

T.C

SELÇUK ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İŞLETME ANABİLİM DALI

MUHASEBE FİNANSMAN BİLİM DALI

**DÖVİZ KURU DEĞİŞİMLERİNİN FİRMA PERFORMANSINA ETKİSİ:
TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

DERYA ÇÜRÜK

YÜKSEK LİSANS TEZİ

DANIŞMAN

DOÇ. DR. MELEK ACAR BOYACIOĞLU

KONYA-2015



T. C.
SELÇUK ÜNİVERSİTESİ
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü



Bilimsel Etik Sayfası

Öğrencinin	Adı Soyadı	Derya Çürük		
	Numarası	124227031010		
	Ana Bilim / Bilim Dalı	İşletme/Muhasebe Finansman		
	Programı	Tezli Yüksek Lisans <input checked="" type="checkbox"/>	Doktora	<input type="checkbox"/>
Tezin Adı	Döviz Kuru Değişimlerinin Firma Performansına Etkisi: Türkiye Örneği			

Bu tezin proje safhasından sonuçlanmasına kadarki bütün süreçlerde bilimsel etiğe ve akademik kurallara özenle riayet edildiğini, tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu, ayrıca tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada başkalarının eserlerinden yararlanılması durumunda bilimsel kurallara uygun olarak atıf yapıldığını bildiririm.

Derya Çürük
(İmza)



T. C.
SELÇUK ÜNİVERSİTESİ
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü



Yüksek Lisans Tezi Kabul Formu

Öğrencinin	Adı Soyadı	Derya Çürük		
	Numarası	124227031010		
	Ana Bilim / Bilim Dalı	İşletme/Muhasebe Finansman		
	Programı	Tezli Yüksek Lisans <input checked="" type="checkbox"/>	Doktora	<input type="checkbox"/>
	Tez Danışmanı	Doç. Dr. Melek Acar Boyacıoğlu		
Tezin Adı	Döviz Kuru Değişimlerinin Firma Performansına Etkisi: Türkiye Örneği			

Yukarıda adı geçen öğrenci tarafından hazırlanan Döviz Kuru Değişimlerinin Firma Performansına Etkisi: Türkiye Örneği başlıklı bu çalışma 04/09/2015 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda oybirliği ile başarılı bulunarak, jürimiz tarafından yüksek lisans tezi olarak kabul edilmiştir.

Danışman ve Üyeler

İmza

Doç. Dr. Melek Acar Boyacıoğlu

Doç. Dr. Mikail Altan

Prof. Dr. Raif Parlakkaya

ÖNSÖZ

Günümüzde küreselleşmenin artması ile birlikte yaşamakta olan değişim, ekonomi alanını da belirgin bir şekilde etkilemektedir. Küresel düzeyde yapılan mal ve hizmet alışverişi, ülkeleri birbirine bağlamakta ve bir ülkede meydana gelen değişim, diğer ülkeleri de etkilemektedir. Ülkeler arası ekonomilerin böyle birbirleri ile ilişkileri, oluşan fiyatların da değişmesine neden olmaktadır. Ekonomideki en önemli fiyatlardan biri de döviz kurudur.

Döviz kurundaki değişimlerin firmalar üzerindeki etkilerini inceleyen birçok çalışma yapılmıştır, ancak söz konusu çalışmaların sonucunda tatmin edici ilişkiler kurulamamıştır. Çalışmalarda kullanılan değişkenlerin hangilerinin söz konusu etkiyi daha iyi açıkladığı konusunda fikir birliği olmadığı gibi firma performansı üzerindeki tüm etkileri bir araya getirerek, açıklayacak tek bir model oluşturmak da güçtür. Bu bağlamda bu çalışmada etkisi daha çok olabilecek değişkenleri bir araya getirerek, döviz kuru değişimlerinin firmaların performansına nasıl yansıdığı ölçülmüştür.

Bu bilgiler ışığında Borsa İstanbul 100 endeksinde 2006 yılından 2014 yılına kadar işlem gören 42 şirketin finansal verileri ve faaliyet raporları incelenmiş ve döviz kuru değişiminin firma performansı üzerine etkisi olup olmadığı araştırılmıştır. Bu araştırmanın bulguları firmalara ve yatırımcılara yol gösterici olmakla beraber, döviz kuru değişimlerinden oluşabilecek riskleri de kontrol altına alabilmeleri konusunda yardımcı olacak niteliktedir.

