



Sermaye Piyasası Kurulu

**ŞİRKETLERİN KARŞILAŞTIKLARI
KUR RİSKİ
ve
KUR RİSKİNİN YÖNETİLMESİ
Yeterlik Etüdü**

Eyüp KADIOĞLU
Uzman Yardımcısı

Ankara
Nisan 2003

YÖNETİCİ ÖZETİ

Son yıllarda dünyada meydana gelen finansal serbestleşme ve globalleşme süreçleri, yeni riskleri de beraberinde getirmiştir. Kurlardaki dalgalanmaların yabancı para cinsinden işlemlerde bulunan şirketlerin nakit akımlarında meydana getirdiği olumsuzluk olarak tanımlanabilen kur riski bu risklerin başında gelmektedir. Kur riskinin şirketlerin nakit akımlarını zararlarla sonuçlanabilecek şekilde etkilemesi ve şirketlerin artan rekabetçi koşullarda faaliyetlerine devam edebilmeleri, bu şirketlerin kur riskinden korunmak veya kur riskini minimize etmek amacıyla geliştirilen yöntemleri etkin bir şekilde kullanmalarını zorunlu kılmaktadır.

Şirketlerin karşılaştıkları kur riski literatürde işlem riski, muhasebe riski ve ekonomik risk olmak üzere üçe ayrılmaktadır. *İşlem riski* (transaction exposure), kurlardaki dalgalanma nedeniyle döviz cinsi üzerinden yapılan her bir işlem sonucunda gelecekte oluşacak nakit giriş veya çıkışlarında ortaya çıkan belirsizlikleri; *muhasebe riski* (translation or accounting exposure), kurlardaki değişimler nedeniyle çok uluslu şirketlerin konsolide edilmiş mali tablolarında ortaya çıkabilecek muhtemel değişiklikleri; *ekonomik risk* (ekonomik risk) ise, kurlardaki dalgalanmalar nedeniyle şirketin gelecekteki potansiyel satışlarının ve rekabet şartlarının etkilenmesini ifade etmektedir.

Şirketlerin karşılaştıkları kur risklerini yönetmeleri için çeşitli araç ve teknikler geliştirilmiştir. İşlem riskinden korunmak için kullanılabilir araç ve teknikler, şirket içi veya şirket dışı olarak iki gruba ayrılmaktadır. *Hızlandırma ve geciktirme, karşılaştırma, çok yönlü yayılma, para piyasası yoluyla korunma, ulusal yada karma para üzerinden faturalama ve döviz sepetleri* gibi yöntemler şirket içi tekniklere örnek olarak gösterilebilir. Şirket dışı yöntemler ise, son yıllarda kullanımı hızla artan *forward sözleşmeleri, vadeli işlem sözleşmeleri, opsiyon sözleşmeleri ve swap sözleşmeleri* gibi türev araçlardan oluşmaktadır. Muhasebe riskinden korunmak için kullanılabilir yöntemler arasında ise, *kapanış kuru yöntemi, geçici kur yöntemi, cari/cari olmayan yöntem ve parasal/parasal olmayan yöntem* sayılabilir. Ekonomik riskin yönetiminde ise *piyasa çeşitlendirme stratejisi, fiyatlandırma stratejisi, promosyon stratejisi, ürün stratejisi, girdi çeşitlendirmesi, üretimin farklı tesisler arasında kaydırılabilme stratejisi, üretim yerinin seçilmesi stratejisi ve verimliliğin artırılması stratejisi* gibi uzun vadede stratejik planlamaları gerektiren yöntemler kullanılmaktadır.

Türkiye’de 2001 yılına kadar yürürlükte olan ayarlanabilir sabit kur rejimi, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri nedeniyle terk edilmiş, serbest veya dalgalı kur rejimine geçilmiştir. Serbest kur rejimine geçişle birlikte, kurlar, son derece oynak ve öngörülemez hale gelmiştir. Örneğin, sabit kur rejimi uygulandığı Haziran 1999-Şubat 2001 dönemi ile dalgalı kur rejimi uygulandığı Şubat 2001-Mart 2003 dönemi karşılaştırıldığında, dalgalı kur rejiminin uygulandığı dönemde günlük TL/\$ kurundaki oynaklığın 7,25 kat, günlük TL/€ kurundaki oynaklığın ise 5,49 kat artış gösterdiği anlaşılmaktadır. Bu husus, dalgalı kur rejimine geçiş ile birlikte şirketlerin maruz kaldıkları kur riskinin arttığını ve etkin bir şekilde yönetilmesinin gerekliliğini açık bir şekilde ortaya koymaktadır.

Türkiye son dönemlerde kur riski yönetiminin önemi bu denli artmış olmasına karşın, şirketlerin genel olarak kur riskinden korunmama eğiliminde oldukları görülmektedir. Kur riskinden korunmama eğiliminin sebepleri arasında, şirketlerin riskten korunma yöntemleri hakkında bilgi sahibi olmamaları ve korunma yöntemlerine ilişkin ülkemizde piyasaların yeterince gelişmemiş olması gösterilebilir.

Ülkemizdeki şirketlerin uluslararası yabancı şirketlerle rekabet edebilmeleri için, kur riskini daha iyi algulamaları ve dünyada kullanımı hızla artan şirket dışı korunma yöntemlerini daha yoğun kullanmaları gerektiği gerçeği dikkate alındığında; Kurulumuz ve İMKB tarafından borsada işlem gören halka açık şirketler başta olmak üzere kur riski ile karşı karşıya bulunan şirketlere bu risklerden korunma teknikleri hakkında tanıtıcı ve eğitici faaliyetlerin düzenlenmesi, bilanço dışı korunma tekniklerinin temelinde yatan vadeli işlem ve opsiyon piyasalarının hızla işler hale getirilmesi şirketler için büyük önem taşımaktadır.

İÇİNDEKİLER

YÖNETİCİ ÖZETİ	I
İÇİNDEKİLER.....	III
KISALTMALAR CETVELİ.....	V
GRAFİK ve TABLOLAR CETVELİ.....	VI
I-GİRİŞ.....	1
II- ŞİRKETLERİN KARŞILAŞTIKLARI KUR RİSKLERİ.....	2
3.1. Genel Olarak Kur Riski	2
3.2. İşlem Riski (Transaction Exposure).....	3
3.3. Muhasebe veya Çeviri Riski (Accounting or Translation Exposure).....	5
3.4. Ekonomik Risk (Economic Exposure).....	6
3.5. Kur Riski Yönetiminin Gerekliliği	7
III-KUR RİSKİ YÖNETİMİNDE KULLANILABİLECEK YÖNTEMLER.....	8
3.1. İŞLEM RİSKİ YÖNETİMİNDE KULLANILABİLECEK YÖNTEMLER..	8
3.1.1. Şirket (Bilanço) İçi Korunma Teknikleri.....	8
3.1.1.1. Hızlandırma ve Geciktirme (Leading and Lagging):	9
3.1.1.2. Karşılaştırma (Matching):.....	9
3.1.1.3. Çok Yönlü Yayılma (Multilateral Netting):	10
3.1.1.4. Para Piyasası Yolu İle Riskten Korunma (Money Market Hedging):.....	10
3.1.1.5. Ulusal yada Karma Para Cinsinden Faturalama (Mixed or Local Currency Invoicing):.....	11
3.1.1.6. Döviz Sepetleri (Currency Baskets) :	11
3.1.2. Şirket (Bilanço) Dışı Korunma Teknikleri	12
3.1.2.1. Forward Sözleşmeleri	14
3.1.2.2. Futures Sözleşmeleri (Vadeli İşlem Sözleşmeleri)	18
3.1.2.3. Opsiyon Sözleşmeleri	21
3.1.2.4. Swap Sözleşmeleri	25
3.2. MUHASEBE RİSKİ YÖNETİMİNDE KULLANILABİLECEK YÖNTEMLER.....	26
3.2.1. Kapanış Kuru Yöntemi veya Cari Kur Yöntemi.....	26
3.2.2. Geçici Kur Yöntemi	27
3.2.3. Cari ve Cari Olmayan Yöntem (Current/Noncurrent Method)	28
3.2.4. Parasal ve Parasal Olmayan Yöntem (Monetary/Nonmonetary Method).....	28
3.3. EKONOMİK RİSK YÖNETİMİNDE KULLANILABİLECEK YÖNTEMLER.....	29
3.3.1. Pazarlama Stratejileri.....	29
3.3.1.1. Piyasa Çeşitlendirmesi Stratejisi.....	29
3.3.1.2. Fiyatlandırma Stratejisi.....	30

3.3.1.3. Promosyon Stratejisi	30
3.3.1.4. Ürün Stratejisi	30
3.3.2. Üretim Stratejileri	31
3.3.2.1. Girdi Çeşitlendirmesi	31
3.3.2.2. Üretimin Fabrikalar Arasında Kaydırılması	31
3.3.2.3. Üretimin Yerinin Seçilmesi	32
3.3.2.4. Verimliliğin Artırılması	32
3.4. RİSKLERDEN KORUNMADA ŞİRKET DAVRANIŞLARI	32
3.4.1. Riske Duyarsızlık veya Hiçbir Şeyden Korunmama (Neutral Risk Aversion).....	32
3.4.2. Risk Paranoyası veya Her Şeyden Korunma (Risk Paranoid)	33
3.4.3. Selektif Korunma (Selective Hedging or Asymetric Risk Aversion)	33
3.4.4. Ne Zaman Korunmalı	33
IV-TÜRKİYE'DEKİ MEVCUT DURUM VE ÖNERİLER	34
4.1. Türkiye'de Kur Riski ve Kur Riski Yönetiminin Gerekliliği	34
4.2. Mevcut Durum ve Sorunlar	36
4.3. Çözüm Önerileri.....	39
V- SONUÇ	40
KAYNAKÇA.....	42

KISALTMALAR CETVELİ

ABD	:	Amerika Birleşik Devletleri
AICPA	:	American Institute of Certified Public Accountants
CME	:	Chicago Mercantile Exchange
EVDS	:	Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
FASB	:	Financial Accounting Standart Board
FINEX	:	Financial Instrument Exchange
IMM	:	International Monetary Market
İMKB	:	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
MTO	:	Milletlerarası Ticaret Odası
PHLX	:	Philadelphia Stock Exchange
OTC	:	Over the Counter Market
SPKr	:	Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn	:	Sermaye Piyasası Kanunu
TCMB	:	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

GRAFİK ve TABLOLAR CETVELİ

GRAFİKLER

<i>Grafik 1: Döviz forward alım sözleşmesi imzalayan tarafın kar/zarar durumu</i>	15
<i>Grafik 2: Döviz forward satım sözleşmesi imzalayan tarafın kar/zarar durumu</i>	16
<i>Grafik 3: Döviz alım opsiyonu alan ve satan tarafların kar/zarar durumu.....</i>	23
<i>Grafik 4: Döviz alım opsiyonu alan ve satan tarafların kar/zarar durumu.....</i>	24
<i>Grafik 5: Riskten korunma sıklığının maliyet ve riskle olan ilişkisi</i>	34
<i>Grafik 6: 01.06.1999-06.03.2003 döneminde Dolar ve Euro kurları.....</i>	35

TOBLOLAR

<i>Tablo 1: Şirketlerin riskten korunma eğiliminin avantaj ve dezavantajları</i>	33
----------------------------------------------------------------------------------------	----

I-GİRİŞ

Yetmişli yıllarda Bretton Woods sisteminin çökmesi ile birlikte kurlardaki oynaklık ve dalgalanmalar da artmaya başlamıştır. Kur hareketlerinden en çok etkilenen kesimlerden biri de yurtdışında faaliyetlerde bulunan veya yabancı para cinsinden işlemler gerçekleştiren şirketler olmuştur. Son 20-30 yılda finansal sebestleşme ve globalleşme süreçleri sonucunda, şirketlerin dışa açılmaları ile birlikte yabancı paralar ile yapılan işlemlerde artış meydana gelmiş, bu da şirketlerin karşılaştıkları kur riskleri bariz bir şekilde artırmıştır. Bu durum, bazı şirketlerin karlarında azalmalara veya mali yapılarında zayıflıklara yol açmıştır. Bu kapsamda, kur riskine maruz kalan şirketler bu risklerden korunmak veya mümkün olduğunca minimize etmek amacıyla, bir taraftan mevcut korunma tekniklerini yoğun bir şekilde kullanmaya başlarken, diğer taraftan da yeni teknikler geliştirmeye çalışmışlardır.

Yabancı ülkelerde bu uygulamaların doğal sonucu olarak şirketler ve akademik çevreler tarafından kur riskinin ölçümü ve yönetimi hakkında yapılan çalışmaların sayısında ciddi bir artış olmasına karşın, Türkiye’de konunun yeterince irdelenmediği görülmektedir. Bu çerçevede, ülkemiz uygulamalarına ışık tutmak üzere, şirketlerin karşılaştıkları kur riskleri ve bu risklerin yönetimi bu çalışmanın konusu olarak belirlenmiştir.

Çalışma giriş ve sonuç bölümleri hariç olmak üzere üç ana bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümünde, kur riskinin ne olduğu açıklandıktan sonra, işlem riski, muhasebe riski ve ekonomik risk olarak üç başlık altında toplanan risklerin ortaya çıkış şekilleri, şirketin nakit akımları üzerindeki etkileri ve ölçümleri hakkında ayrıntılı bilgi verilmeye çalışılacaktır.

Çalışmanın ikinci bölümünde, şirketler tarafından bu risk türlerinden her birinden korunmak amacıyla en çok kullanılan tekniklerin ne olduğu açıklanacaktır. Bu amaçla, her bir tekniğin amacı, uygulanış biçimi, şirketlere sağladığı korumanın boyutu gibi hususlar irdelenmiştir. Bu bölümde, ayrıca, şirketlerin riske karşı korunmada davranış ve eğilimleri hakkında bilgi verilecektir.

Üçüncü bölümün konusunu ise Türkiye uygulaması oluşturmaktadır. Bu bölümde Türkiye’de son dönemde uygulanan dalgalı kur rejiminden sonra ortaya çıkan risklerin yönetilmesinin gerekliliği, şirketler tarafından en çok uygulanan yöntemler, genel olarak düzenlemelerdeki aksaklıklar ve özel olarak da İMKB Vadeli İşlemler Piyasasının işlemeyişinin sebepleri ile uygulamadan kaynaklanan sorunlar açıklanmıştır. Son olarak da, Türkiye’deki sorunların aşılması amacıyla öneriler geliştirilmeye çalışılacaktır.

Çalışmanın sonuç bölümünde ise çalışmanın genel bir değerlendirmesi yapıldıktan sonra ulaşılan sonuçlar özetlenmektedir.

II- ŞİRKETLERİN KARŞILAŞTIKLARI KUR RİSKLERİ

3.1. Genel Olarak Kur Riski

Döviz kuru riskini (foreign exchange risk) doğru bir şekilde açıklayabilmek için öncelikle bu kavram ile bağlantılı olan döviz kuru etkisine açık olma (foreign exchange exposure) kavramını açıklamak gerekmektedir. Kur etkisine açık olma, yabancı para cinsinden varlık veya yükümlülüğe sahip olan ya da yabancı para ile işlem yapan kişi ve kuruluşların nakit akımlarının kur değişmelerinden etkilenmesidir. Örneğin, ithalat, ihracat, dış yatırım, borçlanma gibi işlemler kur etkisine açık olan işlemlerdir. Başka bir deyişle, kurdaki değişmeler bu işlemlerin ulusal para cinsinden karşılıklarında değişikliğe sebep olmaktadır (Kılıç. 2002:15).

Döviz kuru riski ise, döviz kurlarında meydana gelen beklenmedik değişmelerin, kur etkisine açık olan söz konusu kişi ve kuruluşların nakit akımlarında olumsuz bir değişmeye yol açması durumudur. Diğer bir ifade ile, kur riski, şirketin kontrolü dışında gerçekleşen döviz kurlarındaki dalgalanmalar ve dövizin yerli paraya çevrilmesi nedenleriyle şirketin mali yapısında ortaya çıkabilecek muhtemel zararlardır. En basit şekliyle, kur riski; kurlardaki değişmeler nedeniyle bir şirketin zarara uğrama olasılığıdır. (Rodrigez. 1974:849). Burada, döviz kurunda meydana gelen değişimin öngörülme, beklenmedik bir değişim olması; nakit akımlarının ise olumsuz yönde etkilenmesi gerekmektedir. Nakit akımlarının olumsuz etkilenmesi ise, kur etkisine açık olan kişi ve kuruluşların döviz cinsinden varlıkları ile yükümlülüklerinin miktar ve vade bakımından uyumsuz olması sonucunda ortaya çıkmaktadır. Örneğin, ithalat yapan bir firma açısından bakıldığında, ithalattan kaynaklanan yabancı para cinsinden yükümlülüğünü karşılayacak miktarda döviz varlığı mevcutsa, yabancı paranın değer kazanması sonucunda yükümlülük nedeniyle ortaya çıkacak olan kayıp, varlık nedeniyle ortaya çıkacak olan kazanç ile telafi edilebileceğinden herhangi bir risk söz konusu olmayacaktır. Bu durumda, firma gerçekte kur etkisine açık olmakla birlikte, kur riski ile karşı karşıya bulunmamaktadır. Ancak, yabancı para cinsinden varlık ve yükümlülük dengesinin olmadığı durumlarda kur etkisine açık olma ile kur riski kavramları aynı anlama gelmektedir (Kılıç. 2002:16).

Ülkelerin ekonomileri dışa açıldıkça yani şirketlerin ihracat-ithalat, dış yatırım ve dışardan aldıkları kredi miktarları artıkça şirketlerin maruz kaldıkları kur riskleri artmaktadır. Özellikle, düzenli yurtdışı satışları veya alışları olan şirketler sistematik olarak kur riskine maruz kalmaktadır.

Döviz kurlarındaki dalgalanmalar şirketler üzerinde İşlem Riski (Transaction Exposure), Muhasebe Riski (Translation Risk) ve Ekonomik Risk (Economic Risk) olmak üzere üç farklı riske neden olmaktadır.

3.2. İşlem Riski (Transaction Exposure)

İşlem riski, kurlardaki dalgalanmalar nedeniyle döviz cinsi üzerinden yapılan her bir işlem sonucunda gelecekte oluşacak nakit girişi veya çıkışında ortaya çıkabilecek belirsizlik veya zarar olarak tanımlanabilir. Şirketlerin gelecekteki nakit giriş ve çıkışlarının önceden belirlenmiş bir sözleşme dahilinde olması nedeniyle işlem riski literatürde sözleşme riski olarak da bilinmektedir. Ayrıca, işlem riskinin, ekonomik riskin kısa dönem parçası olduğu da kabul edilmektedir. Yabancı para üzerinden anlaşma yapan ithalatçı bir firma için, sözleşme yaptığı yabancı paranın yerli para karşısında değer kazanması durumunda, bu işlem zarar doğurucu niteliktedir. Bu da şirket için kur hareketlerinden doğan işlem riskidir.

İşlem riskine neden olan temel işlemler aşağıda gibi sıralanabilir.

i-Bir şirketin yabancı para cinsinden vadeli mal veya hizmet satın alması ve satması.

