununa değinilmiştir. Son bölümde ise saha araştırması gerçekleştirilmiş olup, analiz sonuçları; amacı, yöntemi, beklentileri, kapsamı ve çalışmaya yönelik ortaya koyulan araştırma soruları doğrultusunda değerlendirilmesi yapılmış ve yorumlanmıştır.

Ankete katılan işletmelerin çoğunlukla gıda, tekstil ve otomotiv sektörlerinden olduğu görülmektedir. İşletmelerin hepsinde finans departmanı bulunurken, finans departmanı çalışan sayılarının 1-5 ve 5-10 kişi arasında yoğunlaştığı tespit edilmiştir. Ankete katılanların yarısından fazlasında özel bir risk yönetim veya döviz yönetim departmanı bulunmazken, bulunan firmaların bu departmanda çalışan kişi sayıları ise çoğunlukla 1-5 kişi arasındadır. Satışlar ve alımlar içindeki ithalat ve ihracatın ortalama payları %51-%75 arasında ağırlıklıdır. Söz konusu durum, araştırmanın hedefine yönelik dış ticaret işletmelerinde kur riski yönetiminin araştırılmasında hedef kitlenin uygun olduğunu gösterebilmektedir. Hedef kitledeki firmaların hiçbirinde yıllık cironun 2.5 Milyon TL'nin altında olmadığı, yarısından fazlasının da yıllık cirolarının 50 Milyon TL üzeri olduğu görülmektedir. Firmanın toplam çalışan sayılarının 251-500 arasında yoğunlaştığı, aktif büyüklüklerinin ise çoğunluklu olarak 50 Milyon TL üzeri olduğu

görülmektedir. Örneklem kitledeki işletmelerin yarısından fazlası dış ticaret faaliyetlerinde ABD Dolarını tercih etmektedirler. Katılımcı işletmelerin dövizle yapılan işlemlerinin çoğunluğunda tahsilat ve ödemelerinin 5.000.000 \$ ve üzeri olduğu anlaşılmaktadır.

Firmaların kur riskini tanımlamada dengeli dağıldıkları, birçoğunun kur riski ve yönetimi konusunda bilgili oldukları ve kullanım düzeylerinin yüksek olduğu anlaşılmaktadır. Katılımcı firmaların çok büyük bir çoğunluğunun kurlarda yaşanan dalgalanmalardan etkilendiği görülmektedir. En fazla etkilendikleri kur riski grubunun ise döviz değerlerindeki değişmelerin maliyet ve satışlarını etkilemesi, dolayısıyla pazar payının değişmesi riski olduğu anlaşılmaktadır. İşletmelerin büyük bir kısmının firma içi yöntemlerden; kurun düşme eğiliminde vade uzattıkları, kurun yükselme eğiliminde ise ödemeleri öne alma tekniğini tercih ettikleri sonucuna ulaşılmıştır.

Araştırma sonucunda firmaların döviz kuru riskine karşı önlem aldıkları anlaşılmaktadır. Korunma yöntemleri olarak ise ankette firma dışı hedging yöntemleri öne çıkmaktadır. Vadeli işlem araçlarından en çok tercih edileni çeşitli döviz türleriyle yapılabilmesinden dolayı forward sözleşmelerdir. En az tercih edileni ise istendiği anda swap kotasyonu alınamaması ve swap hakkında yeterli bilgi sahibi olunamaması nedenleriyle swap sözleşmeleridir.

Firmaların çoğunluğu vadeli işlemler piyasalarında işlem yaptıklarını, korunma yöntemlerini uyguladıklarını belirtmişlerdir. Yalnızca işletmelerin bir kısmı özellikle swap sözleşmeleri ve opsiyon anlaşmaları hakkında yeterince bilgi sahibi olmadıklarını ifade etmişlerdir. Ankete katılan işletmelerin yüksek orandaki bir çoğunluğu kur riski yönetimi uygulayarak belirli ölçüde kur riskinin azaltılabileceği konusunda hemfikirdir. Sonuçta firmaların kur riski yönetimine olumsuz yaklaşmadıkları, yeterli bilgilendirmelerle firma içi ve firma dışı hedging yöntemlerini kullanarak kur riskinin yönetilmesine karşı yönlendirilmeleri gereksiniminin olduğu çıkarılabilmektedir. Aynı şekilde literatürde, kurlarda oluşan dalgalanmaların dış ticaret işlemleri üzerindeki etkileri ağırlıklı olarak incelenmektedir. Bundan dolayı son yıllarda kur riski yönetimi gerek firmalar gerekse literatürde giderek dikkat çekmektedir. Konu ile ilgili yapılan

çalışmalar incelendiğinde kur riski yönetimine olan ilginin arttığı, özellikle dış ticaretle işlem yapan işletmelerin bu riskin etkilerini daha yoğun bir biçimde yaşadıklarını, döviz türünden nakit akışlarını beklenmeyen kur dalgalanmalarından korumak amacıyla firmalar tarafından korunma yöntemlerinin yaygın kullanıldığını, işletmelerin piyasa değerlerinin kur belirsizliklerine duyarlı olduklarını belirttikleri görülmektedir.

Bu bağlamda kurumların çalışmalarını artırarak döviz kuru risk yönetimine ilişkin firmalara geniş çapta bilgilendirme yapmaları gerekmektedir. Bunlara yönelik çeşitli eğitimlerle firmalar bilgilendirilebilir ve kriz süreçlerinde kur değişikliklerinin fazla yaşandığı dönemlerde firmalar nasıl bir yöntem izlemeleri gerektiği konusunda bilinçli davranabilmektedirler. Kurlardaki dalgalanmaların firmalar üzerinde yaratacağı olumsuzlukların farkındalık seviyesinin artırılması, bu olumsuz etkilerden korunmak için geliştirilen yöntemlerin kullanımını da yükseltecektir. Firma içi ve firma dışı hedging yöntemleri kullanımlarının yaygınlaştırılabilmesi amacıyla işlemlere kolaylık sağlanmalı ve maliyetler düşük seviyede tutularak firmalar teşvik edilmelidir.

KAYNAKÇA

ADLER Michael, DUMAS Bernard, “International Portfolio Choice and Corporation Finance: A Synthesis”, *The Journal of Finance*, 38 (3), 1983, ss.925-984

AGGARWAL Raj, HARPER Joel T., “Foreign Exchange Exposure of “Domestic” Corporations”, *Journal of International Money and Finance*, 29, 2010, ss. 1619-1636

AHTIALA Pekka, ORGLER Yair E., “The Value of Invoice Currency Choice in a Volatile Exchange Rate Environment”, *Multinational Finance Journal*, 3 (1), 1999 ss. 1-17

AKBULUT B. Seval, TERZİ Harun, “Haddie’s Impact on Foreign Trade Balance of Trade: for Industry in Turkey ‘S-Curve Approach’ Nun Validity”, *Dokuz Eylul University Journal of Faculty of Economics and Administrative Sciences*, 31 (2), 2016, ss. 95-114

AKÇAY M. Barış, MEMİŞ Cahit, YÜRÜKOĞLU Ö. Özge, KAYAHAN Cantürk, “Türk Reel Sektörünün Kur Riskinden Korunmada Opsiyon Kullanımı ve Algılanan Volatilitenin Korunma Maliyetlerine Etkileri”, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 15 (1), 2010, ss. 521-537

AKDUĞAN Umut, “Türkiye’de Döviz Kuru Hareketleri ve Kamu Borcu İlişkisi”, *Karadeniz Sosyal Bilimler Dergisi*, 12 (22), 2020, ss. 75-97

AKKAŞ Murat Engin, “Finansal Olmayan Şirketlerde Döviz Kuru Riski Yönetimi: Borsa İstanbul Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Çalışma”, (Doktora Tezi), Ankara: Ankara Üniversitesi SBE, 2015

AKKAYNAK Bilal, YILDIRIM Suat, “Türev Ürünlerin Kullanım Amaçları: Bist’de Bir Uygulama”, *Erzincan Binali Yıldırım Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 1 (2), 2019, ss. 23-33

AKSEL EYÜBOĞLU H. Ayşe, “Risk Yönetim Aracı Olarak Futures Piyasaları”, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu, 1. Baskı, 1995

AKŞEHİRLİ Nurcihan, “Türkiye’de Kredi ve Mevduat Dolarizasyonu: (2015: 3-2019: 12)”, *Sosyal Bilimler Akademi Dergisi*, 3 (1), 2020, ss. 61-76

ALACAĞAN D. Nur, AKARSU Yağmur, “Döviz Kuru Riskinin Borsa İstanbul 100 Endeksi Üzerindeki Etkisi Zaman Serisi Analizi: Türkiye Örneği”, *Journal of Life Economics*, 6 (2), 2019, ss. 133-150