Çalışmanın her aşamasında desteğini esirgemeyen danışman hocam Doç. Dr. Melek ACAR BOYACIOĞLU'na teşekkürü bir borç bilirim.

Eğitim hayatım boyunca maddi ve manevi desteklerini benden hiç esirgemeyen ve her zaman yanımda olan aileme sonsuz şükranlarımı sunarım.



T. C.
SELÇUK ÜNİVERSİTESİ
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü



Öğrencinin	Adı Soyadı	Derya Çürük	
	Numarası	124227031010	
	Ana Bilim / Bilim Dalı	İşletme / Muhasebe Finansman	
	Programı	Tezli Yüksek Lisans <input checked="" type="checkbox"/>	Doktora <input type="checkbox"/>
	Tez Danışmanı	Doç. Dr. Melek Acar Boyacıoğlu	
Tezin Adı		Döviz Kuru Değişimlerinin Firma Performansına Etkisi: Türkiye Örneği	

ÖZET

Ulusal paranın yabancı para cinsinden değeri şeklinde tanımlanan döviz kurları önceleri uluslararası mal ve hizmet alım satımlarına göre belirlenirken, teknolojinin gelişmesi sonucunda para piyasaları kurların ayarlanmasında daha etkin hale gelmiştir. Bu bakımdan küreselleşme ile ekonomik belirsizliklerin arttığı bir ortamda ekonomideki en önemli gösterge ve fiyatlardan biri döviz kuruudur. Bu çalışmanın amacı, döviz kurundaki değişimlerin firma performansı üzerindeki etkisini ortaya koymaktır. Bu bağlamda Borsa İstanbul 100 Endeksi'nde 2006-2014 yılları arasında işlem gören imalat ve ticaret sektörlerinde faaliyet gösteren 42 firma seçilmiştir. Yıllık reel döviz kuru endeksindeki değişimler hesaplanmıştır. Piyasa performansının ölçülmesi için firmaların faaliyet raporlarından aktif ve özsermaye karlılıkları, kullanılan net kaynağın getirileri ve hisse senedi getirileri hesaplanmıştır. Tahmin yöntemi olarak ise panel veri analizi kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda reel döviz kuru endeksindeki değişimin aktif karlılığına, öz sermaye karlılığına ve kullanılan net kaynağın getirisine istatistiksel olarak anlamlı etkisinin olmadığı bulgusuna ulaşılmıştır. Ancak, reel döviz kuru endeksindeki değişimin hisse senedi getirisi üzerinde pozitif anlamlı etkisinin olduğu görülmüştür.



T. C.
SELÇUK ÜNİVERSİTESİ
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü



Öğrencinin	Adı Soyadı	Derya Çürük		
	Numarası	124227031010		
	Ana Bilim / Bilim Dalı	İşletme / Muhasebe Finansman		
	Programı	Tezli Yüksek Lisans <input checked="" type="checkbox"/>	Doktora	<input type="checkbox"/>
	Tez Danışmanı	Doç. Dr. Melek Acar Boyacıoğlu		
	Tezin İngilizce Adı	Effect of Foreign Exchange Rate Changes to the Firm Performance: The Case of Turkey		

SUMMARY

Exchange rate, which is defined as the value of national currency in terms of foreign currency, used to be determined on the basis of international goods and services trade; however, with the development of technology, money markets became more effective in the determination of exchange rates. In this respect, foreign exchange rate is one of the most critical indicators in economy in the current global economic environment, where uncertainties have increased. This study aims to explain the effects of changes in foreign exchange on the performance of firms. In this context, 42 companies were selected which were in operation in Istanbul Stock Exchange 100 Index and traded in the manufacturing and trade sectors between the years 2006-2014. Annual changes in real exchange rate index were calculated. To measure the market performance, the profitability of assets and equity, revenues from the net resources used and returns on equity were calculated from the annual reports of the companies. The panel data analysis was used as the method of estimation. In conclusion, it was found that changes in the real exchange rate did not have a statistically significant effect on return on assets, return on equity and return on net resources used. However, it was shown that changes in real exchange rate index had a positive and significant effect on stock returns.