Yukarıda belirtilen işlemlerde işlemin fiyatı yabancı para üzerinden belirlenmiş olup, ödeme veya tahsilatlar belirli vadeler sonunda ödenecek veya tahsil edilecektir. Ancak, vade sonunda döviz kurunun belirsiz olması işlemin yapıldığı günkü kurdan farklı olması nedeniyle kur riski doğmuş olacaktır. Örneğin, dolar cinsinden satılan mal 3 ay vadeli satılmış olsun. Şirket bugünkü kurdan (1\$=1.650.000 TL) 10.000 \$ olarak anlaşmayı yapmış olsun. Şirket bugünkü kur üzerinden 16.650.000.000 TL hasılat elde etmeyi planlamaktadır. Ancak, 3 ay sonra 10.000 \$'ı tahsil etmiş olsa bile o günkü kur, doları TL'ye çevirirken önem kazanmaktadır. 3 ay sonraki kur eğer 3 ay önceki kurdan düşükse şirket bir zararla karşı karşıya kalacaktır. Yani, 1 Doların 1.620.000 TL olması durumunda şirketin bu sözleşmeden 30.000.000 TL zararı olmuş olacaktır. Aynı durum ithalat yapan firma için de geçerli olacaktır. Örneğin, Dolar cinsinden satın alınan mal 3 ay vadeli satın alınmış olsun. Şirket bu günkü kurdan (1\$=1.650.000 TL) 10.000 \$ olarak anlaşmayı yapmış olsun. Şirket bugünkü kur üzerinden 16.650.000.000 TL ödeme yapmayı planlamaktadır. Ancak, şirket 3 ay sonra 10.000 \$'ı ödemeyebilmesi için o günkü kurdan doları spot piyasadan alması gerekir. 3 ay sonraki kur eğer 3 ay önceki kurdan yüksekse şirket bir zararla karşı karşıya kalacaktır. 1 Doların 1.700.000 TL olması durumunda şirketin 50.000.000 TL zararı olmuş olacaktır. Dolayısıyla, bu şirket kur riskine maruz

kalmış olacaktır. Yukarıda yer alan her iki örnekte de kur riskine maruz kalmanın sebebi, vadeli yapılan işlemlerde vade sonunda kurun ne olacağı hakkındaki belirsizliktir.

ii-Bir şirketin yabancı para cinsinden kredi alması:

Şirket yabancı para üzerinden kredi aldığı anda, kredinin hem ana parası hem de faiz taksitleri belirli bir vade içerdiğinden ve söz konusu vadelerde kurlardaki belirsizlik, yabancı para üzerinden kredi kullanımını kur riskine maruz bırakmaktadır. Kullanılan kredinin veya faiz taksitlerinin vadesi geldiğinde döviz kurunun yerli para karşısında değer kazanması durumunda kredinin yerli para cinsinden ana para ve faiz miktarı artmaktadır. Bu da, şirketin almış olduğu kredinin maliyetini arttırmaktadır.

iii-Bir şirketin başka ülkelerde yatırımlar yapması:

Yabancı ülkelerde yapılan kapasite artırıcı alımlar, yeni bir şirket kurmalar veya şirket ele geçirmeleri döviz gerektirici işlemlerdir. Yabancı ülke parasının yerli ülke parasına göre değer kazanması durumunda şirketin ödeyeceği yerli para artmaktadır. Ayrıca, yabancı ülkedeki şirketlerden gelen karların da gelecekteki döviz kuru üzerinden ana şirketin parasına çevrilmesi gerekmektedir. Dolayısıyla, yabancı ülkelerdeki yatırımlar da kur riskine açık olan işlemlerdir.

iv-Şirketin portföy yatırımlarından gelir elde etmesi:

Yabancı ülkelerde yapılan portföy yatırımları da kur riskine maruz kalan işlemlerdir. Portföy yatırımından elde edilen gelirler kurlardaki belirsizlik nedeniyle değişebilmektedir. Dolayısıyla, kurlara bağlı olarak elde edilen getiri oranı da değişmektedir.

v-Yabancı ülkelerde bulunan bağlı şirketlerden kar payı veya gelir elde edilmesi:

Çok uluslu şirketlerin bağlı şirketleri nakit kar paylarını kendi ülkelerinin para birimi üzerinden dağıttıklarından, ana şirket döviz cinsinden kar payını kendi ülkesinin parasına çevirmek zorundadır. Bu da kur riskini beraberinde getirmektedir. Gelecekte, yerli paranın değer kazanması şirketin yabancı ülkelerdeki bağlı şirketlerinden elde ettiği karının düşmesine sebep olacaktır.

vi-Yabancı para üzerinden bankalarda mevduat hesaplarının açılması:

Şirketin kendi ülkesinde bile olsa yabancı para üzerinden mevduat hesapları vade sonundaki kurun belirsiz olması nedeniyle hem anapara hem de faiz geliri kur riskine maruz kalmaktadır.

İşlem riskinin ölçümü, döviz cinsinden işlemlerin değerlerinin toplamı şeklinde basit bir hesaplama değildir. İşlem riskinin ölçülmesinde oldukça karmaşık durumların göz önünde bulundurulması gerekmektedir. Zira, ilk olarak şirketin yabancı para cinsinden

işlemleri hem aktif hem de pasif nitelikte olabilir. Örneğin, bir şirket aynı döviz cinsinden hem ithalat hem de ihracat yapıyorsa, net işlem riski iki işlemin farkı olacaktır. Aynı para cinsinden işlemlerin birbirlerini karşılama dışında, bazen paralel dövizlerin birbirlerini karşılama söz konusudur. Bazı paralar güçlü para olduklarından diğer paralar onunla birlikte hareket eder¹. Bazen bu birlikte hareket etme formüle edilmiş bile olabilir. Örneğin, Avrupa Birliği'nin eski para birimi ECU gibi. Dolayısıyla, bu tür paralar cinsinden nakit giriş ve çıkışları birbirlerini dengeleyebilirler. Ayrıca, farklı paralar portföy kuramındaki, riskin dağıtılması etkisi yaratabilir. Sonuç olarak, işlem riski hesaplanırken bu tür faktörlerin göz önünde bulundurulması gerekmektedir.

Diğer taraftan, işlem riskinin ölçülmesinde şirketin döviz cinsi bazında pozisyonları ve büyüklükleri belirlenmelidir (Çıdamlı. 1996:92-93). Pozisyonları yaratan kurların birbirleri ile korelasyonları ve gelecekteki muhtemel değer² aralıkları hesaplanmalıdır. Böylelikle, yabancı paralardan kaynaklanan muhtemel değişikliklerin işletmenin mali yapısına olan etkisi net olarak hesap edilmesi mümkün olabilmektedir.

3.3. Muhasebe veya Çeviri Riski (Accounting or Translation Exposure)

Muhasebe riski, yurtdışı bağlı işletme veya şubelerin aktif ve/veya pasifinden kaynaklanan nakit akımıyla ilgili değil, kurdaki değişimler nedeniyle yurtdışı bağlı işletme veya şubelerin aktif ve/veya pasifinin değerlendirilmesinde ortaya çıkabilecek zararlardır. Diğer bir ifadeyle, muhasebe riski, kurlardaki değişimler nedeniyle şirketin konsolide edilmiş mali tablolarında ortaya çıkabilecek muhtemel değişikliklerdir.

Muhasebe riski, daha çok yurtdışında bağlı şirketleri veya işletmeleri bulunan çok uluslu şirketler için geçerlidir. Yurtdışında işletme veya şirketlere sahip şirketler mali tablolarını düzenlerken yurtdışı şube veya işletmelerinin faaliyet sonuçlarını kendi mali tablolarına yansıtma zorundadır. Ancak, yurtdışında faaliyet gösteren bağlı şirketler o ülkenin parası üzerinden işlemleri muhasebeleştirip, mali tablolarını hazırlamaktadır. Dolayısıyla, faaliyet sonuçlarının ana şirketin sistemine aktarılmasında kur riski ortaya çıkmaktadır. Örneğin, Romanya'da, Almanya'da, Azerbaycan'da ve İngiltere'de işletmesi bulunan bir Türk şirketinin tüm işletmeleri farklı para birimleri ile faaliyetlerini gerçekleştirmektedir. Türk şirketi mali tablolarını konsolide ederken tek bir para birimi kullanmak zorundadır. Aksi halde mali tablolar anlaşılabilir hale gelmez. Dolayısıyla, diğer para birimlerinden olan faaliyet sonuçlarını tek bir para birimine çevirmek durumundadır.

¹ ABD Doları ile Kanada Doları veya Avustralya Doları gibi.

² Maksimum ve minimum değerler kurların tarihsel verilerine bakılarak elde edilen standart sapmaları göz önünde bulundurularak hesaplanır.

Bağlı işletmelerin faaliyet sonuçlarının tek para cinsine çevrilerek tek bir mali tablo haline getirilmesi gerekir.

Farklı ülkelerde faaliyet gösteren işletme veya şubelerin faaliyet sonuçlarının tek para cinsinden konsolide edilmesi gerekmektedir. Bağlı şube veya işletmelerin döviz cinsinden kayıtlarının farklı kurlardan ana şirketin parasına çevrilmesi sırasında ana şirketin mali yapısında ortaya çıkan değişiklikler şirketin mali durumunu ciddi olarak etkileyebilmektedir. Yani, ana şirket yurtdışı işletmelerinin faaliyetlerini ana şirket bilançolarına aktarırken hangi kurları kullanmalıdır, cari kuru mu, yıllık ortalama kuru mu, yoksa dönem başı kuru mu? Çevirme sırasında kullanılan kur şirketin mali tablolarına olumlu yada olumsuz yansiyabilir. Sonuç olarak, ana şirket mali tablolarını konsolide ederken kur riskine maruz kalmaktadır.

Muhasebe riskinin işlem riskinden farkı, işlem riski, fiziki olarak yapılan bir sözleşmeden kaynaklanan nakit girişi veya nakit çıkışının kurdaki belirsizlik yüzünden değişebilmesidir. Muhasebe riski ise var olan faaliyetlerin (yurtdışı işletme veya şubelerin faaliyet) mali tablolara aktarılırken kurlar nedeniyle muhasebe kayıtlarının ve dolayısıyla mali tabloların etkilenmesidir.

Kurlar değiştiğinde yabancı para cinsinden nakit giriş ve çıkışlarının şirket muhasebe kayıtlarında cari kur ile değerlendirilmesi sonucunda söz konusu kayıtların konsolide muhasebe kayıtlarına yansması değişkenlik gösterecektir.

Yabancı paralar üzerinden düzenlenen finansal tabloların yerli para cinsi ile ifade edilmesi ihtiyacı, uluslararası muhasebenin önemli bir uğraşdır. Muhasebenin temel amacı kamuya ve pay sahiplerine şirket hakkında doğru bilgileri aktarmaktır. Bu nedenle, muhasebe riskinin önemi daha da artmaktadır.

3.4. Ekonomik Risk (Economic Exposure)

Ekonomik risk kavramı muhasebe ve işlem riski kavramlarına göre daha az belirgin olan bir kavramdır. Dolayısıyla, ekonomik riski ölçmek ve yönetmek diğer risklere göre daha zordur. Ekonomik risk, reel kurlarda meydana gelen herhangi bir değişimin şirketin gelecekteki potansiyel nakit akımlarını etkilemesidir (Redhead. 2000:28). Reel kurlardaki değişim de şirketin gelecekteki potansiyel nakit akımlarını değiştirmektedir.

Bir şirket ithalat-ihracat yapmasa, yurtdışı yatırımı veya yabancı para cinsinden borcu olmasa dahi ekonomik riske maruz kalabilir. Şöyle ki, kur hareketleri tüketici taleplerini etkileyebileceğinden, şirket dolaylı olarak kur riskinden etkilenmiş olacaktır. Örneğin, kur hareketleri yüzünden yurtdışında tatil yapmak daha ucuz hale gelebilir ve bu iç talebi azaltır, bu da görünürde kur riskine maruz kalması beklenmeyen şirketin dolaylı

olarak kur riskine maruz kalmasına sebep olmaktadır. Bunun gibi tüketici taleplerini ve dolayısıyla potansiyel satışları değiştirebilecek bir sürü örnek verilebilir.

Diğer taraftan, ekonomik risk bir şirketin rekabet ettiği iç piyasadaki rakipleri nedeniyle kur riskine maruz kalmasıdır. Örneğin, bir şirketin rakibi ürettiği malın girdilerini yurtdışından sağlıyorsa, kurlardaki değişme bu şirketin maliyetlerinin düşmesine sebep olacaktır. Bu şirket maliyet açısından avantajlı hale gelecektir. Görünürde kur riski taşımayan şirket dolaylı olarak ürünlerinde aynı maliyet indirimini yapamayacağından pazar payını kaybedecek ve satışları düşecektir. Diğer bir örnekte; yurt içinde üretim yapan şirketin rakibi aynı malı ithal ediyor olsa ve kurlardaki değişme ithalatçı firmaya fiyat avantajı sağlayacak olsa yine aynı şekilde yerli şirket kur riskine maruz kalmış olacaktır.

Ekonomik risk, bir şirketi tedarikçiler nedeniyle de etkileyebilir. Şirketin kullanmış olduğu girdiler başka bir şirket tarafından ithal ediliyorsa, kurlardaki değişmeler tedarikçi firmanın satmış olduğu ara malın fiyatını etkileyeceğinden, diğer şirketler de dolaylı olarak kur riskine maruz kalmış olacaklardır.

Sonuç olarak bir şirket döviz ile ilgili hiçbir işlem yapmasa veya yurtdışı ilişkisi olmasa da dolaylı olarak kur riskine maruz kalması ekonomik risktir.

Ekonomik risk oldukça önemli bir sorun olmasına karşın, kolay ölçülebilen bir risk değildir. Ölçülememesi nedeniyle de yönetilmesi oldukça güçtür.

Ekonomik riskin ölçülmesi şirketin bugünkü değeri ile ilişkilendirilmektedir. Çünkü, şirketin değeri gelecekteki nakit akımlarının bugüne indirgenmiş değerlerinin toplamıdır. Zaten, ekonomik risk de kur değişimleri nedeniyle şirketin gelecekteki potansiyel nakit akımlarının etkilenmesidir. Bu yöntemde bile gelecekteki nakit akımlarının nasıl etkileneceği tam bilinemediğinden doğru ölçüm yapılamamaktadır. Bu yüzden daha gelişmiş ekonometrik modellerle ekonomik risk ölçülmeye çalışılmaktadır.

Ekonomik riskin azaltılması için kesin yöntemler olamamakla birlikte, şirketlerin bu riskin etkileri azaltmak amacıyla genel olarak yabancı para üzerinden yurtdışı satışlarını, üretim faaliyetlerini ve borçlanma faaliyetlerini çeşitlendirmeleri mümkündür.

3.5. Kur Riski Yönetiminin Gerekliliği

Kur riski şirketleri çok ciddi boyutlarda etkilemektedir. Şirketler, gelecekteki nakit akımlarının garantilemek ve mali durumlarının bozulmamasını sağlamak amacıyla kur riski yönetimi yapmak durumundadır. Kur riski, sadece nakit akımları veya mali durumu etkilememekte, ayrıca şirketlerin gelecekteki rekabetçi koşullarını ve potansiyel satışlarını da etkilemektedir. Bu nedenle, kur riskinin şirketler tarafından yönetilmesi kaçınılmaz bir olgudur.

Ancak, finans literatüründe kur riskinin yönetilmesi gerektiğinin aksini düşünenler de bulunmaktadır. Örneğin, Satın Alma Gücü Paritesi'ni esas alan bir görüşe göre, kurdaki değişimler mal fiyatlarına yansıdığı için kur riski ortaya çıkmaz. Sermaye Varlıklarının Fiyatlandırma Modeline göre, önemli olan sadece sistematik risktir. Kur riskinin ayrı olarak kendi başına döviz piyasalarında veya sermaye piyasalarında yönetilmesi önemli değildir. Etkin Piyasalar Teoremine göre, döviz piyasaları etkin piyasa olduklarından vadeli işlem sözleşmeleri gerçek değeri ile fiyatlandırılmıştır. Dolayısıyla, korunma işlemlerinden ekstra gelir elde etmek mümkün değildir.

Kur riskinin yönetilmesinin gereksizliğine ilişkin savların gerçekleşmesi tamamen ideal dünyada mümkündür. Gerçek dünyada, işlem maliyetlerinin olması, asimetrik bilgi dağılımı olması ve fiyatların oluşumunda engellerin olması nedenlerinden dolayı şirketler kur riskine maruz kalmaktadır. Dolayısıyla, şirketlerin karşı karşıya oldukları kur riskinin şirketler tarafından yönetilmesi gerekmektedir. Diğer yandan, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin piyasalarındaki etkinsizlikler göz önüne alındığında kur riski yönetimi daha da önemli hale gelmektedir.

Ampirik çalışmalar da, şirketlerin kur risklerini yönetemeye çalıştıklarını göstermektedir. Örneğin, 1995 yılında Amerikan şirketleri ilgili olarak yapılan bir araştırmaya (Cummin ve Başk. 1998:1) göre söz konusu çalışmaya katılan şirketlerin %70'nin kur riskini ve faiz riskini yönetmeye çalıştıkları tespit edilmiştir. Kur riskinden korunmak için yapılan işlemler sonucunda şirketlerin karşılaştıkları kur riski de azalmaktadır.

III-KUR RİSKİ YÖNETİMİNDE KULLANILABİLECEK YÖNTEMLER

3.1. İŞLEM RİSKİ YÖNETİMİNDE KULLANILABİLECEK YÖNTEMLER

Şirketlerin karşılaştıkları kur risklerini yönetmek için kullanabilecekleri teknikleri **bilanço veya şirket içi** ve **şirket veya bilanço dışı** olmak üzere iki ana grupta toplamak mümkündür.

3.1.1. Şirket (Bilanço) İçi Korunma Teknikleri

Şirket içi yöntemlerle riskten korunma, şirketin içindeki dinamiklerinin kullanılması ve şirket içi mali yapının ayarlanması ile gerçekleştirilir. Dolayısıyla, bu teknikleri kullanmak için dışsal bir kaynağa veya yardıma ihtiyaç yoktur. Ayrıca, şirket içi yöntemlerde döviz piyasalarının gelişip gelişmediği çok önemli değildir.

Sheddy ve Başk. (2002:1-50)³ tarafından Singapur ve Hong Kong şirketleri ile ilgili olarak yapılan bir anket çalışmasında, çalışmaya katılan Hong Kong şirketlerinin %80'ni, Singapur şirketlerinin ise %94'ü'nün riskten korunmak için bilanço içi teknikleri kullandığı tespit edilmiştir.

Şirket içi tekniklerden en çok kullanılanları aşağıda alt başlıklar halinde anlatılmaktadır.