ALDEMİR Şenkan, “Türkiye’de Döviz Kuru ile Dış Ticaret Fiyatları Arasındaki

Yansuma Etkisi Analizi”, (Doktora Tezi), Eskişehir: Anadolu Üniversitesi SBE, 2005

ALTINTAŞ M. Ayhan, “Risk ve Sermaye Yönetimi”, Erişim Tarihi: 05.11.2021, <https://books.google.com.tr/books?id=vXssDwAAQBAJ&printsec=frontcover&hl=tr#v=onepage&q&f=true>

APAK Sudi, “Uluslararası Finansal Teknikler-Analiz, Teori, Uygulama”, İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi, 2.Baskı, 1995

ARSLAN Ceren, “*Döviz Kuru Riski ve Yönetimi*”, (Yüksek Lisans Tezi), Ankara: Ankara Üniversitesi SBE, 2005

ASLAN Nurdan, YÖRÜK Demet, “Teoride ve Uygulamada Dış Ticaret Hadleri ve Kalkınma İlişkisi”, *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 25 (2), 2008, ss. 33-69

AŞIKOĞLU Rıza, KAYAHAN Cantürk, “Global Finansal Sistem Etkileşimiyle Türkiye’nin Türev Piyasa Görünümü”, *Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 10 (2), 2008, ss. 157-179

ATAÇ Beyhan, “Maliye Politikası”, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Eğitim, Sağlık ve Bilimsel Araştırma Çalışmaları Vakfı Yayınları, 6. Baskı, No:118, 1999

AY Ahmet, ÜÇLER Gülbahar, KOÇAK İsmail, “Reel Döviz Kuru Dalgalanmalarının Dış Ticaret Üzerine Etkisinin Sınır Testi Yaklaşımı ile Analizi: 1996-2006 Türkiye Örneği”, *Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 9 (17), 2009, ss. 50-67

AYDENİZ Emine Şule, “Riskten Korunmak (Hedging) İçin Döviz Kuru Üzerine Vadeli İşlem (Futures) Sözleşmesinin Firmalarda Uygulanması”, *Öneri Dergisi*, 7 (27), 2007, ss.141-150

AYDIN Üzeyir, EKİNCİ Ramazan, TÜZÜN Osman, “Türkiye’deki Reel Sektörün Finansal Yapısı: Kur Değişimlerinin ve Politik İstikrarsızlığın İmalat Sanayi Üzerine Etkisi”, *In 3rd SCF International Conference on “Economic and Social Impacts of Globalization”*, *Proceeding Book*, 2017, ss. 5-14

AYDIN Zafer, “*İşletmelerde Döviz Futures Sözleşmeler ile Kur Riski Yönetimi: VOB (Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası) Uygulanması*”, (Yüksek Lisans Tezi), Aydın: Adnan Menderes Üniversitesi SBE, 2007

AYDIN Zeynep, “Kur Riskinin Akademisyenler Tarafından Yönetilmesinin Swara Yönetimi ile İncelenmesi”, *Gümrük Ticaret Dergisi*, 7 (20), 2020, ss. 51-63

AYHAN Fatih, “Türkiye Ekonomisinde Döviz Kuru Oynaklığının Dış Ticaret Üzerindeki Etkisinin Analizi”, *Business and Economics Research Journal*, 10 (3), 2019, ss. 629-647

AYSOY Derya, KÜÇÜKKOCAOĞLU Güray, “Döviz Müdahalelerinin Kur Üzerindeki Etkisi”, *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi*, 10 (1), 2016, ss. 65-94

AYTEKİN İbrahim, “Döviz Kuru Sanayi Üretimi ve Ekonomik Güven Arasındaki İlişkinin Analizi: Türkiye Örneği” *Bitlis Eren Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 9 (2), 2020, ss. 322-330

BAHMANİ-OSKOOEE, Mohsen, SAHA Sujata, “Exchange Rate Risk and Commodity Trade Between US and India: an Asymmetry Analysis”, *Journal of the Asia Pacific Economy*, 25 (4), 2020, ss. 675-695

BAK Başak, “Borsa Opsiyon Sözleşmesi”, *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 64 (04), 2009, ss. 39-75

BAKIŞ B., “Dünya Bankası Raporları Doğrultusunda Gelişmekte Olan Ülke Ekonomileri”, *Cataloging-In-Publication Data*, 2019

BARAK Doğan, NAİMOĞLU Mustafa, “Reel Döviz Kurunun Dış Ticaret Üzerindeki Etkisi: Kırılgan Beşli Örneği”, *Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 11 (2), 2018, ss. 82-95

BARIŞIK Salih, DEMİRCİOĞLU Elmas, “Türkiye’de Döviz Kuru Rejimi, Konvertibilite, İhracat-İthalat İlişkisi (1980-2001)”, *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 2 (3), 2006, ss. 71-84

BARUT Gül, “Elektronik Ticaretin Yaygınlaşması, Kobiler ve Türkiye Ekonomisine Etkileri”, (Master’s Thesis), Ankara: TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi SBE, 2010

BAŞCI Eşref Savaş, “Vadeli İşlem Piyasası Aracı Olarak Swap’ın İşleyişi ve Finansal Piyasalardaki Kullanımları”, *Gazi Üniversitesi Endüstriyel Sanatlar Eğitim Fakültesi Dergisi*, (12), 2003, ss. 18-33

BATTAL Ünal, MÜHİM Seyit Ali, “Havayolu Taşımacılığında Yakıt Anlaşmalarında Riskten Korunma Yöntemleri ve Türkiye Uygulaması”, *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*, 53 (611), 2016, ss. 39-56

BAYKAL Sanem, “Avrupa Birliği’nde Malların Serbest Dolaşımı ve Çevrenin Korunması: Farklı Menfaatler Arasında Denge Arayışı”, *Ankara Avrupa Çalışmaları Dergisi*, 5 (2), 2006, ss. 103-129

BDDK, “Aylık Bankacılık Sektörü Verileri (2008-2022)”, 2022, <https://www.bddk.org.tr/bultenaylik>

BECKER Chris, FABBRO Daniel, “Limiting Foreign Exchange Exposure Through Hedging: The Australian Experience”, *International Department Reserve Bank of Australia Research Discussion Paper*, 2006

BENOS Evangelos, PAYNE Richard, VASİOS Michalis, “Centralized Trading, Transparency, and Interest Rate Swap Market Liquidity: Evidence From the Implementation of the Dodd–Frank act”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 55 (1), 2020, ss. 159-192

BERUMENT Hakan, “Döviz Kuru Hareketleri ve Enflasyon Dinamiği: Türkiye Örneği”, 2002, ss. 2-15

BLOOMBERGHT, “Şirketler Kur Korumalı Mevduata Mesafeli”, Erişim Tarihi: 25.08.2022, <https://www.bloomberght.com/sirketler-kur-korumali-mevduata-mesafeli-2298219>

BOLAK Mehmet, “Finans Mühendisliği, Kavramlar ve Araçlar”, İstanbul: Beta Yayınları, 1998

BORATAV Korkut, “Türkiye İktisat Tarihi”, Ankara: İmge Yayınları, 2003

BOS Charles S., MAHIEU Ronald J., DIJK Herman K., “Daily Exchange Rate Behaviour and Korunma of Currency Risk”, *Journal of Applied Econometrics*, 15 (6), Special Issue: Inference and Decision Making, 2000, ss. 671-696

BOSCH David, SMİMOU K. “Traders’ Motivation and Hedging Pressure in Commodity Futures Markets”, *Research in International Business and Finance*, 59, 2022, ss. 101-529

BOYACIOĞLU Melek Acar, ÇÜRÜK Derya, “Döviz Kuru Değişimlerinin Hisse Senedi Getirisine Etkisi: Borsa İstanbul 100 Endeksi Üzerine Bir Uygulama”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (70), 2016, ss. 143-156

BROWN Gregory, “Managing Foreign Exchange Risk With Derivatives”, *The University of North Carolina at Chapel Hill-Finance Area*, 2000, ss. 1-59

BTSO, “İlk 250 Büyük Firma Araştırması”, Erişim Tarihi: 2021, <http://www.ilk250.org.tr/>

BUCKLEY Adrian, “Multinational Finance”, U.K: Financial Times Prentice Hall Pearson Education, 4th Edition, 2000

BURGAZ Neslihan, “Borç Dolarizasyonunun İmalat Sanayi Firmaları Üzerindeki Bilanço Etkisi”, *Türkiye Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 24 (3), 2020, ss. 511-522

BÜKER Semih, ÇELİKKOL Hakan, “Döviz Kuru Riski Yönetim Teknikleri ve SDŞ Ortağı KOBİ’lerin Bu Tekniklerden Yararlanabilme Olanakları”, *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, (59), 2019, ss. 123-139