İÇİNDEKİLER

BİLİMSEL ETİK SAYFASI	İ
YÜKSEK LİSANS TEZİ KABUL FORMU.....	İİ
ÖNSÖZ.....	İİİ
ÖZET	İV
ABSTRACT.....	V
İÇİNDEKİLER	VI
TABLolar LİSTESİ	XII
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	XIV
KISALTMALAR CETVELİ	XV
GİRİŞ.....	1
LİTERATÜR TARAMASI	3
1.1. DÖVİZ KURUNUN TANIMI VE TÜRLERİ.....	11
1.1.1. DÖVİZ KURUNUN TANIMI	11
1.1.2. DÖVİZ KURUNUN TÜRLERİ.....	12
1.1.2.1. NOMİNAL DÖVİZ KURU	12
1.1.2.2. REEL DÖVİZ KURU.....	12
1.1.2.3. SPOT KUR.....	13
1.1.2.4. FORWARD KUR.....	14
1.1.2.4. ÇAPRAZ KUR.....	14

1.2. DÖVİZ KURU SİSTEMLERİ	14
1.2.1. ALTIN STANDARDI SİSTEMİ.....	15
1.2.2. BRETTON-WOODS SİSTEMİ	16
1.2.3. SERBEST DEĞİŞKEN KUR SİSTEMİ.....	19
1.3. DÖVİZ PİYASALARI	20
1.3.1. DÖVİZ PİYASALARININ FONKSİYONLARI.....	22
1.3.1.1. KREDİ SAĞLAMA.....	22
1.3.1.2. SATIN ALMA GÜCÜ TRANSFERİ.....	22
1.3.1.3. DÖVİZ RİSKLERİNİ ÖNLEME	23
1.3.1.4. DIŞ TİCARET DENGESİNİN KURULMASINA YARDIM.....	23
1.3.2. DÖVİZ PİYASALARININ ÖZELLİKLERİ	24
1.3.3. DÖVİZ PİYASALARININ İŞLEYİŞİ	25
1.3.4. DÖVİZ PİYASALARINDA FAALİYET GÖSTEREN KİŞİ VE KURULUŞLAR...26	
1.3.4.1. MERKEZ BANKASI	26
1.3.4.2. BANKALAR	28
1.3.4.3. DIŞ TİCARET VE DIŞ YATIRIM İŞLEMLERİ YAPAN KİŞİ VE KURULUŞLAR.....	29
1.3.4.4. SPEKÜLATÖRLER	29
1.3.4.5. ARBİTRAJCILAR	30
1.3.4.6. ENFLASYONDAN KORUNMAYA ÇALIŞAN KÜÇÜK TASARRUF SAHİPLERİ	31

1.3.4.7. DÖVİZ BROKERLERİ	31
1.3.4.8. FİXİNG	32
1.3.4.19. DİREKT DEAL	32
1.3.5. DÖVİZ PİYASALARININ TÜRLERİ	33
1.3.5.1. SPOT PİYASALAR	33
1.3.5.2. VADELİ PİYASALAR	33
1.3.6. TÜRKİYE'DEKİ DÖVİZ PİYASALARI	34
1.4. DÖVİZ KURU DEĞİŞİMİNİ ETKİLEYEN UNSURLAR VE NEDENLERİ	37
1.4.1. ÖDEMELER DENGESİ.....	37
1.4.2. ENFLASYON	38
1.4.3. FAİZ ORANLARI.....	38
1.4.4. PARA VE MALİYE POLİTİKALARI.....	39
1.4.5. SERMAYE HAREKETLERİ	39
1.4.6. EKONOMİK BÜYÜME.....	40
1.4.7. PİYASA BEKLENTİLERİ	40
1.4.8. POLİTİK VE SOSYAL ETMENLER	40
1.5. DÖVİZ KURLARININ TAHMİN EDİLMESİ TEMEL PARİTE KOŞULLARI	41
1.5.1. ARBİTRAJ VE TEK FİYAT YASASI.....	43
1.5.2. SATIN ALMA GÜCÜ PARİTESİ (PURCHASING POWER PARITY)	44
1.5.2.1. MUTLAK SATIN ALMA GÜCÜ PARİTESİ.....	46

