

MARMARA ÜNİVERSİTESİ  
İKTİSADİ VE İDARİ BİLİMLER FAKÜLTESİ

İŞLETMELERİN DIŞ KAYNAKLA FİNANSMANINDA DÖVİZ RİSKİ  
ANALİZLERİ

(Doktora Tezi)

Yöneten:  
Prof. Dr. Fikret ÖCAL

Hazırlayan:  
Muzaffer GÜLER

İstanbul, 1986



# İÇİNDEKİLER

## Sayfa No

0. GİRİŞ .....	1
1. RİSK KAVRAMININ AÇIKLANMASI .....	2
1.1. Risk Nedir? .....	2
1.2. Risk, Belirsizlik ve İhtimal Kavramlarının Açıklanması .....	3
1.3. Risk Çeşitleri .....	5
1.31. Sistematik Riskler .....	5
1.311. Faiz Oranı Riski .....	5
1.312. Enflasyon Riski .....	6
1.313. Politik Risk .....	7
1.314. Dönemsel Karakter Taşıyan Finansal Risk .....	9
1.315. Dönemsel Karakter Taşıyan Faaliyet Riski .....	10
1.316. Kur Riski .....	11
1.32. Sistematik Olmayan Riskler .....	12
1.321. Dönemsel Karakter Taşımayan Finansal Risk .....	12
1.322. Dönemsel Karakter Taşımayan Faaliyet Riski .....	14
1.323. Sektör Riski .....	14
1.324. Yönetim Riski .....	15
2. TÜRKİYE'DE DÖVİZ KURU POLİTİKASI .....	16
2.1. Döviz Politikamıza Genel Bir Bakış .....	16
2.2. Uluslararası Fonlara Yöneliş .....	19
2.21. DÇM Sistemi .....	19
2.211. DÇM'nin İşleyişi .....	20
2.212. Yeni DÇM .....	23
2.213. DÇM'nin Çöküşü .....	24
2.22. Prefinansman Sistemi .....	27
2.221. Sistemin Yapısı .....	28
2.222. Sistemin Onarılışı .....	30

## II

### Sayfa No

2.23. Özel Yabancı Sermaye .....	31
2.231. Özel Yabancı Sermayenin Nedenleri .....	33
2.232. Dolaysız Özel Yabancı Sermaye .....	36
2.233. Dolaylı Özel Yabancı Sermaye (Portföy Yatırımları ).....	37
2.3. Çifte Finansman Olayı .....	39
2.4. Döviz Darboğazının Nedenleri .....	41
2.5. Dış Ticaret ve Kambiyo Politikamızın Eleştirisi .....	43
2.51. Yararları .....	43
2.52. Sakıncaları .....	47
3. DÖVİZ KURLARININ ANALİZİ .....	51
3.1. Döviz Kurlarının Oluşumu .....	51
3.11. Ülkelerin İç Fiyat Düzeyleri Mukayesesi .....	51
3.12. Arz ve Talep Mekanizması .....	52
3.2. Döviz Kuru Sistemleri .....	54
3.21. Sabit Kur Sistemi .....	54
3.22. Esnek Kur Sistemi .....	56
3.23. Katlı Kur Sistemi .....	59
3.24. Konvertibilite .....	60
4. DIŞ KAYNAKLA FİNANSMAN ÇEŞİTLERİ VE RİSK ANALİZLERİ .....	63
4.1. Türkiye'de Özel Kesimin Dış Borçlanması ..	63
4.11. Bretton Woods Sistemi .....	63
4.12. Esnek Kur Sistemi .....	67
4.13. Petrol Şokundan Sonra Özel Kesimin Dış Borçlanması ve DÇM .....	68

4.2. Döviz Kredileri ve Risk Faktörü .....	72
4.21. Prefinansman Kredileri .....	72
4.22. Özel Dış Krediler .....	79
4.23. Kabul Kredileri .....	81
4.3. Dış Ticaret Rejimimiz .....	86
4.31. Bugünkü İhracat Rejimimiz .....	86
4.32. Bugünkü İthalat Rejimimiz .....	90
4.4. Özel Yabancı Sermaye ve Risk Faktörü .....	92
4.5. Yatırım Firmaları Açısından Döviz Riski ve Kur Farkları Sorunu .....	96
4.6. Döviz Riskinden Korunma Yöntemleri .....	100
4.61. Hedging Yöntemleri .....	100
4.611. Dahili Hedging Yöntemleri .....	100
4611.1. Şirketlerarası Vade Düzenlemesi (Leading veya Legging) .....	101
4611.2. Fiyat Ayarlamaları .....	102
4611.21. Satış Fiyatlarını Yükseltme .....	102
4611.22. İhracat Fiyatlarının Yükselmesi .....	102
4611.23. Faturalamadaki Para Birimi Değişmeleri ..	102
4611.3. Pasif/Aktif Yönetimi .....	104
4611.31. Net Kısa Vadeli Aktiflerin Yükselmesi ..	104
4611.32. Borçların Azaltılması .....	105
4611.4. Uzun Vadeli Yapısal Değişmeler .....	105
4611.41. İhracatı Finanse Eden Aracı Şirketler .....	105
4611.42. Tekrar Fatura Çıkaran Aracı Şirketler .....	107
4.612. Harici Hedging Yöntemleri .....	107
4612.1. Forward Anlaşmalar .....	108
4612.11. Koruyucu Ticari Muameleler .....	108

## IV

	<u>Sayfa No</u>
4612.12. Unhedging .....	115
4612.13. Dış Krediler .....	115
4612.14. Dış Alacaklarda İskonto .....	116
4612.15. Ödemeye Kadar Satın Alınarak Mevduatta Tutulan Para Birimi.	117
4612.2. Factoring .....	118
4612.3. Leasing .....	120
4612.4. Döviz Riski Garantileri .....	123
<b>5. SONUÇ</b> .....	125
<b>YARARLANILAN KAYNAKLAR</b> .....	126

## 0. GİRİŞ

Günümüzde, işletmelerin uluslararası faaliyetlere geniş ölçüde girmesi nedeniyle artan döviz işlemleri, döviz riskine verilen önemi büyük ölçüde arttırmaktadır. Ayrıca, yine uluslararası kalkınma politikalarından, ithal ikamesi politikasının yerini dışa yönelik kalkınma politikasının almasıyla, desteklenen ihracatı arttırma çabaları, firmaları döviz riskine karşı korunma, hükümetleri ise döviz riskine karşı korunmada yeni kanunların çıkarılması yolunda zorlamaktadır.

Bu tezimizde teoriden daha çok pratiğe önem verilmiş ve ülkemizde uygulanabilecek olan yönlerine ağırlık kazandırmaya önem verilmiştir.

Dört bölümde açıklamaya çalıştığımız bu araştırmanın birinci bölümünde, risk kavramı üzerinde durulmuş, riskin anlamı ve çeşitleri açıklanmaya özen gösterilmiştir. İkinci bölümde, ülkemizde uygulanan döviz kuru politikaları incelenmeye çalışılmış, uygulanan bu politikaların ekonomimiz üzerindeki olumlu ve olumsuz yönleri tartışılmaya çalışılmıştır. Üçüncü bölümde, döviz kurlarının analizleri yapılarak, döviz kuru sistemleri tanıtılmaya gayret edilmiştir. Son bölümde ise, dış kaynakla finansman çeşitleri ve risk analizleri yapılarak, ülkemizdeki uygulamalar ve döviz riskine karşı korunma yöntemleri açıklanmaya çalışılmıştır.

## 1. RİSK KAVRAMININ AÇIKLANMASI

### 1.1. Risk Nedir?

Günlük yaşantımızda da sık sık kullandığımız risk sözcüğünün ne anlama geldiğini incelemek konumuzun açıklanması açısından yararlı olacağı inancındayız. Risk genel anlamı ile, arzu edilmeyen bir olay veya etkinin ortaya çıkma ihtimalini belirtir. Örneğin, bir borcun taşıdığı risk, borçtan kaynaklanan zaman ve miktar nedeniyle gelecekte ortaya çıkabilecek ve bugünden kestirilmesi olanaksız zarar etme ihtimalidir (1).

Gelecek hakkında sık sık karar vermek zorunda olan işletme yöneticileri, risk ile yakından ilgilenirler. Risk hemen hemen her konuda karşımıza çıkar. Devlet tahvillerinin dahi bir risk taşıdığını söyleyebiliriz. Bilindiği gibi devlet tahvilleri belirli bir faiz oranında gelir getirmektedir. Mevcut faiz oranlarındaki değişimler, tahvilin değerini etkilemektedir. Faiz oranları yükselirse tahvilin değeri düşer (2). Mevcut faiz oranlarındaki düşmeler ise tahvilin değerini yükseltecektir. Ülkemizde şu anda devlet tahvillerinin yıllık net faiz geliri yüzde 50'dir. Faiz oranları ise buna yakın bir değerdedir. Hükümetin enflasyonu ve buna bağlı olarak faiz oranlarını düşürdüğünü kabul edelim. Bu durumda yıllık net yüzde 50 faiz geliri bulunan altı ay vadeli devlet tahvillerinden almış olanlar kârlı çıkacaklardır.

Uluslararası ticari faaliyetlerde risk unsurları mali, politik, kanuni riskleri veya vergi riskleri konu-

(1) Cevat Sarıkamış: "Sermaye Pazarları", İstanbul Fatih Matbaası, 1980 İstanbul Üniversitesi Yayını, s. 142.

(2) R.M. Rodrigues-E. Eugena Carter: "International Financial Management", New Jersey, Prentice-Hall, Inc., 1979, s. 383.

larını kapsamaktadır. Bu risklerin kaynakları olarak, döviz kurlarındaki değişimleri veya milli amaçları söyleyebiliriz (3).

Mali risk unsurlarını, ülkenin ödemeler dengesinin durumu, döviz kurlarındaki değişimler, enflasyon ve faiz oranları olarak belirtebiliriz. Politik alanda ise, yabancı şirketlere yöneltilen kamulaştırma riskleri ve politik değişimleri gösterebiliriz. Kanuni riskler, yasalardaki değişimlerden ve farklı politik uygulamalardan ortaya çıkar. Vergi alanında ise, mali politikada daha önce belirlenemeyen değişiklikler, çok uluslu şirketlerin kârını önemli ölçüde etkilemektedir. Ayrıca vergi kanunlarının uygulamasındaki kararsızlıklar, çoğu zaman daha fazla vergi ödenmesi riskini doğurmaktadır (4).

## 1.2. Risk, Belirsizlik ve İhtimal Kavramlarının Açıklanması

Güncel konuşmalarda genellikle risk ve belirsizlik kavramları eş anlamlı olarak kullanılmaktadır. Ancak bu iki kavram arasında önemli bir fark bulunmaktadır. Her iki kavram da gelecekteki sonuçların kesinlikle bilinmeyeceği durumları anlatır. Risk kavramı ile nitelendirebileceğimiz durumlarda gelecekteki olayların ortaya çıkma ihtimali bilindiği halde, belirsizlik durumunda gelecekteki bir olayın ortaya çıkma ihtimalinin alternatifleri hakkında bir bilgi yoktur (5). Örneğin, herhangi bir malın fiyatının yüzde 5, yüzde 15 veya yüzde 25 artması

---

(3) R. D. Hays-C. Korth-R. Roucher: "International Business", New Jersey, Prentice-Hall, Inc., 1972, s. 23.

(4) A.g.e., s. 23.

(5) Cevat Sarıkamış: a.g.e., s. 142-143.

ihhtimal dahilindedir. Fakat bu çeşit ihtimallerin meydana gelme olasılıklarının derecesi daha önceden bilinirse bu durumu risk ile tanımlarız. Şayet ihtimallerin derecelerini daha önceden saptayamıyorsak bu durumu belirsizlik olarak tanımlarız (6). Ayrıca belirsizlikte, avantajlı olduğu kadar dezavantajlı gelişme olasılıkları ifade edilirken, riskin temel özelliği ise zarar etme tehlikesidir. Gelecekteki zararın önceden tahmin edilememesi riskin bir özelliğidir. Buna bağlı olarak risk sorunu matematiksel veya başka türlü hiçbir formülde tam ve kesin bir çözüme sahip değildir. Eğer gelecekteki olumsuz gelişmeler matematiksel olarak tanımlanabilirse bunlar belirsizlikten ziyade tahminle ilgilidir. Risk kesin olmaktan ziyade görecelidir (7).

Belirsizlik meydana getiren etkenler arasında moda, konjonktür dalgalanmalar ve mevsim başta gelen bir rol oynarlar. Bunları yok etmek ve bunlara intibak etmek için işletme yöneticileri birçok tedbirler alabilirler. Bunlar arasında geçmiş ve mevcut verilere dayanılarak geleceğe ait gelirleri hesaplamak önemli bir yer tutar (8).

İhtimalde ise belirli bir neticenin meydana gelebilme imkânı bulunmaktadır. Belirli bir neticenin meydana gelebilmesi kesin ise, bunun ihtimali 1.0'dır. İki netice mevcut ise ve her ikisinin de meydana gelme ihtimali aynı ise, her sonucun ihtimali 0.5'dir. Bu konuda yaygın olarak kullanılan yazı-tura örneğini verebiliriz. Bir madeni paranın iki yüzü mevcuttur. Birisine yazı, diğerine ise tura diyoruz. Parayı attığımız zaman bir yüzü

- (6) Z. Hatiboğlu-C.T. Gürsoy: "Maliyet ve Yönetim Muhasebesi", İstanbul, Bilmen Basımevi, 1979, Akif Büro Basım Organizasyon Yayınları, s. 357.
- (7) Paul M. Van Arsdell: "Corporation Finance Policy, Planning Administration", New York, The Ronald Press Company, 1968, s. 295-296.
- (8) Osman Yozgat: "İşletme Yönetimi", İstanbul, İ.İ.T.İ.A. Nihad Sayar-Yayın ve Yardım Vakfı İşletmesi Yayınları, 1978, Nr. 507, Met/er Matbaası, s. 79.

yukarı, bir yüzü aşağıya gelecektir. Paranın yapılışında bir arıza yoksa her iki yüzünde gelme ihtimali aynıdır. Her ikisinin de gelme ihtimali 0.5'dir (9).

### 1.3. Risk Çeşitleri

Gerek iş hayatımızda, gerekse özel yaşantımızda riskten bahsetmediğimiz zaman hemen hemen yok gibidir. Bu kadar geniş kapsamlı bir konuyu ancak kendi konumuz açısından ağırlık kazanacak yönleriyle açıklamaya özen göstereceğiz.

Risk oluşum şekillerine ve ilgilendirdiği faaliyet alanına göre iki gruba ayrılmaktadır. Birincisi sistematik risktir. Savaş, enflasyon, uluslararası olaylar ve politik değişimler sonucu ortaya çıkar. Çevre şartlarındaki değişimlerden büyük ölçüde etkilenir. İkincisi, sistematik olmayan risktir. Grevde yönetim hatalarında veya tüketici eğilimlerinde beliren değişimler sonucu ortaya çıkar ve bir tek firmayı etkiler. Tesadüfi olarak veya kontrol edilemeyen olaylar sonucu ortaya çıkar (10).

#### 1.31. Sistematik Riskler

##### 1.311. Faiz Oranı Riski

Faiz oranlarındaki değişimler tüm sermaye piyasasını ve finansal varlıkları etkiler. Fakat yabancı sermayenin ağırlık kazandığı ve faaliyetini sürdürebilmek için bugünkü hükümet politikasına uygun olarak mutlak dış

(9) Z. Hatiboğlu-C.T. Gürsoy: a.g.e., s. 357.

(10) Lawrence . Gitman: "Principles of Managerial Finance", New York, Harper and Row Publishers, 1982, s. 122-123.

kaynak bulmak zorunluluğunda olan firmalar, bir de kur farkları sorunuyla karşılaşacaklarından mutlaka daha fazla etkileneceklerdir.

Faiz oranları enflasyondan büyük ölçüde etkilenmektedirler. Bu nedenle mali piyasanın, enflasyon beklentisinden geniş ölçüde etkilendiğini söyleyebiliriz (11). Faiz oranı riskini şu şekilde tanımlayabiliriz: Genellikle sabit gelirli finansal varlıklara yatırımcı tarafından, farkında olunarak yapılan yatırımlar nedeniyle sonradan doğacak bütün kâr ve zararlara faiz oranı riski diyebiliriz (12).

### 1.312. Enflasyon Riski

Enflasyon kendi kendine işleyen bir süreç olarak hareket eder. Bunu yaparken de fiyat yükselmelerine yol açar ve yükselen fiyatların daha yüksek maliyetlere gereksinmesini beraberinde getirir (13). Bu nedenle satın alma gücü riski de diyebileceğimiz enflasyon riski, müsait ortamlarda doğan ve önlenmesi güç olan bir risk çeşididir. Mali raporlara cevap verebilecek enflasyonu önceden tahmin edebilecek bir yöntemin bulunduğunu söylemek oldukça güçtür. Sonuç olarak, kamuoyunun beklenen bir tek enflasyon oranına değil de ortaya çıkan değişik risklerle dolu oranlar dizisine yöneldiğini görüyoruz. Oranın ne olacağı hakkındaki belirsizlik istenilmeyen sonuçlara karşı tedbir alma arzusunun oluşturuyor (14).

- (11) P. Cagon-R.E. Lipsey: "The Financial Effects on Inflation", Cambridge, Mass: Published for National Bureau of Economic Research by Bollinger Pub. Co., 1978, s. 9.
- (12) Thomas C. Committee: "Managerial Finance for the Seventies", New York, McGraw-Hill Series in Finance, 1972, s. 352.
- (13) Paul M. Van Arsdell: a.g.e., s. 298.
- (14) P. Cagon-R. E. Lipsey: a.g.e., s. 7-8.

Amerika'da firmaların enflasyon oranının yüksek olduğu dönemlerde varlıklarını sürdüremeyecekleri korkusu vardı. Fakat 1976 ve 1977 yıllarında enflasyon yüzde 6 ve daha yukarı olduğu halde bu gerçekleşmemiştir. Önceden tahmin edilmesi güç olan enflasyon dönemlerinde yöneticilerin yapması gereken ilk iş, enflasyonun ücretler ve genel üretim giderleri üzerindeki etkilerini araştırmak olmalıdır. İkinci olarak, hammadde ve sabit masraflar üzerindeki etkileri araştırmalı. Eğer sabit kıymetlerin yakın gelecekte değiştirilmesi düşünülmüyorsa bir sorun yok demektir. Şayet değiştirilmesi düşünülmüyorsa enflasyon dönemlerinde şirkete finansal bakımdan ağır bir yük gelecek demektir (15).

### 1.313. Politik Risk

Genel olarak politik riskleri, yabancı firmaların faaliyet ve varlıklarına ev sahibi ülkenin uygun veya uygun olmayan fiyatlarla el koyması şeklinde ortaya çıktığını görüyoruz. Bir ülkenin kamulaştırma politikası uygulaması, darbeler ve ihtilaller yabancı firmalar açısından riskler oluşturmaktadırlar. 1949 yılında Çin'de ve 1959-1960 yıllarında Küba'da olduğu gibi (16).

İstikrarsız hükümetlere sahip gelişmekte olan ülkelerde yatırımlarla ilgili politik riskleri geniş çapta görmekteyiz. 1972-1974 yılları arasında General İdi Amin'in yaptığı baskılar sonucu birçok Hint'li güç durumda kaldı. Çoğu Uganda vatandaşı olan bu Hintliler, kendilerine karşı yürütülen geniş çaplı ırkçı baskıdan sonra Kenya'da çalışmaya başladılar. Bununla beraber Uganda'daki işlerinden dolayı kaynak aktarımı için hiçbir hak elde edemediler (17).

(15) R.M. Rodrigues-E.E. Carter: a.g.e., s. 384-385.

(16) Lawrence J. Gitman: a.g.e., s. 141.

(17) R.M. Rodrigues-E.E. Carter: a.g.e., s. 386.

En önemli politik risk kamulaştırmadır. Bu risk yerel şirketlerin artan iştirak talepleri veya kârdan pay almak isteyen hükümetler tarafından yapılır. Firma muhasebe kayıtları gözönünde tutulduğu için, kamulaştırma bedelleri genellikle düşüktür. Örneğin Şili'de Amerikan Bakır İşletmelerinin ve Libya'daki Uluslararası petrol şirketlerinin başına geldiği gibi (18).

Hükümetteki değişmeler nasıl olursa olsun, kamulaştırma olasılıklarını veya etkilerini azaltmak için muhtelif yöntemler mevcuttur. Birincisi; Hükümete olan olumlu yaklaşımlardır. İkincisi hükümetin kamulaştırmadan kaçınması için olumsuz yaklaşımlar ve son olarak zaman zaman kamulaştırmayı geciktiren dış haklardır (19).

#### Politik Risklere Karşı Önlem: Kamulaştırma

Olumlu Yaklaşımlar		Olumsuz Yaklaşımlar
- Faaliyet anlaşmaları ve kontroller için ön görüşmeler	Direkt	- Uluslararası anlaşmalarla lisans ve patent yasaklamaları
- Satış öncesi anlaşma		- Dışarıdan gelen hammadde-lerin kontrolü
- Hükümetle ortak riske girme.		- İşlemlerin kontrolü
- Yönetimde yerli eleman kullanımı	İndirekt	- Dış pazarların kontrolü
- Yerel bankalarla ortak risk		
- Orta sınıfın hissedar olması		
- Yerel perakende satış yolları.		

(18) R.M. Rodrigues-E.E. Carter: a.g.e., s. 387.

(19) A.g.e., s. 387-388.

Zararı azaltmak için dış haklar.

- Uluslararası sigorta ve yatırım garantileri,
- Düşük sermayeli şirketler.

Olumlu yaklaşımlar; hükümetin o firmaya karşı daha uzun vadeli bir ilgisinin olmasını sağlar. Firmanın yerel personel kullanımı, çeşitli anlaşmalar ve ön görüşmeler muhtemel bir riski hükümetle paylaşmak açısından yararlı olur (20).

Olumsuz yaklaşımlar; dış pazarlara bağlı büyük oranda bir üretim faaliyetinin olduğu yerde, bu pazarlara malı taşımak veya nihai ürün sağlamak için gerekli formaliteler konusunda yerel hükümetlerin yetersiz kalması sağlanabilir (21).

Son olarak şirketin zararı azaltmak için dış seçenekleri vardır. Bunların en önemlisi OPIC (Denizaşırı özel yatırım şirket)dir. Kamulaştırmaya karşın yatırım garantileri veya sigorta şirketleri bulunabilir. Bunlar yatırımcılara gerekli bilgiyi sağlarlar (22).

#### 1.314. Dönemsel Karakter Taşıyan Finansal Risk

Dönemsel karakter taşıyan finansal riski dahili ve harici olmak üzere iki kategoride inceleyebiliriz. Dahili finansal risk, sermaye kaynaklarında mevcut hakları korumak için işletme sermayesi ve gelir yetersizliği ile ilgilidir. Harici finansal risk ise daha çok sermaye kaynaklarını harekete geçirmek için piyasadaki fiyat gelişimleriyle

(20) R.M. Rodrigues-E.E. Carter: a.g.e., s. 388.

(21) A.g.e., s. 389.

(22) A.g.e., s. 389-390.

le ilgilidir. Harici finansal riskin bir unsuru olarak artan gelirler dahili finansal riskin gelir derecelerinde artmayı ifade ettiğinden finansal riskin bu iki kategorisini tam olarak birbirinden ayıramayız (23).

### 1.315. Dönemsel Karakter Taşıyan Faaliyet Riski

Dönemsel karakter taşıyan faaliyet riskinin firmasının aktiflerinin oluşumu ile ilgili olduğunu söyleyebiliriz. Toplam aktifleri içerisinde sabit aktiflerin payı büyük olan firmaların faaliyet risklerinin de yüksek olduğunu söyleyebiliriz (24). Bu nedenle satışları sistematik olarak dalgalanma gösteren, dolayısıyla kârları istikrarsız olan firmaların, riskini azaltabilmek için, finansmanda daha geniş ölçüde öz sermaye kullanmaları gerekir. Böylece söz konusu firmalar yüksek olan faaliyet risklerini, düşük finansman riskleri ile dengeleyebilirler (25).

Diğer bir sorunda ne kadar riske girilebileceğinin ölçülmesidir. Bu durumda borçlarını çoğunlukla ödeyen müşterilerden daha az ödeyen müşterilere doğru satışlar kaydırılabilir. Bu durumda nakit yatırımlar alacaklara göre yükseltilebilir. 100 dolarlık bir mal sattığımızda maliyetin 60 dolar olduğunu kabul edelim. Bu durumda yüzde 40'lık bir kâr etmekteyiz. Sonuç olarak bir grup müşteriye % 10 veresiye riskiyle mal sattığımızı düşünerek aşağıdaki ek, yıllık gelir hesabını yapabiliriz (26).

---

(23) R.M. Rodrigues-E.E. Carter: a.g.e., s. 304 Paul M. Van Arsdell.

(24) Cevat Sarıkamış: a.g.e., s. 150.

(25) Öztin Akgüç: "Finansal Yönetim", İstanbul, Sermet Matbaası, 1979, İstanbul Üniversitesi Yayını, 2. Baskı, s. 477.

(26) Robert W. Johnson: "Financial Management", Boston, Allynand Bacon Inc., 1979, s. 115.

Yüzde 10 risk yoluyla ilave satışlar	\$ 2000.-
Tahsil edilemeyen miktar (% 10)	<u>200.-</u>
Nakit girişi	1800.-
İlave satışlardan yıllık net nakit girişi	1800.-
İlave satış maliyeti (satışın % 60'ı)	<u>1200.-</u>
Yıllık artan net nakit girişi	\$ 600.-

Bu hesaplamada gördüğümüz gibi 200 dolarlık risk karşılığı yıllık nakit girişlerini 600 dolar daha arttırabiliriz. İlave 600 dolar için bu harcamalara değer mi diye düşünecek olursak, bu yatırımlarımızdan beklediğimiz kâr ve bu işle ne kadar uğraştığımızıza bağlı olduğunu söyleyebiliriz (27).

#### 1.316. Kur Riski

Kur riskini, döviz kurlarındaki değişmelerin ortaya çıkardığı zarar etme ihtimali olarak tanımlayabiliriz.

Kur riski, kurların hem yükselme ihtimaline, hem de düşme ihtimaline karşı bulunmaktadır. Bu durumda kur riski döviz cinsinden alacaklı olanlar için, kurlar düştüğünde zararlı, yükseldiğinde ise kazançlı çıkacaklardır. Örneğin, kredili ihracat yapanlar, vade sonunda kurlar düşmüşse bundan zarar göreceklerdir (28).

Kur riski vadeli işlemlerde daha açık görülür. Malını kredili olarak satın alan tüccar, kur ne kadar yükselmişse o kadar zarar görecektir. Son yıllarda döviz kredili olarak yatırım yapmış olan birçok firmanın karşılaştığı finansal güçlüklerin en önemli nedeninin kur riskinden kaynaklandığını söyleyebiliriz (29).

(27) Robert W. Johnson: a.g.e., s. 115.

(28) Sadun Aren: "Para ve Para Politikası", İstanbul, Gül Matbaası, 1984, Gerçek Yayınevi, s. 103.

(29) A.g.e., s. 103.

## 1.32. Sistematik Olmayan Riskler

### 1.321. Dönemsel Karakter Taşımayan Finansal Risk

Bir firmanın sermaye yapısı, finansal riskini direkt olarak etkilemektedir. Sabit giderleri, imtiyazlı hisse senetleri ve hissedarlara ödenecek temettüleri firmanın finansal riskini belirleyen etmenlerdir (30). Bu risk çeşitli finansal oranlar (Borçlar/özsermaye, özsermaye/aktifler vb.) analizi ile ölçülebilirler. Bu oranlar firmanın toplam sermaye içindeki borç ve özsermaye arasındaki ilişkiyi gösterir (31). Bu risklerin derecesini ve gelir üzerindeki etkilerini iyi değerlendiren finansal yönetici, alternatif sermaye yapıları arasında en iyi sermaye yapısını tercih etmelidir (32).

Bazen yatırımcıların, devlet tahvili gibi daha az riskli yatırımlar varken, finansal riski daha fazla olan bir işletmenin hisse senedine veya tahviline yatırım yaptıklarını görüyoruz. Araştırmalar, yatırımcıların, şayet yüksek finansal riski telafi edecek düzeyde gelir elde edebiliyorlarsa, bu riske katlandıklarını ortaya koymuştur (33).

İşletme sermayesi ihtiyacının finansmanında kısa süreli yabancı kaynağın maliyeti, uzun süreli yabancı kaynağın maliyetinden düşük olduğu sürece, firmalar kısa süreli kaynaklara ağırlık vererek kârlarını arttırmak isteyeceklerdir. Buna karşılık net işletme sermayelerini azaltmış olacaklarından finansman riski de artacaktır. Finansal yönetici kârlılıkla riski optimize edecek bir borçlanma politikasını oluşturmak zorundadır. Borç yapısındaki

(30) Lawrance J. Gitman: a.g.e., s. 484.

(31) A.g.e., s. 170.

(32) A.g.e., s. 484.

(33) Thomas C. Committee: a.g.e., s. 353.

değişimin kârlılık ve riski nasıl etkilediğini bir örnek yardımıyla açıklamaya çalışalım (34).

Döner değerler	30.000.-	Kısa süreli borçlar	18.000.-
Sabit değerler	50.000.-	Uzun süreli borçlar	27.000.-
		Özsermaye	35.000.-
Toplam Aktif	80.000.-	Toplam Pasif	80.000.-

Varlık ve borç yapısı yukarıdaki şekilde olan bir firmada kısa süreli borcun maliyeti % 35, uzun süreli borcun maliyeti % 45 olursa, finansman maliyeti toplamı  $(18.000 \times \% 35) + (27.000 \times \% 45) = 18.450.-$  ₺ olarak bulunur. Bu durumda net işletme sermayesi de  $30.000 - 18.000 = 12.000.-$  ₺ olur.

Bu yapıda olan firmada borç yapısını değiştirip kârlı nasıl etkilendiğini görmek için, örneğin 10.000.- ₺ uzun süreli borcu kısa süreli borçlara kaydırarak finansman maliyetini yeniden hesaplamak gerekir. Yeni durumda kısa süreli borçlar 28.000.- ₺ uzun süreli borçlar 17.000.- ₺ olur. Bu durumda finansman maliyeti  $(28.000 \times \% 35) + (17.000 \times \% 45) = 17.450.-$  ₺ olur. Finansman maliyetindeki 1000.- ₺ azalış aynı oranda kârlılığı arttıracaktır. Fakat yeni durumda, net işletme sermayesi  $30.000 - 28.000 = 2000.-$  ₺ olacaktır. Net işletme sermayesindeki  $12.000 - 2000 = 10.000.-$  ₺'lik azalış firmanın vadesi gelen borçlarını ödeyememe olasılığını arttıracaktır (35).

Sonuç olarak, finansman yöneticisi işletme sermayesi yönetiminde kârlılık ve risk değişimini gözönünde tutarak optimal varlık ve borç yapısını belirlemek durumundadır. Kârlılığı arttırmak için alınan her kararın riski

(34) Pınar Bakır: "Finansal Yönetim", İstanbul, M.Ü. Nihad Sayar Yayın ve Yardım Vakfı Yayınları No: 339/633, 1985 Venüs Ofset s. 94.

(35) A.g.e., s. 94.

de arttırdığı, riski azaltmak için alınan her kararın kârlılığı azalttığı unutulmamalıdır (36).

### 1.322. Dönemsel Karakter Taşımayan Faaliyet Riski

Bu riskler, firma kârının değişikliği ve duyarlılığı ile yakından ilgilidir. Başa baş noktası bir firmanın faaliyet riskini ölçmek için iyi bir ölçektir. Başa baş noktası yüksek olan bir firmanın faaliyet riski de yüksek olur. Bu nedenle, finansal yönetici, toplam aktifler içindeki sabit aktiflerin payını iyi ayarlamalıdır (37).

### 1.323. Sektör Riski

Sektör riski, yalnızca belirli sektörleri ilgilendiren durumlarda ortaya çıkar. Örneğin, hammadde kaynakları dışı bağımlı bir sektörün sektörel riski, ülkemizde yerli hammaddeyi kullanan bir sektörün riskinden daha yüksektir. Veya talep esnekliği yüksek olan malların üretimi veya satışını konu edinen bir sektörde satışların iniş ve çıkışlar gösterme olasılığı daha fazladır (38).

Riskli sektörlerle başka bir örnek olarak madencilik sektörünü verebiliriz. Madencilik sektörü büyük yatırımlar gerektiren ve riski yüksek olan bir sektördür. Bu nedenle yatırım yapmaya karar vermeden önce, madenin fizibilite etüdünün mutlaka yapılarak tüm operasyonların en iyi şekilde planlanması gerekir. Yaklaşık olarak 25.000 ton/yıl üretim kapasitesine sahip bir kömür madeninde bir ton kömür kazmak için 10 m<sup>3</sup> örtü kaldırılması halinde iş-

(36) Pınar Bakır: a.g.e., s. 95.

(37) Lawrence J. Gitman: a.g.e., s. 164.

(38) Cevat Sarıkamış: a.g.e., s. 151.

letmenin yıllık gider toplamı 31.5 milyar TL'sini bulmaktadır. Bu derece ağır mali yüklerle meydana gelebilen riskli bir sektörün, yatırım yapılmadan önce titizlikle etüd edilmesi gerekmektedir (39).