CELASUN Oya, “The 1994 Currency Crisis in Turkey”, *Washington D.C. :World Bank Policy Research Working Paper*, No: 1913, 1998, ss. 1-42

CEYLAN Ali, “Finansal Teknikler”, Bursa: Ekin Kitabevi, 2. Baskı, 1995

CHANG Eric C., WONG Kit Pong, “Cross – Hedging with Currency Options and Future”, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38 (3), 2003, ss. 555-574

CHEN Natalie, CHUNG Wanyu, NOVY Dennis, “Vehicle Currency Pricing and Exchange Rate Pass-Through”, *Journal of the European Economic Association*, 20 (1), 2022, ss. 312-351

COTE Agatha, “Exchange Rate Volatility and Trade a Survey”, *Bank of Canada Working*, 1994

COYLE Brian, “Currency Options”, United Kingdom: Financial World Publishing, 2000

CROSS Sam Y., “The Foreign Exchange Market In The United States”, *Federal Reserve Bank Of New York*, 1998

ÇATIK Abdurrahman Nazif, “Yapısal Kırılma Altında Para Talebinin İstikrarı: Türkiye Örneği”, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 22 (251), 2007, ss. 103-113

ÇEVİK Mahmut Emin, “Döviz Kuru Riskinin Riske Maruz Değer (RMD) Yöntemiyle Ölçümü ve Bu Riske Karşı Finansal Türev Enstrümanların Kullanılması: Örnek Bir Uygulama”, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul: İstanbul Üniversitesi SBE, 2019

ÇITAK Nermin, KURT Fatma, “İhracat Firmalarında Riskten Korunma Aracı Olarak Türev Ürünlerin Kullanımı”, *Muhasebe Enstitüsü Dergisi*, (62), 2020, ss. 11-22

ÇİFTÇİ Necati, “Türkiye’de Cari Açık, Reel Döviz Kuru ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkiler: Eş Bütünleşme Analizi”, *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 14 (1), 2014, ss. 129-142

ÇONKAR Kemalettin, ATA Ali, “Riskten Korunma Aracı Olarak Türev Ürünlerin

Gelişmiş Ülkeler ve Türkiye’de Kullanımı”, *Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, 4 (2), 2002, ss. 1-17

ÇUHADAR Murat, DEMİRBAŞ Kerime, DAYAN Kübra, “TÜFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kurunun Alternatif Yaklaşımlarla Modellenmesi ve Tahminlenmesi”, *Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (34), 2019, ss. 78-103

DEĞERLİ Ahmet, FENDOĞLU Salih, “Reserve Option Mechanism as a Stabilizing Policy Tool: Evidence From Exchange Rate Expectations”, *International Review of Economics & Finance*, 35, 2015, ss. 166-179

DEMİR Sezgin, “Döviz Riskinden Korunma Yöntemleri ve Kullanılma Nedenleri: İMK Örneği”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 0 (41), 2009, ss. 156-169

DESTAİS Christophe, “Central Bank Currency Swaps and the International Monetary System”, *Emerging Markets Finance and Trade*, 52 (10), 2016, ss. 2253-2266

DİNÇER Mithat Zeki, “Mikro Ekonomi”, İstanbul: İstanbul Üniversitesi Açık ve Uzaktan Eğitim, 2009

DİNÇER Selin, “Döviz Kuru Riski Yönetimi ve Kırıkkale Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama”, (Yüksek Lisans Tezi), Kırıkkale: Kırıkkale Üniversitesi SBE, 2019

DOĞAN Zeki, “Kur Değişmelerinin İşletmeler Üzerindeki Olumsuz Etkileri ve Bu Etkilerin Yönetimine İlişkin Bir Alan Çalışması”, *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 6 (6), 2000, ss. 303-329

DOĞAN Zeki, TÜRK Zeynep, ÇÜRÜK Turgut, “Yabancı Para ile Düzenlenmiş Mali Tabloların Ulusal Paraya Çevirisinde Kullanılan Yöntemler ve Mali Tablolar Üzerindeki Etkisi”, *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 8 (8), 2001, ss. 83-105

DOĞANAY Murat, “Döviz Kuru Riski Yönetimine Sektörel Bir Yaklaşım”, *Uluslararası Kültürel ve Sosyal Araştırmalar Dergisi (UKSAD)*, 2 (Special Issue 1), 2016, ss. 149-164

DRUCKER Peter F., “Gelecek İçin Yönetim – 1990’lar ve Sonrası”, Ankara: Türkiye İş Bankası Yayınları, 5. Baskı, 1998

DUMAS Bernard, SOLNİK Bruno, “The World Price of Foreign Exchange Risk”, *The Journal of Finance*, 50 (2), 1995, ss. 445-479

DUMRUL Cüneyt, GÖKALP Kerem Hulusi, “Döviz Kuru Oynaklığının İhracata Etkisi: Türkiye Ekonomisi İçin Ekonometrik Bir Analiz”, *Business and Economics Research Journal*, 13 (1), 2022, ss. 11-30

EĞİLMEZ Mahfi, “Değişim Sürecinde Türkiye”, İstanbul: Remzi Kitabevi, 16. Baskı, 2018

EĞİLMEZ Mahfi, “Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi Nedir?”, Erişim Tarihi: 12.01.2021, <http://www.mahfiegilmez.com/2012/11/reel-efektif-doviz-kuru-endeksinedir.html>

ENGİN Cem, GÖLLÜCE Esra, “2008 Küresel Finans Krizi ve Türkiye Üzerine Yansımaları”, *Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi İİBF Dergisi*, 6 (1), 2016, ss. 27-40

ERÇEL Gazi, “Türkiye’de Para Politikası Uygulamaları ve Etkileri”, *İktisat İşletme ve Finans*, 11 (129), 1996, ss. 5-15

ERDOĞAN Niyazi, “Uluslararası İşletmelerde Mali Risk ve Yönetimi & Çağdaş Finansal Teknikler”, İstanbul: Kent Matbaacılık, 1995

ERDOĞAN Selim, “Körfez Krizi’nin Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri (1989- 1991)”, *Dicle Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 8 (15), 2018, ss. 33-47

ERGÜN Suzan, TAŞAR İzzet, “Döviz Kuru, Verimlilik ve İhracat Nedensellik Analizi”, *Akademik Yaklaşımlar Dergisi*, 5 (1), 2014, ss. 1-12

ERGÜN Yücel, “Türkiye’nin Dış Borç Gelişimine Yönelik Bir Değerlendirme”, *Sosyal, Beşeri ve İdari Bilimler Alanında Uluslararası Araştırmalar VIII*, 2022, ss. 125 – 139

ERKAN Rümeyza, “Dolarizasyon Histerisi: Türkiye Örneği”, *Pamukkale Üniversitesi SBE Dergisi*, (49), 2022, ss. 397- 407

EROĞLU Nadir, “Atatürk Dönemi İktisat Politikaları (1923-1938)”, *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi*, 23 (2), 2007, ss. 63-73

ERTEKİN Meriç Subaşı, KUTLU Erol, “1980 Sonrası Dönemde Türkiye Dış Ticaretinin Genel Bir Analizi”, *Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 16 (1), 2000, ss. 223-254

ERTÜRK Emin, “Makro İktisat”, Bursa: Aktüel Yayınları, 3. Baskı, 2016

ERTÜRK Hakan, “Bankacılık Sektörünün Karşılaştığı Riskler ve Risk Yönetimi”, *Denetim Dergisi*, (4), 2010, ss. 62-70

ESEN Ömer, “Türkiye’de Döviz Kuru Belirsizliğinin İhracat Üzerine Etkisi”, *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*, (568), 2012, ss. 89-99

ESKİ Sulhi, GÜNEY Erdal, “Dış Ticarete Karşılaşılan Finansal Risklere Karşı Alınacak Önlemler; Otomotiv Yan Sanayi İşletmesi Uygulaması”, *Gümrük ve Ticaret Dergisi*, 7 (20), 2020, ss. 20-30

EUN Cheol S., BRUCE G. Resnick, “International Financial Management”, New York: McGrawHill/Irwin, 2nd Edition, 2001

EURONEWS, “Türkiye’deki Siyasi Çalkantılar 2008’den Beri Dolar - TL Kurunu Nasıl Etkiledi?”, Erişim Tarihi: 27.08.2022, <https://tr.euronews.com/2020/09/29/turkiye-deki-siyasi-calkalanmalar-2008-den-beri-dolar-tl-kurunu-nasil-etkiledi>

EVCİ Samet, KANDIR Serkan Yılmaz, “Optimal Hedge Oranı Tahmini: Dolar/TL Vadeli İşlem Sözleşmeleri Üzerine Bir Uygulama”, *TISK Akademi*, 12 (23), 2017, ss. 187-200