1.5.2.2. NİSBİ SATIN ALMA GÜCÜ PARİTESİ.....	47
1.5.3. FAİZ ORANI PARİTESİ.....	49
1.5.4. FISHER ETKİSİ.....	50
1.5.4.1. GENİŞLETİLMİŞ FİŞHER ETKİSİ.....	51
1.5.4.2. ULUSLARARASI FİŞHER ETKİSİ.....	53
1.6. DÖVİZ KURU RİSKİ VE KUR ETKİSİNE AÇIKLIK.....	54
1.6.1. DÖVİZ KURU RİSKİNİN ETKİ ALANLARI.....	56
1.6.1.1. DIŞ TİCARETTE KUR RİSKİ.....	56
1.6.1.2. BANKACILIK FAALİYETLERİNDE KUR RİSKİ.....	57
1.6.1.3. ÇOK ULUSLU ŞİRKETLERDE KUR RİSKİ.....	57
1.6.2. DÖVİZ KURU RİSKİNİN FİRMALAR ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ.....	58
1.6.2.1. İŞLEM ETKİSİ.....	58
1.6.2.2. EKONOMİK ETKİ.....	59
1.6.2.3. MUHASEBE ETKİSİ.....	63
1.6.2.3.1. CARİ ORAN YÖNTEMİ.....	70
1.6.2.3.2. PARASAL VE PARASAL OLMAYAN YÖNTEM.....	70
1.6.2.3.3. CARİ VE CARİ OLMAYAN YÖNTEM.....	71
1.6.2.3.4. GEÇİCİ YÖNTEM.....	71
1.7. FİRMALARIN DÖVİZ KURU RİSKİNE KARŞI TUTUMLARI.....	75
2.1. DÖVİZ KURU ETKİLERİNDEN KORUNMA.....	79

2.1.1. KORUNMA KAVRAMI.....	79
2.1.2. KORUNMA POLİTİKASI.....	80
2.1.3. KORUNMA ORANI.....	80
2.1.4. KORUNMA MALİYETİ.....	80
2.2. DÖVİZ KURU ETKİLERİNDEN KORUNMA YÖNTEMLERİ.....	81
2.2.1. FİRMA İÇİ KORUNMA YÖNTEMLERİ.....	81
2.2.1.1. EŞLEŞTİRME.....	81
2.2.1.2. ÇAKIŞTIRMA.....	83
2.2.1.3. NAKİT AKIŞ ZAMANLAMASI.....	86
2.2.1.4. PARA PİYASALARI YOLUYLA KORUNMA.....	87
2.2.1.5. DÖVİZ SEPETLERİ.....	88
2.2.1.6. KAYNAK YÖNETİMİ.....	89
2.2.1.7. ULUSAL PARA İLE FATURALANDIRMA.....	90
2.2.1.8. YENİDEN FATURALANDIRMA MERKEZLERİ.....	91
2.2.1.9. PAZARLAMA VE ÜRETİM YÖNETİMİ TEKNİKLERİ KULLANARAK KORUNMA TEKNİKLERİ.....	92
2.2.2. FİRMA DIŞI KORUNMA TEKNİKLERİ.....	96
2.2.2.1. FORWARD SÖZLEŞMELERİ.....	96
2.2.2.2. FUTURES SÖZLEŞMELERİ.....	100
2.2.2.3. OPSİYON SÖZLEŞMELERİ.....	105
2.2.2.4. SWAP SÖZLEŞMELERİ.....	108

2.3. RİSK YÖNETİM PROGRAMI YAPMAK.....	113
3.1. FİRMA PERFORMANSINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER.....	116
3.1.1. HİSSE SENEDİ GETİRİSİ.....	117
3.1.2. VARLIKLARIN GETİRİSİ.....	117
3.1.3. ÖZSERMAYENİN GETİRİSİ.....	117
3.1.4. KULLANILAN NET KAYNAĞIN GETİRİSİ	118
3.1.5. BRÜT FAALİYET KARLILIĞI.....	118
3.1.6. FİYAT / KAZANÇ ORANI.....	118
3.1.7. PİYASA DEĞERİ / DEFTER DEĞERİ ORANI	119
3.1.8. TOBİN Q ORANI.....	119
3.2. DÖVİZ KURU DEĞİŞİMLERİNİN FİRMA PERFORMANSINA ETKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ	120
3.2.1. ARAŞTIRMANIN AMACI.....	120
3.2.2. ARAŞTIRMANIN VERİ SETİ.....	120
3.2.3. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ.....	125
3.2.4. ARAŞTIRMANIN BULGULARI	127
SONUÇ.....	147
KAYNAKÇA.....	151