3.1.1.1. Hızlandırma ve Geciktirme (Leading and Lagging):

Gelecekte değer kaybetmesi beklenen döviz cinsinden bir borcun vadesinin geciktirilmesi veya gelecekte değer kaybetmesi beklenen döviz cinsinden bir alacağın öne alınmasıdır. Dolayısıyla, eğer yerli para, şirketin borcu olduğu para cinsine göre değer kazanıyor ise, şirket yerli para cinsinden nakit çıkışını en aza indirmek için borcunun vadesini mümkün olduğunca uzun tutmaya çalışacaktır. Yani, şirket 1.000 \$'lık borcu için t zamanında 1.650.000.000 TL (1 \$=1.650.000 TL) ödemesi yerine $t+1$ zamanında 1.600.000 TL (1\$=1.600.000 TL) ödemesi ihtimalini göz önüne aldığında $t+1$ zamanını seçecektir. Diğer taraftan da, eğer yerli para, şirketin alacağı olduğu para cinsine göre değer kazanıyorsa, şirket nakit girişini maksimize etmek için alacaklarının vadesini mümkün olduğunca kısa tutmaya çalışacaktır. Örneğin, şirket 1.000 \$'lık alacağı için t zamanında 1.650.000.000 TL (1 \$=1.650.000 TL) tahsil etmesi yerine $t+1$ zamanında 1.600.000 TL (1\$=1.600.000 TL) tahsil etmesi ihtimalini göz önüne aldığında t zamanını tercih edecektir.

3.1.1.2. Karşılaştırma (Matching):

Büyüklüğü ne olursa olsun bir şirketin karşı karşıya olduğu kur riskine karşı kullandığı en önemli ve en yaygın yöntemlerden biri karşılaştırma tekniği olup, bu yöntemde şirketin aynı para cinsinden borçları ile alacaklarını miktar ve vade bakımından dengelenmeye çalışılır. Bilançoda doğan kısa yada uzun vadeli dengesizlikler yine bilanço içi işlemlerle dengelenir. Bu tür dengeleme tekniği, özellikle şirketlerden yabancı para cinsinden düzenli nakit girişi veya çıkışı olacağı zamanlarda yoğun olarak kullanılır. Ayrıca, vadeli bir işleme ilişkin pozisyonun kapatılmasında yada sürenin uzatılmasında karşılaştırma tekniği iyi bir alternatiftir. Örneğin, € cinsinden vadeli girdi satın alan şirketin yine ürünü satarken € karşılığında aynı vadede satması, söz konusu işlemlerden doğacak olan kur riskinin bertaraf edilmesini sağlar. Bu tekniğin diğer bir iyi tarafı da şirketin belirli bir parayı sürekli olarak değişik kurlardan alıp satmak durumunda kalmamasıdır.

³ Singapur'a ait veriler 1999 yılı, Hong Kong'a ait veriler 2000 yılına ilişkindir.

3.1.1.3. Çok Yönlü Yayılma (Multilateral Netting):

Birkaç şirketten oluşan şirket gruplarının veya çokuluslu şirketlerin farklı para birimleri ile grup içerisinde yapılan işlemler sonucu ortaya çıkan kur risklerinin azaltılmasında kullanılan yöntemdir.

Grup içi şirketlerin birbirleri ile olan aynı para cinsinden alacak ve borç ilişkileri birbirleri ile hesaben netleştirilir. Dolayısıyla, herhangi bir döviz alım veya satım işlemi olmaz. Sadece netleştirmeden sonra kalan kısımlar için fiziki döviz işlemi gerçekleştirilir. Bu yöntemin kullanım alanı, grup içi şirketlerin birbirleri ile işlem yaptığı para cinsleri ile sınırlıdır. Dolayısıyla, bu yöntem çokuluslu şirketler için daha elverişlidir. Bu yöntemi kullanan şirketlerin grup merkezinde “hazine veya finansman” dairesi olması gerekir ve bu dairenin grup şirketleri ile çok iyi iletişim halinde olması gerekir. Grup içinde yer alan şirketlerin birbirleri ile olan borç/alacak ilişkileri iyi tespit edilmeli ve grup merkezinde yer alan hazine tarafından işlemler sürekli kontrol edilmeli ve gerekli netleştirmeler yapılmalıdır. Diğer taraftan, grup içi şirketlerin aynı para cinsinden borç ve alacaklarını en optimal (vade ve miktar bakımından) şekilde netleştirilmesi için şirketlerin bu işlemleri yapabilecek bilgisayar programlarına (yöneylem ve doğrusal programlama yapabilen programlar) ihtiyaçları vardır.

3.1.1.4. Para Piyasası Yolu İle Riskten Korunma (Money Market Hedging):

Bu korunma yönteminde, şirketin işlemlerinden doğan kur riskini bertaraf etmek için yükümlülük altına girdiği döviz spot piyasadan alıp, gelecekte o döviz kullanmasıdır. €'nun TL karşısında değer kazanacağını beklendiği bir ortamda 1.000.000 €'luk mal ithal eden bir şirketin, vadesi geldiğinde kur riskine maruz kalmadan ithal ettiği malın bedelini ödeyebilmesi için şimdiden spot piyasadan Euroyu satın alması ve ödeme zamanı geldiğinde daha önceden almış olduğu Euroyu kullanmasıdır. Şirketin 1.000.000 €'luk mal ithal ettiğini, TL'nin € karşısında değer kaybedeceğini beklediğini ve şirketin elinde de yerli para cinsinden fonları olduğunu düşünelim. İthal edilen malın bedelinin ödenme zamanı 3 ay sonra olsun ve şu anki 3 aylık vadeli € mevduat oranları da %5 olsun. Bu durumda, şirket üç ay sonra kur riskine maruz kalmamak için şimdiden 987.654^4 €'yu spot piyasadan alıp 3 ay vadeli mevduata yatırırsa, vade sonunda yani malın bedeli ödeneceği zaman kur riskine maruz kalmadan borcunu ödeyebilecektir. Ancak, buradaki örnek olay oldukça basitleştirilmiştir. Aslında, şirketler daha karmaşık problemlerle karşı karşıyadırlar. Spot piyasadan alınan 987.654 € karşılığı TL, yerli para cinsinden faiz getiren bir enstrümanda

⁴ $987.654=1.000.000/(1+0,05/4)$

değerlendirildiğinde, vade sonunda TL cinsinden anapara ve faizin € karşılığı 1.000.000 €’dan fazla ise, şirket için korunmama durumu daha karlı olacaktır.

Bu yöntemde, yukarıda yer alan hesaplamaları yapabilecek profesyonel fon yöneticilerinin şirkette istihdam edilmesi gerekmektedir. Ayrıca, para piyasası yoluyla riskten korunma yönteminde, özellikle yabancı para cinsinden borçlanıldığı durumlarda, bu borçtan doğabilecek kur riskinden korunmak için şimdiden vade sonundaki dövizin alınması gerekir ki, bu da şirketlerin likiditesinin yüksek olmasını gerektirir. Ancak, şirketler her zaman bu likiditeye sahip olamayabilirler.

3.1.1.5. Ulusal yada Karma Para Cinsinden Faturalama (Mixed or Local Currency Invoicing):

Şirketlerin kur riskine maruz kalmamak için kullanabilecekleri diğer bir yöntem de yapmış oldukları işlemler sonucunda faturalamayı ulusal para cinsinden yapmalarıdır. Kendi para cinsinden faturalama yapan şirketlerin kur riskine maruz kalmayacağı açıktır. Ancak, kendi para cinsinden faturalamanın mümkün olabilmesi için şirketin pazarlık gücünün yüksek ve yerli paranın da uluslararası piyasalarda kabul edilebilir olması gerekir. Diğer taraftan, yerli para cinsinden faturalama aslında toplamda kur riskini kaldırmamakta, sadece bu riski karşı tarafa aktarmaktadır. Şirket faturalamayı kendi para cinsi üzerinden yapmış olsa bile kurdaki değişimler, dolaylı olarak şirketin rekabetçi şartlarını kaybetmesine veya satış hacminin düşmesine sebep olabilir.

Faturalama tek para üzerinden yapıldığında kur riski ortadan kalkmayıp karşı tarafa aktarıldığından, karşı tarafın da bu tür sözleşmeye sıcak bakmayacağı aşikardır. Bu nedenle, her iki tarafı da kısmen koruyan karma faturalama yöntemi kullanılabilir. Bu yöntemde, faturalama her iki paranın belirli ağırlıklarından oluşan para sepeti gibi bir değer üzerinden yapılır. Örneğin, Türk şirketi ile Bulgar şirketi bir mal alım veya satımı için anlaşmış olsun, faturalama TL üzerinden yapılırsa riski Bulgar şirketi üstlenecektir, Leva üzerinden yapılırsa riski Türk şirketi riski üstlenecektir, dolayısıyla, her iki tarafın da riski paylaşması açısından faturalama 1 birim TL ve 2 Birim Leva üzerinden yapılabilir. Böylelikle, şirketler kur risklerini 2’ye 1 olarak paylaşmış olurlar.

3.1.1.6. Döviz Sepetleri (Currency Baskets) :

Kur riskine maruz kalan şirketlerin kur risklerini azaltmak için kullanabilecekleri diğer bir bilanço içi yöntem de döviz sepetleri yöntemidir. Bu yöntemde şirket varlıklarını ve kaynaklarını belirli bir döviz sepeti cinsinden belirlemektedir. Döviz sepetlerinin mantığı portföy teorisinden ileri gelmektedir. Tek bir para birimi yerine birkaç para biriminin

ağırlıklandırılması ile oluşturulan para portföyünde, para birimlerinin birbirleri karşısındaki değişimleri göreceli olarak daha az olacağından ve portföylerde yer alan paraların aynı zamanda birbirlerine göre ters yönlü değişim göstermesi nedeniyle kur dalgalanmaları sonucu uğranılacak zararın büyüklüğü azaltılabilmektedir. Şirketler, varlık ve kaynaklarını döviz sepeti üzerinden değerlendirdiklerinde, kur dalgalanmaları sonucunda şirket bilançosunda oluşacak mali zarar veya değişiklik daha az düzeylere indirgenmiş olacaktır. Yine aynı şekilde şirketler vadeli işlemlerini yine para sepeti üzerinden gerçekleştirdiklerinde ileride kur dalgalanmaları sonucunda uğrayacakları zarar daha düşük olacaktır.

Uzun dönemde şirket içi veya geleneksel korunma tekniklerinden yararlanılarak kur riskinin bertaraf edilemeyeceği ileri sürülmektedir (Wan. 1999:571). Şirketler, kur riskini yönetebilmek için şirket içi teknikler dışında şirket dışı yöntem ve araçlarını da kullanmak durumundadırlar.

3.1.2. Şirket (Bilanço) Dışı Korunma Teknikleri

Şirket (bilanço) dışı korunma teknikleri forward, futures, opsiyon ve swap gibi döviz dayalı türev ürünlerin kullanımı içermektedir. Son yıllarda türev araçların şirketler tarafından daha çok kullanılmaya başlanmıştır.

Sheedy ve Başk. (2002:30-50) tarafından Singapur ve Hong Kong şirketleri nezdinde yapılan bir anket çalışmasında, çalışmaya katılan Hong Kong şirketlerinin %50'si, Singapur şirketlerinin ise %65'i riskten korunmak için bilanço dışı riskten korunma teknikleri kullandıkları ortaya konmuştur. Bu oran Amerikan şirketlerinde 1998 yılında bu oran %57'dir (Sheedy ve Başk. 2002:30-50).

Alman ve Amerikan şirketleri üzerinde yapılan çalışmalarda türev ürünlerden en çok döviz üzerine yazılan türev ürünlerin kullanıldığı ortaya konulmuştur. Alman şirketlerinin türev ürünler kullanma oranı Amerikan şirketlerine göre daha yüksektir. Glaum (2000:13)'un Alman şirketleri üzerinde yaptığı bir çalışmada, çalışmaya katılan şirketlerin %90'nın türev araç kullandığı, bunların %88'inin türev araçlarını riskten korunmak amacıyla kullandığını ve en çok kullanılan türev aracın da forward sözleşmeleri olduğu ortaya konmuştur.

Yine Alman ve Amerikan şirketleri üzerinde, Bordnar (2002:24-39) tarafından yapılan çalışmaya göre Amerikan şirketlerinin türev araçlarının kullanım oranı %44, Alman şirketlerinin ise %60'tır. Yine aynı çalışmada, türev ürünlerin hangi risklerden korunmak amacıyla kullanıldığı sorusuna, türev ürün kullanan Amerikan şirketlerinin %79, türev ürün kullanan Alman şirketlerinin %96'sı kur riskinden korunmak için türev ürünleri kullandığını

belirtmiştir. Kur riskinden korunmak için hangi türev araçlarının kullanıldığı sorusuna, Amerikan şirketlerinin %56'sı, Alman şirketlerinin %77'si tezgah üstü piyasalardaki (OTC) forward sözleşmelerini, Amerikan şirketlerinin %12'si futures işlemlerini, Amerikan şirketlerinin %16'sı, Alman şirketlerinin %12'si tezgah üstü piyasalardaki opsiyon sözleşmeleri ve Amerikan şirketlerinin %8'i, Alman şirketlerinin %2'si swap işlemlerini kullandıkları ortaya çıkmıştır. Her iki ülkenin şirketleri türev ürünleri genellikle vade sonunda ortaya çıkabilecek kur riski için kullandıklarını açıklamışlardır. Ayrıca, Amerikan şirketlerinin %65'i, Alman şirketlerinin %75'i kur riskini merkezi yerden yönettikleri ortaya konmuştur.

Finlandiya'da yapılan bir çalışmada ise şirketlerin %56'sının şirket dışı korunma tekniklerinden döviz forward sözleşmelerini sürekli olarak kullandıkları tespit edilmiştir (Paloheimo. 2002:3). Finlandiya'da da büyük şirketler küçük şirketlere göre daha yoğun olarak bilanço dışı korunma tekniklerini kullanmaktadırlar. Finlandiya şirketlerinin pek çoğu işlem ve muhasebe risklerini şirket içi tekniklerle bertaraf etmeye çalışırken, bu iki riskin dışında kalan diğer riskleri şirket dışı yöntemlerle yönetmeye çalışmaktadırlar.

Alyannis ve Başk. (2001:16)'nın Uzak Doğu Asya ülkelerindeki şirketler nezdinde yaptıkları bir araştırmada, Uzak Doğu Asya'daki şirketlerin %66,5'nin yabancı para cinsinden olan borçlarından doğan kur riskinden korunmak için türev ürünler kullandıkları, bu ülkelerden sadece Tayvan'da bu oranın %50'den az olduğu ortaya konulmuştur.

Sheedy ve Başk (2002:30-50) tarafından Singapur ve Hong Kong şirketleri nezdinde yapılan bir anket çalışmasında, çalışmaya katılan Hong Kong şirketlerinin %81'i, Singapur şirketlerinin ise %75'i türev ürünleri kullandığı ortaya konulmuş olup, söz konusu türev ürünlerin Hong Kong'ta %90'ı, Singapur'da %92'si riskten korunmak amacıyla kullanılmaktadır.

Yukarıda yer alan ülke örneklerinden çıkan genel sonuçlar şöyle sıralanabilir.

-Dışa açıklık arttıkça, yani yabancı ülkelerle daha çok ticaret, yatırım ve kredi işlemi yapıldıkça şirketlerin karşılaştıkları kur riski de artmaktadır.

-Kur riskinden korunmak için geleneksel veya şirket içi tekniklerin yeterli olmadığı görülmektedir.

-Kur riskinden korunmak için türev ürünlerin kullanım oranı gün geçtikçe artmaktadır. Bir çok ülkede, şirketler kur riskinden korunmak için %50'den fazla oranda türev ürün kullanmaktadır.

-Ülke örneklerine göre, türev ürünler en çok kur riskinden korunmak amacıyla kullanılmaktadır.

-Kur riskinden korunmak için en çok kullanılan türev araçlar forward sözleşmeleri, opsiyon sözleşmeleri ve vadeli işlem (futures) sözleşmeleridir.

-Kur riskinin merkezi bir finans/hazine dairesinden yönetilmesi şirketlere daha fazla etkinlik ve avantaj sağlamaktadır.

-Şirketlerin büyüklükleri (yurtdışı satışları) ile şirketlerin karşılaştıkları kur riski doğru orantılıdır.

-Şirketlerin likiditeleri arttıkça maruz kaldıkları kur riski azalmaktadır.

Kur riski yönetiminde kullanılan şirket dışı yöntemler aşağıda açıklanmaktadır.

3.1.2.1. Forward Sözleşmeleri

Forward sözleşmeleri, gelecekte bilinen bir tarihte, belirli bir miktar ve cinsten dövizin bugün belirlenmiş bir kurdan (fiyattan) satın alınması veya satılması için yapılan sözleşmelerdir.

Forward işlemleri dünyada en eski ve en fazla kullanılan kur riskinden korunma yöntemlerinden biridir. Forward sözleşmelerinde taraflar belirli bir vadedeki döviz kurunu şimdiden sözleşmeye bağlamaktadırlar. Sözleşmede belirtilen vade geldiğinde önceden anlaşılan kur üzerinden taraflar üzerlerine düşen yükümlülükleri yerine getirmektedirler. Sözleşmenin yapıldığı anda herhangi bir ödeme söz konusu değildir. Sadece gelecekte döviz alım veya satımı için anlaşma vardır.

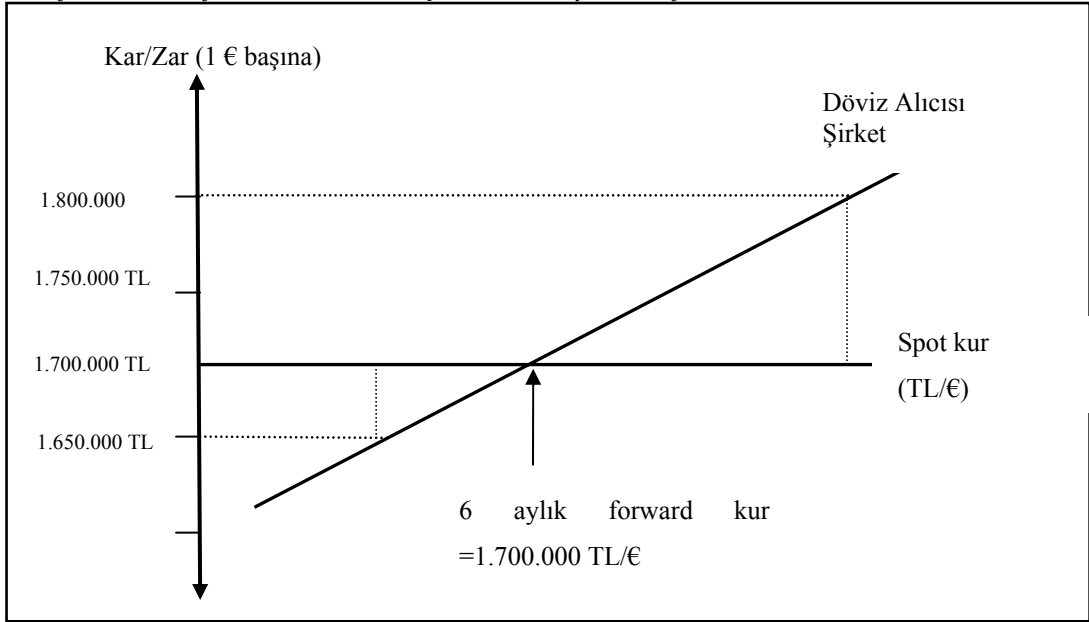
Forward sözleşmeleri, daha çok ihracatçı ve ithalatçılar, daha geniş bir ifadeyle ileride döviz cinsinden taahhüdü veya alacağı olanlar tarafından, olumsuz kur değişimlerine karşı güvence oluşturmak amacıyla yapılmaktadır (Kılıç. 2002:24).