FEDERAL RESERVE BANK, “Economic Research Data”, Erişim Tarihi: 28.05.2022, <https://fred.stlouisfed.org>

FEHLE Frank, “The Components of Interest Rate Swap Spreads: Theory and International Evidence”, *Journal of Futures Markets: Futures, Options and Other Derivative Products*, 23 (4), 2003, ss. 347-387

“Foreign Exchange and Settlement Risk Management Guideline”, *Central Bank Of Barbados*, 2007

GADANECZ Blaise, MİYAJİMA Ken, SHU Chang, “Emerging Market Local Currency Sovereign Bond Yields: the Role of Exchange Rate Risk”, *International Review of Economics & Finance*, 57, 2018, ss. 371-401

GOLDBERG Linda S., KENNEDY Craig, MİU Jason, “Central Bank Dollar Swap Lines and Overseas Dollar Funding Costs”, *National Bureau of Economic Research*, 2010, ss. 1-18

GÖK Abdulkerim, “Alternatif Döviz Kuru Sistemleri”, *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 21 (1), 2006, ss. 131-145

GÜLLÜ İlhan, “AB ve ABD Serbest Ticaret Anlaşması Sürecine Türkiye-AB Gümrük Birliği Anlaşması Özelinde Bir Bakış”, *Bilge Strateji Dergisi*, 6 (11), 2014, ss. 89-106

GÜNGÖR Bener, “Finansal Türevlerin Muhasebeleştirilmesi”, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 15 (1-2), 2001, ss. 189-214

GÜRİŞ Burak, “Vade Yapılarına Göre Yabancı Sermaye Hareketlerinin Büyüme Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği”, *Öneri Dergisi*, 7 (28), 2007, ss. 309-316

GÜVEN Emine Türkan A., “İhracata Dayalı Büyüme Modeli: Türkiye Örneği (1980- 2021)”, *Aksaray Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 13 (1), 2021, ss.63-70

GÜZEL Adnan, “Mevduat Yatırımcısının Türev Ürünlerin Kullanımı Yoluyla Getiri Maksimizasyonu”, *Üçüncü Sektör Sosyal Ekonomi*, 53 (3), 2018, ss. 1209 – 1234

HACIHASANOĞLU Burçin, “Meksika 1994 ve Arjantin 2001-2002 Krizlerinin Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye İçin Önemi”, (Uzmanlık Yeterlilik Tezi), Ankara: TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, 2005

HAKALA Jürgen, WYSTUP Uwe Peter, “FX Basket Options”, *CPQF Working Paper Series*, (14), 2008, ss. 1-16

HATİPLER Mustafa, “Türkiye-AB Gümrük Birliği Antlaşması ve Antlaşmanın Türkiye Ekonomisine Etkileri”, *Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 13 (1), 2012, ss. 14- 32

HAYTA Tuğba, “Küçük ve Orta Boy İşletmelerde Döviz Kuru Riski Yönetimi”, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul: İstanbul Üniversitesi SBE, 2009

HEPAKTAN C. Erdem, ÇINAR Serkan, DÜNDAR Özlem, “Türkiye’de Uygulanan Döviz Kuru Sistemlerinin Dış Ticaret ile İlişkisi”, *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi (AKAD)*, 3 (5), 2011, ss. 62-82

HEPAKTAN C. Erdem, “Türkiye’nin Marshall-Lerner Koşuluna İlişkin Parçalı Eşbütünleşme Analizi”, *Yönetim ve Ekonomi: Celal Bayar Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 16 (1), 2009, ss. 39-55

İNJADAT Ehab M., “Futures and Forwards Contracts From Perspective of IslamicLaw”, *Journal of Economics and Political Economy*, 1 (2), 2014, ss.241-252

İSLAM Misbahul, CHAKRABORTİ Jayanta, “Futures and Forward Contract as a Route of Hedging the Risk”, *Risk Governance and Control: Financial Markets & Institutions*, 5 (4), 2015, ss. 68-79

İNAN Emre Alpan, “Kamu Borç Stokunun Sürdürülebilirliği ve Türkiye”, *Bankacılar Dergisi*, (46), 2003, ss. 15-38

İNANDIM Şeyda, “Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği”, (Yayınlanmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi), Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, 2005

İPEK Ayşegül, ILDIR Fehmi Ali, “Uluslararası Muhasebe Standartları Kapsamında Kur

Riski Yönetim Faaliyetlerinin Muhasebeleştirilmesi”, *Business and Economics Research Journal*, 9 (1), 2018, ss. 235-252

İŞGÜDEN Burcu, “Riskten Korunma Aracı Olarak Futures (Vadeli İşlem) Sözleşmeleri: Bir Araştırma”, *Mevzuat Dergisi*, 11 (122), 2008, ss.1-11

İŞLEYEN İlker Şadi, “Döviz Kuru Riskini Azaltmanın En Etkin Yolu Forward İşlemleri”, *İstanbul Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler Odası Mali Çözüm Dergisi*, (105), 2011, ss. 177-182

İZMEN Ümit, YILMAZ Kamil, “Turkey’s Recent Trade and Foreign Direct Investment Performance”, *TÜSİAD-KOÇ University Economic Research Forum Working Paper Series*, 2009, ss. 1-30

KADERLİ Yusuf, KÜÇÜKKAYA Hatice, “2008 Dünya Finansal Krizi Sonrası Türkiye Ekonomisinde Yaşanan Gelişmelerin Bazı Ülkelerle Karşılaştırmalı Olarak İncelenmesi”, *Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (12), 2012, ss. 85- 96

KADIOĞLU Eyüp, “Şirketlerin Karşılaştıkları Kur Riski ve Kur Riskinin Yönetilmesi”, (Yeterlik Etüdü), Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu, 2003

KANYILMAZ İbrahim, “Para ve Finansman Konularında Etkinlik”, *Yeni Türkiye Dergisi*, Türk Ekonomisi Özel Sayı, 1999, ss. 272-278

KARABIYIK Lale, ANBAR Adem, “Volatilite ve Varyans Swapları”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (35), 2007, ss. 62-77

KARAÇOR Zeynep, ALPTEKİN Volkan, “1980 Sonrası İstikrar Politikaları Işığında Türkiye Ekonomisinin Trend Analizi Yardımıyla Değerlendirilmesi”, *Selçuk Üniversitesi İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, (11), 2006, ss. 307-342

KARAGÖZ Murat, DOĞAN Çetin, “Döviz Kuru Dış Ticaret İlişkisi: Türkiye Örneği”, *Fırat Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 15 (2), 2005, ss. 219-228

KARAMUSTAFA Osman, “Türkiye’de 500 Büyük Firmada Döviz Kuru Riski Yönetimine İlişkin Bir Saha Araştırması”, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul: İstanbul Üniversitesi SBE,1995

KARAŞ Göksel, KARAŞ Ebru, “Reel Efektif Döviz Kuru, İhracat ve İthalat Arasındaki İlişki: Türkiye Özelinde Ekonometrik Bir Değerlendirme”, *Uşak Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 10 (IASOS Özel Sayısı), 2017, ss. 27-46

KARAŞ Göksel, “Dış Ticarete Kullanılan Döviz Kuru Riski Yönetim Tekniklerinin

Finansal Bilgi Düzeyi Bağlamında Değerlendirilmesi: TR33 Bölgesi Örneği, (Yüksek Lisans Tezi), Kütahya: Dumlupınar Üniversitesi SBE, 2018

KARLUK Rıdvan, “Türkiye Ekonomisinin Sektörel Analizi”, İstanbul: Beta Yayıncılık, 1996

KARLUK Rıdvan, “Uluslararası Ekonomi-Teori ve Politika”, İstanbul: Beta Yayınları, 6. Baskı, 2002

KARLUK Rıdvan, “Uluslararası Ekonomi-Teori ve Politika”, İstanbul: Beta Basım Yayın, 9. Baskı, 2009

KAYA Harun, “2001 Krizi Sonrası Türkiye’de Döviz Kuru ve Enflasyon İlişkisi: Döviz Kuru Geçiş Etkisinin VAR Analizi”, *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 73 (3), 2001, ss. 841-865

KENDİRLİ Selçuk, KAYA Aslıhan, “Havayolu Şirketlerinde Finansal Bir Araç Olarak Hedging Yönteminin Kullanılması”, *Manas Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 7 (4), 2018, ss. 113-126

KETBOĞA Metin, “Dış Ticarete Ortaya Çıkan Kur Riski ve Kur Riskinden Korunma Metotları”, *Karadeniz Sosyal ve Beşeri Bilimler Dergisi*, 3 (2), 2019, ss. 177-190