#### 1.324. Yönetim Riski

Yönetim riski, firma yöneticilerinin bireysel olarak yaptıkları hatalardan kaynaklanmaktadır. Bu kararlar firmaları olumsuz yönde etkilemekte ve firmaların birinci amacı olan kârlılıkları üzerine etkili olabilmektedir.

Yönetim riski, sistematik olmayan, firmaya özgü bir risk türüdür. Hatalı yönetim kararları, hangi yönetim alanında uygulamaya konulursa konulsun, firmanın kârını etkilemekte ve hatta firmanın tasfiyesiyle sonuçlanabilmektedir. Örneğin, hatalı bir sabit varlık yatırımı, firmanın sabit giderlerini arttırarak faaliyet riskinin yükselmesine yol açabilir. Toplu iş sözleşmelerinde yönetimin hatalı ve yanlış bir davranışı grev ve lokavtla sonuçlanabilir. Bu nedenle, firma yöneticilerinin çok dikkatli seçilmesi gerekmektedir (40).

Örneğin 1974'de bir Amerikan büro eşyaları firması büyük bir dış borçlanma sonucu o yıl 158 milyon dolarlık zarar yaptı. Aynı mali ölçüye sahip bir Amerikan gıda ürünleri firması ise 1974 yılında 935.000 dolarlık kâr bildirdi. Firmalar arasında böyle bir eşitsizliğin en önemli nedeni yönetimleri arasında tamamiyle farklı yöntemlerin uygulanmasıdır (41).

(39) Halil Köse: "Madencilik Riskli Bir Yatırım Alanı mıdır?" Dünya Gazetesi, Sayı: 10467-748, (25 Şubat 1985), Madencilik İlavesi, s. 4.

(40) Cevat Sarıkamış: a.g.e., s. 151.

(41) Andreas R. Prindl: "Foreign Exchange Risk", New York, A. Wiley-Interscience Publication, 1976, s. 2.

## 2. TÜRKİYE'DE DÖVİZ KURU POLİTİKASI

### 2.1. Döviz Politikamıza Genel Bir Bakış

Döviz politikamızın temel amacının, ödemeler dengesini düzenlemek ve korumak olduğunu söyleyebiliriz. Diğer bir ifadeyle döviz talebinin aşırı olduğu durumlarda, ödemeler dengesinin bozulmasını önlemektir. Diğer amacının ise, yerli sanayiye korumak olduğunu belirtebiliriz (42).

Cumhuriyetin ilk yıllarında Türkiye'de serbest kur politikası uygulanmaktaydı. Döviz piyasasında yabancı paraların alım-satımı serbestti. Böylece Türk lirası, bugün ulaşmak istediğimiz noktaya yani, konvertibiliteye sahipti. Türkiye Cumhuriyeti, 1929 dünya buhranı ile kambiyo denetimini uygulamaya başlamıştır. İlk olarak, 1929 yılında çıkartılan "1447 sayılı Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu" ile yabancı dövizlerin alım ve satımına birtakım kısıtlamalar getirmiştir. Bu yasaya göre menkul kıymetler ve kambiyo borsalarında işlem görecektir yabancı hisse senedi, tahvil ve dövizlerin Maliye Bakanlığı'nın iznine tabi olacağı kaydı getirilmiştir (43).

1952 yılında ortaya çıkan, ilk ödemeler dengesi darboğazı gelişmelerini gözden geçirmenin yararlı olacağı inancındayız. Döviz talebindeki hızlı artış, enflasyon ve sabit kur uygulamasının sonuçlarını şu şekilde belirtebiliriz. Döviz karaborsasının oluşumu, çifte finanslama, katlı kur uygulaması, kısa vadeli borçların ödenememesi ve sanayide kapasitenin azalmasıdır. Sonuç olarak IMF'ye başvurulur. IMF'nin önerileri çerçevesinde 4.8.1958'de ekonominin iç ve dış dengesini sağlamak için istikrar ön-

(42) Erdoğan Alkin: "Turkey's International Economic Relations", İstanbul, Güray Matbaası, 1982, University of İstanbul, s. 120.

(43) Halil Seyidoğlu: "Uluslararası İktisat", Ankara, Olgaç Matbaası, 1978, Turhan Kitabevi Yayınları, s. 338-339.

lemelerine başvurulur. Bu önlemler, % 320 devalüasyon ve etkin bir döviz kontrolü kurularak sonuçlanmıştır (44).

Planlı dönemde, daha detaylı programlar çerçevesinde dış ticaretin düzenlenmesine özen gösterilmiştir. Özellikle 1964'den sonra sürekli enflasyon artışı ve ₺'nin aşırı değerlenmiş olması dış ticarete yeni düzenlemelere yol açmıştır. Bunun sonucunda, ithalata % 5 damga vergisi, dış seyahatlere % 50 prim getirilerek döviz kurları yeniden düzenlenmiştir. Aşırı değerlenmiş ₺'nin ihracat üzerindeki olumsuz etkisini azaltmak için 1963 yılında vergi iadesi sistemi yürürlüğe konmuştur. Bu sistem sonraları daha fazla genişletilerek işçi havaleleri ve turistik dövizler için primler sisteminin uygulanmasına geçilmiştir (45).

Bütün bu önlemlere rağmen tutarsız bir döviz kuru politikası nedeniyle, ödemeler dengesi açığı daha fazla büyümüştür. Bunun sonucunda, 1970 yılında % 66 oranında yeni bir devalüasyon yapıldı. İhracat ve işçi havalelerindeki artış nedeniyle, ilk kez 1973 yılında cari işlemler açığı düşerek, ödemeler dengesi fazlalık verdi. Döviz rezervleri 2 milyar doların, ihracat ise 1 milyar doların üzerine çıktı. İşçi havaleleri ise ihracat düzeyine yaklaşmıştı. Sonuç olarak Mayıs 1974'de dolar 14.85 ₺'den 13.50 ₺'ye düşürüldü (46).

Sonraki yıllarda, ihracat sabit kalarak, ithalat dev adımlarla ilerledi. 1977 yılında dış ticaret açığı 4 milyar doları aşmıştı. İthalat güçlükle yapılırken, üretim kapasiteleri düşmeye başlamıştı. Sonunda doların resmi kuru 19.25 ₺'den 1977 yılının Eylül ayında 25 ₺'ye,

(44) Erdoğan Alkin: a.g.e., s. 123-124.

(45) A.g.e., s. 124.

(46) A.g.e., s. 124-125.

1978'in Martında ise 47.10 ₺ olarak belirlendi. Fakat bununla birlikte, döviz kurları gerçekçi olarak beirlenemediği için, aynı zamanda katlı kur uygulamasına geçilmişti. Çünkü, döviz oranı gerçekçi olarak belirlenememiş, ekonomi politikasıyla döviz politikası iyi organize edilememiş ve problemler çözülememişti (47).

Türkiye'deki politik şartlar da ekonomik reformların etkilerini göstermesini geciktiriyordu. 12 Eylül 1980'deki Askeri müdahaleye kadar, politik belirsizlik ileri boyutlara varıyor, artan şiddet olayları iş disiplininin bozulmasına, yoğun grevlere ve büyük işgücü kayıplarına neden oluyordu (48).

Ocak 1980 istikrar önlemleri, Türkiye'nin önceki yıllarda takip ettiği kalkınma stratejisini değiştirmeyi ve ekonomik durumu düzenlemeyi amaçlıyordu. Bu değişiklikler enflasyonu düşürmek, ödemeler dengesi açığını azaltmak ve Türk ekonomisini dışa yöneltme politikasıyla, piyasa güçlerini canlandırmak açısından önem kazanıyordu. İhracatı teşvik tedbirleri genişletilerek, ihracat firmalarına, hammadde ve ara malları gümrüksüz ithal etme izni verildi. Ocak 1981'de ihracat firmaları, gelir vergisi açısından muaf tutularak ihracata yönelik yatırımlara yeni kolaylıklar sağlandı. Bu arada ithalatta da önemli değişiklikler yapılarak, ithalat geniş ölçüde libere edildi. Sanayi ürünlerinin fiyatları serbest bırakılarak, kâğıda % 300 suni gübreye % 400'e varan zamlar yapıldı. Bu nedenle Kamu İktisadi Teşebbüsleri'nin zararları büyük ölçüde azaldı. Haziran 1980'de faiz oranları serbest bırakıldı. Bankalar arası centilmenlik anlaşması faiz oranlarını sı-

(47) Erdoğan Alkin: a.g.e., s. 125.

(48) Bela Balassa, Gülten Kazgan, Kemal Kurdaş: "The role of exchange rate policy in achieving the outward orientation of the economy-11", İstanbul, Meban Capital Markets Research Center, 1981, s. 18.

nırlarken, tasarruf mevduatında yıllık faiz oranları % 15'den % 50'ye yükseltildi (49).

25 Ocak'ta yeni ithalat rejimi libere edilmiş ithalat teminatları I no'lu listede sanayiciler için % 25'den % 15'e ve diğer ithalatçılar için % 40'dan % 30'a indirilmiştir. II no'lu listedeki mallar için bu teminatlar % 25'den % 10'a ve % 40'dan % 20'ye indirilmiştir. Ayrıca 100 kalem mal serbestleştirilmiş, II no.lu listeden I no.lu listeye geçirilmiştir. İhracat mallarının üretilmesiyle ilgili hammaddelerin ithalatı gümrük vergisinden muaf tutulmuştur (50).

## 2.2. Uluslararası Fonlara Yöneliş

Türkiye içinde bulunduğu döviz darboğazı nedeniyle, döviz kazandırıcı işlemlere ağırlık vermiş ve dış ticaretle uğraşan firmalara "kendi dövizini kendin bul" politikasını uygulamaya başlamıştır. Yasalarla da desteklenen bu politikayı "uluslararası fonlara yöneliş" olarak nitelendirmenin uygun olacağı inancındayız.

24 Ocak 1980 istikrar önlemleriyle içe yönelik kalkınma stratejisinin terkedilerek, dışa yönelik kalkınma stratejisinin uygulanmaya başlanmasıyla, bu politikanın Türk ekonomisinde önemli bir rol oynadığını söyleyebiliriz.

### 2.21. DÇM Sistemi

Dayanağını 1930'larda çıkartılan Türk Parası Kıymetini Koruma Yasası'nın oluşturduğu 17 sayılı karara dayana-

(49) Bela Balassa: "Outward Orientation and Exchange Rate Policy in Developing Countries-The Turkish Experience", Reprinted with permission from the Middle East Journal (Summer-1983), World Bank Reprint Series: Number 266, s. 440-441.

(50) International Monetary Fund: "Annual Report on Exchange Arrangements and Restrictions", Washington, 1981, s. 425.

narak, bu kararın bir seri no'lu Usul ve Müşterek Hükümler Tebliği'nin 14.9.1962 tarihli düzenlenişinden almaktadır (51). DÇM uygulaması aslında ilk kez 1967 yılında başlamıştır. Bu tür hesapların açılmasına olanak sağlayan Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkındaki Tebliğ, Haziran 1967'de yayımlanarak yürürlüğe girmiş, daha önce varolan Türkiye'deki bankalar nezdinde doğrudan doğruya dövize dayanan hesap açılması önlenerek, Merkez Bankası'na devredilecek dövizler karşılığında DÇM hesaplarının açılmasına olanak sağlanmıştır (52). Ekonomik yaşamın bir gereği olarak, özellikle 1970'lerden sonra önemli değişikliklere uğramıştır. Temelini işçi dövizleri üzerine kurmuş olan DÇM şeklindeki fon akımı, şaşılacak düzeyde önemli boyutlara ulaşmıştır (53).

#### 2.211. DÇM'nin İşleyişi

DÇM ekonomik anlamıyla bir dış borçtur. Bu uygulamayla Merkez Bankası döviz olarak yurt dışına borçlanırken bu tür mevduatı sağlayan bankalar da TL olarak Merkez Bankası'na borçlanmıştır. Yani DÇM hem iç hem de dış finansman kaynağı yaratan bir uygulamadır. İlk bakışta yararlı gibi görünen bu uygulama, sonradan beraberinde birçok sorunlar getirmiştir. DÇM teknik olarak bankaların, yurt dışında ve Türkiye'de oturan gerçek ve tüzel kişilerin, yurda getirmeleri zorunlu olmayan konvertibl dövizler karşılığında, bu dövizleri Merkez Bankası'na devrederek ve buna karşılık hesap sahibinin isteminde, kendisine aynı dövizü ödeme hakkını koruyarak nezdlerinde açtıkları hesaplardır. Bu tanımdan da anlaşılacağı gibi başlıca üç özellik vardır: Birincisi DÇM hesaplarını Türk uyruklu

(51) Faik Y. Başbuğ-Mustafa Koç: "Karapara", Ankara, Doyuran Matbaası, 1981, Tekin Yayınevi, s. 102.

(52) Tuncay Artun: "Türkiye'de Bankacılık", Ankara, Özyılmaz Matbaası, 1983, Tekin Yayınevi, s. 200.

(53) Faik Y. Başbuğ-Mustafa Koç: a.g.e., s. 102.

kişilerin yanı sıra, yabancı uyruklu gerçek ve tüzel kişilerin de açabilmeleri, ikincisi, DÇM hesaplarının yurda getirilmesi zorunlu olmayan dövizlerin karşılığında açılması, üçüncüsü de DÇM'a konu olan dövizin hesap sahibinin isteminde aynen geri ödenmesidir (54).

1970 sonrası yıllarda büyük işçi dövizini akışı nedeniyle ekonomistlerin sevinçle karşıladıkları DÇM akışı, neredeyse tek başına dış açığı kapatabilecek boyutlara ulaşmıştır. Bunu sayısal olarak aşağıdaki özet tabloda görebiliriz (55).

Dış Ödemeler Dengesi: (1968-1978) (Milyon Dolar)

Yıllar	Dış Ticaret Açığı	İşçi Gelirleri	DÇM	Cari İşlemler Dengesi
1968	-268	107	25,5	-224
1969	-264	141	54,3	-220
1970	-360	273	66,8	-171
1971	-494	471	131,9	-109
1972	-648	740	462,4	-8
1973	-769	1.183	221,7	-484
1974	-2.245	1.426	147,3	-718
1975	-3.338	1.312	999,1	-1.880
1976	-3.169	983	1.737,3	-2.301
1977	-4.043	982	2.010	-3.385
1978	-2.311	983	2.800	-1.418

Görüldüğü gibi 1972 ve sonraki yıllarda işçi dövizleri patlama göstermiş ve DÇM üzerinde farklı anlayış ve gelişmelere yol açmıştır. Bu esas içinde ilk gelişim 27.7.1972 tarihinde, 17 sayılı Karar Tebliğleri ile yayımlanmıştır. Kararın belirgin özellikleri şöyledir (56).

(54) Tuncay Artun: a.g.e., s. 198-199.

(55) Faik Y. Başbuğ-Mustafa Koç: a.g.e., s. 103.

(56) A.g.e., s. 104.

- Bu hesaplar ayırım yapılmaksızın hariçte ve dahilde mukim kişilerce açılabilir.

- Hesaplar istisnasız munzam karşılığa tabidir.

- Kur ayarlamaları halinde hesapların Türk lirası bakiyeleri derhal değiştirilecek ve böylece dövizlerin tamlığı korunmuş olacaktır.

- Bu hesaplar dahilde ve hariçte mukim kişiler açısından bir ayırım olmak kaydıyla faizden yararlandırılacaklardır. Dilendiği takdirde hesap sahibine ya da göstereceği kişiye dövizli ödemede bulunulabilecektir.

DÇM Türkiye'nin sorunlarıyla ve bu sorunları gidermekle yükümlü iktidarların politik çizgilerine göre çok sık değişikliklere uğramış, farklı özelliklere kavuşturularak ekonomik yaşam içine yerleştirilmiştir. Salt DÇM "Döviz Pozisyonu" uygulamasının esasını oluşturan "Kredi Mektuplu Döviz Tevdiat Hesapları"na kadar farklı görüntülerde bulunmuştur. Bu ana birimler ayrıca sahiplerinin tabiyetlerine bağlı olarak daraltılmış ya da genişletilmiş, bazen sadece "dahilde mukim" kişilerin bu hesapları açabileceği belirtilirken bazen de tamamen aksi bir görüntüyle "hariçte mukim" kişiler veya yurt dışında çalışan işçiler açısından konuya çeşitli ayırımlar getirilmiştir (57).

Diğer taraftan Ulusal ekonomi içinde parasal genişleme açısından böyle bir gelişme olunurken, aynı zamanda da T.C. Merkez Bankası'nda toplanan ödünç dövizli olanaklar, dış ticaret açığının kapatılmasında en aktif kalemler arasında sayılarak kaçınılmaz şekilde kullanılmışlardır. Böylece salt dış ticaret açığı sayılan ithalat ve ihracat dengesizliği bir ölçüde bu kalemler aracılığı ile giderilmeye çalışılmıştır (58).

(57) Faik Y. Başbuğ: "Türk Banka İşletmeciliği", İstanbul Arpaç Matbaacılık Tesisleri, 1979, Eğitim Yayınları, s. 147.

(58) A.g.e., s. 148.

Hiçbir hizmet karşılığı olmayan, faiziyle birlikte geri ödenmek zorunluluğunda olan ve sadece o günkü hükümetlerin politik çıkarlarına göre yönlendirilen DÇM sisteminin, bugünde sayın başbakanımızın ifade etmiş olduğu gibi ekonomik güçlüklerini çekmekteyiz.

## 2.212. Yeni DÇM

Döviz bollukları döneminin son dilimine geldiğimiz (1968-1973) kullanım açısından denetimsiz ama miktar yönünden gerçekten şaşırtıcı yükseklik, DÇM sistemini yeniden ele almayı zorunlu kılmıştır. Bu zorunluk yalnızca miktar sınırlamaları açısından duyulmuş ve sonuçta önemli sayılacak bir girişimle 3.1.1973 tarihli ve 105 no'lu Tebliğ çerçevesinde bu sınırlama gerçekleştirilmiştir. Bu tebliğin özelliklerini şu şekilde sıralayabiliriz (59).

- Hariçte mukim kişiler açısından DÇM hesabı açma olanağı tamamen kaldırılmıştır. Bu fonlar aslında yerli sermayedarların uluslararası bankalardaki birikimlerini göstermektedir ve çoğu kez hariçte mukim kişi görüntüsü altında Türk iş adamlarının finansman gereksinimlerini karşılamak için Türkiye'ye transferlerini içermektedir. Böylece, bir yandan enflasyona karşı değer korunması sağlanmışken, bir yandan da tamlığı bozulmayan dövizlerin teminat gösterilmesiyle finansman olanağı elde edilmekte, aynı zamanda da para arzında büyük şişkinlikler olmaktadır.

- Yine hesaplar munzam karşılığa tabidir, kur değişikliklerinden etkilenmezler ve istendiğinde transfer edilebilirler. Kullanmama halinde hesaba iadeleri zorunludur.

---

(59) Faik Y. Başbuğ-Mustafa Koç: a.g.e., s. 105-106.

- Hariçte mukim kişiler açısından kısıtlanmaya paralel şekilde bu kez Tebliğle başka sistem getirilmiştir. Döviz Tevdiat Hesapları denilen bu hesaplar, hariçte mukim kişilerin de yararlanabilecekleri bir yöntem olmasına karşın, aslında özelliği olan bazı uygulamalar hariç gerçekleşme şansından yoksundur. Birincisi kur garantisinden yararlanamazlar. İkincisi faiz elde edemezler. Böyle olunca da bu tür bir hesap açmanın hiçbir önemi kalmamaktadır.

Açıkça anlaşıldığı gibi, bu düzenlenim geniş çaplı bir DÇM tasfiyesi anlamına gelmektedir. Nitekim 24.1.1973 de çıkarılan 106 no'lu Tebliğ, bu ifadeyi daha da belirginleştirerek, mevcut hesapların tasfiye şekilleriyle ilgili ayrı hükümler getirmiştir. ayrıca, belirli kredilerle bağlantının söz konusu olması halinde Maliye Bakanlığı'ndan onay alınması kaydıyla sınırlı bir uzatma esası konularak, hariçte mukim kişiler görüntüsü gerisindeki bağlantılar tümüyle koparılmak istenmiştir (60).

### 2.213. DÇM'nin Çöküşü

Tasfiye hareketi ekonomik sıkıntının ve döviz darboğazının iyice hissedilmeye başlandığı 1975 yılına kadar sürmüştür. Bu yıllarda bir bakıma "dövizini kendin bul" sloganıyla, DÇM yeniden canlandırılmıştır. 8.5.1975 tarih ve 145 no'lu Tebliğle bu defa önceki özellikleri aynen korunmak kaydıyla hariçte mukim kişilerin de DÇM hesapları açtırabilecekleri belirtilmiştir. Aynı zamanda faiz oranları yükseltilmiş, önceki dönemlerdeki özel oranlar yerine Türkiye'de uygulanan genel oranların DÇM'lerde de aynen uygulanacağı, ancak hariçte mukim kişilerin açtırdıkları hesaplarla ilgili faizlerin yine bu oranlar

(60) Faik Y. Başbuğ-Mustafa Koç: a.g.e., s. 106.

içinde bulunması koşuluyla Avrupa para piyasası faizi oranlarının en fazla % 1.75 fazlası olabileceği konuları açıkça hükme bağlamıştır (61).

1975 yılında başlayan ikinci DÇM uygulaması, etkisini kısa sürede gösterdi. 1976 yılında 1.7 milyar dolar, 1977 yılında 2 milyar dolar ve 1978 yılında ise 2.8 milyar doların üzerinde gerçekleşti.

Özellikle belirtmemiz gereken nokta, bu yıllarda, ulusal ekonomilerin büyümelerinde, uluslararası fon kaynakları, büyük önemi bulunan bir kaynaktır. 1970'li yılların başlamasıyla birlikte ulusal düzeyde yetersiz kalan kaynaklara, dış kaynakları ekleyebilmek için tüm dünya ülkeleri büyük bir yarış başlatmışlardır. Yeni sayılabilecek bu dönemin özelliği, sağladıkları dış kaynakları tutarlı bir biçimde kullanamayan ülkeler için bir "iflas dönemi" olmasıdır. Örneğin, dış borçları 1977 yılı sonunda 30 milyar doları aşan Brezilya, 25 milyar doları aşan Arjantin, Peru ve Şili için böyle bir "iflas dönemi"nin yaşandığını söyleyebiliriz (62).

Ülkemiz de DÇM sistemi ile uluslararası para piyasalarına kapılarını açarken, izleyeceği sağlıklı bir dış borçlanma politikasının ilkelerini belirleyememiş, bu kaynakları ulusal çıkarlarımıza uygun bir biçimde yönlendirememiş ve benzer özellikler taşıyan diğer dış borçların da etkisiyle "iflas dönemi" yaşayan ülkeler arasına katılmıştır. DÇM sistemiyle sağlanan dış borçların geri ödemelerinde zorluklarla karşılaşılmaması için başlangıçtan itibaren bir ödeme planı (vade düzenlemesi) yapılması

(61) Faik Y. Başbuğ-Mustafa Koç: a.g.e., s. 106-107.

(62) Tuncay Artun: a.g.e., s. 206.

gerekirken bu yapılmamış, dolayısıyla çok kısa vadeli kaynakların gelişi önlenememiştir. 1977 yılı ve daha kısa vadeli olması bu sorunu en iyi bir biçimde yansıtmaktadır (63).

DÇM ile sağlanan dış kaynaklar genellikle pahalı bir görünümü taşımaktadır. Avrupa-Döviz Piyasası'nda geçerli faiz oranlarının üzerinde bulunan faizler çeşitli yöntemlerle daha da arttırılmış, Türk Banka Sistemi'nde 1975 yılında maliyeti en yüksek mevduat türünün, büyük bir bölümü yabancı bankalara ait DÇM hesaplarına ait olmasından dolayı "bankalar mevduatı" olarak saptanması bunu yeterince kanıtlamaktadır. Maliyetin yüksekliği, salt Hazine açısından da değildir. Büyük bir bölümü aracılar tarafından getirilen DÇM hesaplarının karşılığında verilen kredilerin, krediyi kullananlara maliyetinin % 35'i bulduğu belirtilmektedir (64).

Bu son noktalar iyice hisedilmiş ve olumsuz yönleri anlaşılacak ki, 1978 yılına gelindiğinde sistem yeni baştan ele alınmıştır. Maliyetlerin azaltılması yönünde önemli değişiklikler yapılmış ve DÇM dönemi bir bakıma kapanmıştır. 1.3.1978 tarihinde yürürlüğe giren Seri 1, No 6 Tebliğinin başlıca özellikleri şöyledir (65).

- Kur garantisi gibi kararın özünü oluşturan ayrıcalık hariçte mukim kişiler açısından kaldırılmıştır. Böylece bir bakıma tercih bir kez daha açıkça ortaya konmuş ve yerli sermayedarlar açısından örtülü DÇM hesapları uygulanması sona erdirilerek piyasadaki kredi şişkinlikleri giderilmek istenmiştir.

---

(63) Tuncay Artun: a.g.e., s. 206.

(64) A.g.e., s. 207.

(65) Faik Y. Başbuğ-Mustafa Koç: a.g.e., s. 109.

- Yine bu sonuca ulaşmak için DÇM karşılığı kredilerde, kur değişikliği halinde, eski yeni kur arasındaki fark ilgili bankalara verilmeyerek, para arzı ve kredi oyunları kanalı tıkanmıştır. Diğer bir ifadeyle, farkların Merkez Bankası bünyesinde hesaba alacak geçirilmesi ve hesap kapatma tarihine kadar bloke tutulması kararlaştırılmıştır.

- Faiz uygulaması hariçte ve dahilde mukim kişiler açısından çok farklılaştırılmış, işçi fonlarına ödenecek faiz oranları, izlenmekte olan yüksek düzeyli faiz politikasına paralel şekilde bir ölçüde enflasyonla yarışır seviyeye getirilmiştir.

## 2.22. Prefinansman Sistemi

İhracat, inşaat veya imalat işleriyle uğraşan bir firmanın bazen döner sermayesi gerekli malzemeyi almaya, veya üretim giderlerini karşılamaya finansal gücü yeterli gelmeyebilir. Bu bakış açısıyla bir müteşebbisin, almış olduğu siparişi yerine getirebilmesi için kendisine açılan krediye prefinansman diyoruz. En geniş uygulama alanı ihracattır (66).

Prefinansman sağlanmasıyla üretim ve dış satımın gerçekleştirilmesi, Türkiye gibi gelişmekte olan bir ülkenin en önemli konularından birisidir. Yapısal iyileştirmeden daha çok, kısa vadeli döviz gereksinimi, doğal rezervler ve tarıma dayalı ürünlerin satımı vaadi ile karşılamayı taahhüt eden bu sistemde, gelişmiş olan ülkelerin sanayi girdisi ya da tüketim mallarını belirli bir vade ile gerçekleştirme yükümlülüğü altına girilmektedir. Kısa ca prefinansman, vadeli satış kolaylığı sağlayan bir sistemdir (67).

(66) Sururi Kocaimanoğlu: "Bankacılık Ansiklopedisi", Ankara, Doğu Matbaası, 1983; T. İş Bankası Kültür Yayınları, s. 549-550.

(67) Faik Y. Başbuğ-Mustafa Koç: a.g.e., s. 116.

## 2.221. Sistemin Yapısı

İhracatın finansmanında kullanılmak üzere yurt dışından temin edilen prefinansman kredileri, ihraç edilecek malın bedelinin ihracattan önce peşin olarak tahsilini sağlamaktadır. Bu şekilde sağlanan prefinansman kredileri, yurt dışına ihraç edilen malların ihraç bedeli ile kapatılmaktadır. Bu durumda, prefinansman kredisi, yurt içindeki satışlarda, avans alınmasına benzemektedir (68). Ana amacı dış finansman kolaylığı olan prefinansman konusu, sermaye hareketlerine ilişkin seri V, No 3 tebliğinin 27. maddesinde düzenlenmiştir. Genel esaslar koyan bu hükümler, asıl özellik gösteren yönüyle maddenin "B" bendinde yer almıştır. Hüküm aynen şöyledir (69).

"Dış ticaret rejimi esasları dairesinde, ihracatın finanse edilmesi maksadıyla hariçten faizsiz ve kısa vadeli finansman kredisi temin edilebilir. İhracatın tamamen veya kısmen tahakkuk etmemesi halinde Türk parasına çevrilmiş olan kredi tutarları veya bakiyesi cari resmi kurdan Merkez Bankası'nca transfer olunur".

Özellikle dikkati çeken yön şudur: Dövizin reel değerinin korunması açısından dış alımcılar büyük bir güveneye kavuşturulmuşlar ve kur garantisine sahip kılınmışlardır. Onun içindir ki, cari resmi kurdan transfer edileceği açıklamasının yanlış anlaşmalara neden olmaması için bir başka hükme yer verilmiş ve ayrıca getirilen seri VII, No 130 tebliği ile bu nokta vurgulanmıştır. 130 sayılı tebliğin 3 no'lu bendi şöyledir. "Cari kambiyo kurundan karşılığı ödenmek suretiyle ... iade edilir". Böylece dış

(68) Şahin Uçar: "Prefinansman Kredili Sanayi Ürünü ihracatında İstisna Uygulaması", Dünya Gazetesi, Sayı: 10566-710, (9.1.1985) s. 5.

(69) Faik Y. Başbuğ-Mustafa Koç: a.g.e., s. 116-117.

alımıcılar açısından olası parasal değer ayarlamaları endişesi ve sonuçları kuşkusuz şekilde giderilmiştir (70).

T.C. Merkez Bankası 28 sayılı kararla kendisine bırakılan yetki çerçevesinde prefinansman kredilerini I sayılı genelgesinin "Sermaye Akımına İlişkin Hükümler" başlıklı bölümünde düzenlemiştir. Buna göre prefinansman kredilerini (71):

a) Yatırım teşvik belgesi çerçevesi prefinansman kredisi kullanması öngörülen girişimciler doğrudan kendileri,

b) İhracatçı sermaye şirketleri doğrudan kendileri,

c) Bankalar doğrudan kendileri,

d) Yatırım teşvik belgesi bulunmayan ve ihracatçı sermaye şirketi olmayan ihracatçılar ya bankalar aracılığıyla veya Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'ndan izin almak suretiyle doğrudan kendileri,

e) Bunlar dışında kalanlar adı geçen izin ile kullanabileceklerdir.

Prefinansman kredilerinin başlıca özelliklerini de şu şekilde sıralayabiliriz (72):

a) Bu krediler ihracat ve döviz geliri sağlayan hizmetlerin finansmanı için alınabilir.

b) Bu krediler bankalarca temin olunarak ilgililere devredilebileceği gibi öngörülen izinler uyarınca ilgililerince de doğrudan temin edilebilir.

(70) Faik Y. Başbuğ-Mustafa Koç: a.g.e., s. 117.

(71) Aydın Esen: "Döviz Kredileri", Ankara, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, No: 133, 1984, Konferanslar Serisi, No: 41, Sevinç Matbaası, s. 6.

(72) A.g.e., s. 6-7.

c) Bu krediler için bankalarca garanti verilmesi bankanın takdirine bağlıdır.

d) bu kredilerle ilgili faiz, teminat, ihracatın veya hizmetin gerçekleştirilememesi halinde dövizlerin iadesi gibi hususlar taraflar arasında serbestçe belirlenir. Faizler mal olarak ödenebilir. Bankalar taraflarca belirlenen esaslara göre işlem yaparlar.

e) Bu kredilerin alınmasında ve transferinde cari kurlar uygulanır kur farkları ilgililere aittir.

f) Bu krediler kısa (yani 1 yıl) vadeli kredilerdir. Bu sürenin aşılmasına neden olacak süre uzatımları için T.C. Merkez Bankasından izin alınması gerekir.

#### 2.222. Sistemin Onarılışı

Prefinansman sistemi 18 Mart 1980 tarihinde getirilen yeni düzenlemelerle amaca uygun şekilde çalışır duruma getirilmiştir. Sistemde köklü bir değişiklik yapılmamıştır, ama kullanım şekli bunun sonucuna bağlı döviz riski ve maliyet hesapları açısından bankalar güvenceye kavuşmuşlar ve böylece uzun süre dondurulmuş olan prefinansman dövizleri uygulaması yeni bir dinamizmle tam anlamıyla devreye girmiştir. Başka bir deyişle, nasıl bir uygulama yöntemi izleneceği konusunda kapalılık ve kuşku, devlet güvence ve sübvansiyonunun açık bir şekilde belirlenmesiyle, dövizli finansman olanağı olarak, uluslararası fon akımı yöntemi benliğine bürünmüştür (73).

Ek düzenlemenin odaklandığı noktaları şu şekilde özetleyebiliriz (74):

(73) Faik Y. Başbuğ-Mustafa Koç: a.g.e., s. 121.

(74) A.g.e., s. 122.

- Önce dövizlerin bankaya devri şekli açıklığa kavuşturulmuştur. Buna göre, ister kesin alımı yapılsın, isterse bir başka hesapla izlensin, dövizlerin banka döviz pozisyonuna girişi ve satışı olanaklıdır. İhracatçının getirdiği dövizler, bu öngörü sonucu bankalar tarafından kullanılabilir, böylece de döviz getiren kişiye sağlanan Türk Liralarının karşılığı yaratılmış olacaktır.

- Diğer taraftan ihracatın gerçekleşmemesi veya süresi içinde olabilecek herhangi bir kur ayarlaması açısından dövizin mülkiyeti yine getirene aitmiş gibi hesaplama yöntemi izlenecek ve bu farkları merkez bankası karşılayacaktır (devlet sübvansiyonu). Böylece, dövizin kullanımı halinde bankalar açısından sorun olan kur farkı konusu giderilmiştir.