Bir şirket yaptığı ithalatın bedeli olan yabancı parayı 6 ay sonra ödeyecek olsun. Şirket ya ödeme yapacağı güne kadar bekleyip ödeyeceği döviz o günkü kurdan spot piyasadan satın alacak ve ödemeyi gerçekleştirecek ya da bu günden belirlenen bir kur üzerinden gelecekte döviz almayı taahhüt edecektir. Birinci durumda şirket bu yabancı para cinsinden kur riskine tamamen açık durumda kalacaktır. Kurlardaki beklenmedik dalgalanmalar şirketin zarar etmesine neden olabilecektir. İkinci durumda ise, kurlardaki belirsizlik nedeniyle şirket kendini kur riskinden korumaktadır. Yani, bu günden forward anlaşması yapıp, kendisine uygun olan kur üzerinden 6 ay sonunda o yabancı parayı almak için forward sözleşmesi yapmıştır. Bu durumda, şirket 6 ay sonunda kurun ne olacağını şimdiden kendisi belirlemiştir. Dolayısıyla, kurlarda meydana gelecek aşırı dalgalanmalardan şirket etkilenmeyecektir. Altı ay sonunda da daha önceden belirlenmiş kur üzerinden, şirket almayı taahhüt ettiği döviz alacak ve ithal etmiş olduğu malın bedelini istediği kurdan ödemiş olacaktır.

Ancak, kurların dalgalanması şirketin lehine de gerçekleşebilir. Yani forward sözleşmesi yapmayıp, vadeye kadar bekleyip vade sonunda ihtiyacı olan döviz spot piyasadan alması durumunda, eğer spot piyasada kurlar düşmüşse, bu durum şirketin lehine olacaktır, dolayısıyla, forward işlemi yapmış olduğu duruma göre daha karlı olacaktır.

Belirli bir tarihte döviz satın almayı taahhüt eden döviz alım forward (döviz almayı taahhüt eden taraf Uzun Pozisyon durumunda olan taraftır) sözleşmesi imzalayan şirketin kar/zarar durumu, yani, altı ay sonunda 10.000 € ödemesi olan bir şirket bu günden forward sözleşmesi yapıp da, altı ay sonunda 1.700.000 TL/€'dan 10.000 €'yu satın almayı taahhüt etmişse, şirketin bu işleminden kar/zarar durumu aşağıdaki gibi olacaktır.

Grafik 1: Döviz forward alım sözleşmesi imzalayan tarafın kar/zarar durumu



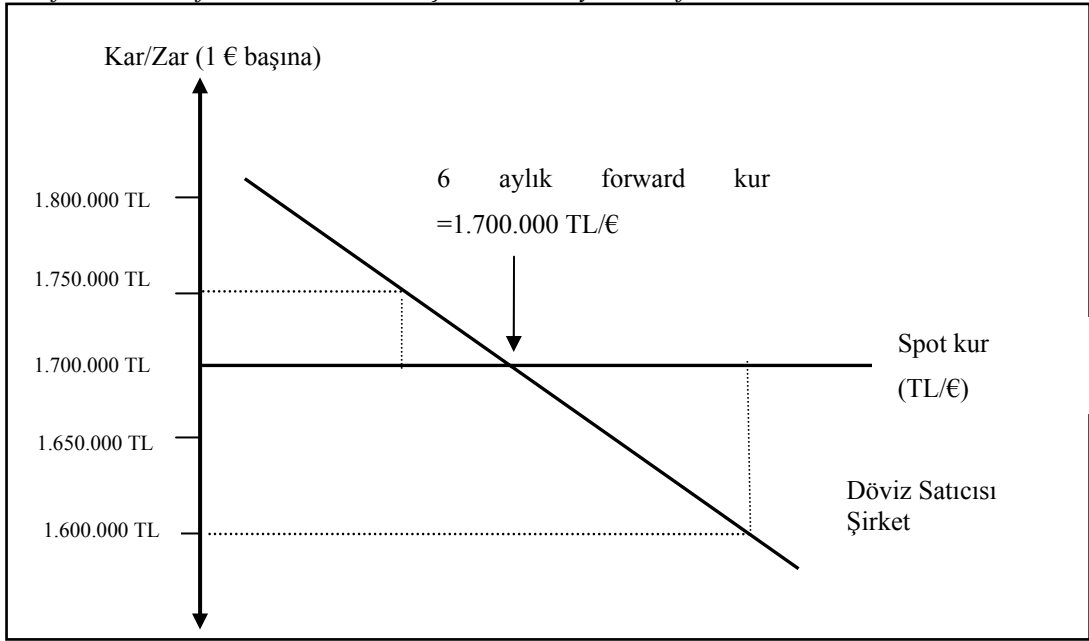
Vade sonunda spot piyasadaki kurun 1.700.000 TL/€ olması durumunda şirket ne kar ne de zarar edecektir. Vade sonundaki kurun 1.800.000 TL/€ olması durumunda şirketin € başına 100.000 TL, toplamda 1.000.000.000 TL karı olacaktır. Çünkü spot piyasadan aynı miktardaki €'yu satın almaya kalksa idi € başına 1.800.000 TL ödeyecekti, halbuki şirket altı ay önceden 1 €'yu 1.700.000 TL'den almayı garanti etmiş durumdadır. Ancak, vade sonunda spot kurun 1.650.000 TL/€ olması durumunda ise şirket € başına 50.000 TL, toplamda ise 500.000.000 TL zarar etmiş olacaktır. Sonuçta, şirket için önemli olan forward sözleşmesinden spekülasyon kar elde etmek değil, kur riskinden korunmaktır. Şirket, forward sözleşme sayesinde vade sonundaki kuru garanti altına almıştır.

Aynı şekilde ihracat yapan bir şirket 6 ay sonra tahsil edeceği alacağının yerli para cinsinden değerini garanti altına almak için şimdiden forward sözleşmesi yapıp kur

riskinden korunabilir. Ya da, vade sonuna kadar bekleyip, vade sonunda tahsil edeceği döviz o günkü kurdan spot piyasada yerli paraya çevirebilir.

Belirli bir tarihte döviz satmayı taahhüt eden döviz satım forward (döviz satmayı taahhüt eden taraf Kısa Pozisyon durumunda olan taraftır) sözleşmesi imzalayan şirketin kar zarar durumu, yani altı ay sonunda 10.000 € alacağı olan bir şirket bu günden forward sözleşmesi yapıp da, altı ay sonunda 1.700.000 TL/€'dan 10.000 €'yu satmayı taahhüt eden şirketin bu işlemten kar/zarar durumu aşağıdaki gibi olacaktır.

Grafik 2: Döviz forward satım sözleşmesi imzalayan tarafın kar/zarar durumu



Vade sonunda spot piyasadaki kur 1.700.000 TL/€ olması durumunda şirket ne kar ne de zarar edecektir. Vade sonundaki spot kurun 1.600.000 TL/€ olması durumunda şirket € başına 100.000 TL, toplamda 1.000.000.000 TL karı olacaktır. Çünkü spot piyasada aynı miktardaki €'yu satmaya kalksa idi € başına 1.600.000 TL alacaktı, halbuki şirket altı ay önceden 1 €'yu 1.700.000 TL'den satmayı garanti etmiş durumdadır. Ancak, vade sonunda spot kurun 1.750.000 TL/€ olması durumunda ise şirket € başına 50.000 TL, toplamda ise 500.000.000 TL zarar etmiş olacaktır. Sonuçta, şirket için önemli olan forward sözleşmesinden spekülâtif kar elde etmek değil, vade sonunda planlamış olduğu hasılatı elde etmektir. Şirket, forward sözleşmesi sayesinde vade sonunda kurun ne olacağını bilmektedir.

Forward kurun hesaplanmasında, spot kur, yerli paranın faizi ve forward sözleşmesi yapılacak dövizin faizi dikkate alınmaktadır.

Altı aylık forward kuru bulmak için iki durumu göz önünde bulunduralım, birincisi TL'si bulunan bir şirket parasını 6 ay boyunca TL yatırım araçları ile değerlendirdiğini ve 6

ay sonunda oluşan TL'nin anapara ve faizi ile döviz aldığını, yani kur riskine karşı korunmadığını, ikinci durumda ise aynı miktarda TL'si olan şirketin parasını bu günden döviz alıp, onu döviz cinsinden getirisi olan yatırım araçlarına yatırdığını yani kur riskinden korunduğunu düşünelim. Vade sonundaki kur (forward kur) birinci seçenekteki TL'yi, ikinci seçeneğin sonundaki dövize eşitleyen kurdur.

Veriler	TL'ye ilişkin veriler	€'ya ilişkin veriler
Anapara	1.000.000.000	
Spot kur (TL/€)		1 €=1.650.000 TL
6 aylık TL faiz oranı (yıllık bazda)	%48	%5

1. durum

Vade sonunda anapara ve faiz

$$=1.000.000.000 \text{ TL} * (1+\%48*0,5)=1.240.000.000 \text{ TL}$$

2. durum

ilk gün 1.000.000.000 TL =606,06 € olarak çevirme işlemi yapılabilir.

$$606,06 \text{ €'nün } 6 \text{ sonundaki anapara ve faizi}=606,06*(1+\%5*0,5)=621,21 \text{ €}$$

Birinci durumdaki TL'yi ikinci durumdaki €'ya eşitleyen kur forward kur olacaktır.

$$\text{Forward kur}=1.240.000.000 \text{ TL}/621,21 \text{ €} \Rightarrow \text{Forward kur}=1.996.098 \text{ TL/€}$$

olmalıdır. Dolayısıyla, kur riskinden korunmak isteyen bir şirket işlem gününden vade sonundaki 1 €'yu 1.996.098 TL'den almayı veya satmayı taahhüt etmek durumundadır.

Forward kurunu TL/€'ya göre formülleştirecek şekilde aşağıdaki ifade çıkmaktadır.

$$\text{Forward Kur}_{\text{TL/€}} = (\text{Spot kur}_{\text{TL/€}}) * \frac{(1 + R_{\text{TL}} * N/360)}{(1 + R_{\text{€}} * N/360)}$$

Burada R_{TL} Türk Lirası cinsinden faizi, $R_{\text{€}}$ Euro cinsinden faizi, N vadeye kalan gün sayısını göstermektedir.

Forward sözleşmelerinde sözleşmenin yapıldığı anda herhangi bir nakit akımı söz konusu değildir. Sözleşme ile ileri bir tarihte alım satım için baz alınacak forward fiyat tespit edilmektedir. Nakit akımı, önceden tespit edilen bu forward fiyat üzerinden, yalnızca vade tarihinde meydana gelmektedir (Yılmaz. 2002:42).

Forward sözleşmelerinin alım satımının yapıldığı piyasalar, alıcı ve satıcıların, bir merkezde veya organize bir ortamda değil, telefon, faks ve diğer iletişim araçlarını kullanarak işlem yaptıkları tezgah üstü piyasalardır. Dolayısıyla, teorik olarak, herhangi iki yatırımcının bir araya gelip gelecekteki bir tarih için belirli bir tutardaki yabancı paranın alımı veya satımı konusunda forward sözleşmesi yapmaları ile mümkündür. Pratikte ise, bu işlemlerin büyük bir kısmı, bankaların kendi aralarında veya bankalar ile müşterileri

arasında ve büyük miktardaki yabancı paraların teslimini kapsayacak şekilde yapılmaktadır (Uzun. 2001:21).

Forward sözleşmeleri, kur dalgalanmaları nedeniyle şirketlerin gelecekteki nakit akımlarının belirsizleşmesini engellemede son derece kullanışlı bir yöntemdir. Ancak, forward sözleşmelerinin dezavantajlı tarafları da bulunmaktadır.

Forward işlemi yapmak isteyen bir tarafın, bu işlemi yapmak isteyen bir karşı tarafı (counterparty) bulması zordur. Forward sözleşmesi yapmak isteyen bir karşı taraf bulunsa bile, vade, tutar ve fiyat konusunda aynı tercihlere sahip olma olasılıkları düşük olabilmektedir. Bu durum, aynı zamanda, yapılan forward sözleşmesinin ikincil piyasada satılmasını da zorlaştırmaktadır (lack of liquidity) (Kılıç. 2002:27).

Forward sözleşmeleri için standart sözleşme büyüklüğü ve standart vadeler söz konusu değildir. Tarafların, sözleşmenin tutarını ve vadesini serbestçe belirleyebilmeleri sonucunda, taraflara tutar ve vade yönünden esneklik imkanı sunarak tam koruma imkanı sağlanırken, bu esneklik, sözleşmelerin ikincil piyasada likiditesi azaltmaktadır. (Uzun. 2001:21).

Forward sözleşmelerindeki diğer bir sorun ise, vade sonunda taraflardan birinin edimini yerine getirememesi riskidir. Taraflar bu riski düşük düzeyde tutmak için, forward sözleşmesine taraf olmadan önce karşı tarafın finansal açıdan güçlü olup olmadığını ve vade bitiminde yükümlülüğünü yerine getirip getirmemesi ihtimalini araştırmak zorundadır. Bu da taraflar için önemli bir zaman kaybı ve maliyet unsuru anlamına gelmektedir (Kılıç. 2002:27).

3.1.2.2. Futures Sözleşmeleri (Vadeli İşlem Sözleşmeleri)

Döviz dayalı vadeli işlem sözleşmeleri (futures sözleşmeleri), belirli bir miktardaki yabancı paranın, bu günden belirlenen fiyattan (kur) gelecekteki bir vadede satın alınması veya satılması taahhüdünü içeren sözleşmelerdir. Vadeli işlem satım sözleşmesi alan taraf, vadesi geldiğinde, önceden belirlenmiş fiyat üzerinden karşı tarafa söz konusu döviz satma yükümlülüğü altındadır. Diğer taraftan, vadeli işlem alım sözleşmesi alan taraf, vadesi geldiğinde, önceden belirlenmiş fiyat üzerinden karşı tarafta söz konusu döviz satın alma yükümlülüğü altındadır. Futures sözleşmeleri, forward sözleşmelerine oldukça benzemektedir. Ancak, futures sözleşmeleri özellikleri itibari ile forward sözleşmelerinden farklılaşmaktadır.

Bu özellikler şöyle sıralanabilir:

Organize Piyasalarda İşlem Görme: Vadeli işlem sözleşmelerinin en önemli özelliklerinden birisi, tüm alıcı ve satıcıların bir araya geldikleri organize piyasalarda

(borsalarda) işlem görmeleridir. Döviz vadeli işlem sözleşmelerinin işlem gördüğü ilk borsa, 1972'de ABD'de Şikago Mal Borsası (Chicago Mercantile Exchange, CME) bünyesinde kurulan ve halen döviz futures sözleşmelerinin işlem gördüğü en önemli organize piyasa olan Uluslararası Para Piyasasıdır (International Monetary Market, IMM). CME-IMM piyasasını büyüklük açısından 1985 yılında New York Pamuk Borsası (New York Cotton Exchange) tarafından kurulan Finansal Araçlar Borsası (Financial Instrument Exchange, FINEX) ve Philadelphia Borsası (Philadelphia Stock Exchange, PHLX) izlemektedir. Bu borsalar dışında dünyanın değişik yerlerinde kurulan vadeli döviz sözleşmelerinin işlem gördüğü borsalar bulunmaktadır (Yılmaz. 2002:48-49). Türkiye'de ise Ağustos 2001 tarihinde İMKB bünyesinde açılmış olan bir dövize dayalı vadeli işlemler piyasası bulunmaktadır.

-Belirli Büyüklükteki sözleşmeler: Forward işlemlerinde sözleşmenin büyüklüğünü taraflar belirlerken, vadeli işlem sözleşmelerinde sözleşme büyüklükleri standarttır. CME'de Sterlin üzerinden düzenlenen sözleşmeler 62.500 Sterlin ve katları şeklindedir. İKMB Vadeli İşlemler Piyasasında sözleşme büyüklüğü 100.000 ABD Doları katlarıdır.

-Standart Vade ve Belirlenmiş Vade Günü: Forward sözleşmelerinde sözleşmenin vadesi yine taraflar arasında belirlenirken, vadeli işlem sözleşmelerinde vadeler standarttır. Bu vadeler; her döviz kuru için olmamakla birlikte Ocak, Mart, Nisan, Haziran Temmuz, Eylül, Ekim ve Kasım aylarıdır. Futures sözleşmelerinde vade günü de kesin ve standarttır.

-Takasbank ve Karşı Taraf: Forward sözleşmelerinde karşı tarafın yükümlülüğünü yerine getirememe riski futures sözleşmelerinde, tarafların birbirleri ile değil takas kurumu aracılığıyla işlem yapmaları nedeniyle, yoktur.

Teminatlandırma ve Her Gün Kar/Zarar Hesaplarının Çıkarılması: Futures işlemlerini forward işlemlerinden ayıran diğer önemli bir özellik, marj uygulaması (teminatlandırma) ve her gün işlemlerin günlük olarak güncelleştirilmesidir. Bu şekilde her gün tarafların kar/zarar durumlarının hesaplanmaktadır.

Vadeli işlem piyasalarında işlem yapmak isteyenler, ilk önce takas merkezine başlangıç teminatı (Initial Margin) olan bir para yatırmaktadır. Başlangıç teminatı genelde yapılacak işlemin belirli bir oranı kadardır. Ayrıca bu teminat miktarı, pozisyon alan kişinin spekülâtör veya riskten korunmuş olmasına göre veya pozisyonun niteliğine göre farklılaştırılabilmektedir (Kılıç. 2002:33). İMKB Vadeli İşlemler Piyasasında 100.000 \$ büyüklüğündeki bir vadeli işlem sözleşmesi için normal pozisyon alan yatırımcı için başlangıç teminatı 30 Milyar TL'dir. Ancak, aynı anda hem alım hem de satım sözleşmesi alan yatırımcı 15 Milyar TL başlangıç teminatı yatırmaktadır.

Futures sözleşmelerinde her işlem günü sonunda gerçekleşen fiyatlar üzerinden fiyat güncellemesi (mark-to-market) yapılır. Fiyat güncellemesine göre tarafların hesaplarındaki kar/zarar durumları ortaya çıkarılır. Sözleşme fiyatının bir önceki güne göre yükselmesi durumunda satım sözleşmesi sahibi kar ederken, alım sözleşmesi sahibi zarar edecektir. Aynı şekilde sözleşme fiyatının bir önceki günün fiyatına göre düşmesi satım sözleşmesi sahibinin zarar, alım sözleşmesi sahibinin kar etmesine neden olacaktır. Dolayısıyla, vadeli işlem sözleşmeleri sıfır toplamı oyun gibidir. Kar/zarar durumları sonucunda taraflardan birinin teminatı bir sonraki günlük fiyat hareketlerini karşılayamayacak durumda ise veya sözleşmenin büyüklüğünün belirli bir oranının altına düşmüş (Maintainance Margin) ise, bu tarafa tamamlama çağrısı (Margin Call) yapılır. Yani, teminat eksikliği olan tarafa teminatını tamamlaması için çağrıda bulunulur. Teminat tamamlama çağrısına uymayan tarafın vadeli işlem sözleşmeleri takas kurumu tarafından nakde çevrilir.