KIPICI Ahmet, KESRİYELİ Mehtap, “The Real Exchange Rate Definitions and Calculations”, *Central Bank of the Republic of Turkey*, 97 (1), 1997, ss. 1-10

KIYILAR Murat, “Swap, Swap Türleri ve Swap İşlemlerinin Muhasebeleştirilmesi”, *İ.Ü. İşletme Fakültesi Dergisi*, 27 (1), 1998, ss. 83-104

KİBRİTÇİOĞLU Aykut, KİBRİTÇİOĞLU Bengi, “Türkiye’de Uzun-Dönem Reel Döviz Kuru Dengesizliği 1987-2003” *Ankara Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Araştırma ve İnceleme Dizisi*, (38), 2004, ss. 1-42

KOÇ Haluk, DEĞER M. Kemal, “Döviz Kuru Belirsizliği ve Yurtiçi Yatırımlar: Türkiye Ekonomisi Üzerine Nedensellik Testleri (1988-2007)”, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 24 (3), 2010, ss. 79-93

KOLB Burton Arthur, DEMONG Richard F., “Principles Of Financial Management”, Texas: Business Publication INC, 1988

KONURALP Gürel, “Döviz Kuru Riski Yönetimine Portföy Yaklaşımı ve Uygulama”, (Doktora Tezi), İstanbul: İstanbul Üniversitesi SBE, 1990

KORKMAZ Suna, BAYIR Musa, “Döviz Kuru Dalgalanmalarının Yurtiçi Fiyatlara

Etkisi”, *Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 8 (4), 2015, ss. 69-85

KORUR Selen, “*Döviz Kuru Dalgalanmalarının Öngörülmesi ve Hedging (Risk Yönetimi)*”, (Yüksek Lisans Tezi), Ankara: Hacettepe Üniversitesi SBE, 2019

KÖSE Nezir, AY Ahmet, TOPALLI Nurgün, “Döviz Kuru Oynaklığının İhracata Etkisi: Türkiye Örneği (1995–2008)”, *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 10 (2), 2008, ss. 25-45

KRUGMAN Paul R., OBSTFELD Maurice, “*International Economics-Theory and Policy*”, USA: Addison Wesley Publishing Company, 5th Edition, 2000

KULA Veysel, “İşletmelerde Döviz Riski Algılaması ve Yönetimi: Afyon’da Yerleşik İşletmeler Üzerine Bir Araştırma”, *Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, 4 (1), 2002, ss. 33-48

KURBANALİEV Ermatali, “*Dış Ticaret Faaliyetinde Bulunan İşletmelerde Döviz Kuru Riski Yönetimi: Bişkek’teki İşletmeler Üzerine Bir Uygulama*”, (Yüksek Lisans Tezi), Kocaeli: Kocaeli Üniversitesi SBE, 2016

KURT Betül, ZENGİN Hilmi, “İthalatın Ekonomik Büyüme Üzerindeki Doğrudan ve Dolaylı Etkileri: Feder-Ram Modeli”, *Uluslararası Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 2 (4), 2016, ss. 67-86

KUTLAR Aziz, ŞİMŞEK Muammer, “Türkiye’de İthalat Talebinin Koentegrasyon Analizi: 1987(I)-2000(IV)”, *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 18 (2), 2003, ss. 65-82

KUTUKIZ Doğan, “Turizm Sektöründe Döviz Riski ve Korunma Yöntemleri”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (28), 2005, ss. 198-207

MADURA Jeff, “*Uluslararası Finansal Yönetim I*”, (çev. Hatice Doğukanlı), Ankara: Nobel Yayınları, 10. Baskı, 2012

MELAL Oumelkheir, “*Dış Ticarete Döviz Kuru Riskinden Korunma Teknikleri Nuro Holding A.Ş. ’de Bir Uygulama*”, (Yüksek Lisans Tezi), Eskişehir: Anadolu Üniversitesi SBE, 2011

MEMİŞ Mehmet Ünsal, TÜM Kayahan, “Döviz Cinsinden Alımlarda Döviz Alım Opsiyonları ve Riskten Korunma Muhasebesi”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (65), 2015, ss. 43-62

MORGİL Orhan, “Kopenhag Ekonomik Kriterleri ve Türkiye’nin Uyum Süreci”, *Ankara Avrupa Çalışmaları Dergisi*, 5 (2), 2006, ss. 91-102

NAZLI Aykut Tahsin, “Döviz Kuru Riski Yönetim Tekniklerinin Türkiye’de Uygulanabilirliği ve Uygulayıcıların Eğitiminin Önemi”, (Yüksek Lisans Tezi), Ankara: Gazi Üniversitesi Eğitim Bilimleri Enstitüsü, 2006

ORDU Cem Ferdi, “Döviz Kuru Dış Ticaret İlişkisi: Türkiye Örneği”, (Yüksek Lisans Tezi), Aydın: Adnan Menderes Üniversitesi SBE, 2013

ÖÇAL Tezer, ÇOLAK Ömer Faruk, “Finansal Sistem ve Bankalar”, Ankara: Nobel Yayınları, 1. Baskı, 1999

ÖZATAY Fatih, SAK Güven, “The 2000-2001 Financial Crisis in Turkey”, *Brookings Trade Forum*, 2002, ss. 121-160

ÖZATAY Fatih, “Paving the Way for an Economic Crisis with High Leverage and Currency Mismatches: 2018-19 Crisis in Turkey”, *The Economic Policy Research Foundation of Turkey (TEPAV)*, 2020, ss. 1-34

ÖZATAY Fatih, “The 1994 Currency Crisis in Turkey” *The Journal of Policy Reform*, 3 (4), 2000, ss. 327-352.

ÖZBEY Anıl, “Kur Riski Yönetimi ve Kur Riskinin BİST’te İşlem Gören Havayolu İşletmeciliği Firmaları Üzerindeki Etkileri”, (Yüksek Lisans Tezi), Kırklareli: Kırklareli Üniversitesi SBE, 2017

ÖZDAMAR Gökhan, “Türkiye Ekonomisinde Döviz Kuru Geçiş Etkisi: ARDL-Sınır Testi Yaklaşımı Bulguları”, *Akdeniz İİBF Dergisi*, 15 (32), 2015, ss. 66-97

ÖZDEMİR K. Azim, ŞAHİNBEYOĞLU Gülbin, “Alternatif Döviz Kuru Sistemleri”, *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği*, 2000, ss. 1- 10

ÖZKUL Gökhan, “Türkiye’de Finansal Dolarizasyonun Enflasyon ve İstihdam ile Olan Etkileşimi”, *İşletme Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi*, (1), 2021, ss. 59-79

ÖZSAĞLAM Mert, “Dış Ticaret Firmalarında Döviz Kuru Riski: İzmir İli Örneği”, (Yüksek Lisans Tezi), İzmir: Yaşar Üniversitesi SBE, 2016

ÖZSOY Deniz, “Hedging Uygulamalarının İşletmelere Finansal Risk Yapısı Üzerine Etkisi: Kayseri Organize Sanayi Bölgesi ve İstanbul İkitelli Organize Sanayi Bölgesi Örneği”, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul: İstanbul Gelişim Üniversitesi SBE, 2018

ÖZTÜRK Salih, “Sabit Döviz Kuru Politikasının Krizlere Olan Etkisi: 1997 Güneydoğu Asya ve 2000 Kasım-2001 Şubat Türkiye Krizleri”, *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, 10 (1), 2003, ss. 171-185

ÖZTÜRK Şinasi, NAS Fethi, İÇÖZ Ergün, “24 Ocak Kararları, Neo-Liberal Politikalar ve Türkiye Tarımı”, *Pamukkale Üniversitesi SBE Dergisi*, 1 (2), 2008, ss. 15-32

PAMUKÇU Ali Bülent, “Uluslararası İşletme Finansı”, İstanbul: Güryay Matbaası, 1, 1984

PAPAİOANNOU Michael G., “Exchange Rate Risk Measurement and Management: Issues and Approaches for Firms”, *South – Eastern Europe Journal Of Economics* 2, 2006, ss. 129-146

PARASIZ İlker, EKREN Nazım, “Uluslararası Finans ve Küresel Finans Krizi”, Bursa: Ezgi Kitabevi, 1. Baskı, 2016

PARASIZ İlker, “Döviz İşlemleri ve İthalat ve İhracatla Uğraşan Firmalar Üzerinde Yabancı Dövizler ve Türk Lirasının Değerinde Görülen Değişikliklerin Yarattığı Riskler ve Risklerden Korunma Yöntemleri”, *Tekstil ve Mühendis*, 5 (26), 1991, ss. 98-108

PARASIZ İlker, “Finansal Kurumlar ve Piyasalar”, Bursa: Ezgi Kitabevi, 2. Baskı, 2012