- Son bir önemli değişiklik de faiz uygulaması konusuna getirilmiştir. Daha önce prefinansman konusunda hiçbir şekilde faiz söz konusu edilmezken, bu defa faiz ödemesi, ihracatın türüne ve vade ayırımına göre olanaklı kılınmıştır.

### 2.23. Özel Yabancı Sermaye

Sermaye hareketlerini dolaysız yatırım, dolaylı yatırım (portföy yatırımı) veya özel kısa vadeli sermaye akışları diye kısımlara ayırabiliriz. Dolaysız ve portföy yatırımlar bir yıldan fazla vadeye sahip yatırımlardır. Kısa vadeli sermaye akışları ise bir yıldan kısa vadeli finansal akışları içerir (75).

Sermaye hareketlerinde gelişmekte olan ülkeler gelişmiş ülkelerin özel sektörlerinden bir hayli sermaye

(75) Rita M. Rodrigues-E.E. Carter: a.g.e., s. 12-13.

elde ederler. Bununla birlikte bu akış uzun vadeli ekonomik büyümeyi finanse etmek için çok az bir kısmını oluşturmaktadır. İstatistiklere göre sözü geçen dış yatırımların önemli bir kısmını oluşturan petrole ve diğer doğal kaynaklara yapılan dolaysız yatırımlar sadece birkaç gelişmekte olan ülke için önemlidirler (76).

Kaynak akışını gelişmiş ülkelerin özel sektörlerinden, gelişmekte olan ülkelere doğru hızlandırmak için pek çok öneri ve teklif geliştirilmiştir. Örneğin, gelişmekte olan ülkelerin iç yatırımlarını okul ve konut gibi sosyal olaylara da yapması gerektiği söylenmiştir. Bazıları yabancı sermayeyi teşvik için vergi ayrıcalıkları kâr garantisi gibi teşvikler getirmiştir. Bir diğer teşvik de iki yönlü anlaşmalar yoluyla olmuştur. Burada amaç yatırımcıyı ani ve karşılıksız kamulaştırma ve kârların millileştirilmesi gibi gelişmekte olan ülke hükümetleri tarafından yapılacak tek yönlü hareketlere karşı korumak için biçimlendirilmiştir. ABD bu türden bir anlaşmayı, gelişmekte olan yaklaşık 30 ülke ile anlaşma yapmış ve diğer gelişmekte olan ülkelerde de aynı yolu izlemektedir (77).

Türkiye'ye yabancı sermayenin girişi birkaç yoldan olmaktadır. Türk Parası Kıymetini Koruma Mevzuatı, bu konuda çıkartılmış özel kanunlar ve 6224 sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu, yabancı sermayenin girişini düzenleyen başlıca mevzuattır. Özel kanunlar arasında Petrol Kanunu, Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş. hakkında-

(76) Endel J. Kolde: "International Business Enterprise", New Jersey, Prentice-Hall, Inc., Englewood, 1973, s. 284.

(77) A.g.e., s. 661-662.

ki kanun (78) ve Türkiye Sınai Kalkınma Bankası Kanununu sayabiliriz (79).

Yabancı sermaye ithali, 1954 yılında kabul edilen 6224 sayılı "Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu" hükümlerine tabidir. Bu kanundan önce 1950 ve 1951 yıllarında 5583 ve 5821 sayılı olmak üzere iki kanun, yabancı sermayenin memlekete girişini teşvik etmek üzere çıkarılmıştır. Bu kanunlar kaldırılmış ve 6224 sayılı kanun yürürlüğe konulmuş olmakla beraber 5583 ve 5821 sayılı kanunlarla tanınmış haklar korunmuştur (80).

6224 sayılı Kanun'un 1'inci maddesinde, ithal edilecek yabancı sermaye ile yapılacak yatırımın özelliklerini şu şekilde belirlemektedir (81).

- Memleketin iktisadi yapısına faydalı olması,
- Türk özel teşebbüsüne açık bulunan bir faaliyet sahasında çalışması,
- Tekel veya özel bir imtiyaz ifade etmemesi gerekmektedir.

### 2.231. Özel Yabancı Sermayenin Nedenleri

Özel yabancı sermaye, bir yandan "Çok Uluslu Şirketler" in emperyalizminin yeni bir aracı olduğu ileri sürülürken, diğer yandan hemen hemen bütün ülkelerin yabancı sermaye peşinde koşmaları dikkati çekmektedir. Sosyalist ülkeler bile, başta Sovyet Rusya olmak üzere, Batıdan ya-

(78) Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş.'nin yabancı sermaye hisselerini, DESİYAB-Devlet Sanayi ve İşçi Yatırım Bankası satın almış ve yabancı sermaye ile ilgisi kesilmiştir.

(79) O. Orhan Bali: "Yatırımların ve ihracatın teşviki ve kredilendirilmesi", Ankara, Gürsoy Matbaacılık Sanayii, 1977, s. 201.

(80) A.g.e., s. 202.

(81) A.g.e., s. 202.

bancı sermaye teminine çalışmaktadır. Pepsi Cola'ya, Fiat'a kapılarını açan Sovyet Rusya, Sibirya'da ağır taşıt aracı üretecek büyük bir tesis kurması için Mercedes Benz'i davet etmiştir. Mercedes Benz'in bu teklifi olumlu karşılamaından sonra projeyi Volvo üstlenmiştir. Doğu Avrupa ülkeleri de Batıdan yabancı sermaye teminine çalışmaktadırlar. Yugoslavya, Romanya, Polonya, Çekoslovakya bu konuda en fazla gayret gösteren ülkelerdir (82). Ülkeleri bu kadar peşinde koşturan yabancı sermayenin nedenlerini başlıca dört grupta açıklayabiliriz.

- Sermaye ile ilgili faktörler: Yatırıma finansal kaynak bulma amacına yöneliktir. Birçok ülkelerde özellikle gelişmekte olan ülkelerde geniş ölçüde, mevcut yatırım potansiyeli bulunmaktadır. Fakat kaynak yetersizliği nedeniyle bu alanlar yeterince değerlendirilememektedir. Japon iş adamlarının yatırım için her sene ülkemizi ziyaret edip, "sizler çok şey yapmak istiyorsunuz ama hiç paranız yok" deyip geri gitmeleri sermaye faktörünü daha iyi açıklamaktadır.

Türkiye kalkınmakta olan bir ülkedir ve birçok ihtiyaçları bulunmaktadır. Ancak bu ihtiyaçların karşılanması için en önemli unsur kaynak gerekliliğidir. Türkiye'nin bugünkü durumu kaynak açısından yetersizdir. Bu nedenle ertelenen veya yerine getirilemeyen projeler ile ülke içinde gerekli olduğu halde projelendirilemeyen yatırımlar mevcuttur (83). Ülkemizde yabancı sermayeye verilen önemin nedeni de buradan kaynaklanmaktadır.

(82) T. Güngör Uras: "Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları", İstanbul, Formül Matbaası, 1979, İktisadi Yayınlar Ltd. Şti. s. 42.

(83) Erdoğan Karakoyunlu: "Yabancı Yatırımcılar, Türkiye Pazarını Test Etme Aşamasında", Dünya Gazetesi, Sayı: 1566-721, (22 Ocak 1985), s. 3.

- Teknoloji ile ilgili faktörler: Yabancı sermaye konusunda en çok eleştirilen konulardan birisi teknoloji ile ilgili faktörlerdir. Teknoloji transferi ülkeye yeni bir üretim teknolojisi getirmekle beraber, yanısıra teknolojik bağımlılığı da getirdiği ileri sürülmektedir.

Teknoloji transferine ilişkin lisans anlaşmalarının bağlandığı koşullar, özellikle kısıtlayıcı uygulamaların az gelişmiş ülkelere yüklendiği mali yük 1960'ların ortalarında uluslararası örgütler tarafından da söz konusu edilmeye başlanmıştır. Az gelişmiş ülkelerin oldukça yüksek fiyat ödemelerine rağmen, ithal ettikleri teknolojilerin gerçek sahibi olamamaları, bu teknoloji üzerinde egemenlik kuramamaları, en dikkat çekici özelliklerindedir. Az gelişmiş ülkelerin transfer ettikleri teknolojiler üzerinde egemen olamamaları, lisans anlaşmalarında üretim ve ihracat faaliyetlerine getirilen denetim ve sınırlamalarla ortaya çıkmaktadır. Teknolojinin uluslararası firmalar aracılığıyla transferinde bu olgu belirgindir (84).

Bir ülkeye kredi vermek suretiyle bir süre bağımlı kılmak mümkünse, teknoloji ile çok daha uzun süre bağımlı mümkündür. Üstelik ithal edilen teknoloji peşinden yeni geliştirilmiş değişiklikleri de birlikte getiriyorsa, bu bağımlılık daha da sıkı olmaktadır (85).

- Yönetim ile ilgili faktörler: Ülkeye yeni gelen teknoloji yönetim sorununu da beraberinde getirmektedir. Yeni kurulan bu makinelerin işletilmesi, tamir ve bakımı yeni bilgilere ihtiyaç duymaktadır. Bu nedenle, yabancı sermayeli yatırımlarda çoğunlukla, teknik bilgi ve lisans anlaşmalarında personel eğitimi konusuna açıklık getiril-

(84) Cevdet Erdost: "Sermayenin Uluslararasılaşması ve Teknoloji Transferi", Ankara, Sevinç Matbaası, 1982, Savaş Yayınevi, 57.

(85) A.g.e., s. 48.

mektedir. Gerek işletme üretime geçmeden, gerekse üretime geçtikten sonra birçok personel eğitim için yurt dışına gönderilmektedir.

- Pazarlama ile ilgili faktörler: Bazı yatırımlar ana ülkedeki şirketin satışlarını arttırmak, yabancı bir piyasayı ele geçirmek veya benzeri bir nedenle yurt dışın-da kurulur. Böylece ihracata son verilerek, üretim doğrudan doğruya yabancı ülkede gerçekleştirilir (86).

Pazar koşulları, gümrük sınırlamaları, dil ve kanunlar gibi nedenler firmanın faaliyetini sürdürmesinde ve rekabet avantajına sahip olmasına yardımcı olmaktadır. Bir dış yatırım kendi dış pazarlarına yakın yerde kurularak nakliye ücretinin düşmesine neden olabilir. Temel hammadde kaynaklarına yakın bir yerde faaliyet gösterme imkânına sahip olurlar. Bu husus özellikle petrol ve madencilik sanayiinin söz konusu olduğu yerlerde geçerlidir (87).

## 2.232. Dolaysız Özel Yabancı Sermaye

Dolaysız özel yabancı sermaye, yabancı firmaların başka bir ülkede mevcut bir firmayı satın almak, yeni bir firma için ilk sermayeyi sağlama veya mevcut firmanın sermayesini arttırmak şeklinde kendi ülkesinin sınırları dışında yaptıkları yatırımlardır. Fakat bu tanımlama, portföy yatırımlarından farkını açıkça ortaya koymamaktadır. Bu fark yatırımın denetimi konusunda ortaya çıkmaktadır. Dolaysız yatırımlarda yatırımın denetimi veya yönetimle ilgili karar alma yetkisi yabancıların elinde bulunmaktadır. Oysa portföy yatırımlarında böyle bir özellik yoktur (88).

(86) Halil Seyidoğlu: a.g.e., s. 380.

(87) H. Robert Heller: "International Monetary Economics", New York Prentice-Hall, Inc., Englewood, 1974, s. 156.

(88) Halil Seyidoğlu: a.g.e., s. 380.

Dolaysız özel yabancı sermaye'yi açıklayan teoride, yatırımları firma büyümesinin sonucu olarak kabul edenler piyasa üzerinde durmakta, dolaysız yatırımın kâr tarafından değil, piyasalar tarafından tahrik edildiğini belirtmektedir. Eğer firma piyasada belirli bir satış hacmini gerçekleştirebileceğine inanırsa, diğer bir ülkede yatırım yapmaktan kaçınmayacaktır. Çünkü yapılan yatırım, elde edilecek kâr ile karşılanacaktır. Bu görüşü savunanlar, piyasa genişledikçe firmanın piyasayı izleyerek büyümeye mecbur kaldığı inancını belirtmektedir. İş adamları tarafından benimsenmiş olan bu görüşün özünde, müteşebbislerin esas olarak kârlarını maksimize etmeleri yatmaktadır (89).

Diğer bir grup iktisatçı ise, dolaysız yatırımların sanayi organizasyon teorisi ile daha iyi açıklanabileceğini belirtmiştir. Yabancı bir ülkede faaliyet gösteren bir firma, yabancı bir ortamda üretimde bulunduğu ve karar merkezinden uzakta olduğu için bazı risklere katlanmakta ve bu sebeple kendi ülkesinde kazandığından daha fazlasını kazanmak zorunda bulunmaktadır. Bu kazanç, şüphesiz yerli firma kazançlarından daha fazla olmalıdır (90).

### 2.233. Dolaylı Özel Yabancı Sermaye (Portföy Yatırımları)

Yabancı sermaye yatırımları firmaların sermayelerine direkt olarak ortak olunmak suretiyle olabildiği gibi, uluslararası sermaye pazarlarından hisse senetleri veya tahvillerini satın almak suretiyle de gerçekleştirilebiliyor (91).

(89) Rıdvan Karluk: "Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları", İstanbul, Taştan Matbaası, 1983, Ekonomik Yayınlar Dizisi, s. 16.

(90) A.g.e., s. 17.

(91) Miltiades Chacholiades: "International Monetary Theory and Policy", Tokyo, Tosho Printing Co. Ltd. 1982, McGraw Hill International Book Co. s. 48.

Portföy yatırımları ülkeler arasında hisse senetleri ve tahviller alınmak suretiyle ve yatırımcıya yabancı şirketin yönetiminde kontrol sağlamayan uzun vadeli borçlanmalar şeklinde görülür (92).

Portföy yatırımlarının davranışlarını etkileyen en önemli faktörler yatırımın yapılacağı ülkedeki faiz oranları ve hisse senetleri fiyatlarının beklenen getirisiidir. Yabancı hisse senetleri ve tahvillerden beklenen kazancın yerel para birimi ile ölçülmesi gerektiğinden, söz konusu para birimlerinin döviz riski de önemli rol oynar. Portföy yatırımları genellikle döviz riskine açıktır. Yerel para birimi karşısında, yabancı para biriminde olacak bir devalüasyon yatırımcının kazancını azaltacaktır. Devalüasyona yatkın para birimleri söz konusu olduğundan yatırımdan elde edilecek kazancın bu devalüasyonu karşılayacak kadar yüksek olması gerekir (93).

Portföy yatırımlarının kazancını etkileyen başka faktörler de bulunmaktadır. Bu faktörler vergi politikaları ve özellikle yabancı yatırımları etkileyen düzenlemelerdir. Bu düzenlemeler ödemeler dengesi gereğince ya da ulusal çıkarlar düşünülerek onları kontrol etmek amacıyla belirlenirler (94).

Yatırımcılar yüksek kâr vadeden portföylere yönelirken, bu portföylere olan aşırı talebe de neden olmaktadır. Yüksek kârlı portföy yatırımları fiyatları yükselttiği için kârı düşer ve böylece düşük kârlı yatırımların da fiyatı düşer. Sonuç olarak tüm yatırımların kabaca bir dengelenmesi olmaktadır (95).

(92) R.M. Rodriguez-E.E. Carter: a.g.e., s. 50.

(93) A.g.e., s. 50.

(94) A.g.e., s. 50.

(95) Helen B. O'bannon-David E. Bond-R.A. Shearer: "Money and Banking, Theory Policy and Institutions", New York, Harper and Row Pub. 1975, s. 98.

Yatırımcılar sadece kendi portföylerindeki beklenen kârla değil, aynı zamanda portföylerindeki riskle de ilgilienmelidirler. Beklenen kâr gibi, yatırımların riski de yatırımcıların kontrol edemedikleri şeydir. Fakat belli sınırlar dahilinde dikkatli bir seçimle portföyün risk derecesini kontrol edebilirler. Yine de riskin derecesini ve beklenen kârı birbirinden bağımsız olarak seçemez. Genel olarak daha yüksek risk dereceleri, daha yüksek kârlarla beraberdir. Portföyde daha yüksek kâr elde etmek için nispeten riskli hisselerin payı arttırılmalıdır (96).

Ülkemizde 1980'den sonra portföy yatırımları dikkate alınmıştır. Batının teknolojisi ve arap ülkelerinin parasıyla yatırımın ülkemizde gerçekleştirilmesi stratejisi önem kazanmaktadır (97).

### 2.3. Çifte Finansman Olayı

Ülkemizde döviz darboğazı dönemlerinde sık sık kullanılan çifte finansman deyimini şu şekilde açıklayabiliriz. Almanya ve benzeri işçi kitlelerinin yoğun olduğu bölgelerde, dövizler cari kurların üzerinde bedellerle satın alınmakta ya doğrudan bir uluslararası banka hesaplarında döviz hesabı şeklinde tutulmakta, ya da yabancı orijinli mallara yatırılarak normal ithalat işlemlerinin ön finansmanında kullanılmaktadır. Türkiye'nin ithalat tıkanıklıklarını aşma aracı olarak tutulan bu dövizler sonradan "çifte finansman olayı"nı yaratmaktadır. Bunu bir örnekle açıklamaya çalışalım (98).

(96) Helen B. O'bannon-David E. Bond-R.A. Shearer: a.g.e., s. 99-100.

(97) Erdoğan Karakoyunlu: a.g.e., s. 3.

(98) Faik Y. Başbuğ-Mustafa Koç: a.g.e., s. 73-74.

A işletmesi, plastik üretiminde kullanılan bir x maddesinin ithalini yapmak istesin. Getireceği malın tutarı 10.000 Amerikan doları olsun. Doların resmi kurununun 450 ₺ olduğunu varsayalım. İşletme  $450 \times 10.000 = 4.500.000,-$  ₺'yi bankaya yatırıp, 10.000 Amerikan dolarınının transferini ister. Ancak T.C. Merkez Bankası döviz yokluğu nedeniyle bu transfer isteğini yerine getiremez. Yurt dışındaki firmalar bunu tahmin ettikleri için peşin para istemektedirler. A işletmesi karaborsa olarak 10.000 doları 500,- ₺ dan satın alır. Bunun ₺ olarak karşılığı  $10.000 \times 500 = 5.000.000,-$  ₺ dir. Ödenen gümrük vergilerini ve taşıma giderlerini ise  $1.000.000,-$  ₺ kabul edelim. A işletmesinin defter kayıtlarına geçen maliyet:

4.500.000,- ₺	bankaya yatırılan mal bedeli
<u>1.000.000,- ₺</u>	Gümrük vergileri ve taşıma giderleri
5.500.000,- ₺	Toplam resmi maliyet.

A işletmesinin, yurt dışındaki satıcı işletmeye ödediği mal bedeli döviz karşılığı  $5.000.000,-$  ₺'yi maliyet olarak defter kayıtlarına yazması olanaksızdır. Bu işlemi defter kaydı olarak yazarsa döviz kaçakçılığı suçu işlemiş olur. Burada çifte finansman olayı ile karşılaşırız. Gerçek maliyeti  $5.500.000 + 5.000.000 = 10.500.000,-$  ₺ defterde görülen maliyeti ise  $5.500.000,-$  ₺'dir. Bu kez bu malın Türkiye'de kaç liradan satılacağı ve defter kaydının nasıl yapılacağı sorunu ortaya çıkar.

$10.500.000,-$  ₺ maliyete katlanan A işletmesi bu malı B adlı plastik boya fabrikasına  $13.500.000,-$  ₺'ya sattığını ve faturasını  $7.000.000,-$  ₺ olarak kestiğini varsayalım.

$13.500.000 - 10.500.000 = 3.000.000,-$  ₺ net kazanç sağladığı halde  $7.000.000 - 5.500.000 = 1.500.000,-$  ₺ net kazanç beyan edecek ve  $1.500.000,-$  ₺'lik matrah vergi dışı bırakılacaktır.

B işletmesi, A işletmesinin kestiği 7.000.000,- TL'lik faturayı defterine kaydedecektir. Bu mal için ise gerçekte 13.500.000,- TL ödemiştir. Açıktan ödediği 3.500.000 TL yı maliyetlerine yansıtamayan B işletmesi şu yolları seçmek zorunda kalacaktır (99).

- Yeni maliyetlerle ürettiği malı yüksek fiyattan satmak, eski düşük fiyatlarla fatura kesmek ve bayilerden açıktan para almak.

- Diğer seçeneği ise, satın aldığı hammaddenin bir kazanda tahrip olduğunu gerçek olmayan bir raporla ispatlamak, açıktan üretim ve faturasız satış yapmak. Aynı aşamaları başbayiler, bayiler, toptancılar ve perakendeciler için düşünebiliriz.

#### 2.4. Döviz Darboğazının Nedenleri

Özellikle 1975 yılı sonrasında hissedilmeye başlanan döviz darboğazının nedenlerini iç ve dış nedenler olmak üzere iki kısımda inceleyebiliriz (100). İç nedenler arasında en önemlilerini, ekonomi politikası ve özellikle sanayileşme stratejisinde işlenen temel hatalar olarak belirtebiliriz (101). Teknolojik bağımlılık son yıllarda giderek artmış, gelişmiş ülkelerin koşullarına uygun olarak üretilen sermaye-yoğun teknolojiler istihdam sorununa çözüm getirememiş teknoloji ithalatı için çeşitli biçimlerde ödemeler artmıştır. Patent ve royalty ödemeleri, yabancı sermayeli firmaların kâr aktarmaları, ana firmadan ithal edilen mallara yüksek fiyat uygulamaları ve yerli firmala-

(99) Faik Y. Başbuğ-Mustafa Koç: a.g.e., s. 95-96.

(100) Tuncay Artun: a.g.e., s. 196.

(101) Memduh Yaşa: "İktisat, Maliye ve Politika", İstanbul, Nur Ofset Matbaası, 1982, s. 67.

rın doğrudan ithal ettikleri yatırım malları için yapılan ödemeler döviz darboğazının büyümesine neden olmuşlardır (102).

İç tasarrufların hacmi, 1963-1977 yılları arasında uzun vadeli sanayileşme hızının yüksek olmasını engellemiş enflasyonun artmasına katkıda bulunmuştur. İç pazarın genişlemesine işçi ücretlerindeki ve tarımsal üreticilerin reel gelirlerindeki artışlar ve Avrupa'daki işçilerin ailelerine gönderdikleri fonlar neden olmuştur. 1971-1974 yılları arasında yalnız resmi kanallarda gelen işçi dövizleri GSMH'nin % 5'ine yaklaşmaktadır (103).

Fakat daha sonraları makina, hammadde, girdi yönünden dışa bağımlı Türkiye ekonomisinin döviz darboğazı her yıl giderek artmış, yetersiz ihracat gelirleri ithalatı karşılayamamış, işçi dövizleri ve turizm gelirleri de açığı kapatamamıştır (104). Döviz açığını kapatmak için politik çıkarlar nedeniyle kısa vadeli borçlanmalara yönelen hükümetler, döviz darboğazının daha da artmasına neden olmuşlardır.

Uluslararası sermaye ile girişilen ilişkiler sonucu enerji politikası, ülkenin yeterli su ve kömür kaynaklarına karşın, petrole dayandırılmış ve yakıt, elektrik, ısınma, ulaşım için gerekli enerji petrolden sağlama oluna gidilmiş, hem ihtiyaçların artması, hem de petrol fiyatlarının aşırı yükselmesi döviz darboğazını körüklemiştir (105). Sonraları yetkililere yöneltilen, enerji politikasını neden petrole dayandırdınız? gibi sorulara, "o zaman petrol ucuzdu" gibi yerinde olmayan cevaplar vermişlerdir.

(102) K. Boratav-Ç. Keyder-Ş. Pamuk: "Krizin Gelişimi ve Alternatif Sorunu", İstanbul, Yelken Matbaası, 1984, Kaynak Yayınları, s. 55.

(103) A.g.e., s. 58.

(104) Mustafa Sönmez: "Türkiye Ekonomisinde Bunalım", İstanbul Kardeşler Matbaası, 1980, Belge Yayınları, s. 37.

(105) A.g.e., s. 36.

Dış nedenler arasında ise, Petrol fiyatlarının hızla artışı söyleyebiliriz. OPEC'in 1973-1974 yılları arasında petrol fiyatını dört kat arttırması dünya enflasyonunun hızla artmasına neden oldu. Sanayi ve tarımsal ürünlerin fiyatlarının yükselişi, sanayileşmiş ülkelerin maliyetlerini arttırmış, yatırımlarını yavaşlatmış satışlarını azaltmış, üretimlerini düşürmüş, istihdam olanaklarını daraltmış ve ödeme dengelerini (özellikle gelişmekte olan ülkelerde) bozmuştur (106).

Diğer bir neden olarak işçi dövizlerinin azalışını gösterebiliriz. Kısa vadeli borçlanmalara tanınan maddi haklar, işçi dövizlerinin ithalatçı firmalar tarafından prim ödenerek alınmasına neden olmuş, bu dövizler tekrar ithalatta kullanılarak hem maliyetlerin yükselmesine, dolayısıyla enflasyonun artmasına, hem de dövizlerin ülkeye girmesini engellemiştir.

Uluslararası ilişkilerdeki gelişmelere paralel olarak Amerikan dolarının değer yitirmesi ve diğer yabancı konvertibl paralarla birlikte TL'nin değerinin bu gelişmeler karşısında değerlendirilmesi, bu belirsizlik ortamında spekülatif amaçlı ithalatın artmasına neden olmuştur (107).

## 2.5. Dış Ticaret ve Kambiyo Politikamızın Eleştirisi

### 2.51. Yararları

Sanayi devriminde, İngiltere ve daha sonraları Hong Kong hariç tüm gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler, yeni başlayan imalat sanayilerini iç piyasaya mal üreterek korumuşlar. İthal ikamesi'nin ilk devresinde giyim eşyası,

(106) Kubilay Baysal: "Uluslararası Petrol Sorunları", İstanbul, Sermet Matbaası, 1982, Ar Yayın Dağıtım, s. 238.

(107) Tuncay Artun: a.g.e., s. 196.

ev, ayakkabı gibi dayanıksız tüketim mallarına ve onların kumaş ve deri gibi malzeme ithalinin yerine geçen iç üretime ağırlık verdiler. Bu üretim, kolay (acemi) işgücü, düşük maliyet ve basit üretim teknolojisi ile gerçekleştirildiği için, buna ithal ikamesinin "kolay devresi" deniliyordu (108).

İç üretim, iç talepten çok daha hızlı artıyor, ihracatı zorluyordu. Bu durumda ithal ikamesinin ikinci devresi olan, ihracata başlaması gerekiyordu (109). İthal ikamesini uygulayan gelişmekte olan ülkeler, tahıl, et, petrol ürünleri ve madenler gibi ürünlerinin gelişmiş ülkelere ihracatını durdurduğu gibi, mamul malların ihracatını da kısıtladı (110). Ayrıca, ithal mallarına uygulanan yüksek koruma ve aşırı değerlenmiş kurlar ihracatçılar için ek bir külfet getirdi. Bu uygulamaya ağırlık veren iki ülke Brezilya ve Türkiye'yi karşılaştırırsak şu sonuçları elde ederiz (111).

Türkiye 1960'lı yılların ortalarında Brezilya'nın kaydettiği ilerlemeden çok daha azını kaydetmiştir. 1978 yılında Türkiye'de ihracatın GSMH içindeki payı, 1966 yılında Brezilya'nın sahip olduğu payın üçte biri kadar daha düşüktür. Bu nedenle Türkiye'nin ekonomisinin daha ciddi boyutlara ulaştığını söyleyebiliriz.

Brezilya'nın ekonomisini düzenlemek için aldığı tedbirleri şu şekilde sıralayabiliriz (112).

(108) Bela Balassa: a.g.e., s. 430.

(109) A.g.e., s. 430.

(110) A.g.e., s. 432.

(111) E. Davarlı, E. Alkin-B. Balassa and others: "The role of policy in achieving the orientation of the Turkish economy", İstanbul, Tunç Matbaacılık, 1981, Meban Securities, s. 31.

(112) A.g.e., s. 31-32.

- Gümrük tarifeleri düşürülmüş ve ithalatın liberasyonu genişletilmiştir.

- Tarım ürünlerinin ihracatı için yeni teşvikler geliştirilmiş,

- Enflasyona uygun olarak, aylık devalüasyonlar yapılarak, "kaygan kur" politikası benimsenmiş,

- Pozitif faiz oranları uygulamaya konmuş ve kredi piyasası genişletilmiş,

- Kamu harcamaları kısılarak enflasyon düşürülmesine çalışılmış,

- Özel yabancı sermaye'ye ve portföy yatırımlarına ağırlık verilmiştir.

Sonuçlar kısa zamanda görülmüş, 1966 ve 1973 yılları arasında ihracat dolar olarak yıllık ortalama % 38.5 artmıştır. Mamul mallar ihracatının toplam ihracat içindeki payı ise % 1.3'den % 4.4'e yükselmiştir. Bu değişimler sonucunda, ihracatın GSMH içindeki payı 1966'da % 6'dan 1973 de % 7.7'ye yükseldi. İthalat ise % 5.2'den % 8.7'ye yükseldi (113).

İçe yönelik kalkınma stratejisinin uygulanması sonucunda yavaşlayan ekonomik kalkınma bazı ülkelerde yeni reformlara neden olmuştur. Bu reformlar 1960'ların ortalarında Şili ve Uruguay'da, 1980'de Türkiye'de yapılmıştır. Sonuçta dışa yönelik kalkınma stratejisini uygulayan ülkelerin ihracat ve ekonomik kalkınmada daha ileri gittiğini görüyoruz (114).

(113) E. Davarthy, E. Alkin-B. Balassa and others: a.g.e., s. 32.

(114) Bela Balassa: a.g.e., s. 433-434.

Türkiye'de uygulanan Ocak-1980 istikrar önlemlerinin özünü, önemli bir devalüasyon, ihracat teşvik sistemindeki eğilimleri azaltma, ithalatın kısmi liberasyonunu, sanayi ürünlerinde fiyat kontrolünü kaldırma ve faiz oranlarını serbest bırakma politikası teşkil etmektedir. Bu önlemler, dışa yönelme açısından önemli bir adım olmuş ve piyasa güçlerinin işlemlerini sağlamıştır. İhracatın dolar değeri 1979'da % 1'lik azalmaya rağmen, 1980'de % 29 ve 1981'de % 62'lik bir artış sağlamıştır. Sanayi ürünlerindeki payın toplam ihracat içindeki payı daha fazla artarak 1980'de % 36'dan 1981'de % 49'a yükseldi. Bu başarının asıl dikkati çeken yönü dünya ekonomisinin durgunluk içinde olduğu bir döneme rastlamasıdır. Bunun nedeni ise Türkiye'nin gittikçe Ortadoğu ve Kuzey Afrika'daki pazar olanaklarına ağırlık vermesinden kaynaklanmaktadır. Bu pazarlar içindeki ihracat payı 1980'de % 22 iken 1981'de % 42'ye ulaştı. Bu başarıda uygulanan gerçekçi kur politikasının da varlığı inkar edilemez (115).

İthalatın dolar olarak değeri ise, son üç yıldaki durgunluğa rağmen 1980'de % 56 ve 1981'de % 13'lük bir artış gösterdi. İthalatın liberasyonu, Türk mali sisteminde bir sağlamlık oluşturduğu zaman T'nin konvertibl olmasında rol oynayacaktır (116).

İthalatın liberasyonu ve özellikle gıda maddeleri ithalatı üç konuda önem kazanmaktadır. Birincisi, fiyat yükselmelerini önleyerek, endeksleri aşağıya çekmek, ikincisi, Ortak Pazar entegrasyonunda yer almaktır. Bugüne değin hep sınıai mamullerle kendisine Ortak Pazar ve dünya piyasalarında yer arayan Türkiye'yi gıda maddeleri bölümünde de kullanmak. Üçüncüsü ise bir tabunun yıkılmasıdır. Bu tabu ise, Türkiye'nin gıda maddeleri bakımından kendi kendisine yeter olması fikridir (117).

(115) Bela Balassa: a.g.e., s. 441-442.

(116) A.g.e., s. 446.

(117) "Özal mutfaktaki enflasyonu ithalatla düşürmek istiyor", Rapor Gazetesi, Bölüm 11, (15 Ocak 1985), s. 1.

## 2.52. Sakıncaları

Gelişmekte olan ülkelerde uygulanan bu tür politikalar, genellikle sanayileşmiş ülkelerle aralarında bir takım çatışmalara neden oluyor. Dış ticareti açık veren ülkeler paralarının değerini düşürerek sıkı para politikası gereği faizler artınca yatırımlar azalıyor. Böylece iç talep kısıılırken, yabancı paraların değerinin yükselmesi ihracatı arttırıyor, ithalatı azaltıyor. Ancak bu noktada diğer ülkeler ithalatlarına kotalar koyarak sistemin olumlu yönlerini bozuyorlar (118).