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1.1.: Peterson Enstitüsü'nün Hesaplarına Göre Reel Kur Dengesinin Tahmini.....	40
Tablo 1.2.: Firmanın Nakit Akışlarının Maruz Kalacağı Ekonomik Etkinin, Uluslararası Ticarete Yaygın Bazı İşlemlere Etkileri.....	60
Tablo 1.3.: Muhasebe ve Ekonomik Etkilerin Karşılaştırılması.....	66
Tablo 1.4.: Bilanço Kalemlerinin Çevirisinde Uygulanacak Kurlar.....	71
Tablo 1.5.: Gelir Tablosu Kalemlerinin Çevirisinde Uygulanacak Kurlar.....	72
Tablo 2.1.: Fiyatlandırmada Döviz Kuru Etkisi.....	90
Tablo 2.2.: Forward ve Futures Sözleşmelerinin Karşılaştırılması.....	100
Tablo 2.3.: Alım ve Satım Opsiyonlarda Alıcı ve Satıcının Hak ve Yükümlülükleri.....	104
Tablo 2.4.: Swap Sözleşmelerinin Future ve Forward Sözleşmelerinden Ayıran Temel Özellikleri.....	110
Tablo 3.1.: Analizde Kullanılan Değişkenler ve Hesaplanışları.....	117
Tablo 3.2.: Analize Tabi Tutulan Şirket ve Sektör Listesi.....	119
Tablo 3.3.: Araştırmaya Dahil Edilen Firmaların Sektörel Dağılımı.....	121
Tablo 3.4.: Sabit Birim Etkiler Tahmincisi (Model 1).....	126
Tablo 3.5.: Rassal Birim Etkiler Tahmincisi (Model 1).....	126
Tablo 3.6: Hausman Testi Sonuçları (Model 1).....	127
Tablo 3.7: Leneve, Brown ve Forsthe Değişen Varyans Testi Düzeltilmiş LM Testi ve Pesaran Testi.....	128
Tablo 3.8.: Model 1 PCSE Tahmincisi.....	129

Tablo 3.9.: Model 1a PCSE Tahmincisi.....	129
Tablo 3.10.: Sabit Birim Etkiler Tahmincisi (Model 2).....	131
Tablo 3.11.: Rassal Birim Etkiler Tahmincisi (Model 2).....	131
Tablo 3.12.: Hausman Testi Sonuçları (Model 2).....	132
Tablo 3.13.: Leneve, Brown ve Forsthe Değişen Varyans Testi Düzeltilmiş LM Testi ve Pesaran Testi.....	133
Tablo 3.14.: Model 2 PCS Tahmincisi.....	133
Tablo 3.15.: Model 2a PCSE Tahmincisi.....	134
Tablo 3.16.: Sabit Birim Etkiler Tahmincisi (Model 3)	136
Tablo 3.17.: Rassal Birim Etkiler Tahmincisi (Model 3).....	136
Tablo 3.18.: Hausman Testi Sonuçları (Model 3).....	137
Tablo 3.19.: Leneve, Brown ve Forsthe Değişen Varyans Testi Düzeltilmiş LM Testi ve Pesaran Testi.....	138
Tablo 3.20.: Model 3 PCS Tahmincisi.....	138
Tablo 3.21.: Model 3a PCSE Tahmincisi.....	139
Tablo 3.22.: Sabit Birim Etkiler Tahmincisi (Model 4)	141
Tablo 3.23.: Rassal Birim Etkiler Tahmincisi (Model 4).....	141
Tablo 3.24.: Havuzlanmış EKK Tahmincileri (Model 4).....	142
Tablo 3.25.: Model 4a PCSE Tahmincisi.....	142

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1.: Ekonomik Etkinin Oluşumunu Etkileyen Faktörler.....	58
Şekil 1.2.: Muhasebe Etkisinin Pozitif Etkisi.....	65
Şekil 1.3.: Muhasebe Etkisinin Negatif Etkisi.....	65
Şekil 1.4.: Firmaların Döviz kuru Riskine Karşı Tutumları.....	74
Şekil 2.1.: Döviz Geliri Çakıştırma Hedgingi.....	81
Şekil 2.2.: Döviz Ödemesi Çakıştırma Hedgingi.....	82
Şekil 2.3.: Satıcı Aracılığıyla Döviz Swabının Oluşması.....	107