PARASIZ İlker, “Para Teorisi ve Politikası”, Bursa: Ezgi Kitabevi, 1. Baskı, 2007

PRİOLON Joel, “Futures Contracts and Forward Contracts”, *Financial Markets for Commodities*, 2019, ss. 25-54

SAATÇIOĞLU Cem, KARACA Orhan, “Döviz Kuru Belirsizliğinin İhracata Etkisi: Türkiye Örneği”, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 5 (2), 2004, ss. 183-195

SAĞLAM Müge, BAŞAR Mehmet, “Döviz Kuru Oynaklığının Öngörülmesi: Türkiye Örneği”, *Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 18 (31), 2016, ss. 23-29

SAKAL Halil Burak, YILDIZ R., “Kapadokya Ekonomi Toplantıları-I: Yaşanan Uluslararası Finansal Kırılganlıklar, Türkiye Dış Ticaret Firmalarının Açık Döviz Pozisyonları ve Bunlara Karşı Korunma İşlemleri” *Kapadokya Üniversitesi Yayınları*, (2), 2019, ss. 1-82

SAYGILI Hülya, SAYGILI Mesut, YILMAZ Gökhan, “Türkiye İçin Yeni Reel Efektif Döviz Kuru Endeksleri”, TCMB Çalışma Tebliği, (10/12), 2010, ss. 1-35

SEVER Erşan, MIZRAK Zekeriya, “Döviz Kuru, Enflasyon ve Faiz Oranı Arasındaki İlişkiler: Türkiye Uygulaması”, *Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 7 (13), 2007, ss. 264-283

SEVER Erşan, “Türkiye’de Dolarizasyon Süreci ve Döviz Kuru Belirsizliği İlişkisi”, *Sosyoekonomi Dergisi*, (1), 2012, ss. 203-222

- SEYİDOĞLU Halil, “Uluslararası İktisat”, İstanbul: Güzem Yayınları, 13. Baskı, 1999
- SEYİDOĞLU Halil, “Uluslararası Finans”, İstanbul: Güzem Yayınları, 3. Baskı, 2001
- SEZER Sevgi, CANPOLAT Kemal, “Firma Mevduatları ve Dış Ticaret Açısından Kur Riskinin Yönetilmesinde Türev Ürünlerin Kullanımı”, *Paradoks Ekonomi Sosyoloji ve Politika Dergisi*, 13 (1), 2017, ss. 29-46
- SEZGİN Volkan, “Türk İhracatında Yaşanan Dönüşümün Analizi: Ticaretin Serbestisinden Bugüne”, *Aydın İktisat Fakültesi Dergisi*, 2 (2), 2017, ss. 1-20
- SHAPIRO Alan C., “Multinational Financial Management”, USA: John Wiley & Sons, 10th Edition, 2013
- STEIN Jeremy C., FROOT Kenneth A., SCHARFSTEIN David S., “Risk Management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies”, *The Journal of Finance*, 48 (5), 1993, ss. 1629-1658
- STULTZ Rene M., “The Pricing of Currency Options”, *New York Institute of Finance*, 1990, ss. 1-36
- SÜMER Gökhan, ZENGİN Bekir, BATTAL Hasan, “Vadeli İşlem ve Vadeli İşlem Piyasaları”, *Third Sector Social Economic Review*, 53 (2), 2018, ss. 549-562
- ŞAHİNBEYOĞLU Gülbin, ULAŞAN Bülent, “An Empirical Examination of the Structural Stability of Export Function: the Case of Turkey”, *Central Bank of the Republic of Turkey*, (9907), 1999, ss. 1-23
- ŞEKER Kudbeddin, ÇEMBERLİTAŞ İbrahim, ALTUNDAĞ Salahaddin, “Opsiyon Sözleşmeleri ve Opsiyon Sözleşmelerinden Doğan Kar/Zararın Hesaplanması”, *Sosyal Bilimler Akademi Dergisi*, 1 (2), 2018, ss. 120-140
- ŞEN Ali, ŞİT Mustafa, “Turizm Gelirlerinin Türkiye Ekonomisindeki Rolü ve Önemi”, *Dicle Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 5 (8), 2015, ss. 30-45
- ŞENOL Zekai, KOÇ Selahattin, “Kur Riski ve Kur Riski Yönetiminin Firma Performansına Etkisi”, *Ekonomi Politika ve Finans Araştırmaları Dergisi*, 6 (2), 2021, ss. 534-564
- TABAN Sami, “Döviz Kuru Rejimleri Türkiye’de Bir İstikrar Politikası Aracı Olarak Kullanılabilir Mi?”, *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 5 (1), 2004, ss. 129-146
- TAPŞIN Gülçin, KARABULUT Ahu Tuğba, “Reel Döviz Kuru, İthalat ve İhracat

Arasındaki Nedensellik İlişkisi: Türkiye Örneği”, *Akdeniz İİBF Dergisi*, 13 (26), 2013, ss. 190-205

TAŞSEVEN Özlem, ÇINAR Serkan, “Türkiye’de Borç Dolarizasyonunun Belirleyicileri ve Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri”, *Sosyal Bilimler Araştırma Dergisi*, 4 (2), 2015, ss. 121-141

TCMB, “Döviz Kuru İstatistikleri (1980-2022)”, 2022, <https://www.tcmb.gov.tr/>

TCMB, “Enflasyon Verileri (1998-2002)”, 2022, <https://www.tcmb.gov.tr/>

TCMB, “Para ve Banka İstatistikleri (1986-2022)”, 2022, <https://www.tcmb.gov.tr/>

TCMB, “Parasal ve Finansal İstatistikler (1998-2002)”, 2022, <https://www.tcmb.gov.tr/>

TCMB, “1994 Yıllık Rapor”, Ankara, 1995, Erişim Tarihi: 26.04.2022 <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Yillik+Rapor/>

TCMB, “1999 Yıllık Rapor”, Ankara, 2000, Erişim Tarihi: 26.04.2022 <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Yillik+Rapor/>

TEKER Suat, “Faiz Oranı ve Döviz Kuru Riski Yönetimi”, Ankara: Ekonomik Araştırmalar Merkezi Yayınları 2, 1999

TEMİR Cem, “Covid-19’un Sermaye Piyasaları Üzerine Etkisi”, *İstanbul Ticaret Üniversitesi Girişimcilik Dergisi*, 4 (7), 2020, ss. 50-66

TİFTİK Canan, “2008 Yılı ABD Kaynaklı Küresel Finansal Krizin Türkiye Ekonomisine Etkileri”, İstanbul: Hiperlink Yayınları, 1. Baskı, 2020

TOPÇU Bünyamin, “*Finans Dışı Şirketlerde Kurumsal Risk Yönetimi*”, (Doktora Tezi), İstanbul: Kadir Has Üniversitesi SBE, 2010

TUNABOYLU Ali Naili, “*Döviz Kuru Riski ve Firma Değeri ile İlişkisi: İMKB Şirketleri Üzerine Bir Uygulama*”, (Doktora Tezi), Ankara: Ankara Üniversitesi SBE, 2008

TUNÇ Hakan, “Dış Ticaret Yapan Firmaların Döviz Kurunu Tahmininde Başarıyı Etkileyen Faktörler: Batı Akdeniz Bölgesi Örneği”, *Kastamonu Üniversitesi İİBF Dergisi*, 22 (1), 2020, ss. 6-23

TÜİK, “Dış Ticaret İstatistikleri (1980-2022)”, 2022, <https://www.tuik.gov.tr/>

TÜİK, “Fasillara Göre Dış Ticaret İstatistikleri (1980-2021)”, 2022, <https://www.tuik.gov.tr/>

TÜRK Emrah, “Döviz Kuru Enflasyon İlişkisi ‘Türkiye Örneği’”, *Ufuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 5 (9), 2016, ss. 81-102

TÜZÜNER Özlem, “Mal Değişim Sözleşmesi Hakkında Yakın Gelecek Öngörülleri”, *Türk İdare Dergisi*, (480), 2015, ss. 229-256

USLU Hüseyin, “Türkiye’de Döviz Kuru ve Faiz Oranının Dış Ticaret Üzerine Etkileri: Yapısal Kırılmalı Bir Analiz”, *Ekonomi, Politika & Finans Araştırmaları Dergisi*, 3 (3), 2018, ss. 311-334

UYGUR Ercan, “2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri Üzerine Değerlendirmeler”, *Mülkiye Dergisi*, 25 (227), 2001, ss. 37-70

UZUNLAR Evcan, AKTAN Mehmet, “Finansal Opsiyonlar, Gerçek Opsiyonlar ve Uygulamaları”, Ankara: Gazi Kitabevi, 2006