Sıkı para politikasının uygulanmaya konmasıyla birlikte, kaynak açığı devreye girer, iç faizler yükselir, iş adamları yurt dışında tuttıkları dövizleri yurda getirdikleri gibi, uluslararası bankalardan aldıkları kısa vadeli borçlar da arttırılır. Ülkenin dış ticaret açığının azaltılması, işçilerin ücret taleplerinin bastırılması, uluslararası bankaların borç verme cesaretini arttırır. Alınan dış borçlar hızla ülkeye girmeye başlar. Bu paralar dış ticaret açığı için gerekli olanı aşarsa, bunları biriktirmek için Merkez Bankası alımlarını sürdürür ve böylece sıkı para politikası terk edilmiş olur. Merkez Bankası bunu yapmak istemiyorsa (Arjantin ve Şili'de olduğu gibi) paranın dış değerini arz ve talebin belirlemesine bırakır. Bu takdirde de paranın dış değeri aşırı yükselir ve ithalat artmaya, ihracat azalmaya başlar. Kısa vadeli borçların faiz ve anapara taksitlerinin ödenmeye başlamasıyla döviz darboğazı başlar. Sıkı para politikasının faizleri yükseltmesinden kaynaklanan bu tehlikeyi genellikle hükümetler gözardı ediyorlar (119).

(118) Kenan Bulutoğlu: "Türkiye'de Özel Kesimin Dış Borçlanması, 11", Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Yıl: 21, Sayı: 10, Kasım 1984, s. 41.

(119) A.g.e., s. 41.

Devalüasyon yoluyla ulusal paranın dış değerinin düşürülmesinin ithalatı daraltıp, ihracatı arttıracacağı görüşü savunulur. Oysa, gelişmekte olan ülkelerde bu beklentilerin gelişmesini engelleyecek yapısal nedenler vardır. IMF önerilerinin uygulanmaya konmasıyla birlikte, sağlanan yeni dış kredi olanakları ve ithalatta uygulanan kotaların gevşetilmesi ithalat harcamalarının artışına neden olabilir. 1958 istikrar önemlerinin de sonucu bu şekilde olmuştur. Devalüasyonu izleyen aylarda hızla yükselen ithalat, ancak iki yıl sonra, ekonomideki durgunluğun da etkisiyle düşme eğilimi gösterdi. Buna karşılık ihracat, devalüasyonu izleyen aylarda ufak bir artış eğilimi göstermişse de, bu eğilim kısa bir süre sonra kaybolmuştur (120).

Faiz hadlerinin düşürülmemesinde, devlet iç borçlanma politikasının da etkili olduğunu söyleyebiliriz. Türk lirası ihracat kredileri kaldırılmış olduğuna göre, özendirilen dış kredi bulma sorununa daha pratik ve gerçekçi çözümler bulunmalıdır. Ülkemizde açılan uluslararası ihalelerde Türk firmaları döviz olarak teklif verebilmeleleri ve ihaleyi kazandıkları takdirde, faaliyetleri ihraç sayılan hallere dahil edilmeleri gerekmektedir. İthalatın libere edilmesi olumlu bir yaklaşımdır. Ancak bunun sınırları ithalatı tamamen imalatın yerine ikame ederek, sanayimizin yok olacak şekilde genişlik kazanması sakıncalıdır (121).

Ülkemizde uygulanan politikanın bir benzerinin uygulandığı ABD ekonomisinde, bu politika önemli dengesizliklere neden oluyor, Reagan yönetiminin, bütçe açığını, vergileri arttırmak ya da harcamaları kısmak yerine, iç borçlanma ile karşılaması, ülkedeki kaynak açığı yüzünden faizlerin yükselmesine neden oluyor. Bu da kısa vadeli

(120) E Türkcan-T. Berksoy-B. Kuruc: "IMF İstikrar Politikaları ve Türkiye", Ankara, Ankara Basım Sanayii, 1982, Savaş Yayınevi, s. 153.

(121) "Enflasyonla Mücadele Dengeli Büyümeyle Mümkün", Dünya Gazetesi, Sayı: 10556-717, (17 Ocak 1985), s. 1 ve 9.

sermaye girişini hızlandırıyor ve doların değerini arttırıyor. Yüksek dolar değeri bir yandan ABD'nin dış ticaret açığını arttırıyor, bir yandan da fiyatı dolar olarak belirlemiş maddelerin (en önemlisi petrol) fiyatını yükselterek, maliyet enflasyonuna neden oluyor. Bu politika bazı ülkelere yarar sağlıyor. Amerikan açığının artması, daha doğrusu uluslararası paraları dolara çevirme arzusu Amerika'ya yapılan ihracatın artmasına neden oluyor (122).

İhracat artışı başlı başına bir amaç olmalıdır. Salt ihracat artışı değil cari işlemlerde de denge sağlamak, daha açık bir ifadeyle, dış ülkelere mal ve hizmet satışı ile, ülkede temel mallarda kıtlık yaratmadan dışarıdan mal ve hizmet alımlarında bir denge sağlamak asıl amaç olmalıdır. İhracat artışı bu yönde sadece bir araçtır. Bu nedenle ihracattaki gelişmelerin, cari işlemlerdeki gelişmelerle birlikte ele alınarak değerlendirilmesi gerekir. 1984 yılının ilk on ayında ihracat bir önceki yılın eş dönemine kıyasla % 276 oranında artarak 5.7 milyar dolara yükselmiştir ama, cari işlemler açığı da aynı dönemde % 17 oranında artarak 1.5 milyar dolar'dan 1.8 milyar dolara yükselmiştir. İhracat gelişmeleri değerlendirilirken şu hususlara dikkat edilmelidir (123).

- İhracat artışı ne oranda ithalat artışı gerektirmektedir? Diğer bir deyişle, dışarıya satılan ürünlerde dış girdi oranı nedir?

- İhracat artışının ülkeye sağladığı net döviz kazancı ne kadardır? Net döviz kazancı hesaplanırken, yalnızca dışarıya satılan ürünler için doğrudan ithalat değil, enerji kullanımı başta olmak üzere, yurt içinden sağlanan girdilerdeki ithalat parçalarının (bileşkenlerinin)

(122) Kenan Bulutoğlu: a.g.e., s. 38.

(123) Öztin Akgüç: "Dışsatım Hangi Koşullarda Yararlı", Rapor Gazetesi (Türk Basını Köşesi), (14 Ocak 1985), s. 8.

de bilinmesi gereklidir. Bu hesaplar yapılmadığı veya bilinmediği sürece, salt ihracat artışının dış ödemeler üzerindeki etkisini kestirmek mümkün olmaz. Bazı ihracat mallarının ülkeye sağladığı net döviz kazancı hiç olmayabilir ve çok sınırlı ölçüler içinde kalabilir.

- İhracat ile sağlanan döviz kazancının da Türk ekonomisine maliyeti bilinmelidir. 1984 yılının ilk dokuz ayında ihracatta vergi iadesi tutarı 214 milyar ₺'ye ulaşmıştır. Bu rakam yaklaşık yıllık 300 milyar ₺'dir. Vergi iadesine vergi, resim, harç bağışıklıkları, ucuz krediler ve kurumlar vergisinden indirimler eklenince bir dolar kazancın Türk ekonomisine maliyeti yaklaşık 600 ₺'yi (Dolar 470 ₺ iken) bulmaktadır. İhracatın ne kadarının fiktif, hayali olduğu da açıkça ortaya konulmamıştır. Bu konuda 100 milyon dolardan, tüm ihracatın % 12.5'e varan yaklaşık 850 milyon dolara kadar uzanan tahminler yapılmaktadır. Aşırı ihracat teşviklerinin hayali ihracatı çekici hale getirdiği ve Türkiye'nin ihracatının da bir bölümünün hayali olduğu kuşkusuzdur.

### 3. DÖVİZ KURLARININ ANALİZİ

#### 3.1. Döviz Kurlarının Oluşumu

Döviz kurlarının oluşumuna ilişkin teorilerin iki grupta incelendiğini görmekteyiz. Bunlardan birincisi, satınalma gücü paritesi olarak da adlandırılan ülkelerin iç fiyat düzeylerinin mukayesesi ikincisi ise arz ve talep mekanizmasıdır (124).

#### 3.11. Ülkelerin İç Fiyat Düzeyleri Mukayesesi

Döviz kurları ödemeler dengesi ve ticari ilişkilerde olduğu kadar ulusal fiyat düzeyleri ile ilişki içindedir. Fiyat düzeyleri döviz kurlarını nasıl etkiler veya döviz kurlarının fiyat düzeyleri üzerinde etkisi mevcut mudur? Satın alma gücü paritesi teoremi bu sorular üzerine eğilir. Eğer 1 dolar, 3 pezonun alabileceği kadar mal ve hizmet alabiliyorsa serbest döviz kurunda 3 pezo 1 dolar karşılığı işlem görür. Pezoyu değerinden daha az gösteren bir kur ayarlaması (0.33 dolar yerine 0.25 dolar) yurt dışı mal ve hizmetlerin yurt içindekilere göre daha ucuz olduğunu gösterir ve piyasada dolar karşılığı pezo almak isteyenlerle dolar. Döviz kurlarındaki eşitsizlik, kuru geriye doğru satın alma gücü paritesi seviyesine indirir. Bu düzeltici baskılar malların cinsinde de kendini gösterir. Paradaki bu değer kaybı bir ülkenin üretim faktörlerindeki genel ücret düzeyini dış ülkelere göre daha düşük yaparak o ülkenin geniş mal çeşitleriyle dünya piyasalarına girmelerine neden olabilir. Aynı zamanda ithalatta hem miktar hem de çeşit açısından kısıtlamalara gidilebilir.

(124) Atila Bağrıaçık: "Uluslararası Ekonomik İlişkiler", İstanbul, Hüsnütabiat Matbaası, 1979, s. 32.

rüklerle kısıtlama, ihracatı teşvik tedbirleri gibi) ayarlamak ve etkilemek mümkündür (128).

Bunlardan başka, yapılan araştırmalar göstermiştir ki döviz kurlarına en büyük etkiyi, ülkelerde meydana gelen faiz politikası değişiklikleri ve bu ülkenin cari işlemler dengesi'ndeki değişimler yapmaktadır. Çünkü, ülkeler arasındaki faiz değişiklikleri bu ülkeler arasında sıcak para (kısa vadeli) akımına yol açtığı gibi, bu değişimler derhal döviz kuruna yansır. Ülkeler arasında enflasyonun döviz kurunu belirlemesi ancak uzun dönem (1-5 yıl) için etkili olduğunu söyleyebiliriz. Orta vadede (1-3 yıl) ise kurun değerini belirleyen içerde ve dışarda uygulanan iktisadi politikalar ve sosyo-politik olaylardır. Ayrıca, ABD ve İngiltere gibi gelişmiş ülkelerde meydana gelen sosyo-politik olaylar ve buna bağlı olarak ortaya çıkan beklentiler bütün ülkelerin paralarının değerinde de dalgalanmalara yol açar (129).

Ülkedeki tabii afetler neticesi üretimde düşüşler, grevlerin yayılmaya başlaması, hammadde ve yakıt teminindeki güçlükler, döviz piyasasına müdahale edilmediği takdirde kurun birden ve şiddetli bir şekilde düşmesine yol açabilir. Örneğin, 1973 yılında İngiliz maden işçileri grevi, Sterlinin hızla düşmesine yol açmıştır. Çünkü, beklenmedik maden ithalatı İngiltere'nin cari işlemler dengesinde açık yaratacağı ve bunun da kura olumsuz yönde etki edeceği izlenimi yaratmıştır (130).

(128) Onur Kumbaracıbaşı: "Dış Ticaret Teorisi ve Uluslararası Ekonomi", Ankara, Kalite Matbaası, 1976, s. 94-95.

(129) Emin Çarıkçı: "Yarı Gelişmiş Ülkelerde ve Türkiye'de Sanayileşme Politikaları", Ankara, Erk Matbaası, 1983, Turhan Kitabevi, s. 100-101.

(130) A.g.e., s. 102.

### 3.2. Döviz Kuru Sistemleri

#### 3.21. Sabit Kur Sistemi

Bu sistemde döviz kurları arz ve talep koşullarına göre değişmez. Bazen piyasa kurlarının çok dar sınırlar içinde dalgalanmasına olanak sağlamış olabilir. Bazen de sistem çok katı olur ve hiçbir dalgalanma marjı tanımaz. Sabit kur sistemleri, ayarlanabilen sabit kur sistemi, kambiyo denetimi ve sistemi ve altın standardından oluşmaktadır (131).

Ayarlanabilir Sabit Kur Sistemi: Uluslararası ticari ilişkileri düzenlemek ve geliştirmek, düzenli döviz ilişkilerini sürdürebilmek için, Bretton Woods'da ayarlanabilir bir kambiyo kuru sisteminin esasları geliştirilmiştir. Buna göre, bir ülkenin kurunu kendine tanınan sınırlar içinde sabit tutabilmesi için, ihtiyaç halinde, resmi parasal kuruluşların kambiyo piyasasına müdahalede bulunarak döviz arz ve talebi arasında dengeyi temin etmesi gerekmektedir. Bretton Woods sistemi de denilen bu sisteme göre, yeterli miktarda uluslararası kabul gören rezervlere sahip olmak kaydıyla, üye ülkelerin, dış ticareti kısıtlayıcı miktar ve kambiyo kontrollerine gerek duymadan, paralarının değerini kendilerine tanınan bu sınırlar içerisinde sabit tutmaları mümkündür (132).

Kambiyo denetimi sistemi: Kambiyo kontrolü sistemi geniş bir şekilde büyük dünya bunalımı sırasında uygulanmaya konulmuştur. Başlangıçta geçici önlem olarak uygulanmaya başlanan bu yöntem, zamanla birçok ülkede yaygın bir iktisat politikası haline gelmiştir. Bu sistemde, döviz

(131) Halil Seyidoğlu: a.g.e., s. 147.

(132) Gül Günver Turan: "Uluslararası Para Sistemi", Ankara, TİSA Matbaası, 1980, T. İş Bankası Kültür Yayınları, s. 161.

alış ve satışındaki serbestlik çeşitli derecelerde olmakla beraber, kaldırılmıştır. Herkes elde ettiği dövizleri, belli bir süre içinde kamunun gösterdiği bankalara satmak zorundadır. Bu zorunluluğa uymayanlara çeşitli cezai müeyyideler uygulanabilir. Döviz satışları da bu nedenle kamunun iznine bağlıdır. Kamu otoritesi döviz taleplerini gerek kullanılma amacı ve gerek miktar açısından kontrol edebilir ve döviz dağılımını bu ilkelere göre yapabilir (133).

Altın Para Standardı: Bu sistem İkinci Dünya Harbinden sonra altın yetersizliğinin, uluslararası ödemeleri ve ticareti aksatmasını önlemek için kabul edilmiştir (134). Altın para standardının belirgin özellikleri şunlardır (135).

- Altın para kısıtlamalara bağlı olmaksızın tedavül eder.

- Altın ihracı ve ithali serbesttir. Altın standardı uygulayan ülkelerde tedavüldeki para miktarı altın arzına bağlıdır.

- Altın paranın değeri ihtiva ettiği sabit ağırlıktaki ve saflıktaki altına eşittir. Örneğin, Birinci Dünya Savaşı öncesinde bir kilo saf altın 2790 marka ya da bir mark  $1/2.79$  gram altına eşitti. Kâğıt ve diğer madeni paralar, talep üzerine altına çevrildiği için altın paradan farklı sayılmamaktaydılar. Merkez Bankası, saptanmış bu sabit fiyat üzerinden parayı altına, altını ise paraya çevirmekteydi.

(133) Erdoğan Alkin: "Uluslararası Ekonomik İlişkiler", İstanbul, Güray Matbaası, 1981, İktisat Fakültesi, No: 478, s. 137.

(134) Gülten Kazgan: "Uluslararası Ekonomi", İstanbul, Yalkın Ofset Ofset Matbaası, 1972, s. 86.

(135) Gül Günver Turan: a.g.e., s. 14-15.

- Ülkelerin para birimlerinin birbirine çevrilme değeri olan kambiyo kuru, bu para birimlerinin içerdikleri ve ifade ettikleri altın tutarları arasındaki orana eşittir. Örneğin, Birinci Dünya Savaşı öncesi Almanya'da bir kilo saf altının 2790 Marka, Fransa'da ise 31000/9 Franga eşit olması nedeniyle, Frangın Mark olarak değeri  $2790 \times 9 / 31000 = 81/100$  idi. Her Frank 81/100 Marka, başka bir ifadeyle 81/100 Mark değerindeki altına bedeldi.

- Dış ödemelerde kısa sürede giderilmesi mümkün olmayan dengesizliklerin görülmesi halinde ilgili ülkeler arasında altın hareketleri söz konusudur. İhracatı azalmış ve/veya ithalatı artmış olan ülkelerde açık, altın ihracıyla karşılanacaktır. Ticaret fazlası olan ülkelere ise altın girecektir. Altın giriş ve çıkışları, ilgili ülkelerin para arzında sırasıyla bir artış ve de bir azalışa yol açacak, para arzının değişmesiyle de ülke içi fiyat ve maliyetler yeniden ayarlanacağından dış ödemeleri düzenleyici hareketler ortaya çıkacaktır.

### 3.22. Esnek Kur Sistemi

1971 ve 1973 Dolar devalüasyonları, Bretton Woods para sisteminin işleyişine son vermiş, altın şimdiye kadar sistem içinde oynadığı resmi rolünü yitirmeye başlamış, güçlenen diğer Batı Avrupa ve Japonya paraları karşısında, dolar egemenliğini kaybetmiştir (136). Doların altına olan bağlantısının kopması ile altın döviz standardının ortadan kalkması, dolar yanısıra diğer birçok batı ülkesi paralarının dalgalanmaya bırakılmasına yol açmıştır (137).

(136) Gül Günver Turan: a.g.e., s. 194.

(137) Sema Kalaycıoğlu: "Esnek Kur Sistemi ve Türkiye Uygulaması", İstanbul, Fatih Yayınevi Matbaası, 1983, Akademik Kitaplar Serisi: 20, s. 65.

Esnek kur sistemi uygulaması, genellikle gelişmekte olan ülkelerde pek rağbet görmemektedir. Ancak, özellikle kalkınmanın imalat sanayi dallarının tamamlanması aşamasını atlamış olan bazı ülkeler, hem içe dönük sanayileşme politikalarının olumsuz etkilerinden kaçınmak, hem de dışa dönük kalkınma politikalarının döviz getirisini arttırıcı olanaklarından yararlanmak, yurt içi fiyat artışlarının ödemeler dengesi üzerindeki olumsuz etkisini gidermek amacı ile esnek kur uygulamasına geçmektedir (138).

Esnek döviz kurlarında doğrudan doğruya serbest piyasa ekonomisinin etkinliği söz konusudur. Hükümetlerin döviz kurları üzerinde etkinliği bulunmamakta ve böylece toplanan bilgi politika yürütme çabasından uzak kalmaktadır. Hiçbir zaman yanlış karar verilmemiş olup ödemeler kriziyle yüz yüze gelinmez (139). Bu sistemin bir özelliği de uluslararası ödemeler sistemini uzun süre ihtiyaçları karşılayacak biçimde şekillendirmesidir (140).

Bir ülkenin ithalat harcamalarının ihracat gelirlerinden daha fazla olduğunu varsayalım. Bunun etkilerini nasıl yok edebiliriz? İthalattaki aşırı yükselişi karşılamak için dışarıdan borç alınabilir. Fakat bunun geçici bir önlem olduğunu açıkça gösterebiliriz. Bu nedenle, bu yöntem en çok istenmeyen yöntemdir. Burada amaç ithalatla beraber ihracatı arttırmaktır (141).

Başka bir düzenleme metodu dış fiyatları düşürmektir. Çünkü bu yöntem ihracatı teşvik edecek ithalat hevesini kıracaktır. Diğer bir yöntem ise para birimini diğer para birimleri karşısında düşürmektir. Bir yabancıya ABD

(138) Sema Kalaycıoğlu: a.g.e., s. 102-103.

(139) Herbert G. Grubel: "International Monetary System", Ringwood, Pengiun Books, 1970, s. 108.

(140) Milton Freidman: "The International Monetary System", Edited: Lawrance, H. Officier, Thomas D. Willet, New Jersey, Modern Economic Issues, Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs, 1969, s. 191.

(141) A.g.e., s. 193.

malları iki yoldan daha ucuz gelebilir. Örneğin 2,8 Dolar 1 Sterlin olduğunda, bir ABD arabasının 2800 Dolara satıldığını farzedelim. Arabanın fiyatı o zaman İngiliz parasıyla 1000 Sterlin olacaktır. Arabanın fiyatı 2500 dolara düşerse veya 1 sterlin 3.11 dolar olursa o zaman arabanın fiyatı 900 sterlin olacaktır. ABD'deki veya diğer ülkelerdeki ülke içi fiyatlarındaki değişiklikler gibi döviz kurlarındaki değişimler malların fiyatlarını da değiştirecektir (142).

Eğer ihracat ithalattan fazla olursa durum simetrik. Genellikle böyle bir durum olumlu karşılanır. Bunu sağlamanın bir yolu ülke içi fiyatların yükselmesine izin vermek veya onu zorlamaktır. İlk yöntem uluslararası ödemeler düzenlemesinde uygun tek yöntemdir ve her ikisi de yetersizdir (143).

Son yöntem döviz kurlarını serbest bırakmaktır. Döviz kurlarındaki değişimler iki yoldan birisiyle sağlanabilir. Birisi resmi döviz kurlarında hükümetin yaptığı devalüasyon veya revalüasyondur. Bu yöntem ciddi sorunlar doğurur. İkincisi ise döviz kurlarını hergün piyasanın belirlemesine izin vererek onları dalgalanmaya bırakmaktır. Bu yöntem sayesinde döviz kurları devamlı olarak kendisini düzenler. Kurun ne kadar düşmesi veya yükselmesine karar verecek herhangi bir kuruma gerek yoktur. Kurlar serbest piyasada belirlenir. Ülke içi ekonomiyi liberalleştirmenin uluslararası ödemelerde ciddi bir dengesizlik yaratacağı olasılığından koruyan otomatik bir yöntemdir (144). Bu yöntemle açıkça görmekteyiz ki, esnek döviz kurları üzerinde mali disiplini bozduğu veya uluslararası ekonomik muamelelerde güvensizlik tesis ettiği gibi eleştiriler

(142) Milton Freidman: a.g.e., s. 194-195.

(143) A.g.e., s. 195.

(144) A.g.e., s. 196-197.

yersizdir (145). Böylece sabit döviz kurları ve sabit bir altın fiyatı (1 ons altın 35 dolar) tabu'sunun sonsuza dek aynı kalacağı inancı yıkılmış olmaktadır (146).

### 3.23. Katlı Kur Sistemi

Katlı kur sistemi yaygın bir şekilde uygulanmaktadır. Aynı dövizin birden fazla resmi kuru olmasına "katlı kur" diyoruz. Hükümetler, ithalata ve ihracata farklı döviz kurları uygulayabilirler. Genellikle sağlık malzemelerine ve mücevherata farklı döviz kurları uygulanmaktadır. Ayrıca, ülkeye gelecek olan turistlere özendirici döviz kurları uygulanırken, dış ülkelere gitmek isteyenlere ise caydırıcı döviz kurları uygulanmaktadır. Bu uygulamalar ekonomik duruma göre ayarlanmaktadır. Bu nedenle, çoğunlukla döviz karaborsasına neden olurlar (147).

Bretton Wood anlaşmasında katlı kur uygulamasından bahsedilmiştir. Madde VIII. Bölüm 3'de hiçbir üyenin fon tarafından onaylanan haricinde katlı kur uygulamasına giremeyeceği belirtilmiştir. Savaştan sonra katlı kur uygulaması yaygın olarak kullanılmıştır. 1956 yılında altmış üyeden onikisi katlı kur uyguluyordu. Önemli bir üye olan İngiltere dahi 1979 yılına kadar yatırımlara farklı döviz kuru uygulamaya devam etmiştir (148).

(145) George N. Halm: "A guide to international Monetary Reform", London, Lexington Books, 1975, s. 53.

(146) Robert Triffin: "International Reserves, Exchange Rates and Developing Finance", London, Edited, Norman C. Miller, Lexington Books, 1982, s. 121.

(147) R. Hays-C. Korth-R. Raucher: a.g.e., s. 147.

(148) Kenneth W. Dunu: "The Rules of the Game Reform and Evaluation in the International Monetary System", Chicago, The University of Chicago Press, 1982, s. 131.

Katlı kur uygulamalarına karşı çıkılmasının nedeni uygulamanın değişik şekiller almasıdır. Örneğin Fransa'da katlı kur uygulaması çok değişik idi. Değişik işlemler için değişik oranlar ve değişik üyeler için değişik oranlar uygulanıyordu. Birçok katlı kur uygulamasında ithalat için elverişsiz oranlar uygulamasına rağmen ihracat için elverişli (teşvik edici) kurlar uygulanıyordu (149).

Görüldüğü gibi katlı kur sisteminde, kur sayısının belli bir sınırı yoktur. Birkaç kurla yetinilebileceği gibi, sayı istenildiği kadar artırılabilir. Ancak, kur sayısı arttırıldıkça uygulamada güçlüklerin de artacağı söylenebilir. Katlı kur sistemi her zaman yukarıda gördüğümüz gibi açık bir şekilde uygulanmaz. Bunun örtülü uygulamaları da vardır. İhracata verilen çeşitli vergi ve fonlar, gerçekte örtülü katlı kur uygulamalarıdır. Örneğin, ihracatçının kazandığı döviz normal kurdan satın aldıktan sonra ona bir de vergi iadesi ödemek, aslında onun getirdiği dövize farklı bir kur uygulanması demektir (150).

### 3.24. Konvertibilite

İki para birimi arasındaki değişebilirlik, onların konvertibl olup olmamalarına bağlıdır. Hiçbir sınırlama olmadan diğer para birimleri ile değiştirilebilen paralara konvertibl dövizler diyoruz. Arz ve talep mekanizmasında büyük dengesizlikler olan ekonomilerde konvertibilite'den söz etmek yersiz olur. Böyle durumlarda hükümet arz ve talebi sıkı bir şekilde denetim altına almak ister (151).

---

(149) Kenneth W. Dunu: a.g.e., s. 132-133.

(150) Sadun Aren: a.g.e., s. 99.

(151) R. Hays-C. Korth-R.Raucher: a.g.e., s. 147.

Konvertibilite'ye geçmenin çeşitli faydaları bulunmaktadır. Bunların en önemlisi psikolojiktir. Parası konvertibl olmayan bir ülkenin ekonomisi yabancılara güven vermemekte ve ülke ilerlemiş ülkelerle bütünleşmemektedir. Konvertibiliteye geçmiş ülkeler iş adamları için güvenilir bir ülke durumundadır. Konvertibiliteye geçmenin diğer bir faydası malidir. Konvertibl paralar her ülkenin bankalarında ve Merkez Bankası'nda bulunmaktadır. Parası konvertibl olan bir ülkenin pratik olarak döviz sıkıntısı bulunmamaktadır. Örneğin, bu sene Türkiye'nin kırk misli dış ticaret açığı veren Amerika'nın parası konvertibl olduğu için hiçbir ithalat güçlüğü çekmemektedir. Bütün bu üstünlükleri nedeniyle her ülke parasını konvertibl haline getirmek istemektedir (152).

Ancak, konvertibilite'ye geçmek ve o sistem içerisinde kalmak oldukça güçtür. Yüksek enflasyon olan bir ülkede paranın konvertibl olması hiçbir yarar sağlamaz. Çünkü, değeri hızla düşen bir paraya, hiçbir ülke döviz gözüyle bakmaz ve elinde bulundurmamak istemez. Bu ise paranın hızla değer kaybetmesine ve fiilen konvertibl olmaktan çıkmasına neden olur. Bu tahlilden de Türk ekonomisinin en büyük sorununun enflasyon olduğunu anlıyoruz (153).

Günümüzde gelişmiş ve gelişmekte olan bütün ülkelerde ticaret savaşı kızışmış, her ülke daha az ithal edip daha çok ihraç etme çabası içine girmiştir. Bu aşamada Türkiye'nin konvertibilite'ye geçmesinin yararlı olmayacağı inancındayız. Çünkü, ithalat nedeniyle, maliyeti yüksek olan yerli üreticinin pazarını kaybetme ihtimali olduğu gibi, bu koşullarda ihracat yapması da oldukça zordur. Bazı yetkililerin belirttiği gibi 2 milyar döviz re-

(152) Ege Cansen: "Konvertibiliteye Doğru", Hürriyet Gazetesi, Yıl: 37, Sayı: 13201, (13 Ocak 1985), s. 5.

(153) A.g.e., s. 4.

zervi ve % 20 enflasyon hızı, konvertibiliteye geçiş için yeterli değil, bu, şartlardan yalnızca ikisini gösterir. Bize göre en önemli şart, ihracat artış hızının ithalat artış hızından yüksek olması ve konvertibiliteye geçtikten sonra da bu durumun devam etmesi için önlemler alınmasıdır. Konvertibiliteye geçiş koşullarını şu şekilde belirtebiliriz (154).

- İhracat artış hızı, ithalat artış hızının üzerinde olmalıdır.

- Üretim artışının sabit fiyatlarla hızı, yılda en az % 5 olması gerekmektedir.

- Üretim artışının ihracata dönük olması ve bu kesimde yoğunlaşması gerekmektedir.

- Enflasyon hızının % 20'yi aşmaması,

- Döviz rezervlerinin, istikrarı bozucu spekülasyonlara yol açmayacak şekilde tutulabilmesi halinde önümüzdeki birkaç yıl içerisinde konvertibilite konusu gündeme gelebilir.

Konvertibl para, ülkenin elinde o parayı tutanlara verecek mal ve hizmeti olması veya parası karşılığında diğer konvertibl paraları verebilmesi demektir. Ülke bunu yapamadığı takdirde parası değer kaybeder. Bugün Türkiye dışında ne kadar ₺ birikimi olduğu bilinmiyor, ₺ konvertibl olunca bu birikimde ortaya çıkacaktır. Bugün İngiltere'nin dahi Sterlin'in konvertibilitesini çok sıkı kayıtlarla sürdürdüğünü söyleyebiliriz. Bu kontrol şu anda Türkiye'de tutulan kayıtlardan daha sıkıdır (155).

(154) B. Balassa-G. Kazgan-K. Kurdaş: a.g.e., s. 47-51.

(155) A.g.e., s. 62.

#### 4. DIŞ KAYNAKLA FİNANSMAN ÇEŞİTLERİ VE RİSK ANALİZLERİ

##### 4.1. Türkiye'de Özel Kesimin Dış Borçlanması

Türkiye, son yıllarda yine özel kesimi, kısa vadeli özel dış borçlanmalar yoluyla finansman ihtiyacını gidermek amacını güdüyor. Bu görüşünü sürdüreceğini de Beşinci Beş Yıllık Plan'da, dış ödemeler hedeflerinden anlıyoruz. Plana göre en büyük dış kaynak girişini kısa vadeli borçlanmalar sağlayacaktır. Yılda 1.5 milyar dolara yakın net kısa vadeli dış borç girişi bekleniyor (156).

Savaş sonrası, uluslararası ticaret ve sermaye akımlarına yön vermek amacıyla kurulan Bretton Woods Sistemi'ne ve sonraki uygulamalara kısaca değinelim.

##### 4.11. Bretton Woods Sistemi

II. Dünya Savaşından sonra Avrupa ülkelerinin tek başlarına kalkınmaları çok uzun sürebilirdi. Bu da ekonomik ve politik bakımdan büyük mahzurlar doğurabilecekti. Avrupa ülkelerinin aynen 1. Dünya Savaşı sonrasında olduğu gibi, enflasyonlar, devalüasyonlar ve ithalat tehditleri döngüsü içine düşmeleri oldukça muhtemeldi. O halde prensip olarak 2. Dünya Savaşından sonra ekonomik alanda Avrupa ülkeleri arasında yakın bir işbirliği yapılması gerekmektedir (157). İşte bu doğrultuda, uluslararası ticari ilişkileri düzenlemek ve geliştirmek, düzenli kur ilişkilerini sürdürebilmek üzere 1944'de Bretton Woods'da yeni bir sistem geliştirilmiştir (158).

(156) Kenan Bulutoğlu: "Türkiye'de Özel Kesimin Dış Borçlanması-I", Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Yıl: 21, Sayı: 10 (Ekim-1984), s. 32.

(157) Mükerrerem Hiç: "Para Teorisi", İstanbul, Sermet Matbaası, 1982, Ar Yayın Dağıtım, s. 125.

(158) Gül Günver Turan: a.g.e., s. 161.

1 Temmuz 1944'de Uluslararası finans konferansı New Hampshire'deki Bretton Woods da toplandı. 22 Temmuz'da imzalanan anlaşmanın amaçlarını şu şekilde sıralayabiliriz (159).

- Daimi bir kurum olarak uluslararası para sorunlarında işbirliği ve bilgi alışverişini sağlamak,

- Uluslararası ticaretin dengeli büyümesini ve gelişmesini sağlamak, yüksek bir iş ve gelir seviyesini kurmak ve muhafaza etmek,

- Döviz kurlarında istikrarı sağlamak ve rekabete haiz döviz fiyat indirimlerinden kaçınmak,

- Üye ülkeler arasındaki para alışverişiyle ilgili uluslararası ödemeler sisteminin kurulmasını sağlamak ve dünya ticaretini engelleyen döviz kontrollerini kaldırmak,

- Fonun kaynaklarını yeterli tedbirlerle üyelere uygun hale getirmek ve üyelerin ulusal veya uluslararası refah düzeyini yok edici tedbirlere başvurmaksızın ödemeler dengesindeki sorunların çözümlenmesini sağlamak,

- Üyelerin ödemeler dengesi bozulması durumunda, dengesizliğin şiddetini azaltan veya süresini kısaltan tedbirler almak.