CME’de 62.500 Sterlin büyüklüğündeki bir sözleşme için belirlenen sürdürme teminatı tüm yatırımcılar için 900 \$; İMKB Vadeli İşlemler Piyasasında 100.000 \$ büyüklüğündeki bir sözleşme için belirlenen sürdürme teminatı ise tüm yatırımcılar için başlangıç teminatının % 80’i, yani tek yönlü işlem yapan bir yatırımcı için 24 Milyar TL olarak belirlenmiştir.

Dövizde dayalı vadeli işlemlerin teorik değeri, özü itibariyle forward sözleşmelerine benzemesi nedeniyle, forward sözleşmelerinde olduğu gibi faiz oranı paritesi dikkate alınarak hesaplanmaktadır. Başka bir deyişle, futures sözleşmelerinin teorik fiyatı spot piyasa fiyatı ile yerli ve yabancı piyasalardaki faiz oranı dikkate alınarak belirlenmektedir (Kılıç. 2002:37).

$$\text{Futures Fiyatı}_{\text{TL/S}} = (\text{Spot kur}_{\text{TL/S}}) * \frac{(1 + R_{\text{TL}} * N/360)}{(1 + R_{\text{S}} * N/360)}$$

Burada R_{TL} Türk Lirası cinsinden faizi, R_{S} Dolar cinsinden faizi, N vadeye kalan gün sayısını göstermektedir.

Kur riski ile karşı karşıya kalan şirketler, forward sözleşmelerindeki karşı tarafın yükümlülüğünü yerine getirememesi veya uygun karşı taraf bulamaması sorunları ile uğraşmadan kur riskinden forward sözleşmelerindeki mantıkla korunabilmektedirler.

Kur riskinden korunmak için vadeli işlem sözleşmelerinin nasıl kullanıldığı aşağıda bir örnekle açıklanmaktadır.

Bir Türk şirketi Haziran 2002’de yurtdışından yaptığı ithalat işlemi sonucunda, üç ay sonra ithalat bedeli olan 500.000 \$’ı ödeyecektir. Ancak, ödemenin yapılacağı tarihe

kadar Doların Türk Lirası karşısında değer kazanacağı beklenmektedir. Şirket, bu riskten korunmak amacıyla İMKB Vadeli İşlemler Piyasasında işlem yapmayı seçmiş olsun. İthalatın yapıldığı anda spot kur 1.600.000 TL/\$'dır. Ayrıca, İMKB Vadeli İşlemler Piyasasında Dolar cinsinden vadeli işlem sözleşmeleri 100.000 \$ ve katları şeklinde düzenlenmektedir. Üç ay vadeli işlem sözleşmesinin fiyatı 1.700.000 TL'dir.

Şirket, gelecekte ödeyeceği Dolar cinsinden bu borcu için kur riskine maruz kalmamak için vadeli işlem piyasasında uzun pozisyon (döviz alım vadeli işlem sözleşmesi) alacaktır. Satın alacağı sözleşme ise 5 adet olacaktır (500.000 \$/ 100.000 \$).

Üç ay sonra Dolar kurunun spot piyasada değerine göre şirketin kar/zarar durumuna bakalım.

Seçenekler	Üç ay sonraki spot piyasadaki olası dolar kurları (TL/\$)	500.000 \$'ın Spot piyasadan alınması ile ödenecek tutar (Milyar TL)	Vadeli İşlem Sözleşmesinden elde edilen Kar/Zarar (Milyar TL)
1. durum	1.800.000	-900	50
2. durum	1.700.000	-850	0
3. durum	1.600.000	-800	-50

1. durumda 3 ay sonraki spot kurun 1.800.000 TL olması durumunda, şirket 1.700.000 TL/\$'dan futures aldığı için dolar başına 100.000 TL toplamda 50 milyar TL kar etmiş olacaktır. Dolayısıyla, şirket hem kur riskinden korunmuş hem de bu işten kar elde etmiş olacaktır.

2. durumda 3 ay sonraki spot kurun 1.700.000 TL olması durumunda şirket 1.700.000 TL/\$'dan futures aldığı için ne kar ne de zarar etmiş olacaktır. Dolayısıyla, şirket sadece kur riskinden korunmuş olacaktır.

3. durumda 3 ay sonraki spot kurun 1.600.000 TL olması durumunda, şirket 1.700.000 TL/\$'dan futures aldığı için dolar başına 100.000 TL toplamda 50 milyar TL zarar etmiş olacaktır. Dolayısıyla, şirket kur riskinden korunmuş ancak, bu işlem sonucunda zarar etmiş olacaktır. Ancak, şirket için önemli olan üç sonraki kurun ne olacağını bilmesi, yani 3 ay sonraki kuru bugünden sabitlemesidir.

3.1.2.3. Opsiyon Sözleşmeleri

Döviz opsiyonları, şirketler ve bankalar tarafından 1970'li yıllardan beri kur riskinden korunmak amacıyla yoğun olarak kullanılmaktadır. Opsiyon sözleşmeleri hem organize piyasalarda hem de tezgah üstü piyasalarda işlem görmektedir.

Döviz opsiyonları alıcı ve satıcı taraflar arasında yapılan kontrat gereği opsiyon alıcısına belirli bir miktardaki dövizli belirli bir süre içerisinde veya belirli bir vadede önceden belirlenen fiyat üzerinden satın alma ve veya satma hakkı veren sözleşmelerdir.

Belirli bir fiyattan opsiyonu kullanmak (exercise) yani döviz belirlenen bir fiyattan almak veya satmak döviz opsiyonuna sahip olan kişinin hakkıdır. Diğer bir ifade ile opsiyon sözleşmesi, alıcısına önceden belirlenmiş olan kurdan belirli miktardaki yabancı parayı vadesinde veya vadesinden önceki bir tarihte alma veya satma hakkını veren bir türev araçtır. Sözleşmenin satıcısı ise, alıcı alma veya satma hakkını kullanmak istediğinde, sözleşme konusu yabancı parayı satmakla veya almakla yükümlüdür. Opsiyon satın alan taraf, sağlamış olduğu bu hak karşılığında opsiyon satan tarafa bir prim (option premium) ödemektedir (Kılıç. 2002:37-38).

Opsiyonların vadeli işlemlerden temel farkı, opsiyonlarda, belirli dövizin gelecekte şimdiden anlaşılan fiyat üzerinden satın alma veya satma hakkına sahip olunması söz konusudur; futures sözleşmelerinde ise belirli dövizin gelecekte şimdiden anlaşılan fiyat üzerinden satın alma veya satma yükümlülüğü vardır. Opsiyonlardaki bu hak kullanılmak zorunda değildir. Ancak, futures sözleşmelerinde yükümlülük yerine getirilmeli veya ters pozisyonla kapatılmadır. Ayrıca, vadeli işlem ve forward sözleşmelerinde şirket gelecekteki kuru garanti altına alırken opsiyon sözleşmelerinde şirket gelecekteki maksimum yerli para çıkışı veya minimum yerli para girişini garanti altına almaktadır.

Opsiyon Türleri:

Alım opsiyonu (Call Option): Alıcısına belirli bir miktar döviz diğer bir döviz karşılığında, belirli bir süre içerisinde veya belirli bir süre sonunda önceden belirlenmiş fiyat üzerinden alma hakkı veren sözleşmelerdir. Ancak, döviz alım opsiyonu satıcısının böyle bir hakkı olmamakla birlikte, alım opsiyonu sahibinin opsiyonu uygulaması durumunda söz konusu döviz, opsiyon sözleşmesindeki fiyattan satmak zorundadır. Bu nedenle alım opsiyonu satıcısı başlangıçta opsiyon primini opsiyon alıcısından geri vermemek üzere almaktadır.

Alım opsiyonunun vadesi geldiğinde spot fiyata bağlı olarak ortaya çıkacak durumlar şu şekilde açıklanabilir:

- Vade tarihinde, spot kur kullanım fiyatının üzerinde ise; alıcı opsiyonu kullanacaktır, alım opsiyonunun değeri “Spot kur –Kullanım fiyatı” olacaktır, alıcının net karı (satıcının ise net zararı) alım opsiyonunun değeri “Spot kur –Kullanım fiyatı” ile ödediği opsiyon primi arasındaki fark kadar olacaktır.

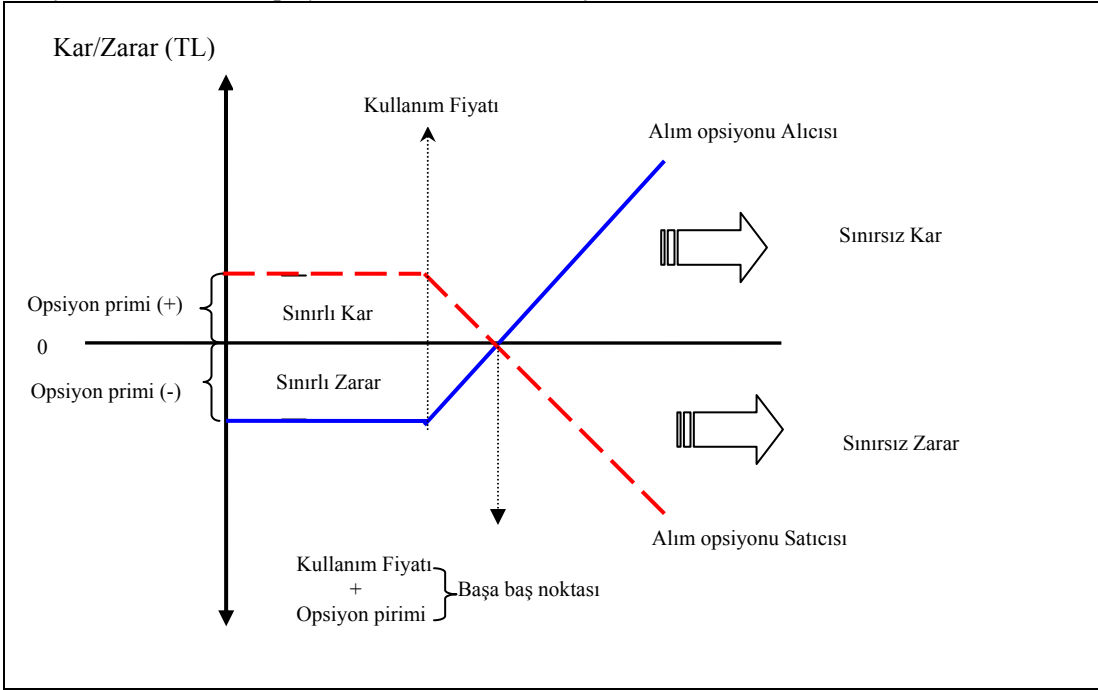
-Vade tarihinde, spot kur kullanım fiyatının altında ise; alıcı opsiyonu kullanmayacaktır, alım opsiyonu kullanılmadığı için değeri sıfır olacaktır, alıcının net zararı (satıcının ise net karı) ödediği opsiyon primi kadar olacaktır. Bu şekilde alıcı, sözleşme ile, opsiyonu kullanmama durumunda sınırlı bir zarar riski (peşin ödediği prim) ile karşı karşıya

kalırken, opsiyonu kullandığında ise spot kura bağlı olarak sınırsız kar “Spot kur –Kullanım fiyatı” ile ödediği opsiyon primi arasındaki fark kadar olacaktır.

Yani opsiyon alıcısının karı= Max {Opsiyon primi, (Spot kur -Kullanım fiyatı – Opsiyon Primi)} olacaktır.

Alım opsiyonunda opsiyonu alan ile satan tarafın kar zarar durumları aşağıda yer alan grafikteki gibidir.

Grafik 3: Döviz alım opsiyonu alan ve satan tarafların kar/zarar durumu



Alım opsiyonu alıcısının başlangıçta ödemiş olduğu prim alıcının sınırlı zararını, opsiyon satıcısının sınırlı karını oluşturmaktadır. Opsiyonun kullanım fiyatı arttıkça opsiyon alıcısı kar etmeye başlayacaktır. Opsiyonunun fiyatının sadece opsiyon primini karşılayacak kadar artması durumunda, opsiyon alıcısı ve satıcı ne kar ne de zararda olacaktır (Başa baş noktası). Opsiyonun fiyatının başlangıçta ödenen primi de kapsayacak şekilde daha da artması opsiyon alıcısının ucu açık kar yapmasına, opsiyon satıcısının da ucu açık zarar etmesine sebep olacaktır.

Satım opsiyonu (Put Option): Alıcısına belirli bir miktar döviz diğer bir döviz karşılığında, belirli bir süre içerisinde veya belirli bir süre sonunda önceden belirlenmiş fiyat üzerinden satma hakkı veren sözleşmelerdir. Ancak, döviz satım opsiyonu satıcısının böyle bir hakkı olmamakla birlikte satım opsiyonu sahibinin opsiyonunu uygulaması durumunda söz konusu döviz, opsiyon sözleşmesindeki fiyattan satın almak zorundadır.

Satım opsiyonunun vadesi geldiğinde spot fiyata bağlı olarak ortaya çıkacak durumlar şu şekilde açıklanabilir:

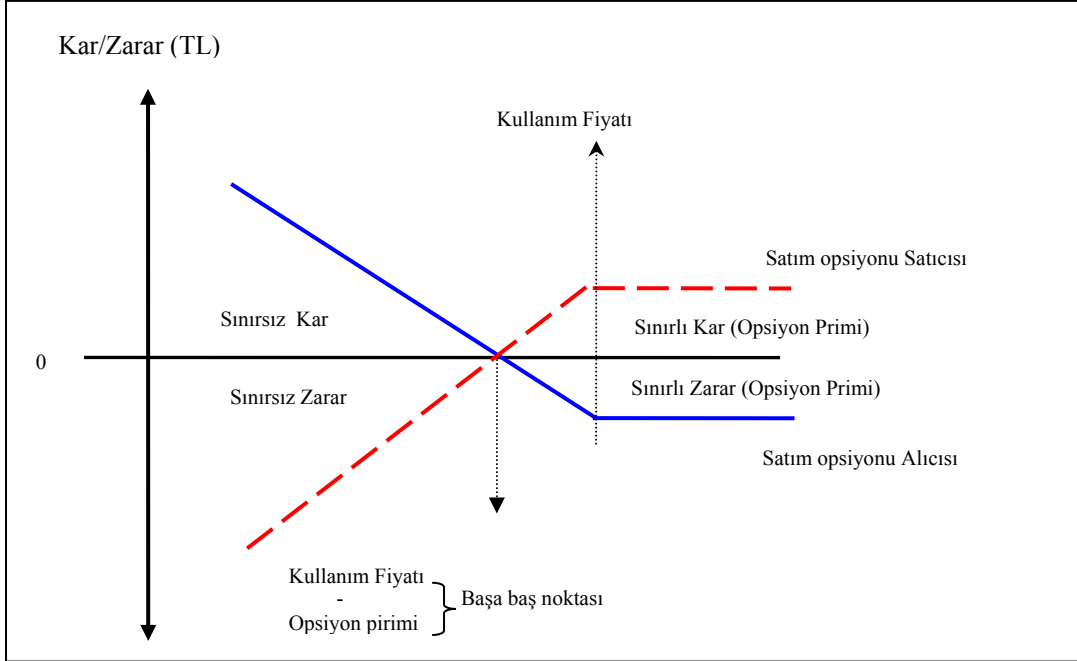
- Vade tarihinde, spot kur kullanım fiyatının üzerinde ise; alıcı opsiyonu kullanmayacaktır, satım opsiyonu kullanılmadığı için değeri sıfır olacaktır, alıcının net zararı (satıcının ise net karı) ödediği opsiyon primi kadar olacaktır.

-Vade tarihinde, spot kur kullanım fiyatının altında ise; alıcı opsiyonu kullanacaktır, satım opsiyonu değeri “kullanım fiyatı – spot kur” olacaktır, alıcının net karı (satıcının ise net zararı) satım opsiyonunun değeri “kullanım fiyatı – spot kur” ile ödediği opsiyon primi arasındaki fark kadar olacaktır.

Yani, Opsiyon Alıcısının Karı= Max {Opsiyon primi, (Kullanım fiyatı -Spot kur – Opsiyon Primi)} olacaktır.

Satım opsiyonunda opsiyonu alan ile satan tarafın kar zarar durumları aşağıda yer alan grafikteki gibidir.

Grafik 4: Döviz alım opsiyonu alan ve satan tarafların kar/zarar durumu



Satım opsiyonu alıcısının başlangıçta ödemiş olduğu prim alıcının sınırlı zararını, opsiyon satıcısının ise sınırlı karını oluşturmaktadır. Opsiyonun kullanım fiyatı azaldıkça opsiyon alıcısı kar etmeye başlayacaktır. Opsiyonunun fiyatının sadece opsiyon primini karşılayacak kadar azalması durumunda, opsiyon alıcısı ve satıcı ne kar ne de zararda olacaktır (başa baş noktası). Opsiyonun fiyatının başlangıçta ödenen primini de kapsayacak şekilde daha da azalması opsiyon alıcısının ucu açık kar yapmasına, opsiyon satıcısının da ucu açık zarar etmesine sebep olacaktır.

Döviz türünden alacakları ve ödemeleri olan firmalar, ticari ve finansal işlemlerinden kaynaklanan kur riskine karşı opsiyon sözleşmelerini yoğun olarak kullanmaları mümkündür.

Örneğin, mal ithal eden bir şirket üç ay sonra yabancı para cinsinden ödeyeceği bedel nedeniyle kur riskine maruz kalabilmektedir. Kur riskini yönetmek isteyen şirket, tezgah üstü piyasalardan veya organize piyasalardan bedelin ödeneceği döviz cinsinden alım opsiyonu satın alabilir. Bu durumda şirket sadece bir prim ödeyerek gelecekteki kur belirsizliğini ortadan kaldırmış olacaktır. Alım opsiyonu satın alan şirketin kur ne olursa olsun en fazla edebileceği zarar belirlidir, o da opsiyon primidir. Diğer tarafta bu opsiyon işleminden sınırsız kar elde etme olasılığı da mevcuttur.

Aynı durum, vadeli satış yapan bir şirket için de geçerlidir. Vade sonunda alacağı dövizin fiyatının ne olacağı tahmin edilemediğinde veya kurlarda belirsizliğin olması nedeniyle şirket kur riskiyle karşı karşıyadır. Kurlardaki beklenmedik dalgalanmalar, şirketin nakit akımlarında değişmelere yol açacaktır. Dolayısıyla, şirket vade sonunda yerli para cinsinden nakit akımını sabitleyebilmek için bu günden opsiyon satım sözleşmesi satın alabilir. Şirketin şimdiden ödeyeceği opsiyon primi olup, şirketin olası maksimum zararıdır. Diğer taraftan, opsiyon satım sözleşmesi ile vade sonundaki kuru garantilemiş olmaktadır. Vade sonunda, spot kurun opsiyon sözleşmesinin fiyatına göre yüksek olması durumunda şirket opsiyonu işleme koymayacak, aldığı dövizleri spot piyasada yerli paraya çevirecektir. Bu işlemde dolayı, sadece ödemiş olduğu prim boşa gitmiş olacaktır. Ancak, spot kurun, opsiyon kullanım fiyatından daha düşük olması durumunda şirket opsiyon sözleşmesinden doğan döviz önceden anlaşılan fiyat üzerinden satma hakkını kullanacaktır. Bu durumlar, şirket, kullanım fiyatı ve spot kura göre sınırsız kar edebilecektir.