UZUNOĞLU Sadi, “Para ve Döviz Piyasaları”, İstanbul: Literatür Yayıncılık, 1. Baskı, 2000

UZUNOĞLU Sadi, “Para ve Döviz Piyasaları”, İstanbul: Literatür Yayıncılık, 2. Baskı, 2003

ÜNLÜ Hidayet, “Döviz Kuru Oynaklığı ve Ekonomik Büyüme: Türkiye Örneği”, *Sakarya İktisat Dergisi*, 5 (3), 2016, ss. 17-31

VERGİL Hasan, ERDOĞAN Serdar, “Döviz Kuru-Ticaret Dengesi İlişkisi: Türkiye Örneği” *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 5 (9), 2009, ss. 35-57

VOBAŞ, “Türev Araçlar Lisanslama Rehberi”, 2012, Erişim Tarihi: 04.05.2021, <https://docplayer.biz.tr/55100538-Turev-araclar-lisanslama-rehberi.html>

VOICE OF AMERIKA (VOA), “Türkiye’de Doların 20 Yıllık Serüveni”, Erişim Tarihi: 25.08.2022, [Türkiye’de Doların 20 Yıllık Serüveni \(voaturkce.com\)](https://www.voaturkce.com/)

YASLIDAĞ Beyhan, “Türev Piyasalar ve Analiz Yöntemleri”, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 1. Baskı, 2016

YAZİD Ahmad Shukri, HUSSİN ZM. Rasid, RAZALİ Ahmad Rizal, “A Cross-Sectional Study on Foreign Exchange Risk Management by Malaysian Manufacturers”, *International Business Management 2, Medwell Journals*, 2008, ss. 28-32

YENTÜRK Nurhan, “Finansal Serbestlik ve Makroekonomik Dengeler Üzerindeki Etkiler”, *Ekonomik Yaklaşım*, 8 (2), 1997, ss. 131-156

YERLİKAYA Aysun, “Türk Lirası’nın Dış Ticarete Kullanılması”, *Ekonomi Maliye İşletme Dergisi*, 2 (1), 2019, ss. 13-28

YILDIRAN Mustafa, “İhracat Yapan İşletmelerde Kur Riski Yönetimi ve Denizli Bölgesinde Değişik Ölçekli Firmalarda Uygulama”, (Doktora Tezi), Isparta: Süleyman Demirel Üniversitesi SBE, 2003

YILDIZ Rıfat, ÇİFTÇİ Fatih, “Bankacılıkta ve Dış Ticarete Döviz Kuru Riskine Karşı Korunma: Hedging İşlemleri”, Ankara: Detay Yayıncılık, 1. Baskı, 2011

YILDIZ Rıfat, ÇİFTÇİ Fatih, “Dış Ticarete Kur Riski ve Alternatif Korunma Teknikleri: İhracatçı Firma Açısından Bir Örnek Olay”, *Selçuk Üniversitesi 14. Ulusal Finans Sempozyum Bildirileri*, 2010

YILDIZ Rıfat, ÇİFTÇİ Fatih, “Dış Ticarete Kur Riski Yönetimi: Temsili Bir Türk Dış Ticaret Firması İçin Uygulama Örnekleri”, *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 5 (9), 2013, ss. 93-112

YILMAZ Baki, ŞAHİN İ. Erem, “Türev Ürünlerinden Swap İşlemlerinin Mali Risk Yönetiminde Kullanımı”, *Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 9 (17), 2009, ss. 393-406

YÜCEL Ayşe Tülay, MANDACI Pınar Evrim, KURT Gülüzar, “İşletmelerin Finansal Risk Yönetimi ve Türev Ürün Kullanımı: İMKB 100 Endeksinde Yer Alan İşletmelerde Bir Uygulama”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (36), 2007, ss. 1-9

YÜCEL Ayşe Tülay, “Türkiye’deki İşletmelerin Döviz Kuru Risk Yönetimi Uygulamaları”, (Doktora Tezi), İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi SBE, 1996

WITZANY Jiri, “Forwards and Futures”, *Springer Text in Business and Economics*, (2), 2020, ss. 19-42

EKLER

Ek 1. Anket Formu

ARAŞTIRMAYA KATILAN KURUMUN ADI	
ANKETİ CEVAPLAYAN ÇALIŞANIN ADI SOYADI	Bu Alanı Doldurmak Zorunlu Değildir.
ANKETİ CEVAPLAYAN ÇALIŞANIN STATÜSÜ	() Birinci Dereceden Yetkili () İkinci Dereceden Yetkili () Üçüncü Dereceden Yetkili

A. FİRMANIN GENEL YAPISI

1.Firmanız Hangi Sektörde Faaliyet Göstermektedir?

- () Madencilik
() Gıda, İçki ve Tütün Sanayi
() Dokuma, Giyim Eşya, Deri ve Ayakkabı Sanayi
() Orman Ürünleri ve Mobilya Sanayi
() Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım Sanayi
() Kimya, Petrol Ürünleri, Lastik ve Plastik Sanayi
() Metal Ana Sanayi
() Madeni Eşya, Makine ve Teçhizat Sanayi
() Otomotiv Sanayi
() Elektrik Sektörü
() Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi
() Diğer (Lütfen Belirtiniz.)

2. Firmanızda finans departmanı var mı?

- () Var
() Yok

Cevabınız “**VAR**” ise; bu departmanda kaç kişi çalışmaktadır?

- () 1-5 kişi
() 5-10 kişi
() 10-15 kişi
() 15 kişiden fazla

3. Firmanızda özel bir risk yönetim veya döviz yönetim departmanı/birimi var mı?

Var

Yok

Cevabınız “**VAR**” ise; bu departmanda kaç kişi çalışmaktadır?

1-5 kişi

5-10 kişi

10-15 kişi

15 kişiden fazla

4. Son 3 yıl baz alındığında satışlarınız içerisinde ihracatınızın payı ortalama ne kadardır?

Yok

%1 - %25

%26 - %50

%51 - %75

%76 - %100

5. Son 3 yıl baz alındığında alışlarınız içerisinde ithalatın payı ortalama ne kadardır?

Yok

%1 - %25

%26 - %50

%51 - %75

%76 - %100

6. Yıllık cironuz ne kadardır?

100 Bin TL altında

100 Bin TL–500 Bin TL

500 Bin TL–1 Milyon TL

1 Milyon TL – 2,5 Milyon TL

2,5 Milyon TL- 5 Milyon TL

5 Milyon TL – 10 Milyon TL

10 Milyon TL – 50 Milyon TL

50 Milyon TL üstü

7. Toplam çalışan sayısı kaç kişi?

- () 1-10 () 11-50 () 51-100 () 101-250 () 251-500 () 500'den fazla

8. Firmanızın aktif büyüklüğü ne kadardır?

- () 1 Milyon TL altında
() 1 Milyon TL – 2,5 Milyon TL
() 2,5 Milyon TL- 5 Milyon TL
() 5 Milyon TL – 10 Milyon TL
() 10 Milyon TL – 50 Milyon TL
() 50 Milyon TL üstü

9. Firmanızda hangi döviz türleri ile işlem yapmaktasınız?

	Döviz Türleri	En Çok	Çok	Az
()	Euro			
()	Dolar			
()	Japon Yeni			
()	İsviçre Frangı			
()	Diğer (Lütfen Belirtiniz.)			

10. Dövizle yaptığınız işlemlerin yıllık hacimleri aşağıdaki gruptardan hangisinde yer almaktadır?

Tahsilatlarınız

- () Hiç yok
() 0- 1.000.000 \$
() 1.000.000-2.000.000 \$
() 2.000.000-3.000.000 \$
() 3.000.000-4.000.000 \$
() 4.000.000-5.000.000 \$
() 5.000.000 \$ ve üstü

Ödemeleriniz

- () Hiç yok
() 0- 1.000.000 \$
() 1.000.000-2.000.000 \$
() 2.000.000-3.000.000 \$
() 3.000.000-4.000.000 \$
() 4.000.000-5.000.000 \$
() 5.000.000 \$ ve üstü

B. FİRMANIN DÖVİZ RİSKİ YÖNETİM FAALİYETLERİ

11. Sizce döviz kuru riski aşağıdakilerden hangisidir?

- () İhracat işlemlerinin fiyatlandırılması, faturalandırması, ihracat alacaklarının tahsilatı ve yapılacak ödemelerin döviz kuru hareketlerinden etkilenmesidir.

- () Döviz kurlarındaki hareketlerin, muhasebe işlemlerini zorlaştırması ve döviz çevirmenin mali tablolara olan etkisidir.
- () İşletmenin değerinde, rekabet gücünde ve ilerideki nakit akımlarının değerini kaybetmesinde döviz kuru hareketlerinin etkisidir.
- () Yukarıdakilerden tümü.