Fona üye olma karar maddelerinin imzalanması şartıyla her ülkeye açık tutulacaktı. Yirmi aylık süre içinde Bretton Woods konferansına katılan hemen hemen bütün üyeler anlaşma maddelerini imzaladı ve bu suretle uluslararası para fonu kurulmuş oldu. Burada önemli olan bu kararların neden alınmış olmasıdır. Araştırmalar sonucunda nedenlerin ülkelere göre değiştiği görülmüştür (160).

(159) Wilbur F. Monres: "International Monetary Reconstruction", London, Lexington Books, 1974, s. 23.

(160) A.g.e., s. 24.

Bretton Woods konferansına katılan ülkelerin büyük çoğunluğu geliştirmekte olan veya az gelişmiş ülkelerdi. Fona katılma nedenleri gelişmiş ülkelere farklıydı. O zamanlar ülkeler ekonomik gelişmesiyle ilgileniyorlardı. Bununla beraber gelişmenin nasıl olacağı veya başarılı bir ekonomik gelişmeyi sağlamak için nelerin gerekli olduğu hakkında bilgi sahibi değildiler. Fakat geliştirmekte olan ülkelere asıl ilgi fona değil bankaya ve bankanın üyesi olabilmek için fona katılmaya mecbur oldular. Bankanın amaçları ise anlaşma maddelerinde belirttiği gibi şunlardı (161).

Üye ülkelerin gelişmesini ve kalkınmasını sağlamak, borçlanmalar yoluyla özel yabancı sermayeyi teşvik etmek, sermayesinden üretim araçları için finans kredisi veya fonlar sağlamak.

Geliştirmekte olan ülkeler ve gelişmemiş ülkeler bankadan büyük miktarlarda para geleceğini düşündüler. Bu para onların ekonomik gelişmesinde yararlı olacak ve destekleyecekti. Amaçları olan dünya çapında ortaklık nedeniyle ABD ve İngiltere, az gelişmiş ülkelere açıkça fona üye olmalarını istediler (162).

Bretton Woods sistemi, ülkelerin paralarını dış değerlerinin hükümetçe belirlenip sabit tutulması ilkesini koymuştu. Ekonomisi açık veren ülke IMF'den onay alarak parasının değerini düşürebilirdi. Sistemin temelinde, ülkelerin paralarının dış değerlerinin sabit tutulması, açıkların ancak borçlanma yolu ile kapatılamaz boyutlara ulaşınca toplam şok tedavisi ile (devalüasyon artı kemer sıkma politikası) kapatılması yöntemi yatıyordu. Değeri sabit paralar içinde en sabit değerli olanı, sistemin te-

(161) Wilbur F. Monres: A.g.e., s. 25.

(162) A.g.e., s. 26.

melini oluşturan dolardı. Doların değeri 1/35 ons altın (1 ons altın 35 dolar) olarak saptanmıştı. Doların değeri sabit kaldığı ve açıkların boyutları dış yardımlarla ve uluslararası resmi kuruluşların ödünçleri ile kapatılamaz hale geldiği sürece sistem işledi (163).

Bu dönemde Türkiye, "Türk Parası Kıymetini Koruma Kanunu" ile, şartlandırılmış bürokratların da etkisiyle TL'nin değerini hep yüksek tuttu. İç talebi daraltma yerine, zaman zaman enflasyoncu politikalarla kabarttı. Dünya ticaretinin ortalama yılda % 5 büyüdüğü dönemde (1950-1970) Türkiye dünya pazarlarına hiç giremedi. İhracatı iç talebin rağbet etmediği, üretilmesinden de vazgeçilemeyen doğal üstünlüğe sahip olduğumuz, tütün, fındık, kuru meyvalar gibi birkaç kalem üründen ibaret kaldı. Ticaret açıklarını 1950'lerde askeri ittifakları sayesinde aldığı yardımlar, 1960'ların başında uluslararası kuruluşlardan sağladığı kalkınma kredileri ile kapatmaya çalışıyordu. 1970'lerin başında ise ithalat artışlarını bir süre işçi dövizleriyle karşılamaya çalıştı (164).

Dışa açılan ekonomiler için büyük kazançlar sağlayan Bretton Woods sistemi, doların sarsılıp Amerika'nın altın karşılığının erimesi üzerine yıkıldı. Dolar rezervlerini altına çevirmek isteyen Merkez Bankalarının ağır baskıları sonucunda bunalan Amerikan hükümeti, 15 Ağustos 1971'de doların altına çevirebilirliğini kaldırdı. Bundan sonraki birkaç yıl Amerika altınsız bir sabit kur sistemi uygulamaya çalıştı. Doların değeri 1/38 ons altın (1 ons altın = 38 dolar) olarak belirlenir, ama bunun pratik bir anlamı yoktur. Çünkü dolar altına çevrilemez. Bu değerler üzerinden de dolara karşı güven bir türlü kurulamaz. Paraları güçlenen Almanya, İsviçre, Japonya gibi ülkeler para-

(163) Kenan Bulutoğlu: a.g.e., (Ekim-1984), s. 32.

(164) A.g.e., s. 32.

larının değerini arz ve talebin belirlemesine (dalgalanmaya) bırakırlar. Resmi değerden dolar alımını durdururlar. Artık ülkenin paralarının değerlerini arz ve talebe göre günlük olarak belirlenmesi olan esnek kur sistemi başlar (165).

#### 4.12. Esnek Kur Sistemi

Esnek kur sistemi, genellikle aralarında bir ayırım yapılmaksızın aynı anlamda kullanılan esnek (flexible), dalgalanan (fluctuating) ve yüzen (floating) kur deyimleri, döviz kurunun, döviz piyasalarında arz ve talep koşullarına göre günlük olarak belirlenmesi anlamını taşır (166). Dış ödemelerin ayarlanması sorununa eğilenlerin bir kısmı, sorunun kambiyo kurlarının hiçbir sınırlamaya tabi olmaksızın serbestçe dalgalanmasıyla çözümleneceğini önermektedirler. Bunlara göre, kurların, döviz piyasasındaki arz ve talep şartlarına bağlı belirlenmesiyle, dış ödemelerdeki dengesizlikler ve karşılaşılan likidite sorunu çözülmüş olacaktır (167).

Esnek kur sistemi sayesinde kambiyo kontrollerine gerek olmaksızın ve ülke içi istikrarı bozabilecek önlemler alınmaksızın, dış ödemelerdeki dengesizliklerin ayarlanacağı ifade edilmiştir. Dış ödemelerinde açıkla karşılaşan bir ülkenin parasının döviz piyasasındaki değeri düşeceğinden, ithal mallarının fiyatı yükselecek, dış talebin artmasıyla da açık telafi edilecektir. Dış ödemelerdeki fazlalar da, sistemin bu sefer tersine işlemesiyle yine ayarlanacaktır (168).

(165) Kenan Bulutoğlu: a.g.e., s. 33.

(166) Sema Kalaycıoğlu: a.g.e., s. 16.

(167) Gül Günver Turan: a.g.e., s. 207.

(168) A.g.e., s. 207.

Türkiye'de 1 Mayıs 1981 tarihinden itibaren Resmi Gazete'de yayınlanan kararname uyarınca, Türk Parasının değeri günlük olarak belirlenmeye başlamıştır. Merkez Bankası'nca günlük olarak belirlenen kur ayarlamalarından iki yarar umulmaktadır. Bunlardan birincisi, cari işlemler dengesini olduğu düzeyde tutacak veya azaltacak kur olarak tanımlayabileceğimiz denge kurundan sapmaları ortadan kaldırmak, diğeri ise yine çapraz kur farklılıklarının döviz girişleri üzerindeki olumsuz etkisini gidermek ve döviz giriş ve çıkışlarındaki spekülasyon gecikmeleri engellemektir. Eldeki döviz rezerv miktar ve bileşiminde ortaya çıkan değişim, karaborsa kurlarında ortaya çıkan yükselme veya düşme, rezerv bileşiminde yer alan yabancı para birimlerinin dış piyasadaki değerinde ortaya çıkan para birimlerinin dış piyasadaki değerinde ortaya çıkan değişimler, iç piyasa ve dış piyasa enflasyon oranları ile ileriye dönük ve kur fiyat artışı beklentileri, günlük kur ayarlamalarında göz önünde tutulan unsurlardır (169).

#### 4.13. Petrol Şokundan Sonra Özel Kesimin Dış Borçlanması ve DÇM

Gelişmekte olan ülkelerde, 1960'ların sonlarına doğru ülkelerin finanslanmasında bir değişim olmaya başladı. Ancak birçok bakımdan 1973 ayrı bir dönüm noktası olmuştu. Bu yıl içinde belli başlı petrol üreticisi ülkeler ihracatlarında azalışın gerçek bedelini gördükten sonra, petrol fiyatlarını yükseltme yolunu seçtiler. Bu fiyat düzenlemesi ani ve beklenmedik bir şekilde oldu. 1973-74 yılları arasında petrol fiyatları yüzde 400 artış gösterdi (170). Ham petrol fiyatlarının dört kat birden artması,

(169) Sema Kalaycıoğlu: a.g.e., s. 124.

(170) Alexander Fleming: "Private Capital Flows to Developing Countries and their Determination: Historical Perspectives, Recent Experience and Future Prospects". Washington, World Bank Staff Working Paper No: 484, 1981, s. 3.

dünyayı saran büyük şokun, bir uluslararası ödemeler krizi yaratmaması dikkate değer. Bunun nedenini esnek döviz kurları düzenine bağlayabiliriz. Yine de bu sistemin tek başına dünyanın karşılaşmakta olduğu büyük transfer sorunlarını çözebileceği sonucunu çıkarmak yanlış olur (171).

Fiyat artışı petrol üreticisi ülkelerin cari hesaplarındaki fazlalıklarını bir hayli yükseltti. Bu da sanayileşmiş ve petrol ithal eden ülkelerin açıklarında paralel bir artışa (veya fazlalıklarında düşüşe) neden oldu (172).

Petrol ihraç eden ülkeler kazançlarının önemli kısmını harcamadıklarından onları petrol ithal eden ülkelere kullandırmaktan başka seçenekleri yoktu. Bu nedenle bütün petrol ithal eden ülkelerin ödemeler bilançosu teknik olarak dengede olacaktır (173).

1979'da petrol fiyatlarını yeniden düzenlemek için adımlar atılmaya başlandı, sonuç olarak fiyatlar 1970-80 dönemi boyunca iki katına çıktı. II. petrol şoku, birincisinden daha yüksek enflasyon ve faiz oranlarına, işsizliğin artmasına, iktisadi durgunluğa ve daha fazla atıl kapasiteye neden oldu. Sanayileşmiş ülkelerdeki aktivitelelerin düşüşü OİDC (oil-importing developing countries) ülkelerin ihracatını ters yönde etkiledi. Bununla beraber birçok bakımdan II. petrol şoku onu emmeye hazır bir dünya ekonomisinin üstüne geldi. Çünkü daha önceki altı yıl boyunca hükümetler bu tür bir petrol fiyatlarıyla başa çıkmak için deneyimler kazanmışlardı. Bu süreç uluslararası bankacıların da işine yaradı. 1974'den bu yana uluslararası bankacılık faaliyeti yaklaşık 2.5 kat büyüdü (174).

(171) George N. Halm: a.g.e., s. 107.

(172) Alexander Fleming: a.g.e., s. 3.

(173) George N. Halm: a.g.e., s. 107.

(174) Alexander Fleming: a.g.e., s. 5.

Bununla beraber ikinci petrol şokuyla bağıntılı birtakım endişe verici durumlar söz konusudur. Ödemeler dengesi sorunları daha uzun süre varolabilir. Çünkü CSOEC (Capital Surplus oil-exporting countries) ülkelerinin ithalat kapasitesi 1973-74 şokunda olduğundan daha düşüktür. OİDC ülkelerine verilmesi gerek borçlar daha artmıştır (175).

Türkiye ekonomisinin geçmişine baktığımızda, ekonomik istikrarın belirli dönemlerde bozulduğunu görüyoruz. Özellikle 1954-58, 1968-70, yılları ve son olarak da 1974 yılından itibaren başlayıp 1977 ile 1980 yılları arasında yaşanan ekonomik krizler başlıca örnekler olarak verilebilir. Ekonomik istikrarın bozulmasına bazı konjonktürel dalgalanmaların sebep olduğu söylenebilir. 1974 yılından itibaren ortaya çıkan petrol şoku ile dünyadaki ekonomik krizin ülkemize birçok etkileri olmuştur. Ancak, böyle bir kriz olmasaydı dahi ekonomimizin yine darboğazlarla karşılaşacağını söyleyebiliriz. Bu darboğazın nedeni ödemeler dengesi sorunlarından kaynaklanmaktadır. Bunun Türk ekonomisinin yapısından kaynaklandığını ve bu yapı değiştirilmediği sürece devam edecek bir hastalık olduğunu düşünebiliriz (176).

1975'de Merkez Bankası petrol faturasından ötürü şişen ithalatı karşılamak için döviz birikimini hızla eritmekteydi, bu yüzden piyasadan para çekiyordu, ama emisyonu hızlandırarak bir süre sonra para çekilişini telafi etmeye başladı. İç piyasadaki likidite darlığı işadamlarını dışarıda DÇM aramaya zorluyordu. Kararname DÇM'lere LIBOR (Londra bankalararası faizi) dan 1.75 puan fazla faiz ödenmesine izin veriyordu. Ancak Türkiye'nin dış ticaret açıklarının hızla artması ve Merkez Bankası

(175) Alexander Fleming: a.g.e., s. 6.

(176) Kaya Erdem: "Kilit Mesele Enflasyonu Düşürmek ve Ödemeler Dengesini Sağlamaktır", Rapor Gazetesi, (17 Ocak 1985), s. 3.

rezervlerinin erimesi DÇM'lere verilen hazine garantisinin değerini süratle aşındırıyordu. DÇM arayanların resmi olmayan kanaldan verdikleri komisyon da yükseliyordu. Türkiye'de banka ödücünün faizi % 20'den fazla idi, oysa DÇM faizi LIBOR artı 1.75 puan olarak % 10'un altında kalıyordu. Böylece 24 ay gibi kısa bir sürede, İsviçre Frangı ve DM olarak Cumhuriyet tarihinin hiçbir döneminde bu kadar kısa bir zamanda bu kadar büyük dış borç almayı Hazine bile başaramamıştı. Türkiye bugün hâlâ o dönemin faturasını ödemeye devam ediyor (177).

Bu kaynaktan bulma güçlükleri başlayınca da mal mukabili ithalat (bu iki aylık bir krediydi, fakat transfer daha da gecikiyordu) ve banker kredisi (altı aylık) gibi daha kısa vadeli krediler kullandı. Bu kısa vadeli borçların önemli bir kısmı 1977'den başlayarak vadesinde ödene-  
mez duruma gelmişti. Transfer için bekleyen ödemeler artıyor, süreler uzuyordu. Türkiye 1978'de borç erteleme görüşmelerine giriştiğinde, borçları mal ve hizmet ihracından elde ettiği dövizlerin dörtbuçuk katına çıkmıştı, borçların yarıdan fazlası kısa vadeli idi. Vadesi 1978'de gelen borçlar tüm ihracatın birbuçuk katı idi (3.5 milyar dolar) (178).

1978 başında iktidara gelen hükümet, hemen borç erteleme görüşmelerine girişti. Ne yazık ki 1979'da hükümet birinci petrol şokunun faturası olan kısa vadeli borçları ertelemeye çalışırken, dünya ekonomisi daha da ciddi ikinci petrol şoku ile karşılaştı. 24 Ocak 1980 istikrar programından sonra, IMF kısmen eski ödünçlerin yerine geçmek üzere 1.6 milyar dolar tutarında kredi açtı. OECD üyesi ülkeler 1981 ve 1982'de tekrar daha uzun vadeli krediler açıyordu. Böylece kısa vadeli borçların ertelenmesi ve yeni borçları OECD üyelerinden, IMF ve Dünya Bankası'ndan

(177) Kenan Bulutoğlu: a.g.e., (Ekim-1984), s.36.

(178) A.g.e., s. 36.

veya bankalardan daha uzun vade ile alınması sonucu, Türkiye'nin dış borçlarının miktarı artmakla beraber vade yapısı düzeliyor, kısa vadeli borçların payı 1977 sonunda % 58 iken 1982'de % 13'e düşüyordu (179).

#### 4.2. Döviz Kredileri ve Risk Faktörü

Kredi riskinin vade uzadıkça arttığını söyleyebiliriz. Bu nedenle orta ve uzun vadeli kredilerde riskin, kısa vadeli kredilerden daha yüksek olduğunu belirtebiliriz. Kredide borcun nominal tutarı ile geri alınması beklenen tutar arasındaki farka risk denir (180).

Döviz kredilerindeki risk ise, kredinin alındığı ve geri ödeneceği zaman içerisinde meydana gelebilecek kur değişikliklerinden oluşur (181). Bu nedenle, analizlerimizde kredinin alındığı ve geri ödeme süresi içinde geçecek zamanda firmalar açısından risk faktörünü incelemeye özen göstereceğiz.

#### 4.21. Prefinansman Kredileri

Prefinansman kredisi, geldiği gündeki döviz kuru üzerinden Türk Lirası'na çevrilmekte, ihracatın fiilen gerçekleştiği gün geçerli olan döviz kuruna göre lehe veya aleyhe doğan Türk Lirası cinsinden kur farkları herhangi bir işleme tabi tutulmamaktadır. Böyle olunca ihracat istisnası hangi tarihteki tutara göre hesaplanacaktır. Örneğin, yurt dışından yüzbin dolar prefinansman kredisi sağlanmış olsun. Kredinin sağlandığı tarihteki döviz kuru

(179) Kenan Bulutoğlu: a.g.e., (Kasım-1984), . 33-34.

(180) Hüsnü Kızılyallı: "Dünyada ve Türkiye'de Orta Vadeli Krediler", İstanbul, Divan Matbaacılık Tesisleri, 1978, s. 79.

(181) Murray E. Polakoff-Thomas A. Durkin and others: "Financial Institutions and Markets", New Jersey, Houghton Mifflin Co. 1981, s. 373.

450 ₺ olsun. İhracatın fiilen gerçekleştiği tarihte ise 500 ₺ olduğunu varsayalım. İstisna oranına baz olan ihracat tutarı,

$$100 \text{ bin} \times 450 = 45 \text{ milyon } ₺ \text{ mi? yoksa}$$

$$100 \text{ bin} \times 500 = 50 \text{ milyon } ₺ \text{ midir?}$$

İstisna ihracata tanınmıştır. Yani ihracatın fiilen gerçekleşmesi öngörülmüştür. Ayrıca mal bedelinin avans olarak daha önce tahsil edilmiş bulunması, ihracatın yapılmasını garantilemez. Diğer bir ifadeyle ihracat yapılınca kadar, ithalatçı alıcılığını koruyacaktır (182).

Diğer taraftan, perifinansman kredisi ile kredili ihracatı birbirine karıştırmamak gerekir. Kredili ihracatta mal bedeli ihracatın fiilen yapılmasından bir süre sonra tahsil edilmektedir. Bu durumda kur farklarının istisnadan yararlanıp yararlanmayacağı sorun ortaya çıkar. Bu tartışma konusudur. Prefinansman kredili ihracatta istisnaya tabi ihracat tutarı, fiili ihracatın gerçekleştiği tarihte geçerli kura göre hesaplanmalıdır, görüşünderiz. Örneğimize göre ihracat tutarı 45 milyon ₺'den değil de 50 milyon ₺'den işlem görmelidir. Yani 50 milyon ₺ üzerinden istisna oranına göre hesaplanan tutarın kurumlar vergisi matrahına ulaşmasında indirim olarak kabul edilmesi mümkündür (183).

25 Ocak 1980 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan 25 sayılı kararın 12. maddesinde özel bir hükme yer vermiştir. Hükümün içeriği şu şekildedir, "prefinansman yolu ile gelen dövizler, kesin döviz alış işlemi yapılmaksızın ihracatçıya ödenir". Böyle olunca da eski ve yeni kur ara-

(182) Şahin Uçar: a.g.e., s. 5.

(183) A.g.e., s. 5.

sındaki farkın kime ait olacağı konusunda herhangi bir kuşku kalmamış, ilgili ihracatçıya verileceği kesinlikle ortaya konmuştur. Diğer taraftan, taahhüdün gerçekleşmemesi halinde de, yeni ve eski kur arasındaki farkın yine, eğer daha önce ödenmişse ilgili firmaca (çünkü yeni kur üzerinden farkı alınmıştır), ödenmemişse TC Merkez Bankasınınca özel hesaptan karşılanacağı kuşkusuzdur. Maddedeki hükme göre "ihracatın gerçekleşmesi sonunda, cari kur üzerinden yapılacak kesin döviz alışında bu meblağ mahsup edilecektir". Bu da gösteriyorki, fark kur, kesin kapatma tarihine kadar ödenmeyecektir (184).

Eğer bu dövizler karşılığı Türk liralari banka kaynaklarından ödenecekse, bu yeni bir kredi işlemidir. Bankalar kanunu ve ödünç para verme işleri kanunu hükümlerine uygun olarak belirli sınırlar içinde ve faiz komisyon, banka ve sigorta muameleleri vergisi uygulaması gerekir. Eğer bu dövizler Merkez Bankasına intikal ettirilecekse, bu durumda aracı bankanın devrede olmasının hiçbir amacı kalmamıştır. Ancak burada bir noktayı belirtmekte yarar vardır. 130/2 sayılı tebliğ, 130 sayılı tebliğden farklı olarak faiz uygulamasının sadece prefinansman açısından düşünülemeyeceğini vurgulamış, buna karşın, etkili bankalarda dolaylı ve dolaysız ödenemez hükmünü kaldırmıştır. Bunun anlamı şudur. Prefinansman dövizlere (yabancı ithalatçılara) herhangi bir faiz verilmeyecektir. Ancak Türkiye'deki banka işletmeciliği açısından ayrı bir kredi uygulaması söz konusu olabilecek ve bu krediye faiz tahakkuk edebilecektir. Tam aksine sabit ve düşük maliyetle kararlı bir ihracat programı oluşturma esas hedeftir. Oysa yurt içi kredi yöntemlerinin uygulanması halinde büyük bir mali yük söz konusudur (185).

(184) Faik Y. Başbuğ-Mustafa Koç: a.g.e., s. 118-119.

(185) A.g.e., s. 120-121.

Örneğin, A bankası üzerinden getirilecek olan bir prefinansman için yasal oran olan libor artı 1.25 faiz yanında, ayrıca % 5 komisyon ödemesi gerekmektedir. Bu ödeme, döviz şeklinde ya da Türk lirası olarak kararlaştırıldıysa, bu kez kur konusu ortaya çıkmaktadır. Çünkü, Türk lirası olarak ödeme de olsa sonuçta bu paralar dövize dönüşecek ve dışarıya transferi gerekecektir. Doğal olarak bu transfer işlemi hiçbir zaman cari yasal kur üzerinden olmamakta, çok yaygın bir ifadeyle karaborsa kur üzerinden yapılmaktadır. Böylece bir yandan peşin oluşu bir yandan da piyasa fiyatlarının söz konusu olması nedeniyle çok yüksek bir maliyet kalemi ek olarak devreye girmektedir. Oysa, B bankası için % 7.5, C bankası için % 12.5 gibi çok yüksek komisyonlar söz konusudur. Ayrıca bu oranlar bir yıllık bir dönemi de kapsamaktadır. En çok altı aylık bir süre için uygulanmaktadır. Vadeleri geldiğinde, transfer tıkanıklıkları söz konusuysa süre uzatımı içinde yeniden ödeme gerekmektedir. Sonuç şu şekilde olmaktadır. Önce dövizler için ödenmesi gereken yasal faiz, daha sonra ek olarak komisyon ve en önemlisi döviz kurlarındaki artış, büyük bir maliyet artışına neden olmaktadır. Ama bütün bunlara rağmen yararlı bir yöntemdir (186).

Bu kredinin ilk aşaması iki banka arasında cereyan etmektedir. Yabancı bankadan, döviz olarak belli bir kredi hattı temin eden Türk bankası, kredilendirdiği müşterisine Türk lirası cinsinden ödeme yapar. Burada faiz oranı LIBOR (London Interbank Offered Rate) a ilave olarak % 1.25 SPREAD diye adlandırılan bir ek faiz ve sair komisyonlar verir. Burada süreler de faiz oranlarını etkiler. Türk bankalarının aldığı masraf ve komisyonlarla birlikte bu tip bir dış kredi, Türk lirası kredilere nazaran yine de önemli maliyet avantajlarına sahiptir (187)

(186) Faik Y. Başbuğ: "Çağın Kördüğümü Bankacılık", Dünya Gazetesi, Sayı: 10567-747, (22 Şubat 1985), s. 5.

(187) Doğan Çınar: "Neden Dış Kredi", Hürriyet Gazetesi, Yıl: 37, Sayı: 13306, (24 Nisan) 1985), s.10.

Örnek olarak, bir Türk lirası ticari kredinin yıllık faizi ile, dolar cinsinden getirilen bir prefinansmanın aynı dönem içindeki faizlerini karşılaştıralım (188).

Türk Lirası Ticari Kredi

Faiz	% 63
Fon	% 4.725 (Faizin % 7.5'i)
Banka ve Sigorta Muamele V.	<u>% 1.890</u> (Faizin % 3'ü)
TOPLAM	% 69.615

Dolar Cinsinden Prefinansman

Faiz (LIBOR-Dolar)	% 10 (Piyasa şartlarına göre dalgalanmalar gösterebilir)
SPREAD	% 1.25
Teminat mektubu komisyonu	<u>% 4.50</u>
TOPLAM	% 15.75

Görüldüğü gibi Türk lirası kredinin faizi % 70'e gelmesine rağmen, dolar cinsinden bir prefinansmanda bu faiz % 16'da kalmaktadır. Prefinansmanın İsviçre Frankı olarak temininde LIBOR yüzde 5, DM olarak gelmesi halinde ise yüzde 6 olmaktadır (189). Bu oranlara kur farkları eklense dahi Türk lirası kredilerin maliyetinin daha yüksek olduğu açıkça görülmektedir.

Prefinansman kredisi alan firmalar, bu krediyi yapacakları ihracatla karşılımları halinde yukarıda belirtilen tüm faiz avantajlarından yararlanmış olacaktır. Ancak, ihracatın kısmen veya tamamen gerçekleşmemesi halinde, gerçekleştirilemeyen kısım kur farklarıyla bir-

(188) Doğan Çınar: A.g.m., s. 10.

(189) A.g.m., s. 10.

likte aracı Türk bankasına ödenmesi zorunludur. Bu taktirde, faiz avantajının tamamı ya da bir kısmı, ödenecek kur farkları oranında kaybolmaktadır (190).

Bir ihracat firmasının sağladığı prefinansman kredisi ile karşılaşabileceği döviz riskini, bir örnekle açıklamaya çalışalım.

Bu firmanın bir Amerikan ithalat firmasından 1.1.1985 tarihinde 10.000.- dolarlık bir prefinansman kredisi sağladığını kabul edelim. Bu tarihte doların 500 ₺ olduğunu varsayalım. İhracatçı bu taktirde  $10.000 \times 500 = 5.000.000.-$  ₺ kredi sağlamış olacaktır. Şayet ihracat gerçekleşirse ödeyeceği faiz (yıllık):

$$10.000 \times 15.75 \times 12/1200 = 1.575.- \text{ dolardır.}$$

Dolar yüzde 50 değer kazanmışsa ödeyeceği faiz ₺ olarak  $1.575 \times 750 = 1.181.250.-$  ;₺ dir. Bu faizi yıl başında sağladığı 5.000.000.- ₺ prefinansman kredisi karşılığı ödediği için ₺ olarak yıllık faizi  $1.181.250 \times 100/5.000.000.- = \% 23.625$  olmaktadır. Bu rakamın şimdiki faiz oranlarının çok altında olduğunu görüyoruz.

İhracat taahhüdünün gerçekleşmediğini varsayalım. Bu durumda ihracat firması kur farklarıyla birlikte prefinansman kredisini geri ödemek zorundadır. Ödeyeceği meblağ şu şekilde olmaktadır. 10.000.- dolar sağladığı kredi ve yüzde 15.75 faizi 1575.- dolardır. Toplam 11.575.- dolar olmaktadır. Bunun ₺ karşılığı  $11.575 \times 750 = 8.681.250.-$  ₺ olmaktadır. Yılbaşında sağladığı 5.000.000.- ₺ lik krediye karşın 3.681.250.- ₺ faiz ve kur farkı ödemek zorunda kalmıştır. Bunun ise yıllık faiz olarak ifadesi  $3.681.250 \times 100/5.000.000 = \% 73.625$  olmaktadır. Bu durumda ise kredi maliyetinin Türk lirası ticari kredilerden

daha yüksek olduğunu görmekteyiz. Bu durumu şu şekilde açıklayabiliriz.

Sağlanan 10.000 dolarlık krediye isabet eden kur farkı  $10.000 \times 250 = 2.500.000.-$  ₺ olmaktadır. Ödenecek 1575 dolarlık faiz tutarına isabet eden kur farkı ise  $1.575 \times 250 = 393.750.-$  ₺ olmaktadır. Kur farkları harici sağlanan kredi  $10.000 \times 500 = 5.000.000.-$  ₺ ve faiz ise,

$$1.575 \times 500 = 787.500.- \text{ ₺}$$

olmaktadır. Bu rakamların toplamı  $(2.500.000 + 393.750 + 5.000.000 + 787.500) = 8.681.250.-$  ₺ olan ve ihracat taahhüdünün gerçekleşmemesi durumunda ödenecek olan tutardır.

İhracat taahhüdünün yarısının gerçekleşmiş olduğunu varsayalım. Bu durumda, ihracatçının durumu ve karşılaşacağı döviz riski şu şekilde olmaktadır.

Sağlamış olduğu 10.000 dolarlık kredinin 5.000.- dolarını geri ödemek zorundadır. Bunun ₺ karşılığı  $(5000 \times 750) 3.750.000.-$  ₺ olmaktadır. Bu durumda yıl sonunda toplam nakit çıkışı (anapara artı faiz)  $3.750.000 + 1.181.250 = 4.931.250.-$  ₺ olmaktadır. Görüldüğü gibi bu rakamın büyük kısmı ihracatın gerçekleştirilemeyen kısmına  $(3.750.000.-$  ₺) aittir. Bu rakama isabet eden kur farkı ise  $(5.000 \times 250) = 1.250.000.-$  ₺ olmaktadır. İhracatın yarıya yakın kısmı gerçekleşmemesi durumunda ihracatçının yılbaşında sağlamış olduğu 5.000.000.- ₺ prefinansman kredisinin tamamı kaybolmuş oluyor. Şayet ihracat gerçekleşirse, prefinansman kredileri açık hesap şeklinde takip edildiği ve kur farkları ihracatçıya ait olduğu için ihracatçının ihracat taahhüdünü yerine getirmesi firma kârı açısından büyük önem taşımakta ve döviz riskinden korunduğu gibi kur farklarından doğacak gelirden kendisine ait olmaktadır.

Merkez Bankası reeskontlarının kısılmasından sonra 1984 başından bu yana yoğun bir şekilde prefinansman kredisi kullanımına yönelen ihracatçılar bu kez doların oyununa gelmişlerdir. Prefinansman kredilerinde doların yükseleceği beklentisinden hareketle yoğun bir şekilde İsviçre Frangı ve Mark ağırlıklı borçlanan ihracatçılar dolar gerilemeye başlayınca ummadıkları yeni bir finansman maliyetiyle karşı karşıya kaldılar. Doların yükselme ivmesi içinde bulunduğu günlerde SF ve DM ağırlıklı borçlanmalar yapıp ihracatlarını da dolar üzerinden gerçekleştiren ihracatçı kuruluşlar bugüne değin yüzde 30-40 yıllık maliyetle prefinansman kredisi kullanabilirken, son üç aylık bazdan hareketle prefinansman kredisinin maliyeti ortaya çıkan kambiyo zararlarının yükselmesi ile birlikte yıllık yüzde 70'e yaklaşabilecek (191).

#### 4.22. Özel Dış Krediler

1950-55 yılları arasında temeli atılan özel dış kredilerin 1971 yılının sonuna doğru uygulama alanının genişlediğini görüyoruz. Bununla beraber sistemin dış kaynakla ağırlık kazanan döviz kredileri uygulamasına dahil olması son yıllarda olmuştur. Sistemin esası şudur. Çeşitli uluslararası kuruluşlardan aynı ya da nakdî kredi sağlayarak bunu belirli vadelerle ulusal ekonomiye katmaktır. Aynı şekilde olduğu zaman, yabancı yatırım mallarının direkt bir şekilde yurt içi yatırım bölgelerine kanalize edilmesi anlamına gelir (192).

Özel dış krediler, özel ve kamu sektörünün kambiyo mevzuatı içinde yurt dışından sağladıkları krediler olup, bu kredilerin ekonomiye yararlı bir borçlanma türü olduğunu söyleyebiliriz. Döviz veya mal olarak yurda getirtilen-

(191) Hakan Feyyat: "Prefinansman Kredilerinin Maliyeti Yüzde 70'e Yaklaştı", Dünya Gazetesi, Sayı: 10567-1299 (23.5.1985), s. 1.