3.1.2.4. Swap Sözleşmeleri

Swap sözleşmeleri borçlanma maliyetini düşürmek, döviz kuru ve faiz oranı değişimlerinin yarattığı risklere karşı korunmak, pasif varlıklar portföyüne esneklik kazandırabilmek için veya borçlanma maliyetini azaltabilmek için geliştirilen bir finansal tekniktir (Teker. 1999:91). Swap sözleşmesi iki taraf arasında yapılan anlaşma çerçevesinde farklı dövizlerin ilerde tekrar değişilmek üzere şimdiden takas edilmesidir. Swap işlemleri özellikle uluslararası şirketlerde veya grup içi şirketlerde daha çok kullanılmaktadır. Şirketler swap sözleşmelerini kullanarak tercihlerine ve ihtiyaçlarına göre maliyeti uygun piyasalardan başka bir şirket aracılığıyla yararlanmalarını sağlarlar. Karşılıklı olarak yapılan swap sözleşmelerinde, taraflar yükümlüklerini yerine getirmek zorundadır. Swap sözleşmeleri, şirketler arasında karşılıklı olması nedeniyle tezgah üstü piyasalarda işlemler

gerçekleşmekte olup, tarafların birbirlerinin bulmalarını kolaylaştırmak amacıyla da komisyon karşılığında aracı kuruluşlar (özellikle bankalar) da swap sözleşmelerine dahil olabilmektedir.

Swap sözleşmeleri sayesinde her iki tarafın da kazanç sağlama imkanı bulunmaktadır. Bu durum, tarafların maliyet açısından mukayeseli üstünlüğe sahip oldukları döviz cinsinden borçlanıp, bu borcu karşı tarafın borcu ile değiştirmeleri sayesinde mümkün olmaktadır (Kılıç. 2002:48).

Swap sözleşmeleri, şirketlerin risk yönetiminde oldukça esnek finansman yapısı sağlarlar. Bilanço dışı finansman olanağı yaratması, şirketlerin faiz ve kur risklerini istedikleri gibi yönlendirmelerini, karışık nakit akımlarının daha kolay yönetilmesini, maliyet avantajı sağlaması ve gelecekteki bir döviz kurunu sabitlemesi swap sözleşmelerinin diğer avantajları arasında yer almaktadır.

3.2. MUHASEBE RİSKİ YÖNETİMİNDE KULLANILABİLECEK YÖNTEMLER

Muhasebe riskinden korunmanın gerekliliği tartışılan bir konudur. Bazıları, muhasebe riskinin önemsiz olduğunu ifade etmektedir. Bu argümanın altında yatan düşünce ise kur hareketleri olsa bile, yurtdışı bağlı işletmelerden elde edilen yabancı para cinsinden karlılık değişmemektedir. Sadece bu karlılığın yerli paraya çevrilmesinde değer farklılıkları ortaya çıkmaktadır. Kur hareketlerinden dolayı, yurtdışı bağlı işletmelerin o ülke parası cinsinden aktiflerinde bir azalma meydana gelmemektedir.

Diğer taraftan, muhasebe riskinden korunmak amacıyla geliştirilen çevirme yöntemlerinde belirli standartlaşma bulunmamaktadır. Pek çok ülke kendine özgü yöntem geliştirmiştir. Uluslararası kabul görmüş ve en çok kullanılan yöntemler aşağıda anlatılmaktadır.

3.2.1. Kapanış Kuru Yöntemi veya Cari Kur Yöntemi

Bu yöntem Amerikan şirketleri tarafından 1980'li yılların başlarından beri kullanılmaktadır. Kapanış kuru yöntemi veya cari kur yöntemi Amerika'da FASB'nin (Financial Accounting Standart Board) 52. standardı ile düzenlenmiştir. Kanada ve Amerika'da cari kur yöntemi, İngiltere, Galler ve İskoçya'da kapanış kuru yöntemi olarak bilinmektedir. Bu yöntemdeki prosedür aşağıdaki gibidir.

-Bağlı şirketin özkaynakları hariç diğer tüm bilanço kalemleri bilanço günündeki cari kur üzerinden çevrilerek ana şirketin konsolide bilançosuna aktarılır.

-Gelir tablosundaki kalemler işlemin gerçekleştiği andaki kur üzerinden veya dönem için bulunacak ortalama kur üzerinden çevrilerek konsolide gelir tablosuna aktarılır.

-Bağlı şirketin özkaynakları tarihi kur üzerinden çevrilerek ana şirketin konsolide bilançosuna aktarılır.

-Yukarıdaki aktarımlardan dolayı ortaya çıkan zarar veya kar direk olarak net kara eklenmez, bu fark özkaynak grubu altında “birikmiş muhasebe çeviri düzeltmeleri” hesabı veya “Kur çevirmelerinden kaynaklan özkaynak düzeltme” hesabı altında gösterilir.

Cari kur yönteminde her yurtdışı bağlı kuruluşun aktif ve pasif kalemlerinin aynı oranda kur riskine maruz kaldıkları kabul edildiğinden bağlı şirketlerin muhasebe riskleri ana şirketin özkaynağı üzerinde görülür.

Cari kur yöntemine muhasebe ve finans çevreleri tarafından eleştiriler gelmektedir. Dönen varlıklar ile duran varlıkların aynı kurdan çevrilmesinin doğru olmadığı, çünkü dönen ve duran varlıkların aynı riski taşımadıkları ileri sürülmektedir. Diğer bir eleştiri de; kısa vadeli borçlar ile uzun vadeli borçların aynı riski taşımadıkları bu yüzden kısa vadeli borçlar ile uzun vadeli borçların da aynı kurdan değerlendirilemeyeceği ileri sürülmektedir.

Bu yöntemde özkaynaklar dışındaki kalemlerin cari kur ile özkaynakların tarihi kur ile değerlendirilmesi sonucunda bu yöntem daima pozitif yada borçlu döviz kuru riskine açık pozisyon ortaya çıkarmaktadır. Döviz kurunun değişmesi sonucunda ortaya çıkan gerçekleşmemiş döviz kuru farkı da gelir tablosuna ayrı bir hesap olarak dahil edilir (Öker. 1997:36-40).

3.2.2. Geçici Kur Yöntemi

FASB 8 standardı yine Amerikan şirketlerin FASB 52 standardı çıkana kadar kullandıkları bir yöntemdir. Aynı zamanda parasal/parasal olmayan yöntemin düzeltilmiş halidir. Bu yöntemde tarihsel döviz kurları, sadece finansal tablolarda tarihsel değerleri ile belirlenen kalemlerde kullanılmalı, cari döviz kurları ise finansal tablolarda yerine koyma maliyetleri ile pazar değerleri yada gelecekte beklenen değerleri ile ifade edilen kalemlerde kullanılmalıdır. Örneğin, stok kalemi; eğer maliyet bedeli ile bilançoda gösterilmişse tarihi döviz kuru ile, cari piyasa fiyatı ile gösterilmişse cari döviz kuru ile ulusal yerli para birimine çevrilir (Öker. 1997:36-40). Bilançodaki kalemler genelde elde etme maliyeti ile gösterilmişse bu yöntemin sonuçları ile parasal/parasal olmayan yöntemin sonuçları yakın çıkmaktadır.

Bu yöntemin prosedürü şu şekildedir.

- Varlıklar (kasa, bankalar, menkuller, alıcılar hesapları) ve parasal yükümlülükler (kısa vadeli borçlar ve uzun vadeli borçlar) bilanço günündeki cari kur üzerinden çevrilerek konsolide bilançoya aktarılır.

- Gelir tablosu kalemleri ise ortalama döviz kuru üzerinden çevrilerek konsolide gelir tablosuna aktarılır.

- Amortismanlar ve satılan malın maliyeti ise ilgili kalem hangi kurla çevrilmiş ise o kurdan çevrilir.

-Çevirmeden kaynaklanan kar ya da zarar gelir tablosundaki net kara eklenir.

3.2.3. Cari ve Cari Olmayan Yöntem (Current/Noncurrent Method)

Bu yöntem 1939'dan 1960'lı yıllara kadar AICPA'nın (American Institute of Certified Public Accountants) önerisi üzerine kullanılmıştır. Bağlı işletmelerin yabancı para cinsinden düzenlenen bilançosunda yer alan varlık ve borçlarının vadeleri itibari ile sınıflandırılarak yerli paraya çevrilmesi esasına dayanır (Öker. 1997:36-40). Sınıflandırmada cari değerler (dönen varlıklar) bir yıl içerisinde tahsil edilecek veya ödenecek kalemlerden meydana gelir. Yurtdışı bağlı işletmelerin döviz cinsinden dönen varlıklarının, kısa vadeli borçlarından fazla olması durumunda çeviri yapılırken yabancı paranın değer kaybetmesi muhasebe kayıtlarında bir kazanç, yabancı paranın değer kazanması muhasebe kayıtlarında bir kayba yol açacaktır. Bu yöntem dönen varlıklar ve kısa vadeli borçlar ana şirketin para birimine bilanço gününden bir önceki günün spot kurları ile değerlendirilerek çevrilir. Duran varlıklar, uzun vadeli borçlar ve özkaynaklar ise tarihi değerleri ile çevrilerek ana şirketin muhasebe kayıtlarına dahil edilir.

Gelir tablosu kalemleri cari olmayan varlık ve yabancı kaynak bilanço kalemlerine ait gelir ve giderler hariç olmak üzere söz konusu döneme ait ortalama kur üzerinden çevrilir. Amortismanlar ise ilgili kalem hangi kurla çevrilmiş ise o kurdan çevrilir.

3.2.4. Parasal ve Parasal Olmayan Yöntem (Monetary/Nonmonetary Method)

Kasa, bankalar, kredili satışlar, alacaklar, borçlar, kredili alışlar gibi likiditesi yüksek olan kalemler son işlem gününün cari kuru üzerinden çevrilir. Duran varlıklar, özkaynaklar gibi likiditesi düşük kalemler ise bu kalemlerin bilançooya giriş tarihlerindeki kur üzerinden çevrilirler. Gelir tablosundaki kalemlerde gelirin olduğu tarihteki kur üzerinden çevrilirler.

Gelir tablosu kalemleri, parasal olmayan varlık ve yabancı kaynak bilanço kalemlerine ait gelir ve giderler hariç olmak üzere söz konusu döneme ait ortalama kur

üzerinden çevrilir. Amortismanlar ve satılan malın maliyeti ise ilgili kalem hangi kurla çevrilmiş ise o kurdan çevrilir.

Yurtdışı bağlı işletmelerin bilançolarında yer alan duran varlıkların tarihi değer üzerinden, borçların ise cari değerden değerlendirilmesi sonucunda, bilanço gününde bağlı şirketin mali yapısı değişmektedir. Özellikle borçların cari kur üzerinden değerlendirilmesi nedeniyle kambiyo zararlarının ortaya çıkması mümkündür. Dolayısıyla, bu yöntemin sakıncası bağlı şirketlerin risklerini artırmasıdır.

Bu yöntem bilançodaki kalemleri sınıflandırırken borçları parasal kalem olarak kabul ettiğinden cari/cari olmayan yöntemden farklılaşmaktadır.

3.3. EKONOMİK RİSK YÖNETİMİNDE KULLANILABİLECEK YÖNTEMLER

Ekonomik riskin muhasebe ve işlem riskine göre oldukça karmaşık olması nedeniyle ölçülmesi zordur. Dolayısıyla yönetilmesi de oldukça karmaşıktır. Çünkü, ekonomik risk sadece şirket iç parametrelerine bağlı değil şirket dışındaki enflasyon oranı ve uzun vadede reel kurlardaki dalgalanmalara bağlıdır.

Ekonomik riskten korunmak için kullanılabilir yöntemlerden bazıları aşağıda alt başlıklar olarak anlatılacaktır.

3.3.1. Pazarlama Stratejileri

3.3.1.1. Piyasa Çeşitlendirmesi Stratejisi

Kurlardaki dalgalanmalar nedeniyle şirketin gelecekteki nakit akımları rekabet ettiği şirketler ve/veya tüketici talepleri aracılığıyla dolaylı olarak etkilenmektedir. Şirketler bu tür riskten korunmak için mallarını satacağı pazarı seçerken kur hareketlerini de göz önünde bulundurarak o pazara girmeyi düşünmelidir. Şirketin kendi parasının pazar açmayı düşündüğü ülkenin parasına göre değer kazanacağı uzun dönemde bekleniyorsa, bu pazara fazla pay ayrılmamalıdır. Şirketler kur hareketlerinden olumlu yönde etkilenecekleri pazarları seçmelidir. Şirketler mal veya hizmet pazarlayacakları her ülke kur hareketlerini izlemek durumundadırlar.

Şirketler gelecekteki kur hareketlerini çok fazla tahmin edemiyorlarsa, ürünlerini farklı piyasalarda pazarlamaya çalışmalıdırlar. Farklı pazarlarda farklı paraların olması nedeniyle kurlarda meydana gelebilecek değişimler, her pazarda aynı olmayacaktır. Farklı pazarların olması aynı zamanda farklı paralardan oluşan nakit girişlerinin olmasını sağlayacağından, bu paralar portföy etkisi ile birbirlerindeki değişimleri kısmen de olsa dengeleyeceklerdir. Diğer taraftan bir ülkedeki pazarlar, kurların anormal bir şekilde

değişmesi sonucunda tamamen kaybedilebilir. Ancak, pazar çeşitlendirmesi sayesinde kur değişimlerinden kaynaklanan gelecekteki nakit akımlarının etkilenmesi toplamda azaltılabilir.

Şirketler ayrıca mal veya hizmet sattıkları ülkelerde fiyat farklılaştırmasına gitmelidirler. Yüksek gelir grupları ve düşük gelir gruplarına olan hizmet veya mal satımının farklılaşmaları gerekir. Çünkü, kurlarda meydana gelen değişimler yüksek gelir gruplarını düşük gelir gruplarına göre daha az etkilemektedir.

3.3.1.2. Fiyatlandırma Stratejisi

Şirketler döviz üzerinden satacakları mal veya hizmetleri kendileri fiyatlandırmaktadırlar. Kurlardaki değişim nedeniyle mal veya hizmetin fiyatı rakip ürünlerin fiyatına göre yüksek kalabilir ve şirketin piyasa payı azalabilir veya direk olarak fiyatın yükselmesi nedeniyle yurtdışına satılan mal veya hizmet o ülkenin tüketicileri için pahalı gelebilir. Dolayısıyla, şirketlerin kur değişmelerinden kaynaklanan fiyat hareketlerini piyasa payı ve kar marjı açısından değerlendirmeleri gerekir. Piyasa payını kaybetmemek için fiyat ayarlamalarına gitmelidirler. Diğer taraftan, şirketler kendi mallarının fiyat esnekliklerini ölçmeye çalışmalıdırlar.

Şirketlerin sadece fiyat değişimlerini kar marjı ve piyasa bağlamında izlemeleri yetmemektedir. Bu fiyat ayarlamalarının sık sık gözden geçirilip, gerekirse yeniden ayarlaması gerekmektedir.

3.3.1.3. Promosyon Stratejisi

Kurlardaki dalgalanmalar nedeniyle kur riskinden daha az etkilenmek için promosyon stratejileri de göz önünde bulundurulmalıdır. Şirketler ilgili pazarda kurdaki dalgalanmalara göre reklam ve diğer promosyon satışları için gerekli tedbirleri alıp, bunlara ayrılacak bütçeyi planlamalıdır.

3.3.1.4. Ürün Stratejisi

Kurlardaki değişim yeni ürünlerin piyasaya giriş zamanlamasını etkileyebilir. Kurların belirsiz olduğu zaman diliminde distribütörler yeni ürünleri almaya isteksiz olabilirler. Mal veya hizmet pazarlanan ülkenin para biriminin değer kazandığı dönemler yeni ürünler için ideal dönemlerdir. Aksi durumda, mal veya hizmet pazarlanan ülkenin para biriminin değer kaybettiği dönemlerde yeni ürünlerin piyasaya sürülmesi nakit girişlerinin beklenenden düşük olmasına sebep olacaktır.

3.3.2. Üretim Stratejileri

Ekonomik riskten korunmak için sadece pazarlama stratejileri geliştirmek yeterli değildir. Çünkü, ekonomik risk aynı zamanda nakit çıkışlarını da etkilemektedir. Bu nedenle şirket nakit çıkışlarına sebep olan faaliyetler için de stratejiler geliştirmek zorundadır.

3.3.2.1. Girdi Çeşitlendirmesi

Ekonomik riskin tanımından bilindiği üzere kur değişimleri nedeniyle şirketlerin gelecekteki potansiyel nakit giriş ve çıkışlarının etkilenmesidir. Şirketlerin nakit çıkışlarını da ağırlıklı olarak girdilerin maliyeti oluşturmaktadır. Şirketler kur değişimlerinden dolayı maliyetlerin artmasıyla zarar etmesi ve maliyet avantajını kaybetmesiyle karşılaşabileceklerdir. Örneğin, Türk firmaları için Dolar bazında alınan girdilerin fiyatı, Doların Türk Lirası karşısında sürekli değer kazanması nedeniyle artmaktadır. Bu nedenle Türk şirketlerinin maliyetleri sürekli olarak kur riskine açık durumdadır. Artan maliyet şirketlerin rekabet güçlerini olumsuz yönde etkilemektedir. Pazar çeşitlemesinde olduğu gibi girdilerin alındığı piyasaların da mutlaka çeşitlendirilmesi gerekmektedir. Bir ülkenin parası karşısında yerli para değer kaybetse bile, diğer ülke paraları karşısında aynı değer kaybetme söz konusu olmayabilir. Ayrıca, bir ülkenin parasının aşırı değerlendirilmesi sonucunda oradan girdi almak anlamsızlaşabilir, böyle bir durumda girdilerin ağırlığı diğer ülkelerdeki diğer pazarlara kaydırılabilir. Bu nedenle, uzun dönemde kur hareketleri nedeniyle ekonomik riske maruz kalmamak için veya bu riski azaltmak için mutlaka girdilerin alındığı para birimleri çeşitlendirilmelidir.

3.3.2.2. Üretimin Fabrikalar Arasında Kaydırılması

Çok uluslu şirketler pek çok farklı ülkede üretim tesisine sahiptir. Kurlardaki oynaklık ve hareketler nedeniyle üretim maliyetlerinde artışların olması durumunda, şirketler üretim faaliyetleri maliyet avantajı olan ülkedeki üretim tesislerine kaydırabilmektedir. Dolayısıyla, kurlar nedeniyle meydana gelen üretim maliyetindeki artış, üretimin kur yönünden daha az maliyetli olan üretim tesislerine kaydırılarak kur riskinden korunma sağlanmış olur. Dolayısıyla, çok uluslu şirketler, üretimlerini parası değer kaybeden ülkeye kaydırmalı, parası değer kazanan ülkeden üretimi çekmelidir. Şirket yönetimi, kur hareketlerini izleyerek bu stratejik planları mutlaka yapmalıdır.