12. Firmanızda döviz riskini azaltmaya yönelik işlemlerinize ne tür bir strateji izliyorsunuz?

- () Firmanın belirlediği stratejiler doğrultusunda mali kuruluşlardan hizmet satın alınmakta
- () Mali Kuruluşlardan danışmanlık hizmeti satın alınmakta

13. Firmanızın karşı karşıya kaldığı döviz riski, diğer risk grupları ile karşılaştırdığınızda firmanızı ne denli etkilemektedir?

- () Çok fazla etkilemektedir.
- () Fazla etkilemektedir.
- () Kısmen etkilemektedir.
- () Etkilememektedir.

14. Aşağıdaki döviz riski gruplarından hangisi/hangileri firmanızı etkilemektedir?

Döviz Riskleri		Çok Önemli	Önemli	Az Önemli
()	TL veya döviz değerlerindeki değişimler, maliyet ve satışlarımızı etkilemekte, bundan dolayı pazar payımızın değişmesi riski ile karşı karşıya kalmaktayız.			
()	Alım ve satım sözleşmelerimizin vadelerinde, kurların değişmesi dolayısıyla karşı karşıya kaldığımız risk.			
()	Dövizle yaptığımız işlemlerin kayıtlarını yerel para cinsinden kaydettiğimiz için, muhasebe dönemi sonunda kurlardaki değişimlerden dolayı karşı karşıya kaldığımız risk.			
()	Diğer (Lütfen Belirtiniz.)			

15. Döviz riskini azaltmak için firmanız bünyesinde hangi yöntemleri kullanmaktasınız?

Kullanılan Yöntemler		En Çok Kullanılan	Çok Kullanılan	Az Kullanılan
()	Döviz alacak ve ödemelerimizi tek bir döviz cinsi üzerinden yapmaya çalışıyoruz			
()	Döviz kurlarındaki değişimi önceden tahmin ederek, borcumuzun olduğu döviz kuru düşme eğiliminde ise vadeyi uzatmaya, yükselme eğiliminde ise ödemelerimizi öne almaya çalışıyoruz.			
()	Bünyemizde farklı dövizlerden oluşan bir portföy bulunduruyoruz.			
()	Alış ve satışlarımızı yerel para üzerinden faturalandırıyoruz.			
()	Yurtdışı pazarlarımızda satış merkezleri kurarak döviz riski yönetiminin tek elden yürütülmesini sağlıyoruz.			
()	İthalat bedel tutarlarını spot piyasadan alıp borcun ödeme vadesine kadar döviz hesabına yatırıyoruz.			
()	Nakit çalışmaya gayret ediyoruz.			
()	Diğer (Lütfen Belirtiniz.)			

16. Döviz riskini azaltmak için firma dışı hedging yöntemlerinden hangilerini kullanmaktasınız?

Kullanılan Yöntemler		En Çok Kullanılan	Çok Kullanılan	Az Kullanılan
()	Forward			
()	Future			
()	Swap			
()	Opsiyon			

17. Döviz riskini azaltmak için forward sözleşmelerini tercih etmenizin nedenleri nelerdir?

Nedenler		Çok Önemli	Önemli	Az Önemli
()	Çok çeşitli döviz türleriyle yapıyor olması			
()	Bankalarla karşılıklı olarak yapılabilmesi			
()	Sözleşme vadelerinin istenilen tarihler arasında yapılabiliyor olması			
()	İşlemlerde teminat zorunluluğunun olmayışı			
()	Diğer (Lütfen Belirtiniz.)			

18. Döviz riskini azaltmak için forward sözleşmelerini tercih etmemenizin nedenleri nelerdir?

Nedenler		Çok Önemli	Önemli	Az Önemli
()	Kontrat tutarlarının çok büyük olması			
()	Kontrat vadesinden önce ters işlem yapılmasının imkansız olması			
()	İstendiği zaman forward kuru alınamaması			
()	Diğer (Lütfen Belirtiniz.)			

19. Döviz riskini azaltmak için futures sözleşmelerini tercih etmenizin nedenleri nelerdir?

Nedenler		Çok Önemli	Önemli	Az Önemli
()	İşlemlerin dünyada iyi organize olmuş borsalarda yapılması			
()	Şirketin bu piyasalara girmesinin diğer piyasalara göre daha kolay olması			
()	Kontrat büyüklüklerinin ve teslim tarihlerinin standart olması			
()	Kontratın vadesi gelmeden önce, karşı işlem yapılarak pozisyonun kapatılabilme olanağının olması			
()	Pozisyon değiştirebilme imkanı			
()	Diğer (Lütfen Belirtiniz.)			

20. Döviz riskini azaltmak için futures sözleşmelerini tercih etmemenizin nedenleri nelerdir?

Nedenler		Çok Önemli	Önemli	Az Önemli
()	Masrafların işlem tarihine kadar tam olarak bilinmemesi dolayısıyla maliyetinin yüksek olması			
()	İşlemlerin günlük yürütülmesi dolayısıyla kar/zarar hesaplarının takibinin zor olması			
()	İstendiği zaman futures sözleşmesinin yapılamaması			
()	Diğer (Lütfen Belirtiniz.)			

21. Döviz riskini azaltmak için swap sözleşmelerini tercih etmenizin nedenleri nelerdir?

Nedenler		Çok Önemli	Önemli	Az Önemli
()	İşlemlerin çok kolay ve çabuk gerçekleştirilmesi, bürokrasisinin az olması			
()	Swap yapılmasından dolayı uluslararası piyasalarda kredi			

	imkanlarının artması			
()	Aktiflerin getiri oranının yükseltilmesi suretiyle firmaya ek finans kaynakları sağlıyor olması			
()	Swap dolayısıyla, net döviz pozisyonlarında herhangi bir değişiklik olmadığından, muhtemel bir riskle karşı karşıya kalınmaması			
()	Swap dolayısıyla, uluslararası borçların istenilen döviz cinsinden ödenebilmesi			
()	Diğer (Lütfen Belirtiniz.)			

22. Döviz riskini azaltmak için swap sözleşmelerini tercih etmemenizin nedenleri nelerdir?

Nedenler		Çok Önemli	Önemli	Az Önemli
()	İstenilen anda swap kotasyonu alınmaması			
()	Swap hakkında bilgi sahibi olunmaması			
()	Diğer (Lütfen Belirtiniz.)			

23. Döviz riskini azaltmak için opsiyon anlaşması yapmanızın nedenleri nelerdir?

Nedenler		Çok Önemli	Önemli	Az Önemli
()	Piyasalarda beklenenin aksine bir gelişme olduğu zaman, kar yapılabilecek başka bir alternatif aracın tercih edilebilmesi			
()	İşlem vadesinden önce ters işlem yapıp pozisyonun kapatılabilmesi			
()	Araçlara istenilen doğrultuda işlem yapmaları için emir verilebiliyor olması			
()	Alım ve satım opsiyonların aynı anda gerçekleştirmek suretiyle opsiyon maliyetini düşürme imkanının olması			
()	Diğer (Lütfen Belirtiniz.)			

24. Döviz riskini azaltmak için opsiyon anlaşması yapmamanızın nedenleri nelerdir?

Nedenler		Çok Önemli	Önemli	Az Önemli
()	İşlem başlangıcında yatırılan primlerin geri ödenmemesi nedeni ile maliyetinin fazla olması			

()	İstenilen anda opsiyon sözleşmesi satın alınamaması			
()	Opsiyon hakkında bilgi sahibi olunmaması			
()	Diğer (Lütfen Belirtiniz.)			

C. TÜRKİYE'DEKİ GENEL DURUM

25. Aşağıdaki kriterleri Türkiye açısından değerlendiriniz.

Değerlendirilecek Kriterler	Çok	Az	Hiç
Döviz kuru yönetiminde görev alan personelin aldığı eğitim ile yaptığı iş birbiriyle uyumludur.			
Döviz kuru yönetiminde görev alan personelin eğitim seviyesi döviz kuru risklerini bertaraf etme yönünden yeterlidir.			
Döviz kuru yönetiminde görev alan personelin eğitim seviyesi işletmeler açısından önemlidir.			
Döviz kuru yönetiminde görev alan personelin aldığı eğitim ile işletmelerin döviz kuru yönetimindeki başarıları arasında olumlu bir ilişki vardır.			
Türkiye'nin içinde bulunduğu ekonomik şartlar göz önünde tutulduğunda döviz kuru riski yönetimi dövizle işlem yapan her işletme için gereklidir.			
Türkiye'de mevcut mevzuatlara göre döviz kuru riski yönetim teknikleri uygulanabilir niteliktedir.			

Ek 2. Etik Kurul Onayı