(192) Faik Y. Başbuğ: a.g.e., s. 146.

bilen, özel dış kredilerde vade en az iki yıl olarak saptanmıştır. İki yıldan daha az vadeli özel dış kredi getirme olanağı bulunmadığından bu tür borçlanmalarda tutarlı bir ödeme planı oluşturma olanağı yaratılmıştır. Yine özel dış krediler ancak kalkınma planında saptanan ve özendirilmesi öngörülen sektörler için getirilebilmektedir. İlgili kararda kalkınma planları çerçevesinde özel dış kredilerin kullanılacak özel dış kredi tutarının yıllık programlarda belirtileceği yer almaktadır. Önemli bir özellik olarak, yurt dışından sağlanacak özel dış krediler için Maliye ve Gümrük Bakanlığı'ndan önceden izin alınması koşulu getirilerek, bu tür krediler üzerinde niceliksel ve niteliksel bir denetim olanağı da yaratılmıştır (193).

Nakdî veya aynı özel dış krediyi veren yabancı kuruluşlar, bu kredilerin bir Türk Bankası tarafından garanti edilmesini istemekte ve bu şartla krediyi açmayı kabul etmektedirler. Nakdî özel dış kredi, nakdî döviz kredisi olup yurt dışından satın alınan yatırım mallarının bedellerinin ödenmesinde kullanılır. Maliye Bakanlığı, nakdî özel dış kredilerin küçük bir kısmının yurt içinde Türk Lirası olarak kullanılmasına da izin verebilir. Aynı özel dış kredi ise, yurt dışından ithal edilen makine ve teçhizat gibi yatırım mallarının bedelinden oluşur, ya da doğrudan doğruya imalatçı firmaya, ya da imalatçı firmanın bankasına borçlanılır (194).

Özel dış kredilere, enflasyonist ortama rağmen genellikle kur garantisi verilmez. Bu da yatırımcılar için ağır bir yük teşkil eder. İster nakdî, ister aynı olsun özel dış krediler 5-7 yıl gibi orta ve uzun vadeli ve en az iki yıl ana para ödemesiz sürenin sonunda başlamak üze-

(193) Tuncay Artun: a.g.e., s. 208-209.

(194) Murtaza Kölemezli: "Banka Kredileri", İzmir, Karınca Matbaası, 1983, 2. Baskı, s. 56.

re genellikle yıllık veya altışar aylık eşit taksitlerle geri ödenir. Ana para taksitleri ve faizleri döviz olarak yurt dışına transfer edilir. Bu duruma göre bir özel dış krediye bankalar tarafından garanti verilmesi söz konusu olduğunda vadesi, faiz oranı, ödenecek vergiler, ödemesiz süre, taksit zamanları ve ana para miktarı dikkate alınarak Türk lirası üzerinden hesaplanan baliği kadar nakdî veya özel dış kredi garantisi tahsis edilir (195).

Yurt dışından alınan nakdî ve aynî dış kredilere özel dış kredi denilmesinin sebebi, kamu kuruluşları, tarafından alınan dış kredilerden ayırt edilmelerini sağlamaktır (196).

Aynî dış kredi şeklinde gelen mallar, genellikle modası geçmiş ve kendi ülkesinde üretim süreci içinde kalmayacak mallardır. Bu nedenle gittikleri ülke ulusal hasılasına kısa devrede yarar sağlıyor gibi görünürlerse de, top yekün ulusal kalkınma stratejisi içinde bir anlam taşımamaktadırlar. İkinci bir yön ise, bu tür krediler dışa bağımlılığı daha da arttırmakta, daha çok mal ve hizmet alımı zorunluluğu doğurmaktadırlar. Türkiye'de özel dış kredili girişimlerin tarihine bakılırsa ve bugünkü yapının analizi yapılırsa, kalkınma plan ve programları çerçevesinde katedildiği görünen yolun sonunda, dışa bağımlılığın arttığı, payı az da olsa ödemeler dengesi açığının büyümesine neden olmuştur (197).

#### 4.23. Kabul Kredileri

Genellikle dış ticarete kullanılan Kabul Kredilerinden iç ticarete de yararlanılabilir. Kabul kredilerinin oluşumu şu şekildedir (198). İthalatçı satın aldığı

(195) Murtaza Kölemezli: a.g.e., s. 56.

(196) A.g.e., s. 56.

(197) Faik Y. Başbuğ-Mustafa Koç: a.g.e., s. 126.

(198) Öztin Akgüç: a.g.e. (1979), s. 531.

malın bedelini belirli bir vade sonunda ödemek ister, ihracatçı da bu malların bedeli üzerinden tanzim edeceği poliçelerin ancak bir banka tarafından kabulünün sağlanması şartı ile vadeli satışı uygun görürse, ithalatçı kendi bankasına müracaatla satıcının keşide edeceği poliçeleri kabul etmesini isteyebilir. Banka bu isteği kabul ettiği takdirde bir "Kabul Kredisi" açmış olmaktadır. İhracatçı poliçeleri müşteri üzerine değil, ithalatçının bankası üzerine keşide edecektir. İhracatçı, keşide edeceği poliçenin alıcının bankası tarafından verilecek talimat uyarınca kendi bulunduğu mahaldeki muhabiri tarafından da kabulünü isteyebilir.

Para piyasasının gelişmiş olduğu ekonomilerde, bir bankanın kabul ettiği poliçe, ihracatçılar tarafından kolaylıkla iskonto ettirilerek, malın bedeli vadeden önce tahsil edilebilir. Bu şekilde ihracatçı vadeli mal satışlarını finanse etmek olanağını elde etmiş olmaktadır (199).

Türkiye'de kabul kredisinin çalıştırılması özel izne bağlıdır. Kabul kredisi 5.5.1976 tarihinden bu yana uygulanmaya başlamıştır. Kabul kredisinde, genel olarak bankanın saygınlığı borçlunun imzasını desteklediğinden alacaklının elindeki kıymetli kağıdın uluslararası para piyasalarında dolaşabilmesi olanağı sağlanır. Böylece uluslararası pazarlarla milli pazar arasında önemli bir köprü kurulmuş olur. Kabul kredisinin bu etkisi, dış ticaret düzeni herhangi bir sınıflamaya konu olmayan ülkelerde söz konusudur. Sistemin önemli yararı, geçici olarak beliren döviz darlıklarının çeşitli kaynaklardan finanslanması ile söz konusu darlıkların karşılanmasıdır. Belli bir süre sonra döviz pozisyonuna sahip olacağını gören banka, uluslararası pazardan borçlanarak, dış alımcının gereksinmesini karşılamaktadır. Ülkemizin kabul kredisi kullanımı-

na gidişinde de aynı nedenler rol oynamıştır. Başka bir deyişle Türkiye, bu yola kısa vadeli döviz darlığını karşılamayı amaçlayarak gitmiştir (200).

Kabul kredilerinde süre dış alımcı ile banka, (özellikle dış banka), veya dış satımcı arasında belirlenmektedir. Görüldüğü gibi süre, ilke olarak dış alımcı ile satıcı arasında belirlenebiliyorsa da ülkemiz uygulamasında sürenin altı aydan kısa olmayacağı da hükme bağlanmıştır. Şu hale göre ithalatçı kabul kredisi yolu ile dış alıma gittiğinde mal bedelini malın sevk tarihinden başlayarak altı ay içinde ödeyecektir. Uygulamada ithalatçı, poliçenin ₺ tutarını sürenin dolmasından onbeş gün önce bankasına yatırmakta, banka da bunu süre dolduğunda araya giren dış ülkedeki bankaya ödemektedir. İthalatçı bu suretle mal bedellerini altı ay sonra ödediği için önemli bir finanslama olanağı sağlamış olmaktadır. Ancak, modelin finanslamadan yararlanmaya dönük yönü dış alımcı ile yerli banka arasında pazarlık konusu da olabilmektedir (201).

Yurt dışındaki satıcı ise, kabul edilen ve üzerine aval verilen poliçesini, istediğinde kırdırarak parasını derhal elde edebilmektedir. İthalatçının bankası ve araya giren dış banka tarafından aval edilerek korunan poliçe de uluslararası pazarda finansal varlık olarak alınıp satılmaktadır. Araya giren bankalar komisyon olarak gelir elde ederken, uluslararası pazarın likiditesi ithalatçı firmaya kullandırılmış olmaktadır (202).

Ülkemizde, Merkez Bankası'na ₺ karşılıkları yatırırlarak da kabul kredisinden yararlanmak olanaklıdır. Bu du-

(200) Atilla Gönenli: "İşletmelerde Finansal Yönetim", İstanbul, Matbaası, 1979 Finans Enstitüsü Yayınları, s. 491.

(201) A.g.e., s. 491-492.

(202) A.g.e., s. 492.

rumda süre sonunda, araya giren dış bankaya ödeme, Merkez Bankası tarafından yapılmaktadır. Model bunun dışında aynen yukarıda belirlenen ilkeler dahilinde çalışmaktadır. Kabul kredisinin üzerinde durulması gereken diğer bir yönü de kredinin ₺ karşılığının nasıl hesaplanacağı ve ödeneceğidir. Ülkemizde kabul kredisinden yararlanan ithalatçı poliçenin kabul tarihindeki kur üzerinden ödeme yapmakta ve gene bu tarihte belirlenen mal bedelinin % 1'i kadar bir miktarı TC Merkez Bankası'ndaki özel hesaba yatırılarak devalüasyon riskini üzerinden atmakta idi. Örneğin, kabul tarihi 16.7.1985 ise bu tarihte yüz bin dolarlık bir poliçeyi kabul eden ithalatçı \$ 100.000 = 50.000.000 ₺'nin % 1'ini yani 500.000 ₺'sı TC Merkez Bankasındaki özel hesaba yatırılarak süre sonunda, yani 16.1.1986'da 50 milyon ₺'yi bankasına yatırarak borcunu ödemekteydi. İthalatçının bankası ise, bu tarihte döviz kuru 550 ₺ = 1 \$ ise 55 milyon ₺'lik bir ödeme yaptığı için aradaki farkı özel hesaptan istemek hakkını elde etmekte idi (203).

10 Aralık 1977'de söz konusu oran % 1'den 5'e çıkarılmış, daha sonra da, 16.2.1978'de kabul kredilerinde devalüasyon riski alımcıya bırakılmıştır. İthalatçının döviz riskini taşımak istememesi üzerinde duran ithalatın canlanabilmesi için daha sonra altı ay için dış alımcıda olan risk altı aydan sonra maliyece üstlenilmiştir. Kabul kredilerinde ithalat maliyeti, ithalatçının bankası ile pazarlık sonucu belirlenmekle beraber, genel çizgileri ile şunlardan oluşmaktadır (204).

---

(203) Atilla Gönenli: a.g.e., s. 492.

(204) A.g.e., s. 492-493.

Yerli Bankanın Aldığı:

	Akreditifli İthalat	Mal ya da Belge Karşılığı İthalat
1. Açılış Komisyonu	% 1.5	% 0.5
2. İlk üç ay için kabul komisyonu	1.5	1.5
3. İkinci üç ay için kabul komisyonu	1.0	1.0
4. Komisyonların gider vergisi	1.0	0.75
5. Özel hesaba yatan	<u>5.0</u>	<u>5.0</u>
TOPLAM	10.0	8.75

Yabancı Bankanın Aldığı:

1. Pazarlığa bağlı yıllık faiz ve komison (yıllık % 8.5)	% 4.25	% 4.25
2. Bunun % 20'si oranında stopaj	<u>0.85</u>	<u>0.85</u>
TOPLAM	5.10	5.10

Bu kalemler dışında akreditif açma, pul vb. gibi giderler de ithalatçı tarafından ödenmektedir. Ayrıca bankanın kendi döviz pozisyonlarından kabul kredisi olanağı elde edilmek istenildiğinde, hatta ₺ karşılığında yatırılması yolu ile kabul kredisi kullanıldığında yerli banka dış alımcıdan belli güvenceler isteyebilmektedir. Bu güvenceler de ek finansal yükler getirebilmektedir. Yabancı bankaların aldığı faiz ve komisyonlar çoğunlukla LIBOR (London Interbank Offer Rate) denilen orana eklenen bazı komisyonlarla belirlenmektedir (205).

Bankacılık teamüllerine ve alıcı ile satıcı arasındaki anlaşmaya uyulmak kaydıyla, ithalat rejimine göre ithali mümkün bulunan mallar, kabul kredisi yoluyla ithal edilebilir. Bu yoldan akreditifli, vesaik veya mal mukabili olmak üzere her üç ödeme şekline göre ithalat yapılabilir.

lir. Normal ödeme şekillerinden ödemenin yapılmasından önceki her aşamada kabul kredisine dönülebilir. Yeni ödeme şeklinin şartlarına uyulmak kaydıyla kabul kredili ödemenin normal ödeme şekillerine de dönülebilir. Kabul edilen poliçelerin vadeleri, akreditifli ödeme şeklinde kabul tarihinden, konşimento şekillerinde ise kabul tarihinden itibaren en çok bir yıldır. Bu süre teşvik belgesine göre yapılacak ithalatla aşılabılır (206).

#### 4.3. Dış Ticaret Rejimimiz

##### 4.31. Bugünkü İhracat Rejimimiz

Türkiye'de ihracat rejiminin esasları Bakanlar Kurulu tarafından, genellikle yılda bir kez yayınlanan Dış Ticaret Rejimine dair Kararla belirtilmektedir (207). Uygulamada ise, ihracatı artırmak, zamanında ve düzenli yapılmasını sağlamak Başbakanlık Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı ile ilgili kamu ve meslek kuruluşlarının görevidir. Bunun için ilgili kamu ve meslek kuruluşları görevlileri, ihracatı artıracak kolaylık ve tedbirleri almak, muameleleri süratle sonuçlandırmak durumundadırlar. Hiçbir görevli görev yapma gerekçesi ile ihracatçının faaliyetlerini sınırlayamaz. İhracata ilişkin bütün bilgiler ilgili kuruluşlardan alınmadıkça ihracatçının üretimini ve mal sevkiyatını durduramaz (208).

Kanun ve Kararnamelerle ihracatı yasaklanmış malların dışında kalan bütün malların ihracatı, İhracat Rejimi çerçevesinde serbesttir. İhracat faaliyetinde bulunmak isteyen gerçek veya tüzel kişi tacirler Müsteşarlıktan İhracat Belgesi almak zorundadır. Müsaadeye, lisans veya tescile bağlı ihracatta fiyat uygunluğu aranır. Fiyat uygunluğu esasları ise tebliğlerle belirlenir (209).

(206) "İthalata İlişkin Hükümler", Resmi Gazete, Sayı: 18457 (13 Temmuz 1984), Ankara 1984, Başbakanlık Devlet Matbaası, s. 11.

(207) Halil Seyidoğlu: a.g.e., s. 366.

(208) "İhracat Rejimi Kararı", Resmi Gazete Sayı: 18606 (15.12.1984) Başbakanlık Devlet Matbaası, s. 1.

(209) A.g.e., s. 1.

Türkiye'den yabancı ülkelere yapılacak ihracatların tüm işlemleri aşağıdaki dört yöntemden birisiyle yapılabilir (210).

a) Müsaadeye bağlı ihracat: ihracatının yapılabilmesi için ilgili kurumlardan müsaade alınarak yapılan ihracat türüdür.

b) Lisansa bağlı ihracat: Bazı malların ihracatı Ticaret Bakanlığı ve diğer resmi kuruluşlar tarafından, Türk ekonomisi ve piyasa koşullarının içeride ve dışarıdaki gereksinmesi gözönünde tutularak çıkartılan lisansa tabidir.

c) Tescile bağlı ihracat: Tescile bağlı ihracatta ürünlerin iç ve dış piyasa fiyatlarıyla uyuşmasını sağlar.

d) Serbest ihracat: Lisans, tescil veya izne tabi olmayan tüm malların ihracı serbestçe yapılabilir.

Ihracatçıların döviz kazançlarını ihracat tarihinden sonraki üç ay içerisinde yurda getirmelerini ve 10 gün içerisinde yetkili bir Türk bankasına bozdurmaları gerekir. Aşağıdaki durumlarda özel koşullar uygulanır (211).

a) Konsinasyon yoluyla ihracat: Malların belirli bir alıcısı ve belirli bir değeri yoktur.

b) Müşterek hesap yoluyla ihracat: Konsinasyon yoluyla yapılan ihracatta satıcıya minimum bir fiyat garantisi edilir. Garanti edilen fiyatla satış fiyatı arasındaki fark masraflar düşüldükten sonra ödenir.

c) Kredili ihracat: Dövizler ihracat tarihinden itibaren üç yıl içerisinde yurda getirilmesi şartı ile yapılan ihracattır.

(210) International Monetary Fund: "Exchange Arrangements and Exchange Restrictions", Washington, Annual Report, 1983, s. 470.

(211) A.g.e., s. 470.

d) Geçici ihracat: Bazı mallar işlenmek üzere yurt dışına gönderilir. İşlendikten sonra geri gönderilir. Buna geçici ihracat diyoruz.

e) Bedelsiz ihracat: Numuneler, hediyeler, reklam panoları, garanti süresince gerek duyulan yedek parçalar ve uluslararası fuar ve sergiler için ihraç edilen mallardır.

Ülkemizde 1963 yılında ticari olmayan malların ihracatını teşvik etmek için ihracatta vergi iadesi sistemi getirilmiştir. Bunlar üreticiler tarafından ödenen istih-sal vergilerini ve ithalatta ödenen vergileri ve benzeri yüklemeleri dengelemeye yöneliktir. İhracatta vergi iadesi-ni sanayicilere kısa vadeli ek bir destek olarak tanımla-yabiliriz (212).

Dış ticarete özel takas ve bağlı muamele yapıla-maz. Ancak, kamu kuruluşları ile bir yıl içinde 50 milyon ABD Doları tutarında ihracat miktarını aşmış bulunan dış ticaret sermaye şirketlerinin bağlı muamele işlemi yapıl-masına Müsteşarlıkça izin verilebilir (213).

Yeni ihracat rejimimiz üç yenilik içermektedir (214).

1- Dış ticaret şirketlerine verilen bazı imtiyazla-rın kaldırılması,

2- İhracatı desteklemek için kaynak kullanımı des-tekleme fonunun kurulması,

3- Türk lirası ile ihracata izin verilmesi.

(212) Afsaneh Mashayekhi: "Shadow Prices for Project Appraisal in Turkey", Washington, World Bank Staff Working Paper No: 392, 1980, s. 15.

(213) Resmi Gazete, 15.12.1984, a.g.e., s. 1.

(214) Kenan Mortan: "İhracat Rejimi Açıklanırken", Rapor Gazetesi, (18.12.1984), s. 1.

Türk lirası ile ihracat hükmü, T'nin Avrupa'da belirlenen kuru ihracatçı için yeni "nakdî teşvik" sayılacak, öte yandan bu yolla Türkiye'ye gelecek olan Türk Liralari ile paranın değer kazandırma işlemine hız verilecektir. Ancak, uygulamanın tatbikine geçmeden bu konuda fazla bir değerlendirme yapmak mümkün değil. Yalnız bugüne kadar olan uygulamalardan pek bir yarar sağlandığı söylenemez. Yeni rejim, vergi iadelerinin de yerini alacak olan kaynak kullanımları destekleme fonunu da getiriyor. Bu fonun kaynağı olarak, bankaların verdikleri kredilere tahakkuk eden faizlerin % 7.5'i oranında kredi alanlardan ilaveten tahsil edecekleri miktarlar hükmü biraz da ihracat uğruna yatırıma ceza niteliği taşımaktadır. Çünkü, bu hükümle yatırımcı yüksek kredi maliyetlerinin yanısıra ek % 7.5 açıktan bedel ödemek zorunda bırakılıyor. Bu arada ihracat taahhüdü yapılan döviz tahsis tutarının % 50 ile sınırlı kalması, yeni yılda "döviz kasası"nın daha ihtiyatlı bir biçimde yürütüleceğini gösteren açık bir işarettir. Daha önceki açıklamalarda bu oranın % 60 dolayında olacağı kaydediliyordu (215).

Yeni ihracat rejiminde, ihracatı teşvik tedbirlerinde zamanla ihracatta vergi iadesi oranının kaldırılacağı, kanımızca hayali ihracattan kaynaklanmaktadır.

Türkiye'nin GATT ile imzaladığı sübvansiyonlar kodu (Subsidy code) anlaşması ve ABD ile imzaladığı ikili anlaşmalara göre orta ve uzun vadede Türkiye'nin ihracata uyguladığı sübvansiyonların kaldırılmasını öngörüyor. Sübvansiyonlar kodu anlaşmasının 14. maddesinin 5. bendi gelişme yolundaki ülkelerin ihracat sübvansiyonlarının kalkınma ihtiyaçları ile rekabet edebilirlik yönlerinden tutarsız olması halinde kaldırılması için taahhütte bu-

lunmasıdır. Bu arada esnek kur politikasının sürdürülüp serbest döviz kuru sistemine geçiş için hazırlıkların sürdürüleceği belirtilmektedir (216).

#### 4.32. Bugünkü İthalat Rejimimiz

Türkiye'de ithalat rejimi Bakanlar Kurulu tarafından belirlenir. 1985 yılı ithalat rejimi kararı, Bakanlar Kurulunca 13.12.1984 tarihinde kararlaştırılmıştır. Uygulamada ise, Başbakanlık Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı, ithalatın her safhasında gerek duyduğu düzenlemeleri, değişiklikleri yapmaya ve bu konularda ilgililere talimat vermeye ve bunlarla ilgili kontrolleri yapmaya, ithal malları fiyatlarının dünya fiyatlarına uygunluğunu kontrol etmeye ve ettirmeye yetkili kılınmıştır. Bu yetkilerin bir kısmını uygun gördüğü kuruluşlara devredebilir (217).

İthal malları üç gruba ayrılmıştır (218).

- A) İthal yasak mallar
- b) Müsaadeye tabi mallar
- c) Libere (ithali serbest) mallar.

Döviz tahsisi suretiyle yapılacak ithalat için, gerçek veya tüzel kişilerin ithalat belgelerine sahip olmaları gerekmektedir.

İthalat talebinde bulunacak olanlar belirlenen oranlarda teminat yatırmakla yükümlüdürler. Bankaların kendilerine yatırılan teminatları hafta sonlarında Merkez Bankası'na devretmesi gerekmektedir (219).

(216) Mehmet Karaman: "GATT anlaşması teşvik sistemini değiştirmeyecek", Dünya Gazetesi, Sayı: 10567-1235, (8 Mart 1985), s. 1.

(217) "1985 Yılı İthalat Rejimi Kararı ve İthalat Yönetmeliği", Resmi Gazete, Sayı: 18619, (28.12.1984), Ankara, 1984, Başbakanlık Devlet Matbaası, s. 1.

(218) A.g.e., s. 2.

(219) "İthalat Yönetmeliği", Rapor Gazetesi, (31 Aralık 1985), s. 1.

KKTC'den yapılacak ithalat, kamu sektöründe yapılacak ithalat, NATO, off-shore, mühimmat ve benzeri özel anlaşmalara dayanan ithalat, kitap ve diğer matbuat ithalatı, film ve video kaset ithalatı ve bedelsiz ticari ithalat, özelliği olan ithalat kapsamında değerlendiriliyor.

Konvertibl para birimiyle finanse edilen ithalatlar liberasyon listesinde I ve II olarak sınıflandırılmıştır. I. listede ülke içinde üretilmeyen sanayi mamüllerinin hammaddesini içerir ve miktarsal sınırlandırmaları olmadan bu tür malların serbest ithalatına izin verir. II nolu liste yerli üretim nitelik ve miktar bakımından ihtiyaç duyulan mal tiplerini karşılayamadığı zaman ilgili bakanlıktan önceden izin alınmasıyla gerçekleştirilen ithalattır (220).

Petrol ithalatı toplam ithalatın 1/3 ünü kapsar. Tüketim maddeleri ve yiyecek ithalatı ise toplam ithalatın yüzde 15'ine yakını oluşturur. İthalatın yapısını analiz ettiğimizde önemli derecede sermaye yoğun yatırımları onaylanan büyüme politikasını desteklediğini görürüz. İthalattaki vergi oranı sektörler göre önemli farklılıklar göstermesine karşın yaklaşık yüzde 30 dur (221).

Kısaca özetleyecek olursak, bugünkü ithalat rejimi gittikçe artan ölçülerde ithalatı serbest bırakma amacını gütmektedir. Bu sayede ülkede rekabetin artacağı, ucuz ve kaliteli mal yapmak için çaba harcanarak maliyetlerin düşeceği ve enflasyonun azalacağı umulmaktadır.

---

(220) Asfaneh Mashayethi: a.g.e., s. 13-14.

(221) A.g.e., s. 14.

#### 4.4. Özel Yabancı Sermaye ve Risk Faktörü

Doğrudan yatırım esas olarak şirketler tarafından yapılır. Şahıslar tarafından yapılan doğrudan yatırım az ve normal olarak kısa ömürlüdür. Pratikte şahıslar esas olarak yurt dışında hisse senetlerine yatırım yaparlar. Onların seçeneği büyük oranda portföy yatırımına yöneliktir. Buna karşıt olarak şirketler yurt dışında esas olarak doğrudan yatırımlar biçiminde yatırım yaparlar. Ancak onların portföy yatırımı yapma seçenekleri vardır. Çünkü şahıslarla şirketlerin davranışları çok az farklılık gösterir (222).

Şahısların yatırım kararlarındaki temel belirleyicileri kâr oranı ve yatırımın riskidir. Çoğu yatırımcılar riskten çekindiklerinden, yüksek oranda riskli hisse senetleri normal olarak daha yüksek kâr vermektedir. Şirketler için yatırım kararlarında kâr oranları ve riskler yanında başka etkenlerde rol oynar. Modern firma kuramına göre şirketlerin temel amacı esasen "büyüme"dir. Bu arada kâr, en azından kısa ve orta vadede kendi içerisinde bir amaçtan ziyade bir mecburiyet gibi görülür (223).

Amaçlardaki farklılıklardan başka şahıs ve şirketlerin (yatırımcı olarak) risk ve beklenen kâr oranları oldukça farklıdır. Kişisel yatırımcıları beklenen kâr oranları ilgilendirir. Bir şirket için, dış yatırımın geliştirilmesiyle kazanabileceği kâr oranı aynı sektörde çalışan diğer şirketlerinkinden farklı olabilir. Örneğin, ana şirket tarafından transfer edilen üstün teknolojiler ya da yönetsel yetenekler etken olabilir. Şirketler büyük olasılıkla yatırımın orta ve uzun vadedeki kârlılığı ile ilgileneceklerdir. Ayrıca firmanın tüm stratejisi içinde

(222) Donald R. Lessard: "International Financial Management", New York, Warren, Garham and Lomont, 1982, Fourth Printing, s. 36.

(223) A.g.e., s. 37.

tek yükümlülükleri değerlendirebilirler. Örneğin, yüksek bir risk mevcut bir rakibin etkisini yok etmek için kabul edilebilir. Şahsi yatırımcılar için risk, esasen kâr arasındaki dalgalanmalar ve yabancı menkul kıymetlerin piyasa fiyatı ile ilintili olacaktır. Bu dalgalanmalar sadece menkul kıymetlerin ait olduğu şirketin kârlılığındaki dalgalanmalara değil aynı zamanda büyük oranda yabancı portföy yatırımında önemli bir etmen olan yabancı sermaye piyasasının etkinliğine de bağlıdır (224).

Dış yatırımlardan elde edilen gelirlerin vergilendirilmesinde birkaç evre söz konusudur. İlk olarak ilgili yerel hükümet kârları yayınlar. Buna karşın, eğer vergi imtiyazları garanti edilmişse vergi oranı sıfır olabilir. Doğal olarak bu durumda şirket yerel hükümete kâr hissele-ri, faizler ve maaş biçiminde ana şirkete devredilen kâr-ların bu kısmı üzerinden vergi öder (225).

Çok uluslu firmaların politik ve ekonomik riskleri yok etmek için kullanabileceği birçok yöntemler mevcuttur. Birincisi daha kısa bir geri ödeme süresi isteyebilir. Buna karşın bunlardan hiçbiri yatırım gelirleri üzerinde belirli bir riskin gerçek etkisini değerlendirmede tek başına yeterli değildir. Risk analizi, riskin zaman içinde değerlendirilmesi olduğu kadar riskin nakit akışları üzerindeki etkilerinin büyüklüğünün değerlendirilmesini de gerektirir. Örneğin, beş yıl sonraki bir kamulaştırmanın bir sonraki yıla göre beklenenden çok daha belirsiz ve riskli olacağı açıktır (226).

Politik riskin en göze çarpan şekli kamulaştırma- dır. ABD Deniz aşırı Özel Yatırım Şirketi (OPIC) aracılığı ile politik risk garantisini getirmiştir. Lloyd gibi özel

(224) Donald R. Lessard: a.g.e., s. 37.

(225) A.g.e., s. 568.

(226) A.g.e., s. 569.

sigorta şirketleri kadar diğer ülkeler de belirli politik risk türlerine karşı denizaşırı yatırımları sigortalamaktadır. Bununla birlikte bu çözüm belirli bir politik riskin etkisini gerçekten ölçmez. Kamulaştırma durumunda politik risk sigortası sadece muhasebe değerini korur. Kamulaştırılmış varlıkların ekonomik değerini korumaz. Buna karşın sigorta belirli bir proje üstünde politik riskin etkisine dair dikkatli bir değerlendirmenin yerini tutmaz (227).

Bir ana şirket projesinin şimdiki değeri üzerinden bir kamulaştırmanın etkisini incelemeye çalışalım.  $X_t$ , ana şirketin  $t$  yılındaki projeden beklediği vergi sonrası nakit akışı olsun. Eğer  $I_0$  yatırım gideri ise projenin şimdiki değeri (228):

$$= -I_0 + \sum_{t=1}^n \frac{X_t}{(1+k)^t} \quad \text{olacaktır.}$$

Burada  $n$  projenin süresi ve  $k$  ise projenin sermaye bedelidir. Şimdi kesin olarak  $h$  yılında bir kamulaştırmanın olacağını farz edelim şimdi projenin yeni değeri

$$= -I_0 + \sum_{t=1}^{h-1} \frac{X_t}{(1+k)^t} + \frac{G_h}{(1+k)^h}$$

olacaktır.

$G_h$  sağlanan net telafinin beklenen değeridir. Bu telafi bir kaç kaynaktan gelir (229).

(227) Donald R. Lessard: a.g.e., s. 570.

(228) A.g.e., s. 570.

(229) A.g.e., s. 570.

1- Yerel hükümet tarafından verilen doğrudan telafi: Bu telafi örneğin Şili'de olduğu gibi gecikebilir. Burada birçok çok uluslu firmalar Allende hükümeti tarafından çok az ya da hiç telafi verilmeden kamulaştırılmıştır. Bununla birlikte Allende devrildiği zaman onun takipçileri adı geçen çok uluslu firmalara mal ya da diğer telafileri vermeye başladılar.

2- Venezuela hükümeti tarafından varlıkları millileştirilen petrol şirketleri tarafından elde edilen yönetsel anlaşmalar gibi dolaylı telafiler.

3- Politik sigortadan alınan ödeme (sigorta ödemeleri) kamulaştırmayı birkaç yıl daha geciktirebilir.

4- Anavatanda bu tür olağanüstü kayıplarla ilişkili vergi indirimleri.

5- Ev sahibi ülkenin dışındaki hissedarlara normal olarak ana firmanın iyi intibasını muhafaza etmek amacıyla şirket tarafından geri ödeme yapılır. (Borçlar garanti edilmiş olsun veya olmasın).

Telafinin anında veya farklı kaynaklardan sağlanması uzak bir ihtimal olduğundan  $G_h$ 'ın muhtemel çeşitli gecikmelere göre ayarlanması gerekmektedir (230).

ABD ve İngiliz çok uluslu firmalarının II. Dünya Savaşı sonrası endüstrilerinin politik riske karşı tutumlarının farklı olduğunu göstermiştir. Örneğin kamulaştırma, bir ekonominin üretim sektöründen daha çok doğal madenleri üzerine ve kamu hizmeti veren hizmet sektörlerinde daha fazla olmaktadır. Genel olarak bir özel yabancı sermaye yerel ekonomiye ne kadar çok yarar sağlıyorsa ve

yerel bir faaliyetle yer değiştirmesi ne kadar pahalıya mal olursa o kadar az riske maruz kalır (231).

#### 4.5. Yatırım Firmaları Açısından Döviz Riski ve Kur Farkları Sorunu

1977 yılında hükümet, kotalardan tahsis alan sanayici ile döviz kredisi kullanan sanayiciyi eşit hale getirmek için döviz kredilerinde kur garantisi sistemini getirmiş, bu garantiyi TSKB kredilerine de uygulamıştır. Bu nedenle 1977 yılı sanayicinin en fazla yatırım yaptığı yıl olmuştur. 1978 yılında değişen hükümet, kur garantisini kaldırmış, bir bakıma "kazanılmış haklar" ilkesini ihlal ederek firmaların döviz riskine karşı korunmasını önlemiştir. Bu yıllardan sonra enflasyon büyük boyutlara ulaşmış, devalüasyonlar birbirini izlemiş, gerice yöre şirketleri ve işçi-hemşeri şirketleri, TSKB, DESİYAB- Devlet Planlama Teşkilatı'nın bütün gayretlerine rağmen ayakta duramaz hale gelmişlerdir. Bir kısım yatırımlar tamamlanamamış, tamamlananlar ise kota tahsisi ile kurulan firmalarla rekabet edememiş, borçlarını ödeyemez duruma gelmişlerdir (232).