3.3.2.3. Üretim Yerinin Seçilmesi

Nasıl ki satılacak malın pazarı konusunda kur hareketleri göz önüne alınıp, seçim ona göre yapılmakta ise aynı kural, üretim yerinin seçiminde de geçerlidir. Bu nedenle bir şirketin kendi ülkesinde üretip, dışarıda satması yerine kur avantajı olan ülkede üretim tesisi kurup orada satmak şirketin taşıdığı kur riskini azaltmasında yardımcı olacaktır.

3.3.2.4. Verimliliğin Artırılması

Kurlar nedeniyle fiyat avantajını kaybetmemek ve gelecekte pazar payını rakiplerine kaptırmamak için şirketler verimliliği artırıcı araştırma ve geliştirme (Ar-Ge) çalışmalarında bulunmaları gereklidir. Bunun için gerekli bütçe ve kaynakları planlamalıdır. Ar-Ge çalışmalarıyla maliyet veya avantajı sağlayan veya yeni ürünler ortaya çıkarabilen şirketler uzun dönemde ekonomik riske karşı korunmuş olacaktır.

3.4. RİSKLERDEN KORUNMADA ŞİRKET DAVRANIŞLARI

Şirketlerden pek çoğu özellikle küçük ihracatçı şirketler maruz kaldıkları kur riskinin farkında değildirler. Farkında olsalar bile riskten korunma tekniklerini bilmediklerinden kur riskinden korunmak amacıyla herhangi bir aktivitede bulunmazlar. Diğer şirketlerin ise standart bir kur riski algılamaları olmadığından her biri farklı düzey ve şekillerde kur riskinden korunmaya çalışırlar. Dolayısıyla, bazı şirketler riske karşı daha toleranslı iken bazıları riske karşı hiçbir tolerans göstermez. Bu nedenle, her şirketin kur riskinden ne kadar korunduğu, şirketin risk algılaması ve riske karşı tutumu ile ilgilidir.

Şirketlerin kur riskine karşı davranış eğilimleri 3 başlık altında toplamak mümkündür.

3.4.1. Riske Duyarsızlık veya Hiçbir Şeyden Korunmama (Neutral Risk Aversion)

Şirketler yaptıkları işlemlerden ötürü vade sonunda en karlı çıkacakları durumun riskten korunmama olduğunu düşündüklerinde riske karşı duyarsız olacaktırlar. Yani, döviz cinsinden alacağı olan şirket, eğer gelecekte kendi ülkesinin parasının değeri anlaşma yapılan döviz karşısında değer kaybedeceğini düşünüyorsa veya döviz borcu olan şirket gelecekte kendi ülkesinin parasının değeri anlaşma yapılan döviz karşısında değer kazanacağını düşünüyorsa riskten korunmayacaktır. Çünkü, şirketin en kazançlı çıkacağı durum riske karşı korunma yapmaması durumudur. Korunma yapması şirkete kazanç sağlamayacağı gibi belirli bir maliyeti de beraberinde getirecektir. Diğer taraftan, kur riskinin hiç farkında olmayan şirketler de riskten korunmayacaklardır.

3.4.2. Risk Paranoyası veya Her Şeyden Korunma (Risk Paranoid)

Bu eğilimde, şirketler olası tüm riskleri göz önünde bulundurur ve riskten korunmak için tüm yöntemleri kullanmaya çalışır. Bu eğilimde, en ufak bir riske bile müsaade edilmez. Söz konusu riskten korunmanın ekonomik maliyeti ne olursa olsun, tüm riskten korunma araç ve tekniklerinden yararlanılarak risk minimize edilmeye çalışılır.

3.4.3. Selektif Korunma (Selective Hedging or Asymmetric Risk Aversion)

Yukarıda bahsedilen korunma eğilimleri iki ucu temsil etmektedir. Selektif korunma ise her iki ucun ortasında yer alan bir eğilimdir. Selektif korunma, kaybetme olasılığının kazanma olasılığına göre daha yüksek olduğu durumlarda ortaya çıkan eğilimdir. Selektif korunmada temel nokta maruz kalınan risklere karşı doğru araç ve tekniklerle korunma yapmaktır. Aksi halde selektif korunma eğiliminde olunulsa bile riskten korunmak mümkün olunamayabilir. Örneğin, dolar alacağı olan bir şirket, doların 6 ay boyunca değer kazanacağını, sonraki 6 ay değer kaybedeceğini düşünüyorsa ve şirket selektif korunma eğiliminde ise sadece 6 aydan uzun vadeli alacağı için korunma işlemi yapacaktır. Altı aydan kısa vadeli alacağı için kur riskinden korunma işlemi yapmayacaktır.

Glaum (2000:9)'un Alman şirketleri üzerine yaptığı bir çalışmada, çalışmaya katılan şirketlerin %54'ünün selektif korunma yöntemini, %11'inin hiçbir zaman korunmama yöntemini ve %22'sinin tam korunma yöntemini benimsediği ortaya çıkmıştır.

3.4.4. Ne Zaman Korunmalı

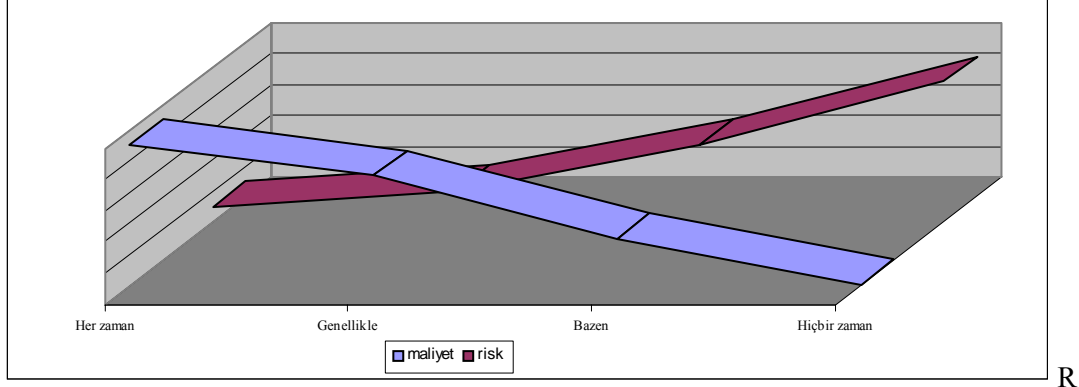
Riskten tamamen korunma ile hiç korunmamanın avantaj ve dezavantajları tabloda, riskten korunmanın maliyet-risk ikilisi ile ilişkisi grafikte görülmektedir.

Tablo 1: Şirketlerin riskten korunma eğiliminin avantaj ve dezavantajları

Ne zaman Korunmalı	Avantajı	Dezavantajı
Her zaman	Uygulaması kolay, risk düşük	Maliyeti çok yüksek
Genellikle	Uygulaması kolay, Esnek, Maliyeti az	Seçim yapmak zor
Bazen	Seçim yapma kolaylığı, Maliyet daha az	Riskli
Hiçbir zaman	Uygulaması kolay, Maliyet yok	Çok riskli

Kaynak:Poniachek 1989

Grafik 5: Riskten korunma sıklığının maliyet ve riskle olan ilişkisi



iskten korunma eğilimi arttıkça riskten korunmanın maliyeti yükselmekte, ancak maruz kalınan risk düşmektedir. Riskten korunma eğilimi azaldıkça maruz kalınan risk artmakta, ancak riskten korunmanın maliyeti düşmektedir.

IV-TÜRKİYE'DEKİ MEVCUT DURUM VE ÖNERİLER

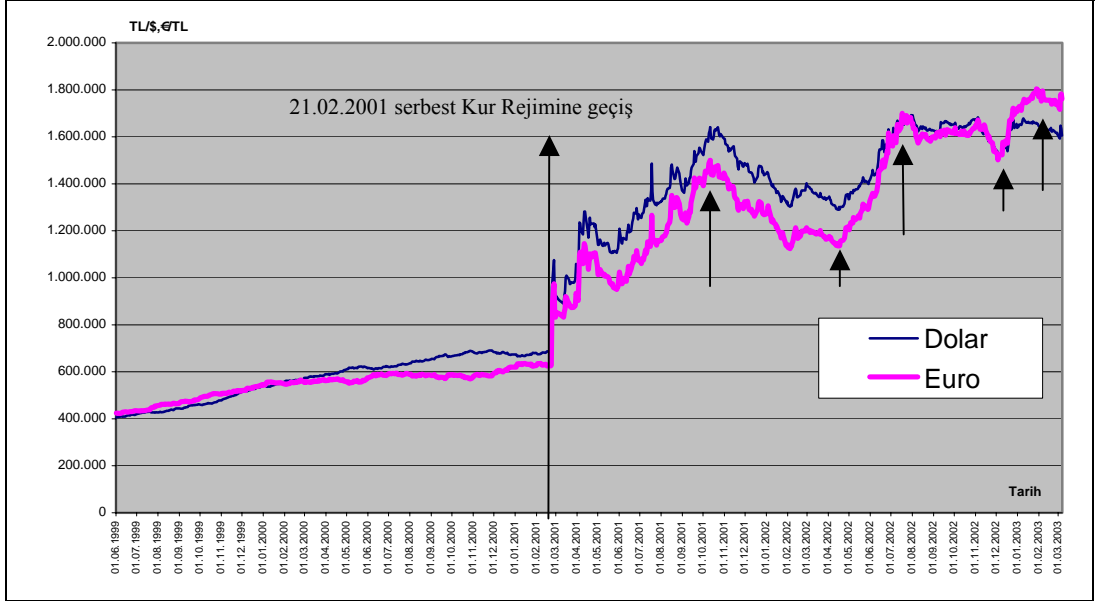
4.1. Türkiye'de Kur Riski ve Kur Riski Yönetiminin Gerekliliği

Son on-onbeş yıl, hem ülkemizde hem de gelişmekte olan diğer ülkelerde, 1994 (Türkiye ve Meksika), 1997 (Uzakdoğu), 1998 (Rusya) ve 2001 (Türkiye) olmak üzere pek çok finansal krizin yaşandığı yıllar olmuştur. Bu krizlerin bazıları diğerlerinin sebebi olmuşsa da bu krizlerin nedenleri arasında kur rejimleri önemli bir yer tutmaktadır.

Türkiye'de 1999 yılının başından sonuna kadar kontrollü serbest kur rejimi uygulanmış ve bu dönemde Merkez Bankası serbest piyasaya yoğun müdahalelerde bulunmuştur. 2000 yılının başından 21 Şubat 2001'deki krize kadar ise kur çıpasına dayalı stabilizasyon programı uygulanmıştır. Ancak, kur çıpasına dayalı program sırasında Türk Lirası yabancı paralar karşısında aşırı değer kazanmış, mali yönden ihracat zorlaşmış, ithalat kolaylaşmış; bu da kurlar üzerindeki baskıyı artırmıştır. Ayrıca, Türkiye'nin sürdürülemez iç borç dinamiği, başta kamu bankaları olmak üzere mali sistemdeki sağlıklı yapı ve diğer yapısal sorunlar nedeniyle 2001 Şubat ayında çıkan mali kriz sonrasında kur çıpasına dayalı yani ayarlanabilir sabit kur rejimi ağır sonuçları ile birlikte terk edilmiştir. Böylece, Türkiye, 1990 yıllardan beri denemiş olduğu kur rejimlerinden sonuncusu olan dalgalı kur rejimine geçmiştir. 2001 Şubat krizinden bu yana hala serbest kur rejimi uygulaması devam etmektedir.

Bretton Woods sisteminin çöküşü ile birlikte tamamen serbest kur rejimine geçen ülkelerdeki gibi Türkiye'nin de serbest kur rejimine geçmesiyle birlikte kur dalgalanmalarının yüksek olduğu görülmektedir. Grafik 6'da serbest kur rejimine geçiş öncesi ve sonrasında döviz kurlarındaki oynaklık ve dalgalanmalar yer almaktadır.

Grafik 6: 01.06.1999-06.03.2003 döneminde Dolar ve Euro kurları⁵



Kaynak: TCMB-EVDS

Anılan grafik sabit kur rejimine geçişten sonra döviz kurlarındaki oynaklık (volatility) ve dalgalanmaların sabit kur rejimine göre ciddi şekilde arttığını göstermektedir. Zira, sabit kur rejimi uygulandığı Haziran 1999- Şubat 2001 döneminde Dolar kurunun standart sapması 0,34, Euro'nunki ise 0,45 iken, dalgalı kur rejiminin uygulandığı Şubat 2001-Mart 2003 döneminde bu oranlar sırasıyla 2,45 ve 2,47 olarak gerçekleşmiştir. Başka bir anlatımla, serbest kur rejime geçiş ile birlikte günlük Dolar kurundaki oynaklık 7,25 kat, Euro'daki oynaklık ise 5,49 kat artış göstermiştir. Serbest kur rejimine geçilmeden önce Haziran 1999-Şubat 2001 döneminde Dolar Türk Lirası karşısında %70,03, Euro ise %47,22 oranında değer kazanmıştır. Oysa, kur rejiminin değiştirilmesi ile birlikte kurlar öngörülemez bir şekilde değişkenlik göstermiştir. Dolar kuru Şubat 2001-Ekim 2001 döneminde %136,55, Ekim 2001-Nisan 2002 döneminde -%20,86, Nisan 2002-Temmuz 2002 döneminde %31,09, Temmuz 2002-Aralık 2002 döneminde -%10,41 ve Aralık 2002-Mart 2003 döneminde %9,16 oranında değişim göstermiştir. Yine aynı dönemlerde Euro sırasıyla %133,74, -%22,82, %46,63, -%9,86 ve %198,86 oranlarında değişmiştir.⁶

Yukarıda yer alan açıklamalar, serbest kur rejimi politikası ile birlikte özellikle ihracat, ithalat ve yurtdışı yatırımları olan şirketlerin kur riskine daha çok maruz kaldıklarını ortaya koymaktadır. Bu da, şirketlerin daha önce ihtiyaç duymadıkları veya yeterince bilmedikleri kur riski yönetiminin uygulanmasının kaçınılmaz hale geldiğini

⁵ Bu grafikteki Dolar ve Euro kurları TCMB alış ve satış kurlarının aritmetik ortalamasıdır.

⁶ Bu oranlar; grafik 1'deki oklarla gösterilen zirve ve dip noktaları baz alınarak hesaplanmıştır.

ortaya koymaktadır. Bu gerekliliği artıran başka bir olgu da, Türk şirketlerinin geçmişe oranla daha çok dışa açılmaları, yurtdışında yatırım yapmaları ve döviz cinsinden kredi kullanmalarındır⁷.

4.2. Mevcut Durum ve Sorunlar

Kur riski kapsamında Türkiye’de yapılan iki önemli düzenleme bulunmakta olup, bu düzenlemeler aşağıda açıklanmaktadır.

İlk düzenleme işlem riskiyle ilgili olup, ülkemizde dövize dayalı organize vadeli işlem piyasalarının kurulmasına yöneliktir.

Ülkemizde organize vadeli işlemler piyasası konusunda 4487 sayılı Kanun ile değişik 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun (SPKn) 22. maddesinin j bendi⁸ ve 40. maddesi⁹ ile SPKı yetkilendirilmiştir. Bu Kanun hükümleri çerçevesinde, öncelikle SPKı tarafından hazırlanan “Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik” 23.02.2001 tarih ve 24327 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Daha sonra da tüm vadeli ve opsiyon sözleşmelerinin işlem göreceği bir borsanın İzmir’de kurulmasına ilişkin çalışmalara başlanmış ve sonuç olarak Bakanlar Kurulu’nun 10.9.2001 tarih ve 2001/3025 sayılı kararı ile İzmir’de “Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Anonim Şirketi” unvanı ile bir vadeli işlem ve opsiyon borsasının kurulmasına karar verildiği 19 Ekim 2001 Tarih ve 24558 sayılı Resmi Gazete’de ilan edilmiştir. Bu borsanın faaliyetlerine başlaması yönündeki çalışmalar devam etmektedir. Bu arada, kur riskinin azaltılması amacıyla dövize dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin işlem gördüğü İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Vadeli İşlemler Piyasası 15 Ağustos 2001 tarihinde faaliyete geçmiştir. Bu piyasada tek finansal ürün olarak ABD Doları üzerinden futures sözleşmeleri işlem görmeye başlamıştır (Yılmaz. 2002:122-124).

Kur riskine ilişkin diğer bir düzenleme de, muhasebe riski ile ilgilidir ve Sermaye Piyasası Kurulu’nun Seri: XI, No: 21 nolu “Sermaye Piyasasında Konsolide Mali Tablolara ve İştiraklerin Muhasebeleştirilmesine İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Tebliğ”in 14’ncü maddesinde “Yabancı ülkelerde faaliyet gösteren bağlı ortaklık, iştirak

⁷ Romanya ve Bulgaristan’da Türk şirketlerinin faaliyette bulunmaları, Türk beyaz eşya şirketlerinin İngiltere ve Almanya’daki beyaz eşya şirketlerine talip olmaları gibi.

⁸ Sermaye Piyasası Kurulu “ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövize dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri dahil her türlü türev araçların niteliklerini, alım ve satım esaslarını, bu araçların işlem göreceği borsalar ve piyasalarda çalışacakların denetim, faaliyet ilke ve esasları ile yükümlülüklerini, teminatlar, takas ve saklama sistemi konularındaki esas ve usulleri düzenlemek” ile yetkili kılınmıştır

⁹ Türev araçların işlem göreceği tüzel kişiliği haiz borsaların Sermaye Piyasası Kurulu’nun teklifi, ilgili Bakanın önerisi üzerine Bakanlar Kurulu onayı ile kurulacağı ve bunların anonim şirket olarak da örgütlenebileceği hüküm altına alınmıştır.

ve müşterek yönetime tabi ortaklıklar”ın konsolide mali tablolarını düzenlerken hangi ilke ve esaslara uyacakları düzenlenmiştir. Tebliğin anılan maddesi şu şekildedir:“...Şube benzeri¹⁰ işletmelerin işlemleri ana ortaklığın işlemleri gibi değerlemeye tabi tutulur. Bu çerçevede, parasal kalemler bilanço tarihindeki piyasa kurları kullanılarak, parasal olmayan kalemler ise işlem tarihindeki veya makul değerlerin belirlendiği tarihteki geçerli piyasa kurları üzerinden Türk Lirasına çevrilir. Çevrim işleminden kaynaklanan kur farkları gelir tablosu ile ilişkilendirilir.

Bağımsız yabancı işletmelerin¹¹ mali tablolarının ana ortaklık tarafından konsolide mali tablolara dahil edilmesinde aşağıdaki ilkelere uyulur.