Kur garantisi yalnız yatırımları teşvik için değil, devalüasyonlar sonucu belirli bir hal alan adaletsizliği gidermek için de getirilmiştir. Orta vadeli kredi bulan, kotadan tahsis alan firmaların borçları sabit kalırken, döviz kredisi kullananların borçları her devalüasyonda artmış, her iki maliyet arasında büyük farklar meydana gelmiştir. Bunu bir örnekle açıklamaya çalışalım (233).

(231) Donald R. Lessard: a.g.e., s. 571.

(232) Turgut Albayrak: "Kur Garantili Anadolu Sanayicisinin Sorunları", Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Yıl: 19, Sayı: 9, (Eylül-1982), s. 53.

(233) A.g.e., s. 54.

Eylül 1977'de TSKB'ndan 3 yıl ödemesiz, 8 yıl vadeli % 14 faizli kur garantili 4.120.000.- dolar döviz kredisi kullanan bir firmanın durumunu ele alalım. Kredi tarihinde dolar kuru 17.50 ₺ olduğuna göre firmanın ödemesi gereken faiz borcu 112.148.719.- ₺ olarak hesaplanmıştır. Aynı dönemde kotalardan tahsis alan orta vadeli kredi kullanan firmanın borcu da bu rakam kadar olmuştur. Kur garantisinin kaldırılması üzerine bu şirket anapara ve faiz olarak 293 milyon lira ödemesine rağmen, halen 3.211.760 doları anapara ve 1.216.890 doları faiz olmak üzere 4.428.650 dolar borcu olup, Eylül 1982'deki kur olan 167 ₺ ile çarpıldığında 740 milyon ₺ daha ödeme yapması gerektiğini buluruz. Yıllık ortalama % 25 devalüasyon olacağını varsayarsak 1986 yılına kadar bu firma 2 milyar dolayında ödeme yapmak zorunda kalacaktır. 112 milyon ₺ borçlanan bu şirket, kur garantisinin kaldırılması sonucu 2 milyar ödeme ile karşılaşacaktır. Bu firmanın kotadan tahsis alarak sabit borcu olan firma ile rekabet yapması olanaksız kalmaktadır. Her an değişen faizleri ve artan maliyetleri ile ihracata yönelmesinin oldukça güç olduğunu görebiliriz.

Zor durumda kalan döviz kredili firmaları kurtarmak için 1981 yılında yürürlüğe giren "Merkez Bankası Özel Reeskont Kredileri" de sorunları çözememiştir. 1981 yılında bu kaynaktan kur garantili firmalara yıllık anapara ve faizlerinin % 90'ına kadar bir kredi verilmişse de bu oran sonradan 1982 yılında % 50'ye düşürülmüş, firmalar bir taksitlerini dahi ödeyemeyecek duruma düşmüşlerdir (234).

Maddi duran varlıkların elde edilmesinde yabancı krediler kullanılmış ise kredi taksitleri ödenirken

(234) Turgut Albayrak: a.g.e., s. 55.

ortaya çıkan önemsiz kur farkları maliyetlere eklenir, önemli kur farkları "Maddi Duran Varlık Kur Farkı" hesabına alınır ve varlığın içinde amortisman payları ile maliyetlere yüklenir (235).

Buna göre faiz giderleri ve kur farkları gider gösterilmesi halinde, bu miktarlar sadece o yılın hesap dönemiyle ilgili olup daha sonraki yıllarda bilançoları etkilemediği halde, aktifleştirilmesi durumunda bu miktarlar daha sonraki yıllarda yeniden değerlendirilerek kasamına alınarak sermaye büyüklüğünü etkileyebilmektedir (236). Bu durumda ileride firmanın güçlü bir sermaye yapısına sahip olmasını isteyen yöneticilerin bu harcamaları aktifleştirmesi gerekmektedir. Böylece amortisman giderlerinin de artacağını gözönüne almaları gerekmektedir. Enflasyonun kurlar üzerindeki etkisini kısaca incelemek konunun daha iyi açıklanması açısından yararlı olabilir.

Kurlardaki aşırı düşme yatırım riskini arttırmaktadır. Aslında bu yatırım riski enflasyondan gelmektedir. Bu durumda enflasyonun kontrol altına alınması daha sağlıklı bir kur politikası yönünden büyük önem arz ediyor. Yatırımların teşviki açısından da enflasyonun mutlak surette kontrol altına alınması gerekmektedir. Çünkü enflasyon, aynı zamanda, uygulanan gerçekçi faiz politikası nedeniyle kredi faizlerinin çok fazla yükselmesi sonucunu yaratmaktadır. Bu da yatırımları yine menfi yönde etkileyen bir olaydır. Demek oluyor ki, enflasyon olayına önümüzdeki yıllarda çok daha dikkatle bakmamız gerekmektedir (237). Kur farkı değişimleri nedeniyle gerek yatırımcı

(235) Osman Altuğ: "Maliyet Muhasebesi, İlkeler ve Uygulamalar", İstanbul, M.Ü.: Nihad Sayar Yayın ve Yardım Vakfı Yayınları, No: 388/622, 1984, 2. Baskı, s. 140.

(236) "Yatırım Finansman Kredileri Faizleri ile Kur Farkları Gider Gösterilebilecek", Dünya Gazetesi, Sayı: 10566-726, (28 Ocak 1985), s. 1.

(237) Orhan Morgil: "Türkiye Ekonomisinde İhracatın Önemi. İhracatta Son Durum. Karşılaşılan Sorunlar. Çözüm Önerileri", Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Yıl: 22, Sayı: 4, Nisan-1985, s. 34.

firma ve gerekse ülke açısından kayıpları gerçek bir örnek yardımıyla açıklamaya çalışalım.

IFC'nin (International Finance Corporation) ortağı olduğu bir Türk firması sermaye arttırımına gitmektedir. IFC'ye düşen hisse 200 milyon ₺ dir. IFC 31.12.1983 tarihinde alınan sermaye arttırımı kararına katılıp katılmama konusunda tereddütlüdür. Kesin kararını bildirmemektedir. Türkiye'de gerçekleşen enflasyon oranı yıllık yüzde 50'nin üzerindedir. Türk parası karşısında doların kazanaacağı değer mutlaka IFC yetkililerince düşünülmektedir ve sonuçta katılma kararı aldıklarını bildirmektedirler. Bu durumda arttırılan sermayeye bir yıl sonra katılacaklarını bildirmekle ve ödeyeceği tutar ₺ olduğuna göre, bunun karşılığı olan dolar tutarını hesapladıkları ve mutlaka kasıtlı olarak geciktirme yaptıklarını düşünmemek imkânsız gibi görülüyor (238).

Ev sahibi ülkenin kayıplarını ve yatırımcı ülkenin kazançlarını gerçek rakamları vererek şöyle hesaplayabiliriz. Şirket yönetim kurulu kararıyla apel ödeme tarihlerini şu şekilde saptamıştır. Aynı zamanda şayet IFC sermayeye katılacağını bildirseydi ödeyeceği dövizleri belirtelim.

Apel Ödeme Tarihi	Ödeyeceği ₺	O tarihteki döviz kuru (239)	Dolar olarak tutarı
20.2.1984	50.000.000	309.60	\$ 161.498.70
15.3.1984	50.000.000	310.30	\$ 161.134.38
15.4.1984	50.000.000	326.55	\$ 153.115.90
15.5.1985	50.000.000	349.85	\$ 142.918.39
<b>TOPLAM</b>	<b>200.000.000</b>		<b>\$ 618.667.37</b>

Eğer IFC sermaye arttırımına katılacağını bildirseydi 618.667 dolar ödemek zorunda kalacaktı. Bize göre amaçlı olarak bu konudaki görüşünü bildirmemektedir. Çeşitli

(238) Olay IFC'nin de ortağı olduğu bir sanayi firmasında gerçekleşmiştir.

(239) Akbank döviz kurları esas olarak alınmıştır.

bahanelerle kararını bildirmeyi geciktirmektedir. Bu nedenle IFC'nin sermaye arttırımındaki ödemesi gereken tutarı firmanın bağlı bulunduğu holding alır ve o tarihlerde toplam 200 milyon ₺ yı öder. IFC yıl sonuna doğru sermaye arttırımına katılacağını bildirir. IFC kendisi de hesaplamış olduğu gibi iki yönden kazanmaktadır. Birincisi garantisiz ticari borçlardan sermaye arttırımını karşılamaktadır. Bu yolla bir kazanç elde etmektedir. İkincisi doların değer kazanmasıyla kazancı şu şekilde olmaktadır. 23.11.1984'de sermaye arttırımındaki hissesini öder. Bu tarihte \$ 401.37 ₺ dir. 200 milyon ₺ karşılığı 498.293.34 dolar olmaktadır. Dolar olarak kazancı  $618.667.37 - 498.293.34 = 120.374.03$  olmaktadır. Bu ev sahibi ülke açısından bir kayıptır. Tabii ki yatırımcı firma açısından faiz kayıpları da bu rakamın dışındadır.

#### 4.6. Döviz Riskinden Korunma Yöntemleri

Döviz riskinden korunmak için birçok yöntemler bulunmakla beraber en önemlileri hedging (çitleme) yöntemleridir. Hedging yöntemlerini dahili hedging yöntemleri ve harici hedging yöntemleri olmak üzere iki grupta incelenebilir.

##### 4.61. Hedging Yöntemleri

###### 4.611. Dahili Hedging Yöntemleri

Bu yöntemlerin uygulanması ve seçimi firmaların karmaşıklığı ve uluslararası yayılmalarıyla orantılı olarak değişim gösterirler. Bu nedenle uluslararası firmalarda daha geniş uygulama alanı bulurken, ithalat ve ihracat firmaları sadece belirli hedging yöntemlerini kullanabilirler. Daha fazla uygulanma alanı bulunan harici hedging

yöntemlerini açıklamadan önce dahili hedging yöntemlerini açıklamaya çalışalım. Bu yöntemler temelde Pasif/Aktif dengelemesi için uygulanırlar (240).

4611.1. Şirketlerarası Vade Düzenlemesi  
(Leading veya Legging)

Döviz riskini önlemenin diğer bir yolu da şirketlerarası vade düzenlemesidir. Öne alma veya geciktirme anlamında kullanılır (241). Geniş bir uygulama alanı bulan bu yöntem riski azaltmak veya likiditeyi daha verimli kullanmak için geçerli bir yöntemdir. Temel unsur, kaynakların yan kuruluştan daha süratle alınması ve bir diğerine verilmesidir. Transfer edilen tutar böylece bir yan kuruluşun likiditesini çoğaltma ve harcamaları dengeleme kararına yöneliktir. Bu mekanizmayla ülkelerin iş formaliteleri uygulanmaksızın kaynakların bir ülkeden diğerine transferi sağlanır (242).

Döviz riskini azaltmak veya likiditeyi harekete geçirmek için kullanılan bu yöntemin en yaygın kullanım alanı şirketlerarası hesap düzenlemesidir (243).

Bu yöntem sadece mevcut durumlarla ilişkili kısıtlı ve kısa vadeli hedging yönteminden oluşur. Uzun vadeli tahminlere dayalı hedging yöntemleri şirkete daha yararlı olmaktadır (244).

---

(240) Andreas Prindl; a.g.e., s. 58.

(241) Miltiades Chaeoliades; a.g.e., s. 177.

(242) Andreas Prindl; a.g.e., s. 59.

(243) A.g.e., s. 59-60.

(244) A.g.e., s. 60.

## 4611.2. Fiyat Ayarlamaları

## 4611.21. Satış Fiyatlarını Yükseltme

Yerli para biriminin değer kaybı veya enflasyonun olumsuz etkilerini azaltmanın bir yolu da fiyatları arttırmaktır. Bu yöntem özellikle hiçbir forward piyasanın uygulanmadığı yerel borçlanmanın maliyetinin yüksek olduğu ve Leading/Lagging yönteminin uygun olmadığı Güney Amerika'da yaygın olarak uygulanmaktadır. Eğer satış fiyatları devalüasyondan önce arttırılabilirse rapor edilen gelir düzeyi korunabilir. Yerel bir fiyat dondurulmasının izlendiği zamanlarda ise bu durum daha fazla önem kazanır. Bu durumda fiyatları arttırmanın gerekliliği üzerinde durulur. Eğer fiyat artışına piyasa güçleri ve müşteri talepleri izin verirse o zaman bu bir satış/pazarlama departmanı kararıdır. Mali bilgiler ise diğer departmanları böyle bir karar almada zorlamaktadır (245).

## 4611.22. İhracat Fiyatlarının Yükselmesi

Uluslararası ve yerli rekabet malları bulunması nedeniyle ihracat fiyatlarının yükselmesi daha çok pazarlama faktörlerine bağlıdır (246).

## 4611.23. Faturalamadaki Para Birimi Değişmeleri

Daha cazip bir fiyat ayarlama stratejisi faturadaki para birimindedir. Çoğu ihracat şirketleri bu konuda isteksiz gibi görünürler. Özellikle Amerika ve İngiltere'deki dolar ve sterlin olarak fatura kesen yüzlerce şirket incelenmiştir. Her iki para biriminin, sürekli devalüas-

(245) Andreas Prindl: a.g.e., s. 62.

(246) A.g.e., s. 62.

yonlardan sonra bile, diğer para birimleriyle fatura kesme fikrine daha az değer verildiği görülmüştür. Bunun nedenleri ise şöyle açıklanmıştır (247).

- Bunu daima bu yolla yapıyoruz,

- Bizim muhasebe sistemlerimiz diğer para birimlerinin deftere geçirilmesine izin vermez,

- Bizim bilgisayar faturalama sistemimiz kendi para birimimiz dışındaki para birimlerinde faturalamaya ayarlanamaz,

- Spekülatif olabilir,

şeklindedir.

Bu mazeretlerin tümü, özellikle sonuncusu çok tutarsızdır. 1960'larda ABD şirketlerinin ABD doları dışındaki para birimlerinde fatura tanzim etmeye yanaşmamaları yüzünden bir kısım ihracat pazarları kaybolmuştur. Zayıf para birimine sahip ülkelerin ihracatçılarının durumunda ters bir etki görülür. Eğer kendi paraları karşısında değer kazanma ihtimali olan para birimlerinde fatura tanzim ederlerse, daha kazançlı duruma geçebilirler (248).

1971'den beri dolar veya sterlin olarak borçlanma durumunda olanlar kendileri tarafından hiçbir şey yapılmadığı halde kârlar elde etmişlerdir. Kendi ya da diğer sağlam para birimlerinde faturalandırılmakta ısrar edebilirler. Bu da her para birimi için çağdaş bir inceleme olduğu kadar pazarlama gücünü de gerektirir.

(247) Andreas Prindl: a.g.e., s. 62-63.

(248) A.g.e., s. 63.

Buñadaki esas nokta, çoğu ihracatçının ihracat para birimlerini değiştirme olasılığını, sadece kendi para birimlerindeki büyük bir düşüşten sonra ele almalarıdır. Daha açık olarak zayıf olduğu kabul edilen bir para birimindeki faturalamalar, daha güçlü birine aktarılsa bile bir miktar risk ortaya çıkar. Hiçbir para biriminin eğilimi önceden tahmin edilmeyebilir veya uzun ömürlü olmayabilir. Böylece bu yöntemin gelecekte de çekici olacağı kesinlikle iddia edilemez (249).

### 4611.3. Pasif/Aktif Yönetimi

Bu yöntem aynı amaca sahip olması nedeniyle Leading/Lagging yöntemiyle ilişkilidir. Azaltılan aktifler, para birimleri nedeniyle yükselen pasifler büyük olasılıkla değer kaybeder (250).

### 4611.31. Net Kısa Vadeli Aktiflerin Yükselmesi

Hem ana şirketin kendisi, hem de yan kuruluşları, değer kazanması beklenen bir para biriminde nakit, kısa vadeli yatırımlar, alacaklar ve stokları arttırmaya çalışılacaktır.

Eğer Alman Markı böyle bir para birimi olsaydı, bir Alman yan kuruluşu faturalarını mümkün olduğu kadar geç ödemek, diğer para birimlerindeki hisse veya yatırımlarını Alman Markına çevirmek isteyecekti. Ayrıca, hammadde alışlarını veya yaptığı anlaşmaları ertelemek isteyecekti. Bütün bunlar firmanın net kısa vadeli aktif durumunu belirleyecektir (251).

---

(249) Andreas Prindl: a.g.e., s. 64.

(250) A.g.e., s. 65.

(251) A.g.e., s. 64.

## 4611.32. Borçların Azaltılması

Kısa vadeli aktiflerin artışı, değerli para birimlerinden olan kısa vadeli borçların azaltılması ve bu borçların ödenmesiyle başarılır. Devalüasyon eğilimli bir para birimi söz konusu olursa aynı yöntem aksi yönde uygulanır. Nakit ve kısa vadeli alacaklar düşecek, yerel borçlar yükselecek ve şirketlerarası ödemeler yeniden düzenlenecektir. Amaç uzun vadeleri azaltmak ya da beklenen değer kaybından kâr etmek veya o para birimindeki diğer borçları ve sözleşmeleri arttırmaktır (252).

## 4611.4. Uzun Vadeli Yapısal Değişmeler

Döviz riskini azaltmak ve yeniden yönlendirmek için fiyat değişimleri ve bilanço düzenlemesinden daha yaygın olan uzun vadeli yapısal değişimlerdir. En yaygın iki yöntem, grubun ithalat veya ihracatını tekrar dengelemek için kullanılan aracı şirket ve ihracatı finanse eden, komisyon alan bağlı şirkettir. İş yapacakları firma sayısının sınırlı olmasına rağmen, yavaş bir oranda da olsa önemleri gittikçe artmaktadır (253).

4611.41. İhracatı Finanse Eden  
Aracı Şirketler

Dış ticaretin herhangi bir şekilde hedging yöntemiyle korunması, döviz kontrolü ve döviz piyasası uygulamaları nedeniyle sınırlandırılır. Bu durumda en çok uygulanan yöntem, topluluğun ihracat alacaklarını satın alan, kredi riskini ve korunma sorumluluğunu üzerine alan bir aracı finans şirketinin kurulmasıdır. Bu birkaç tür,

---

(252) Andreas Prindl: a.g.e., s. 65-66.

(253) A.g.e., s. 66.

aracı finans şirketi olabilir. Tam desteklenerek etki altına alınmış bankalar dahi bulunmaktadır. İngiltere'de ve başka yerlerde, her topluluk üyesinin ihracat alacakları bulunduğunda veya önceki anlaşmalar altında kalmış alacaklarını satın alan, tam sahibi bulunulan bir aracı şirket kurulur. Bu aracı şirket alacak portföyünü Avrupa borsalarında aynı veya farklı para birimlerinde ve farklı vadelerde finanse etmek için tam bir serbestliğe sahiptir. Böyle bir uygulamada topluluğun döviz riskleri, alacakların devamı süresince aracı şirkete aittir. Bağlı şirketler ihracat alacaklarını aracı finans kuruluşlarına satarlar veya duruma göre iskonto ederler. Bu işlem normal olarak satıcıya başvurmadan yapılır (254).

Böyle bir aracı şirket, genellikle borçlanmaları ana şirket tarafından garanti altına alındığında kurulabilir. Kurulduğu ülkede şüphesiz tam vergiye tabidir. Bu tür kuruluşların diğer avantajları şunlardır (255).

a. Aracı şirket, üçüncü kişi müşterilerinden kendi para birimlerinde fatura talep etme imkânına sahiptir. Döviz kurlarındaki değişimlerden korunmak aracı şirketler için daha kolay olduğundan herhangi bir yabancı müşteriden kendi para birimleriyle faturalanmayı istemede yetkili olmaktadır.

b. Aracı firmanın defterlerinde, şirketlerarası alacakların hepsi görünmese bile, önemli bir kısmı görünerek dengeleme imkânlarıyla birlikte maliyetlerde de tasarruf oluşturabilir.

c. Bu şekilde İngiltere'deki "İhracat Kredisi Garanti Kurumu" veya ABD'deki "Federal Kredi Sigorta Acentası" gibi devlet kaynaklarından alınan ihracat kredi garantileri etkilenmemiş olmaktadır.

(254) Andreas Prindl: a.g.e., s. 66.

(255) A.g.e., s. 67.

d. Kredi yönetimi ihracatçı şirkette değerlendirilebildiği gibi aracı şirkette de kredi değerlendirmesinde aktif bir rol oynayabilir.

#### 4611.42. Tekrar Fatura Çıkaran Aracı Şirketler

Bir aracı firma, risklerin yalnızca alacak kısmı ile ilgilenir. İş yapması daha önceki belgelere dayandığından, müşterilerin taahhütlerini yerine getirememeleri durumunda kanuni müeyyidelerin uygulanması şüphelidir. Tekrar faturalayan aracı bir şirket kurmak başka bir çözüm yoludur. Bu şekilde kurulan aracı firma, uluslararası bir topluluk içinde hareket eden ve aynı zamanda merkezi bir satın alma bürosu gibi hareket edebilir (256).

Bu tür aracı şirketler, İsviçre ve Bermuda gibi düşük vergi oranları ve döviz kontrolleri bulunan bir ülkeye yerleştirilir. Bu kuruluşların en önemli görevi, topluluğun ihraç ürünlerini satın almak ve son müşteriye satmak için tekrar faturalamaktır. Kredi süreleri, para birimi ve tekrar faturalama gibi nedenler, malların ihraç fiyatını değiştirmez. Bu uygulama çok uluslu şirketler açısından önemlidir. Bu işlemin amacı, daha önce varolmayan şirketlerarası borç ve alacak hesaplarını yaratmak, bu suretle harici riskleri korumada istenen esnekliği sağlamaktır (257).

#### 4.612. Harici Hedging Yöntemleri

Uluslararası pazarlarda faaliyet gösteren firmaların tümünün uygulayabileceği harici hedging yöntemleri şunlardır:

---

(256) Andreas Prindl: a.g.e., s. 67.

(257) A.g.e., s. 68.

## 4612.1. Forward Anlaşmalar

4612.11. Koruyucu Ticari  
Muameleler

Gelecekteki nakit para taahhütlerini satın almak veya satmak klasik bir hedging yöntemidir. Bu yöntemle gelecekte elde edilecek gelir kesin olarak belirlenmiş oluyor. Şimdi bunu bir örnekle açıklamaya çalışalım.

Bir İtalyan ihracatçının, Amerika'ya \$ 10.000.- tutarında ayakkabı ihraç ettiğini varsayalım. İhracatın 23 Nisan'da gerçekleştiğini ve ödemenin ise 23 Temmuz'da yapılacağına dair anlaşılır, ihracatçı forward önlem olarak döviz riskine karşı korunmak istemektedir. Bu durumda lirete çevrilecek olan döviz oranı, ihracatın başında belirlenmiş olmaktadır. Olay şu şekilde olacaktır (258).

23 Nisan: ABD'deki bir mağazaya \$ 10.000.- tutarında ayakkabı teslim edilecektir. Ödeme 23 Temmuz'da ABD doları olarak yapılacaktır. 23 Nisan'da Liret'in spot kuru \$ 0.001111 (1 \$ = 900 liret) dir. Bu durumda ihracat satış tutarı 9.000.000.- liret olmaktadır. Liretin dolara karşı olumsuz bir değişmesine karşı önlem almak için, ihracatçı 23 Temmuz'da Liret başına \$ 0.001125 (1 \$ = 889 Liret) teslim etmek üzere alacağı olan \$ 10.000'ı satar. Yani forward anlaşma ile 8.890.000.- liret elde edecektir.

23 Temmuz: İhracatçı \$ 10.000.- için bir çek alır. Forward anlaşma yaptığı için \$ 10.000'ı teslim edip 8.890.000.- liret alır.

İşlemin başında, ihracatçı eline geçecek olan lîret miktarını bilmektedir (8.890.000 lîret). 23 Nisan'daki spot oranına karşı, forward piyasada korunmanın bedeli, muamelenin başında belirlenen üç aylık, dolarda yıllık % 5.05'lik bir iskontodur (259).

Aslında dolar alacağı forward piyasada korunmaya alındığından son ödeme tarihi olan 23 Temmuz'da iki işlem yürürlüğe girer. Birincisi, forward anlaşma olsun veya olmasın, ABD'li ithalatçı tarafından mallar için ödenen dolarların teslimidir. İkincisi, eğer forward anlaşma varsa işlerlik kazanır. İhracatçı tarafından forward anlaşma için lîrete karşı dolar teslimidir. Forward anlaşmanın maliyeti, bu iki işlem arasındaki net döviz kazancı veya kaybıdır.

Forward anlaşma olmadığı zaman 23 Temmuz'da lîrete çevrilen dolarda bir döviz kazancı veya kaybı olmaktadır. Forward anlaşmadaki döviz kazancı veya kaybı, 23 Temmuz'daki spot oranları ile forward oranları arasındaki farktır. Aksi takdirde ihracatçı 23 Temmuz'daki yürürlükte olan spot döviz kuru üzerinden ABD doları alacaktı. İlk spot oranı, 23 Temmuz'daki gerçekleşen oran ve forward anlaşmadaki uygulanan oranları karşılaştıralım (260).

$$(259) \frac{\text{Forward Oran} - \text{Spot Oran}}{\text{Spot Oran}} \times \frac{12}{3} = \frac{0.001125 - 0.001111}{0.001111} \times \frac{12}{3} = 0.0505$$

(260) Rodriguez-Carter: a.g.e., s. 183.

	Durum A	Durum B	Durum C
1- Spot oranı, 23 Temmuz	\$ 0.001111	0.001222	0.001000
2- Spot oranı, 23 Nisan	\$ 0.001111	0.001111	0.001111
3- ABD dolarının lirete karşısı değer kazancı veya kaybı (-)	-	-0.000111	0.000111
4- 23 Nisan'da anlaşılan forward oranı	\$ 0.001125	0.001125	0.001125
5- 23 Nisan'daki spot oranına karşısı forward anlaşmadaki kazanç veya zarar (-) (1 md. - 4 md.)	<u>\$-0.000014</u>	<u>0.000097</u>	<u>-0.000125</u>
6- Dolar'ın liret'e çevrilmesinden doğan kazanç veya zarar (-) (9.000.000 x 3 md.)	-	\$-1.000	1.000
7- Forward anlaşma ile kazanç veya zarar (-) (9.000.000 x 5 md)	\$ - 126	874	-1.126
8- Toplam MALİYET	<u>\$ - 126</u>	<u>- 126</u>	<u>- 126</u>

Her durumda İtalyan ihracatçıya maliyeti \$ 126 olmaktadır. Bu bedel toplam ihracat tutarının % 1.26'sıdır. Forward önlem doların İtalyan Lireti karşısında 23 Nisan ve 23 Temmuz arasındaki değer kaybına karşısı bir önlemdir. Şayet dolar, 23 Temmuz'a kadar Liret karşısında değer kazanırsa, İtalyan ihracatçı bundan bir zarara uğrayacaktır. Eğer forward anlaşma ile önlem alınmamış olsaydı, işlem daha kârlı olacaktı. Bunu bir örnekle açıklamaya çalışalım (261).

	Durum A	Durum B	Durum C
1- 23 Temmuz'da spot kuru	\$ 0.001111	\$ 0.00122	\$ 0.001000
2- Eksi anlaşmadaki forward oranı	-0.001125	-0.001125	-0.001125
3- Forward anlaşmasının kâr veya zararı	\$ -0.000014	\$ 0.000097	-0.000125
4- Döviz kazancı veya kaybı (9.000.000 x 3 md.)	\$ - 126	\$ 874	-1.126

A durumunda spot döviz kuru Nisan ile Temmuz ayı arasında sabit kalır. Bu durumda ihracatçı forward anlaşmaya girmeden 126 dolar kazanabilirdi. Bu durumda spot, İtalyan Liretime karşı forward anlaşmada öngörülenin altında değer kaybetmiştir. İhracatçı forward anlaşma yaparak 874 dolar kazanmıştır. C durumunda ise, ihracatçı forward anlaşma yapmasaydı 1.126 dolar zarara uğrayacaktı. Bu zarar veya kârlar ancak son ödeme tarihinde, yürürlükte olan spot kurlar bilindiğinde hesaplanabilir (262).

İtalyan ihracatçının, doların İtalyan Lireti karşısında, değer kaybına karşı bir önlem almanın diğer bir yolu da, ABD'den üç ay için 10.000 dolar borç almaktır. Bu borçtan elde edilen paralar daha sonra lirete çevrilecek ve bir İtalyan para piyasasına mevcut kurdan yatırılacaktır. Böylece 23 Temmuz tarihinde eğer dolar, liret karşısında değer kaybetmişse, ihraç mallarının alacağından doğan kayıp, borçlanmadaki gelirle telafi edilmiş olacaktır. Bu durumda olayın gelişimi aşağıdaki gibi olacaktır (263).

(262) Rodriguez-Carter: a.g.e., s. 185.

(263) A.g.e., s. 185.

23 Nisan: 10.000 dolar tutarındaki ayakkabıların ABD'deki mağazaya teslimi, ödeme 23 Temmuz'da ABD doları olarak yapılacaktır. 23 Nisan'da Spot döviz kuru (Liret 900/\$) \$ 0.001111, ihracat tutarı 9 milyon liret tutarında.

Doların liret karşısındaki değerinde bir düşmeye karşın önlem almak için, ihracatçı bir New York bankasından % 9 faizle 10.000 dolar borç alır. Borcu iskonto ettirir ve eline geçen 9.775 doları lirete çevirir (264).  $9775 \times 900 = 8.797.500$  liret elde eder ve İtalya'da % 4 faizle üç ay vadeli olarak bankaya yatırır. Yani üç ay sonra eline geçecek para 8.885.475 liret olacaktır (265).

23 Temmuz: İhracatçı 10.000 dolarlık çek alır. Bu parayı New York bankasından aldığı 10.000 dolarlık borcu kapatmak için kullanır. Üç aylık vade sonunda 8.885.475 liret elde eder.

Bu durumda ihracatçı işlemin başından beri eline geçecek liret miktarını tam olarak bilmektedir (8.885.475 liret). Bu korunmanın net maliyeti, ilk spot kuruna bağlı olarak % 9 faizli ABD doları borcunun bedeli ve % 4 faizli liret yatırımı arasındaki faiz farkı olan % 5 dir. Başlangıçta ihracat geliri 9.000.000 lirettir. İhracatçı işlemin sonunda 8.885.475 liret elde eder. Döviz riskine karşı korunmanın maliyeti 114.525 liret olmuştur. Bu bedel ihracat tutarının % 1.27'si eder. Bu maliyet üç aylık olduğu için yıllık % 5.08 olmaktadır. İhracatçı daha büyük risklere karşı korunmuş oluyor. Bununla birlikte eğer dolar değerinde lirete karşı daha az değer kazanırsa ihracatçının bundan kaybı olacaktır (266).

$$(264) \frac{10.000 \times 9 \times 3}{1.200} = 225 = 10.000 - 225 = 9.775 \text{ dolar}$$

$$(265) \frac{8.797.500 \times 3 \times 4}{1.200} = 87.975 = 87.975 + 8.797.500 = 8.885.475$$

(266) Rodriguez-Carter: a.g.e., s. 185-186.

Para piyasasında korumanın maliyeti kısımlara ayrılabilir. Aslında iki işlemde 23 Temmuz'da işlerlik kazanıyor. İhracat gelirleri lirete çevriliyor. Liret yatırımından elde edilen gelirler New York'taki borcu kapatmak için dolara çevriliyor. Her iki işlem de 23 Temmuz'daki spot döviz kurlarından yapılıyor. Aşağıdaki tabloda, İtalyan ihracatçısının para piyasasında korunmuş ihracat işleminin çeşitli durumlarda elde edeceği kazanç ve kayıpları göstermektedir (267).

	Durum A	Durum B	Durum C
1- Spot oranı: 23 Temmuz	\$ 0.001111	\$ 0.001222	\$ 0.001000
2- Spot Oranı: 23 Nisan	<u>0.001111</u>	<u>0.001111</u>	<u>0.001111</u>
3- ABD dolarının liret karşısında değer kazancı veya kaybı (-)	<u>-</u>	<u>-0.000111</u>	<u>+0.000111</u>
4- 3 aylık vade sonunda eline geçen (8.797.500)+(8.797.500 x 0.04 x 3/12 = 8.885.475 liret			
5- Eline geçen paranın dolara çevrilmesi (8.885.475 x 1 md)	\$ 9.873	\$ 10.860	\$ 8.885
6- Dolar olarak alınan borç	<u>10.000</u>	<u>10.000</u>	<u>10.000</u>
7- Para piyasasında önlem almanın kazancı veya kaybı (-) (5. md.-6. md)	\$ - 127	860	\$ - 1.115
8- İhracat gelirinin lirete çevrilmesinde kazanç ya da kayıp (-) (9.000.000 x 3. md)	-	- 1.000	\$ 1.000
9- Toplam maliyet	<u>\$ - 127</u>	<u>\$ - 140</u>	<u>- 115</u>

Toplam maliyetlerdeki farklar 23 Temmuz'daki spot kurlardaki değişik oluşumlardan kaynaklanmaktadır. Spot kurlar Durum A'daki gibi gerçekleştiği zaman yalnızca iskonto oranı kadar kayıp olmaktadır. Durum B'de liretin do-

lar karşısında değer kazanması durumunda ihracatçı yüzde 10'luk zarara karşı korunmakta, C durumunda görüldüğü gibi lirenin dolar karşısında değer kaybetmesi durumunda ihracatçı yüzde 10'luk bir ek kazanç olanağından yoksun kalmaktadır (268).