Parasal ve parasal olmayan yükümlülükler bilanço gününde geçerli olan piyasa kurları üzerinden Türk Lirasına çevrilir. Gelir ve gider kalemleri, işlem gününde geçerli olan kurlar üzerinden Türk Lirasına çevrilir. Eğer ilgili işletme yüksek enflasyonlu bir ülkede faaliyet gösteriyorsa, bu durumda bilanço tarihinde geçerli olan piyasa kurları dikkate alınır. Çevrim işleminden kaynaklanan kur farkları, konsolide bilançoda özsermaye hesap grubu altında Çevrim Farkları hesabında, bunun ana ortaklık dışı paylara isabet eden kısmı Ana Ortaklık Dışı Paylar hesabında izlenir.”

Yukarıda yer alan düzenleme Türkiye’de muhasebe riski ile ilgili olarak daha önce anlatılan yöntemlerden esas itibari ile parasal/parasal olmayan yöntemin benimsendiğini göstermektedir.

Ülkemizde şirketlerin kur riski yönetimi uygulamalarına gelince; şirketlerin karşılaştıkları kur riskinin boyutu, riskleri azaltmada hangi yöntemlere öncelik verdiklerine ilişkin yeterli bilgi, anket çalışması ve veri seti bulunmamaktadır. Bununla birlikte, Türkiye’deki şirketlerin kur riskinden korunmak amacıyla sınırlı da olsa bazı yöntemleri kullandıklarına ilişkin ipuçları bulunmaktadır.

Ülkemizde geleneksel bilanço içi yöntemlerin yanı sıra türev araçları kullandıkları gözlenmektedir. Şubat 2001 krizinden sonra dalgalı kur politikasına geçilmesi, organize olmayan piyasalarda gerçekleştirilen türev piyasa işlemlerine olan ilgiyi arttırmıştır. Ayrıca, Sınırlı olmakla birlikte grup şirketleri özellikle grup içi banka ve grup içi şirketleri arasında forward ve swap sözleşmeleri yapıldığı bilinmektedir. Örneğin, İzmir Demir Çelik A.Ş. ile İş Bankası arasında 1999, 2000, 2001 ve 2002 yılları için toplam 200 Milyon Dolarlık forward sözleşmesi yapılmış olup, bu sözleşmelerde İzmir Demir Çelik A.Ş. yurtdışı

¹⁰ Ayrı bir tüzel kişiliğe sahip olmakla birlikte, faaliyetleri ana ortaklığın uzantısı olan, ana ortaklığın yurt dışı faaliyetlerini yürütmekle görevli bulunan yabancı işletmeler şube benzeri yabancı işletmelerdir.

¹¹ Şube benzeri işletmeler dışında kalan işletmeler, bağımsız yabancı işletmelerdir. Bağımsız yabancı işletmeler, esas itibarıyla faaliyet gösterdikleri ülkelerde borçlanma, üretimde bulunma, harcama yapma anlamında bağımsız hareket etme kabiliyetine sahip olup, döviz kurundaki değişikliklerin hem bu ortaklığın hem de ana ortaklığın gelecekte beklenen nakit akımları üzerine doğrudan bir etkisi bulunmamaktadır.

satışlarından elde ettiği Doların TL karşılığını sabitlemek için grup içi banka olan İş Bankası ile döviz forward sözleşmesi yapmıştır. Diğer taraftan, yapılan forward ve swap işlemlerinin Türkiye çapındaki miktarı ve sıklığı hakkında ayrıntılı bilgiler bulunmamaktadır. Buna karşın, dalgalı kur rejimi ile bu tür korunma araçlarına ilginin arttığı bilinmektedir. Örneğin, bankalar kendi aralarında Merkez Bankası nezdindeki Döviz ve Efektif Piyasalarında forward ve swap yapmaktadırlar. Ancak, TCMB nezdindeki bu piyasada çok az işlem gerçekleşmiştir.

Diğer taraftan, organize piyasa olan İMKB Vadeli İşlemler Piyasasının faaliyete geçtiği 15.08.2001 tarihinden bu yana yalnızca 15.08.2001–29.08.2001 döneminde her biri 100.000 ABD Doları olan 26 adet sözleşme işlem görmüş olup, bu işlemlerin tamamı Eylül 2001 vadeli sözleşme üzerinde gerçekleşmiştir. 29.08.2001 tarihinden sonra Ocak ayına kadar piyasada herhangi bir işlem gerçekleşmemiştir. Telefonla emir kabulünün başladığı 3 Ocak 2002 tarihinden sonra ise, sadece Ocak ayı içinde toplam 4 sözleşmenin alınıp satıldığı 2 adet işlem gerçekleşmiştir (Yılmaz. 2002:129).

Bu durum, döviz dayalı vadeli işlem piyasasının işlemediği ve kendinden beklenen faydaları veremediğini göstermektedir. Piyasanın işlememesinin nedenleri konusunda farklı kesimler farklı sorunları dile getirmişlerdir. Bu sorunlardan bazıları aşağıda yer almaktadır (Peker.2002) ve (SPK.2003):

- Sözleşme büyüklüklerinin çok fazla olması (100.000 \$ ve katları)
- Komisyon oranlarının ve teminat miktarlarının çok yüksek olması.
- Spot piyasanın sağlıklı çalışmaması ve yeteri kadar derin olmaması,
- Ekonominin genel yapısındaki belirsizlikler ve dengelerin tam oturmamış olması.
- Gerekli altyapının (personel, yazılım, kontrol sistemi vs.) hazır olmaması.
- Bu piyasada sadece bankaların işlem yapma yetkisinin olması.
- Piyasa yapıcılığı (market maker) sisteminin olmaması nedeniyle likiditenin sağlanamaması.

Yukarıda yer alan açıklamalar, kur riskinin ve bu risklerden korunma tekniklerinin özellikle şirket dışı korunma tekniklerinin Türkiye'deki şirketlere yabancı olduğunu göstermektedir. Bu durum, şirketlerin bu teknikleri yeterince bilmemelerine bağlı olduğu kadar, anılan tekniklerin temelinde yatan türev piyasalarının gelişmemiş olmasından da kaynaklanmaktadır. Dolayısıyla, Türkiye'de şirketlerin genel olarak riskten şirket dışı tekniklerle korunmama eğiliminde oldukları sonucuna varmak mümkündür.

4.3. Çözüm Önerileri

Ülkemizde serbest kur rejimi ile kur riski yönetiminin son derece önemli hale gelmesine rağmen, yukarıda belirtilen nedenlerden dolayı kur riski yönetimi istenilen düzeyde değildir. Bu amaçla, kur riski yönetimini istenilen düzeye getirebilmek için aşağıdaki çözüm önerileri getirilebilir.

Dalgalı kur rejimine geçişle birlikte kur riski yönetimi daha da önemli hale geldiği dikkate alınarak borsada işlem gören halka açık şirketler başta olmak üzere kur riski karşı karşıya olan şirketlere SPK ve İMKB tarafından tanıtıcı ve eğitici seminerlerin verilmesi gerekmektedir. Bu kapsamda, şirketlere verilecek tanıtıcı ve eğitici faaliyetler kur riski, kur riski yönetimini kapsamalıdır. Diğer taraftan, bu tanıtıcı ve eğitici faaliyetlerde genel olarak yurtdışındaki uygulamalarda çıkan ve aşağıda yer alan hususlara öncelik verilmelidir.

-Dışa açılmayı hedefleyen veya dışa açıklıkları artan şirketler, kur risklerini ölçmeye ve yönetmeye çalışmalıdırlar.

-Şirketlerin büyüklükleri/yurtdışı satışları ile kur riski yönetim eğilimleri ve karşılaştıkları kur riski doğru orantılı olduğu unutulmamalıdır.

-Kur riskinden korunmak için geleneksel veya şirket içi teknikler yeterli olmamaktadır, şirket dışı riskten korunma yöntemlerin türev ürünler üzerine geliştiği ve türev araçlar en kur riskinden korunmak amacıyla kullanılmaktadır. Dolayısıyla şirketler şirket dışı tekniklere yönelmelidirler.

-Çok uluslu şirketler merkezi yerden kur riski yönetimi yapmalıdırlar.

-Kur riskini yönetemeyen şirketler mümkün olduğunca likit kalmalıdırlar.

Diğer taraftan, şu an itibari ile İMKB Vadeli İşlemler Piyasasının var olan durumunun beklenenin çok altında olması nedeniyle, kur riskinden korunma yöntemlerinin başında gelen türev ürün piyasaların sorunlarına çözüm bulması, bu piyasalara işlerlik kazandırılması, geliştirilmesi ve şirketlerin bu piyasalara girmelerini sağlayacak tedbirlerin alınması gerekmektedir.

V- SONUÇ

Döviz ile faaliyet gösteren veya döviz cinsinden varlık ve yükümlülüğe sahip olan şirketler, döviz kurlarında meydana gelen dalgalanmalar sonucunda zarar edebilmektedirler. Bu zarar, sadece şirketlerin mevcut mali yapılarında veya nakit akımlarında değil, aynı zamanda uzun vadede rekabet güçlerinde ve potansiyel nakit akımlarında belirsizlik olarak da kendini göstermektedir. Döviz kuru riski olarak tanımlanan bu olgu, globallaşma ve finansal liberalleşme süreçleri ile birlikte dalgalı kur sisteminin benimsendiği ekonomilerde belirsizliği daha da artırmakta, bu da kur riskinden korunmayı çok önemli hale getirmektedir. Bu kapsamda, karlarını maksimize etmeye çalışan ve yoğun rekabet koşulları altında çalışan şirketler, kurlarda meydana gelen değişimlerden doğacak risklere karşı etkin bir korunma sağlayan bazı risk yönetim tekniklerini yoğun bir şekilde kullanılmaktadır.

Bu çalışmada esas olarak (i) şirketlerin karşı karşıya kaldıkları kur riskleri ve bu risklerden korunmak için geliştirilen tekniklerin ne olduğu (ii) Türkiye’de şirketlerin bu yöntemleri kullanıp kullanmadığı ve bu konuda neler yapılabileceği konuları ele alınmıştır.

Şirketlerin maruz kaldıkları kur riskleri, işlem riski, muhasebe riski ve ekonomik risk olmak üzere üçe ayrılmaktadır. İşlem riski, kurdaki dalgalanmaların daha önce yabancı para cinsinden yapılan sözleşmeler nedeniyle şirketin nakit akımlarında meydana getirdiği belirsizliği ifade etmektedir. Bu riski yönetmek amacıyla, kurdaki beklentilere bağlı olarak alacağın veya borcun öne çekilmesi veya geciktirilmesi, ulusal para üzerinden faturalandırma, aktif-pasif yönetimi uygulama ve döviz sepetleri uygulama gibi geleneksel şirket (bilanço) içi yöntemler kullanılmakla birlikte, son yıllarda forward, futures, opsiyon ve swap gibi döviz dayalı türev araçları oluşturan şirket (bilanço) dışı teknikler sıkça kullanılmaya başlanmıştır.

Şirketlerin maruz kaldıkları bir diğer risk ise muhasebe riskidir. Bu risk, başka ülkelerde faaliyet gösteren çok uluslu şirketlerin konsolide edilmiş mali tablolarında kurdaki dalgalanmalara bağlı olarak ortaya çıkabilecek muhtemel değişiklikleri ifade etmektedir. Ancak bu riskte diğer risklerden farklı olarak herhangi bir nakit akımı bulunmamaktadır. Bu riski azaltmak amacıyla da, kapanış kuru yöntemi, geçici kur yöntemi, cari/cari olmayan yöntem ve parasal/parasal olmayan yöntem şeklinde bazı yöntemler kullanılmaktadır.

Ekonomik risk ise, kurlardaki dalgalanmalar nedeniyle şirketin gelecekteki potansiyel nakit akımlarının ve rekabet şartlarının etkilenmesini ifade etmektedir. Ancak burada diğer iki riskten farklı olarak, cari kurlar değil uzun vadede reel kurlardaki değişiklikler rol oynamaktadır. Bu nedenle sistematik nitelik taşıyan bu riskin ölçülmesi ve

yönetilmesi de daha zor olmaktadır. Yine de bu riskin yönetilmesi amacıyla bazı stratejiler geliştirilmiş olup girdi, fiyat, ürün ve piyasa çeşitlendirmesi ve verimlilik artışı bu stratejilerin başında gelmektedir.

Türkiye’de 2001 Şubat krizinden sonra dalgalı kur rejimine geçişle birlikte, kurlardaki dalgalanmalar artmış, bu da kur riskinin yönetimini Türkiye’deki şirketler açısından önemli hale getirmiştir. Nitekim, sabit kur rejiminin uygulandığı Haziran 1999-Şubat 2001 dönemi ile dalgalı kur rejimi uygulandığı Şubat 2001-Mart 2003 dönemi karşılaştırıldığında, dalgalı kur rejiminin uygulandığı dönemde günlük TL/\$ kurundaki oynaklığın 7,25 kat, günlük TL/€ kurundaki oynaklığın ise 5,49 kat artış gösterdiği görülmüştür. Bu husus, dalgalı kur rejimine geçiş ile birlikte şirketlerin maruz kaldıkları kur riskinin arttığını ve etkin bir şekilde yönetilmesinin gerekliliğini açık bir şekilde ortaya koymaktadır. Kur riski yönetimini gerekli kılan diğer bir olgu da, Türk şirketlerinin son yıllarda dışa açılmaları, bazı ülkelerde yatırımlarda bulunmalarıdır.

Türkiye’de şirketlerin kur riski yönetiminin gerekliliği ciddi boyutlara ulaşmış olmasına rağmen, şirketlerin kur riski ve kur riski yönetimi hakkında bilgilerinin yeterli olmaması, diğer taraftan şu an faaliyette olan İMKB vadeli işlemler piyasası istenilen sonuçları verememesi şirketlerin kur riskinde etkin bir şekilde korunamamalarına sebep olmaktadır.

Dışa açıklıkları artan şirketlerin uluslararası alanda diğer şirketler ile rekabet edebilmeleri ancak şirketlerin kur risklerini yönetmeleri ile mümkündür. Bu kapsamda, Kurulumuz ve İMKB tarafından borsada işlem gören halka açık şirketler başta olmak üzere kur riski ile karşı karşıya bulunan şirketlere bu risklerden korunma teknikleri hakkında tanıtıcı ve eğitici faaliyetlerin düzenlenmesi, bilanço dışı korunma tekniklerinin temelinde yatan vadeli işlem ve opsiyon piyasalarının hızla işler hale getirilmesi gerekmektedir.

KAYNAKÇA

- AKKUM, Tülin
2000 “Döviz Opsiyonları ve Opsiyon Fiyatlama Modelleri” İ.U. İşletme Fakültesi Dergisi, Cilt 29. S.47-74.
- ALLAYANNIS, George ve Başk.
2001 Exchange Rate Risk Management: Evidence From East Asia, Social Science Research Network, ABD. <http://www.ssrn.com>
- BARTRAM, Söhnke M.
2002 Linear and Nonlinear Foreign Exchange Rate Exposures of German Non-financial Corporations, Lancaster University Graduate School of Management, İngiltere. . <http://www.scirus.com>
- BORDNAR, Gordon M. ve Başk.
2002 The Impact of Institutional Differences on Derivatives Usage: A Comparative Study of US and Dutch Firms. Johns Hopkins University, ABD. <http://www.ssrn.com>
- CUMMINS, J. David ve Başk.
1998 “Derivatives and Corporate Risk Management: Participation and Volume in the Insurance Industry. Wharton School” Journal of Risk & Insurance, Cilt 68. S.51-92.
- ÇIDAMLI, Murat
1966 Cok Uluslu İşletmelerde Kur Riskine Karşı Korunma Yöntemleri, Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi, İzmir.
- DUFÉY, Gunter ve SRINIVASULU, S.L.
1983 “The Case for Corporate Management of Foreign Exchange Risk”. Journal of Financial Management, Cilt 12. S.54-62.
- GLAUM, Martin
2000 The Determinants of Selective Hedging-Evidence From German Non-Financial Corporations, Jestus-Liebig-Universität Giessen, Almanya. <http://www.scirus.com>
- Hazine Müsteşarlığı
2001 Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı. <http://www.hazine.gov.tr>
- İNAN, Emre Alper
2002 Kur Rejimi Tercihi ve Türkiye, TBB Yayınları. İstanbul.
- JACQUE, L. Laurent
2001 “Management of Foreign Exchange Risk: A Review Article” Journal of International Business Studies, Cilt 12. S.81-102.
- KAPILA, Prashant ve HENDRICKSON, Chris
2001 “Exchange Rate Risk Management in International Construction Ventures” Journal of Management in Engineering Cilt 17. S.186-191.
- KAYGUSUZ, Sait Yüksel
1997 Finansal Türev Ürünlerinde Muhasebe Esasları, SPK yayınları No:113 Ankara.
- KILIÇ, Arzu Gök
2002 Döviz Dayalı Türev Araçlar ve Kamu Borç Yönetimi Kapsamında Uygulanabilirliği, Uzmanlık Tezi, Hazine Müsteşarlığı. Ankara.
- KURTAY, Selma
1997 Foreign Currency Options: Market Structure, Pricing, Strategies and Accountancy, SPK yayınları No:76 Ankara.

- ÖKER, Ayşegül
1997 İşletmelerde Kur Riski Yönetimi, Yüksek Lisans Tezi, Kocaeli Üniversitesi SBF. Kocaeli.
- ÖZMEN, Mehmet
1997 Kur Riski, Korunma Araç ve Teknikleri ve Kur Riski Türleri. Yüksek Lisans Tezi, İnönü Üniversitesi SBF. Malatya.
- MTO
1987 Kur Risklerinin Kontrolü, MTO yayınları No:422 Ankara.
- PALOHEIMO, Annukka
2002 Derivative Usage in Risk Management: Time Series Analysis From Large Finnish Non-Financial Companies. Helsinki School of Economics. Finlandiya. <http://www.scirus.com>
- PEKER, İbrahim
2002 Döviz Dayalı Vadeli İşlemler Piyasası, Yüksek Lisans Tezi A.Ü.Siyasal Bilgiler Fakültesi. Ankara
- PONIACHEK, Harvey A.
1989 International Corporate Finance, Unwin Hyman Press. ABD.
- REDHEAD, Keith
2000 Exchange Rate Risk Management, Coventry University Business School. ABD
- RODRIGEZ, Rita M.
1974 “Management of Foreign Exchange Risk in the U.S. Multinationals” Journal of Financial & Quantitative Analysis Cilt 9. S.849-858
- SHAPIRO, Alan C.
1989 Multinational Financial Management. Allyn and Bacon Press. ABD
- SHEEDY, Elizabeth ve Başk.
2001 Corporate Use of Derivatives in Hong Kong and Singapore: A Survey, Macquarie University, Avustralya. <http://www.ssrn.com>
- SPK
2003 Sermaye Piyasası Mevzuatı, <http://www.spk.gov.tr>
- UZUN, Kemal
2001 Döviz Dayalı Vadeli İşlemler, Araştırma Raporu, Maliye Bakanlığı Hesap Uzmanları Kurulu, Ankara.
- YILMAZ, Mustafa Kemal
2002 Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri, İstanbul: DER Yayınları.
- WAN, Victor
1993 “Foreign Exchange Risk management Practices and Products Used by Australian Firms” Journal of International Business Studies Cilt 24. S.557-573.