Sabit kurlar sisteminde koruma kararı sadece kısmi bir kayıp olasılığı varolduğu zaman verilir. Bu durum genellikle forward piyasada yüksek bir iskontoyla birlikte, yüksek bir devalüasyon ihtimalinin varolduğu dönemlerde ortaya çıkar (ihracatçı kazancı düşük daha az riski tercih eder) (269).

Bununla birlikte dalgalı döviz kurları sisteminde durum çok daha karmaşık olur. Sabit kurlar sisteminin aksine belirli dönemler süresince para birimlerinin karşılıklı değerlerindeki değişmelerin daha sık fakat küçük oranlarda olması kuvvetle muhtemeldir. Bu durumda büyük şirketlerin önlem kararlarını, geçmişten daha çok, şimdiki döviz kuru sistemleri altında büyük bir dikkatle düşünmeleri gerekir. Alternatif koruma kaynakları ve korumadan doğan kazanç ve kayıplar bu hesapların temel noktalarıdır. 1970'lerde Amerikan çok uluslu şirketlerinin çeşitli çalışmalarını bu davranışı doğrular. Bununla birlikte dış olayların rapor edilme gereksinimlerinde değişiklik olmuştur. Diğer taraftan eğer ABD'deki faiz değişimleri, dolardaki forward iskontodan daha büyükse, forward piyasa yaklaşımı daha çekici bir yöntem olmaktadır. Bir koruma yaklaşımı seçerken unutulmaması gereken bir başka durum da finansal raporlardan para piyasasında bir korunma yönteminin doğrudan bilançoda görülmesidir (270).

(268) Rodriguez-Carter: a.g.e., s. 189.

(269) A.g.e., s. 189.

(270) A.g.e., s. 189.

## 4621.12 Unhedging

Unhedging terimi, bir forward anlaşmanın vade süresi dolmadan satılmasını veya bir hedging uygulanmasının iptalini ifade eder. Forward anlaşmanın iptal edilemez bir şey olmadığı herkes tarafından kabul edilmeyebilir. Normal olarak piyasalarda, forward bir anlaşma, süresi içinde herhangi bir zamanda satılabilir. Hedging uygulamasına neden olan önemli sebep değişmişse (risk durumu ortadan kalkmışsa) veya hedgingi gereksiz kılan dış etkilere bağlı başka faktörler araya girmişse unhedging uygulanabilir (271).

Bir anlaşmayı vadesi dolmadan satmanın maliyeti, başlangıcından sonraki zamanlardaki piyasa güçleri tarafından belirlenebilir. Örneğin hedgingte korunulan, devallüasyon nedeni ortadan kalkmışsa, hedging devam ettirmek anlamsız olabilir. Faiz faktörleri de bu değişimde etkili olabilir (272).

## 4612.13 Dış Krediler

Bir ihracatçı, değerinin azalması beklenen yabancı para biriminden borç almayı ve yerel para birimi için alacaklarını forward satmayı düşünebilir. Vade sonunda o para biriminin geliri borçlanmayı karşılayacaktır. Yerel para birimi için alacakların spot satılması ve vadeli mevduata yatırılmasıyla meydana gelen faiz geliri borçlanma maliyetini azaltacaktır.

Örneğin: Bir Alman şirketi \$ 500.000 tutarında 6 aylık bir ihracat alacağına sahiptir. 6 ay için yıllık % 8 1/4 den aynı miktarda borç alır (273).

(271) Andreas Prindl: a.g.e., s. 75.

(272) A.g.e., s. 75-76.

(273) A.g.e., s. 76.

a) DM karşılığı 2.6150 den spot olarak \$ 500.000'ı satar. Getirisi (\$ 500.000 x 2.6150) DM 1.307.500

b) 6 aylık DM vadeli mevduatında kazanılan faiz (DM 1.307.500 x % 4 1/2 x 6/12) 29.419

c) DM geliri (a + b) 1.336.919

d) Dolardaki faiz masrafı = \$ 20.265 (\$ 500.000 x % 8 1/4 x 6/12) 53.584

Bu 6 ayın sonunda ödeneceğinden DM 2.5980'de (6 aylık forward'lar) eline geçecek tutar,

e) Muamele sonunda net kalan tutar DM 1.283.335

#### 4612.14 Dış Alacaklarda İskonto

Yabancı para birimi olarak gösterilen ihracat tutarı iskonto edilebilir. Bu tutarı iskonto eden bankalar net maliyet/gelirin bir karışımını uygular. Uygulanan faiz maliyeti bir forward anlaşmayla kazanılandan daha düşük veya yüksek olabilir. Bu uygulama döviz kontrolü uygulayan ülkelerde pek mümkün değildir (274).

Örneğin: Yukarıdaki Alman ihracatçı, ithalatçı üzerine yazılmış 6 aylık iskonto edilebilir \$ 500.000'lık alacağı sahiptir (275).

a) \$ 481094'a anlaşarak \$ 18.906 net faiz maliyetinde yıllık % 7 9/16 dan iskonto edilebilir.

$$(500.000 \times 7 \frac{9}{16} \times 6 : 1200 = 18.906)$$

(274) Andreas Prindl: a.g.e., s. 77.

(275) A.g.e., s. 77.

b) Dolar geliri 2.6150'de spot olarak satılır.

Ele geçen tutar (481.094 x 2.6150) DM 1.258.061

c) Muamelenin amacı döviz riskini azaltmak olduğunu ve paranın diğer amaçlar için gerekli olmadığını kabul ederek, yıllık % 4 1/2'e 6 aylık bir DM mevduat hesabına yatırılacaktır. Bunun getirdiği faiz.

(1258.061 x 4 1/2 x 6 : 1200 = 28.306) 28.306

Net kazanç DM 1.286.367

Bu tür muameleler şirketin bankasıyla yapılabilir.

4612.15 Ödemeye Kadar Satın Alınarak  
Mevduatta Tutulan Para Birimi

Yabancı para biriminde borçlanan ithalatçılar için benzer riskten korunma olanağı kendi para birimlerinde borç almak ve yabancı para biriminde spot satın almak için gelirleri kullanmak ve parayı mevduata yatırmaktır. Yine Almanya'ya yapılan \$ 500.000'lik bir ithalatı örnek olarak verebiliriz (276).

a) İthalatçı firma % 5 3/4'den 1.308.000 Mark borç alır.

b) Bu borç % 7 1/4 gelir getiren 6 aylık bir mevduat hesabına yatırılarak \$ 500.000 spot satın almak için kullanılır. Bu para \$ 18.125'lik faiz getirir.

(\$ 500.000 x % 7.25 x 6/12)

c) Faiz geliri 6 aylık forward kurdan satılarak vade sonunda geliri (\$ 18.125 x 2.5940) DM 47.016

(276) Andreas Prindl: a.g.e., s. 78.

d) DM kredisindeki faizin maliyeti	
(DM 1.308.000 x % 5 3/4 x 6/12)	37.605
e) Hedging muamelesindeki net kazanç	DM 9.411

İthalatçı, dolar borcunu, fatura tarihindeki spot kurundan DM 1.308.000'de deftere kaydeder. Yukarıdaki muameledeki kazanç, malların maliyetini Dm 1.298.589'a düşürecektir. Dolarları forward kurdan satın aldığından uygulama tarihindeki masraf DM 1.299.000 (\$ 500.000 x 2.5980) olmuştur.

#### 4612.2 Factoring

Factoring şirketleri önemli bir farkla ticari finansman şirketleri gibi aynı yönde faaliyet gösterirler. Factoring, şirketin bir işten alacaklarını belli bir iskonto ile satın alır. Eğer bir müşteri borcunu ödemezse factoring firmaları zarara uğrar. Factoring firmalarının riski yüksek olduğu için daha büyük iskonto oranları ile çalışırlar. Fakat alacakları satın alırken büyük ölçüde dikkatli davranır. Bazen ticari finansman şirketleri gibi factoring firmaları da stokların teminat olarak gösterilmesiyle alacaklar kadar borç para verebilir (277).

Genel olarak factoring firmaları küçük firmalar tarafından kullanılır. Büyük firmalar kredi ihtiyaçlarını ticari bankalar yoluyla finanse ederler. Firmalar genellikle factor kullanmadan kaçınırlar. Çünkü factoring genellikle ticari bankaların finanslamasından daha pahalıdır (278). Aynı zamanda hedging yöntemlerinden daha yüksek maliyetli bir yöntemdir (279).

(277) H. Koontz and Robert M. Falmer: "A practical introduction to Business", 1981, Richard D. Irwin, Inc. Third Edition. Homewood, Illinois, 60430, s. 165.

(278) A.g.e., s. 165.

(279) Andreas Prindl: a.g.e., s. 79.

Tahsil edilecek alacakların factoring kısa vadeli kredi almayla eşit değildir. Fakat tahsil edilecek hesaplarla borç almaya benzer. Factoring işlemi tekstil, halı, sanayi, spor malzemeleri, kimyasal maddeler ve oyuncak imalatı sanayiinde yaygın olarak kullanılır. Factoring sadece belirli sanayi kollarında kullanılmasına rağmen, Amerika'da tahsil edilecek hesapların yaklaşık 1/3'ü factoring kurumlarına veriliyor (280).

Bir factor ticari şirketlerin tahsil olunacak hesaplarını satın alan ticari bir kuruluştur. Factor genelde satın aldığı tahsil olunacak hesaplara bağlı olan tüm riskleri kabul etmektedir. Factoring başlangıçta tekstil malları satın alanlar tarafından tekstil sanayiinde başlamıştır. Amerika'da tahsil olunacak hesapların factoringinde çalışan 15 ya da 20 şirket vardır (281).

Genellikle factor hesabı, bir bankanın mevduat hesabına benzer. Factore ödeme yapılırsa ya da ödeme tarihi gelirse şirketin hesabına yatırılır. Şirket bu parayı gerektiğinde çekebilir. Genellikle şirketin hesapta olandan daha fazla nakit paraya ihtiyacı olacağı için, şirkete nakit para sağlamak amacıyla factor henüz tahsil olunmayan hesaplara karşı avans verir. Avanslar şirketin hesabına borç kaydedilir. Tahsilatlar ise alacak kaydedilir (282).

Factoringin maliyetini bir örnek yardımıyla açıklamaya çalışalım. Factor % 8'lik bir deposito, % 2'lik bir factoring komisyonu veriyor. Avanslara da % 1 (yılda % 12) bir faiz ödüyor. Firma defter değeri \$ 1.000 ve 30 günde ödenebilecek bir factor hesabına avans elde etmek isterse şirketin muamelesi aşağıdaki gibi olmaktadır (283):

(280) Lawrence J. Gitman: a.g.e., s. 363.

(281) A.g.e., s. 363.

(282) A.g.e., s. 365.

(283) A.g.e., s. 365.

Hesabın defter değeri	\$ 1.000
Eksi: Deposito (% 8 x \$ 1000)	80
Eksi: Factoring Komisyonu (% 2 x \$ 1.000)	<u>20</u>
Avans için fon	\$ 900
Eksi: Avans faizi (% 1 x \$ 900)	<u>9</u>
Net Ödenen	\$ 891

Factoring'in bazı şirketlerin ilgisini çeken birtakım avantajları vardır. Birincisi geri ödemeyi düşünmeksizin şirketlere tahsil olunacak hesapları, hemen nakit paraya çevirme olanağını veriyor. Factoringin başka bir avantajı da para akışının kesin olarak bilinmesidir. Hesaplarını factor eden bir şirket belli bir tarihte hesaplardan ne kadar para akışını sağlayacağını bilmektedir. Bu da para akışı planlamasını kolaylaştırmaktadır (284).

#### 4612.3. Leasing

Firmalar veya bireyler sık sık Leasing (kiralama) yoluyla sabit kıymetlere sahip olabiliyorlar. İnsanlar, evler, apartmanlar, hatta mobilyalar kiralayabiliyor. Firmalar mağazalar, bürolar, fabrika binaları veya depolar kiralanabiliyor. Son yıllarda bir işte kiralamak çok önemli bir yöntem olarak uygulanmaya başladı. Makinalar, daktilolar, fotokopiler, kompüterler ve otolar kiralanabilir duruma gelmiştir (285).

Bir şirket binaları veya teçhizatı nakit kaynaklarını kullanmaktan kaçınmak için kiralar. Aynı zamanda leasing maliyetleri vergiden düşülebilir masraflardır. Leasing bazen amortisman paylarından daha ucuz olabilir (286).

(284) Lawrence J. Gilman: a.g.e., s. 366.

(285) Harold Koontz and Robert M. Falmer: a.g.e., s. 174.

(286) A.g.e., s. 176.

Leasing normal olarak borç para olmadan daha yüksek maliyete sahiptir. Yeterli fona sahip bir firma varlıkları satın almayı tercih eder. Eğer amortisman olarak gelir vergisine karşı maliyetlerin bir kısmını yükleyebilirse bu genellikle doğrudur (287).

Leasing uygulamasının sakıncalarını şu şekilde sıralayabiliriz (288).

Malların kira anlaşmasının süresinin bitiminde değer artışı özellikle arsa ya da binalarda bulunmaktadır.

Bir leasing anlaşmasında kiracının genellikle mal sahibinin izni olmadan tamirat ya da düzeltme yapması yasaktır. Mülke sahip olsaydı bu zorluk olmayacaktı.

Eğer kiralayan (lessee) sonradan eskiyen bir malı kiralarsa malın geri kalan ömründe de kira ödemeleri yapması gerekir. Kiralanan malın kullanılması mümkün olmasa bile anlaşma gereği ödemeyi yapmak zorundadır. Birçok durumda kiralayan eskimiş malları kullanmaya devam etmek zorundadır. Çünkü parasını ödemektedir. Bu durum üretim maliyetlerini yükseltmesi nedeniyle firmanın rekabet gücünü zayıflatır.

Sermaye malları ihracında leasing yöntemi az kullanılan bir yöntemdir. Piyasa koşulları nedeniyle sermaye malları ihracatçısı kendi para birimiyle fatura almayabilir veya ithalatçının zayıf para birimini almak istemeyebilir. Malları son kullanan ithalatçının ülkesindeki bir kiralama şirketine doğrudan satmayı düşünebilir. Her iki durumda da döviz riskine sahiptir ve ihracatçıya hemen

(287) Harold Koontz and Robert M. Falmer: a.g.e., s. 175.

(288) Lawrence J. Gilman: a.g.e., s. 608.

ödeme yapılmaz. Bu durumlarda özellikle uzun vadeli anlaşmalarda forward koruma yönteminin uygulanmasının zor olacağını unutmamak gerekir (289).

Leasing son yıllarda ülkemizde de önem kazanmaktadır. Leasing uygulamasının yatırımlara kolaylık getireceği ifade edilirken genel yatırım içinde % 3'lük bir paya ulaşmasının ekonomik büyümeye 1 puan etki edeceği savunulmaktadır (290).

Çeşitli ülkelerde Leasing'in yatırımlara oranı şu şekildedir (291).

<u>Ülke</u>	<u>Yatırımda Leasing Oranı (%)</u>
ABD	28
Federal Almanya	7
Fransa	9
Danimarka	5
Norveç	9,8
Genel Ortalama	12

Dünya'da Lease edilen yatırım mallarının 1984'te toplam tutarı 40 milyar dolardır.

Türkiye'de öne sürülen Leasing önerilerini şu şekilde sıralayabiliriz (292):

- Leasing'i yatırım bankaları ve özel kuruluşlar yapabilmeli,
- Merkez Bankası denetimi olmalı (Türk uzmanlar),
- Merkez Bankası denetimi olmamalı (Yabancı uzmanlar,

(289) Andreas Prindl: a.g.e., s. 79.

(290) "Leasing'in yatırımlardaki payı % 3'e çıkarsa ekonomik büyüme 1 puan artar", Dünya Gazetesi, 21 Ocak 1985, Sayı: 10556-720, s. 1-7.

(291) A.g.e., s. 1-7.

(292) A.g.e., s. 1-7.

- Yasada mutlaka tarif yapılmalı,
- Leasing süresi en az 4 yıl olmalı,
- Leasing şirketi bir finansman şirketi sayılmalı,
- Leasing şirketi, mutlaka anonim şirket olmalı,
- Ticari bankalar leasing yapmamalı,
- Leasing yabancı sermayeye açık olmalı,
- Leasing şirketi ticari mevduat toplayabilmeli,
- Leasing şirketi tahvil çıkarabilmeli, kiralayan masraf gösterebilmeli,
- Leasing edilen mal teşvik kapsamına alınmalı,
- Teşvik kiracıdan, kiralayana aktarılabilirmeli,
- K.D.V. uygulanmamalı,
- Kiranın ödenmemesi durumunda, kiralayan şirket makinaya el koyabilmelidir.

#### 4612.4. Döviz Riski Garantileri

Banka görevi yapan ve döviz piyasasının yönlendirilmesinde etkili olan finansman kuruluşlarının ne mükemmel, ne de uzun vadeli olmamasından dolayı, harici hedging yöntemlerinin yukarıda belirtilen geniş kullanım alanı bile, her olaydan korunmayı sağlamaz. Bu nedenle birkaç ülke ihracatçıların esneklik gücüne katkıda bulunmak için döviz riski garanti programları düzenlemişlerdir. Örneğin Japonya 1975'de, ihracat anlaşmasında öngörülen yabancı para birimine, anlaşma imzalandıktan sonra Yen'e karşı % 3 veya daha fazla değer kaybına uğradığında ihracatçıya uğradığı zararlar için sigortalayan bir uygulamaya başlamıştır. Bu sigorta tarafından korunan para birimleri, Sterlin, Fransız Frangı, Alman Markı ve ABD Dolarıdır.

Sigorta 2-15 yıllık bir zaman için uçak, gemi, lokomotif, vagon ve başka belirli sanayi mallarını kapsayan anlaşmalara uygulanabilir. İsviçre Dış Ticaret Bakanlığı da 1974'de benzer bir uygulama yapmıştır (293).

Bu programlar genellikle sanayi malları ihracatçılarının uzun vadeli anlaşmalarla satış yaptığı ve geleneksel kısa vadeli hedging yöntemlerinin kullanışlı ve uygun olmadığı, para birimleri güçlü ülkelerde uygulanır (294).

---

(293) Andreas Prindl: a.g.e., s. 79.

(294) A.g.e., s. 79-80.

## 5. SONUÇ

Uluslararası ticaretin ve rekabetin bir hayli arttığı son yıllarda, hükümetlerin firmaları yasalarla desteklediklerini görmekteyiz. Bu doğrultuda önem kazanan döviz riski, ülkeleri yeni yöntemler geliştirmeye zorlamakta olup, uluslararası alanda faaliyet gösteren firmalara bu konuda daha fazla önem verilmesini zorlamaktadır.

Ülkemizde de son yıllarda uygulanan kalkınma politikası nedeniyle, yapılan ithalat ve ihracatın kalkınma göstergesi olarak sayılabileceği tezi savunularak dış ticarete verilen önemin arttığını görmekteyiz.

Bu doğrultuda uygulanan döviz kuru faaliyetleri, yarar ve sakıncaları açıklanmaya gayret edilmiştir. Uluslararası alanda geniş ölçüde uygulanan döviz riskine karşı korunma yöntemleri yarar ve sakıncalarıyla örnekler verilerek açıklamaya çalışılmıştır. Bu alanda ülkemizde olan uygulamalar da açıklanmaya çalışılarak yeni öneriler getirilmeye özen gösterilmiştir.

Sonuç olarak, döviz riskine karşı korunma yöntemlerinin, bilimsel olarak uygulanması ve geliştirilmesinin, gerek firmalar açısından, gerekse ülke ekonomisi açısından yararlı olacağı söylenebilir.

## YARARLANILAN KAYNAKLAR

- Albayrak, Turgut: "Kur Garantili Anadolu Sanayicisinin Sorunları", Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Yıl: 19, Sayı: 9, Eylül-1982.
- Alkin, Erdoğan: "Turkey's International Economic Relations", University of İstanbul, Güryay Matbaası, İstanbul, 1982.
- Alkin, Erdoğan: "Uluslararası Ekonomik İlişkiler", İstanbul İktisat Fakültesi No: 478, Güryay Matbaası, 1981.
- Altuğ, Osman: "Maliyet Muhasebesi, İlkeler ve Uygulamalar", 2. Baskı, M.Ü. Nihad Sayar Yayın ve Yardım Vakfı Yayınları, No: 388/622, İstanbul, 1984.
- Akgüç, Öztin: "Finansal Yönetim", 2. Baskı, İstanbul Üniversitesi Yayınları, Sermet Matbaası, İstanbul, 1979.
- Akgüç, Öztin: "Dışsatım Hangi Koşullarda Yararlı", Rapor Gazetesi Türk Basını Köşesi, 14 Ocak 1985.
- Aren, Sadun: "Para ve Para Politikası", Gül Matbaası, Gerçek Yayınevi, İstanbul, 1984.
- Arsdell, Paul M. Van: "Corporation Finance Policy, Planning Administration", The Ronald Press Company, New York, 1968.
- Artun, Tuncay: "Türkiye'de Bankacılık", Özyılmaz Matbaası, Tekin Yayınevi, Ankara, 1983.
- Bağrıaçık, Atilla: "Uluslararası Ekonomik İlişkiler", Hüsnütabiat Matbaası, İstanbul, 1979.

Bakır, Pınar: "Finansal Yönetim", M.Ü. Nihad Sayar Yayın ve Yardım Vakfı Yayınları, No: 339/633, Venüs Ofset, İstanbul, 1985.

Balassa, Bela: "Outward Orientation and Exchange Rate Policy in Developing Countries-The Turkish Experience", Reprinted with Permission from the Middle East Journal (Summer-1983) World Bank Series: Number: 266.

Balassa, B.-Kazgan, G.-Kurdaş, K.: "The Role of Exchange Rate Policy in Achieving the Outward Orientation of the Economy-11", Meban Capital Markets Research Center, İstanbul, 1981.

Bali, O. Orhan: "Yatırımların ve İhracatın Teşviki ve Kredilendirilmesi", Gürsoy Matbaacılık Sanayii, Ankara, 1977.

Başbuğ, Faik Y.-Koç, Mustafa: "Karapara", Doyuran Matbaası, Tekin Yayınevi, Ankara, 1981.

Başbuğ, Faik Y.: "Türk Banka İşletmeciliği", Arpaz Matbaacılık Tesisleri, Eğitim Yayınları, İstanbul, 1979.

Başbuğ, Faik Y.: "Çağın Kördüğümü Bankacılık", Dünya Gazetesi, Sayı: 10567-747, (22 Şubat 1985)

Baysal, Kubilay: "Uluslararası Petrol Sorunları", Sermet Matbaası, Ar Yayın Dağıtım, İstanbul, 1982.

Boratav, K.-Keyder, Ç.-Pamuk, Ş.: "Krizin Gelişimi ve Türkiye'nin Alternatif Sorunu", Yelken Matbaası, Kaynak Yayınları, İstanbul, 1984.

Bulutoğlu, Kenan: "Türkiye'de Özel Kesimin Dış Borçlanması Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Yıl: 21, Sayı: 10 Ekim 1984.

Bulutoğlu, Kenan: "Türkiye'de Özel Kesimin Dış Borçlanması-11", Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Yıl: 21, Sayı: 11 Kasım 1984.

Cagan, P.-Lipsey, R.E.: "The Financial Effects on Inflation", Mass: Published for National Bureau of Economic Research by Ballinger Pub. Co., Cambridge, 1978.

Çarıkçı, Emin: "Yarı Gelişmiş Ülkelerde ve Türkiye'de Sanayileşme Politikaları", Erk Matbaası, Turhan Kitabevi, Ankara, 1983.

Cansen, Ege: "Konvertibiliteye Doğru", Hürriyet Gazetesi, Yıl: 37, Sayı: 13201, 13 Ocak 1985.

Chacholiades, Miltiades: "International Monetary Theory and Policy", Tosho Printing Co. Ltd. McGraw-Hill International Book, Co., Tokyo, 1982.

Çınar, Doğan: "Neden Dış Kredi", Hürriyet Gazetesi, Yıl: 37, Sayı: 13306, 24 Nisan 1985.

Committee, Thomas C.: "Managerial Finance for the Seventies", McGraw-Hill Series in Finance, New York, 1972.

Davarth, E.-Alkin, E.-Balassa, B.-and others: "The Role of Exchange Rate Policy in Achieving the Orientation of the Turkish Economy", Tunç Matbaacılık Meban Securities, İstanbul, 1981.

Dunu, Kenneth W.: "The Game of the Rules of the Game Reform and Evaluation in the International Monetary System", The University of Chicago Press, Chicago, 1982.

"Enflasyonla Mücadele Dengeli Büyümeyle Mümkün", Dünya Gazetesi, Sayı: 10566-717, 17 Ocak 1985.

Erdem, Kaya: "Kilit Mesele Enflasyonu Düşürmek ve Ödemeler Dengesini Sağlamaktır", Rapor Gazetesi, 17 Ocak 1985.

Erdost, Cevdet: "Sermayenin Uluslararasılaşması ve Teknoloji Transferi", Sevinç Matbaası, Savaş Yayınevi, Ankara, 1982.

Esen, Aydın: "Döviz Kredileri", Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, No: 133, Konferanslar Serisi, No: 41, Sevinç Matbaası, Ankara, 1984.

Feyyat, Hakan: "Prefinansman Kredilerinin Maliyeti Yüzde 70'e Yaklaştı", Dünya Gazetesi, Sayı: 10567-1299, 23 Şubat 1985.

Fleming, Aleksandr: "Private Capital Flow to Developing Countries and Their Determination: Historical Prospects", World Bank Staff Working Paper, No: 484, Washington, 1981.

Freidman, Milton: "The International Monetary System", Edited, Lawrence H. Officer, Thomas D. Willet, Modern Economic Issues, Prentice-Hall, Inc. Englewood Cliffs, New Jersey, 1969.

Gitman, Lawrence J.: "Principles of Managerial Finance", Harper and Row Publishers, New York, 1982.

Gönenli, Atilla: "İşletmelerde Finansal Yönetim", İstanbul Matbaası, Finans Enstitüsü Yayınları, İstanbul, 1979.

Grubel, Herbert G.: "International Monetary System" Penguin Books, Ringwood, 1970.

Halm, George N.: "A Guide to International Monetary Reform", Lexington Books, London, 1975.

Hatiboğlu, Z.-Gürsoy, C.T.: "Maliyet ve Yönetim Muhasebesi", Bilmen Basımevi, Akif Büro Basım Organizasyon Yayınları, İstanbul, 1979.

Hays, R.D.-Korth, C.-Raucher, R.: "International Business", Prentice-Hall, Inc. New Jersey, 1972.

Heller, H. Robert: "International Monetary Economics", Prentice-Hall, Inc. Englewood Cliffs, New Jersey, 1974.

Hiç, Mükerrerem: "Para Teorisi", Sermet Matbaası, Ar Yayın Dağıtım, İstanbul, 1982.

I.M.F.: "Annual Report on Exchange Arrangements and Restrictions", Washington, 1981.

I.M.F.: "Exchange Arrangements and Exchange Restrictions", Washington, 1983.

"İthalata İlişkin Hükümler", Resmi Gazete, Sayı: 18457, 13 Temmuz-1984, Başbakanlık Devlet Matbaası, Ankara.

"İhracat Rejimi Kararı", Resmi Gazete, Sayı: 18606 15 Aralık-1984, Başbakanlık Devlet Matbaası.

"İthalat Yönetmeliği": Rapor Gazetesi, 31 Aralık 1984.

- Johnson, Robert W.: "Financial Management", Allynand Bacon Inc., Boston, 1979.
- Kahraman, Mehmet: "GATT Anlaşması Teşvik Sistemini Değiş-tirmeyecek", Dünya Gazetesi, Sayı: 10567-1235, 8 Mart 1985.
- Kalaycıoğlu, Sema: "Esnek Kur Sistemi ve Türkiye Uygulama-sı", Fatih Yayınevi Matbaası, Akademik Kitaplar Serisi, İstanbul, 1983.
- Karlık, Rıdvan: "Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları", Taştan Matbaası, Ekonomik Yayınlar Dizisi, İstanbul, 1983.
- Karakoyunlu, Erdoğan: "Yabancı Yatırımcılar Türkiye Paza-rını Test Etme Aşamasında", Dünya Gazetesi, Sayı: 10566-721, 22 Ocak 1985.
- Kazgan, Gülten: "Uluslararası Ekonomi", Yalkın Ofset Mat-baası, İstanbul, 1972.
- Kızılyallı, Hüsnü: "Dünyada ve Türkiye'de Orta Vadeli Kre-diler", Divan Matbaacılık Tesisleri, İstan-bul, 1978.
- Kolde, Endel J.: "International Business Enterprise" Pren-tice Hall, Inc. Englewood Cliffs, New Jer-sey, 1973.
- Kocaimamoğlu, Sururi: "Bankacılık Ansiklopedisi", Doğuş Matbaası, T. İş Bankası Kültür Yayınları, Ankara, 1983.
- Koontz H. and Fulmer, Robert M.: "A Practical Introduction to Business", Third Edition, Homewoods, Illinois. 60430. Richard D. Irwin. Inc. 1981.

Kölemezli, Murtaza: "Banka Kredileri", Karınca Matbaası, 2. Baskı, İzmir, 1983.

Köse, Halil: "Madencilik Riskli Bir Yatırım Alanı mıdır?", Dünya Gazetesi, Sayı: 10567-748, Madencilik İlavesi, 22 Şubat 1985.

Kumbaracıbaşı, Onur: "Dış Ticaret Teorisi ve Uluslararası Ekonomi", Kalite Matbaası, Ankara, 1976.

Lessard, Donald R.: "International Financial Management", Warren, Gorham and Lamont, Fourth Printing, New York, 1982.

Mashayekhi, Afsanah: "Shadow Prices for Project Appraisal in Turkey", World Bank Staff Working Paper, No: 392, Washington, 1980.

Monreo, Wilbur F.: "International Monetary Reconstruction", Lexington Books, London, 1974.

Morgil, Orhan: "Türkiye Ekonomisinde İhracatın Önemi, İhracatta Son Durum, Karşılaşılan Sorunlar, Çözüm Önerileri", Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Yıl: 22, Sayı: 4, 4 Nisan 1985.

Mortan, Kenan: "İhracat Rejimi Açıklanırken", Rapor Gazetesi, 18 Aralık 1985.

O'bannon, Helen B.-Bond, David E.-Shearer R.A.: "Money and Banking, Theory, Policy and Institutions", Harper and Row Publishers, New York, 1975.

Öksüz, Suat: "Türkiye'de Para ve Dış Denge", E.İ.T.İ.A. Kütahya Yönetim Bilimleri Fakültesi, Eskişehir, 1980.

"Özal Mutfaktaki Enflasyonu İthalatla Düşürmek İstiyor",  
Rapor Gazetesi, Bölüm-11, 15 Ocak 1985.

Polakoff, Murray E. Durkin, Thomas A. and Others: "Financial Institutions and Markets", Houghton Mifflin Co., New Jersey, 1981.

Prindl, R. Andreas: "Foreign Exchange Risk" A Wiley-Interscience Publication, New York, 1976.

Rodriguez R.M.-Carter A. Eugene: "International Financial Management", Prentice-Hall, Inc., New Jersey, 1979.

Sarıkamış, Cevat: "Sermaye Pazarları", Fatih Matbaası, İstanbul Üniversite Kitabevi, İstanbul, 1980.

Seyidoğlu, Halil: "Uluslararası İktisat", Olgaç Matbaası, Turhan Kitabevi Yayınları, Ankara, 1978.

Sönmez, Mustafa: "Türkiye Ekonomisinde Bunalım", Kardeşler Matbaası, Belge Yayınları, İstanbul, 1980.

Triffin, Robert: "International Reserves Exchange Rates and developing Finance", Edited, Norman C. Miller, Lexington Books, London, 1982.

Turan, Gül Günver: "Uluslararası Para Sistemi", Tisa Matbaası, T. İş Bankası Kültür Yayınları, Ankara, 1980.

Türkcan, E.-Berksoy, T.-Kuruç, B.: "IMF İstikrar Politikaları ve Türkiye", Ankara Basım Sanayii, Savaş Yayınevi, Ankara, 1982.

Uçar, Şahin: "Prefinansman Kredili Sanayi Ürün İhracatında İstisna Uygulaması", Dünya Gazetesi, Sayı: 10566-710, 9 Ocak 1985.

Uras, T. Güngör: "Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları",  
Formül Matbaası, İktisadi Yayınlar Ltd.  
Şti., İstanbul, 1979.

Yaşa, Memduh: "İktisat Maliye ve Politika", Nur Ofset Mat-  
baası, İ.Ü. İktisat Fakültesi, İstanbul,  
1982.

"Yatırım Finansman Kredileri Faizleri ile Kur Farkları Gi-  
der Gösterilebilecek", Dünya Gazetesi,  
Sayı: 10566-726, 28 Ocak 1985.

Yeager, Lenald B.: "International Monetary Relations  
Theory, History and Policy", Harper and Row  
Pub., New York, 1976.

Yozgat, Osman: "İşletme Yönetimi", İ.İ.T.İ.A. Nihad Sayar  
Yayın ve Yardım Vakfı Yayınları, Nr. 507,  
Met/er Matbaası, İstanbul, 1978.

"1985 Yılı İthalat Rejimi Kararı ve İthalat Yönetmeliği",  
Resmi Gazete, Sayı: 18619, 28.12.1984,  
Başbakanlık Devlet Matbaası, Ankara.