KISALTMALAR CETVELİ

ABD :	Amerika Birleşik Devletleri
BİST :	Borsa İstanbul
ÇUŞ :	Çok Uluslu Şirketler
EKK :	En Küçük Kareler
FOREX :	Uluslararası Döviz Piyasası
FX :	Döviz
GSMH :	Gayri Safi Milli Hasıla
IMF :	Uluslararası Para Fonu
OTC :	Tezgah Üstü Piyasalar
REDK :	Reel Efektif Döviz Kuru
SGP :	Satın Alma Gücü Paritesi
TPKK :	Türk Parasını Koruma Kanunu

GİRİŞ

Döviz kurları tüm dünya piyasalarında ekonomik faaliyetleri etkileyen en önemli gösterge niteliğindedir. Bir ülkenin para biriminin istikrarsız bir seyir izlemesi, ilgili ülkedeki ya da o ülke para birimi ile iş yapan diğer ülkelerdeki ekonomik faaliyetlerin olumsuz seyretmesine ve sonuç olarak da ekonomik istikrarsızlığa yol açmaktadır.

Bir ulusal paranın satın alma gücünün diğer bir paraya transferini sağlamak, ticari ve sınai yatırımlara kredi temin etmek, değişik piyasalarda değişik zamanlarda oluşan kur farklılıklarına karşı tarafları korumak gibi önemli fonksiyonları olan döviz piyasaları, dünya ticaretinin gelişmesinde ve sermayenin uluslar arası alanda rasyonel dağılımının sağlanmasında son derece etkin bir rol oynamaktadır.

Yabancı para cinsinden varlık ve borçların en karlı ve etkin bir biçimde dengelenmesi olarak tanımlanan döviz yönetimi, firmalar için önemli bir etkidir. Döviz kurunun değişmesi, makro ekonomileri etkilediği kadar firmaları da etkilemektedir. Uluslararası mal ve hizmet ticareti yapan firmaların alacak veya borçlarından dolayı yabancı paraların milli para karşısında veya milli paranın yabancı para karşısında değer değişikliğine uğraması durumunda zarar tehlikesi veya kar ihtimali doğmaktadır. Aynı şekilde kur riskinden doğacak zararlar, firmaların maliyetlerini, dolayısıyla bu da firmaların fiyatlarını olumsuz yönden etkileyebilmektedir. Tam tersi, uluslar arası düzeyde dövizini en iyi biçimde yöneten ve kur dalgalanmalarından yararlanabilen firmalar, daha başarılı olmaktadır. Bu durumda firmaların rekabet güçleri de etkilenmektedir. Bu etki kimi zaman olumlu kimi zaman da olumsuz yönde olmaktadır. Firmanın performansı karşı karşıya kaldığı kur riskinin niteliğine göre değişmektedir.

Firmaların döviz kurundaki değişimlerden nasıl etkilendiği, önemle üzerinde durulan bir konudur. Bu bağlamda çalışmada döviz kurundaki değişimlerin firmaların performansları üzerinde etkisinin olup olmadığı araştırılmıştır. Çalışmanın birinci bölümünde döviz kurunun tanımı, türleri ve sistemleri açıklanmış, döviz piyasaları, söz konusu piyasaların fonksiyonları, özellikleri, piyasaların işleyişi, piyasalarda faaliyet gösteren kişi ve kuruluşlar hakkında detaylı bilgiler verilmiştir. Daha sonra döviz kuru değişimini etkileyen unsurlar ve nedenleri, döviz kurlarının tahmin edilmesinde temel parite koşulları açıklanmıştır ve döviz kuru riski, kur riskinin etki alanları ve firmalar üzerindeki etkilerinin neler olduğuna değinilmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde söz konusu döviz kuru riskinden korunma yöntemleri ele alınmıştır. Firma içi korunma yöntemleri ve firma dışı korunma yöntemleri ayrı ayrı incelenmiş ve bu bağlamda risk yönetim programı yapma hakkında bilgiler verilmiştir.

Çalışmanın son bölümünde ise Türkiye’de döviz piyasaları, özellikleri ve işleyişi hakkında bilgiler verilmiştir. Daha sonra Borsa İstanbul’da 2006-2014 yılları arasında işlem gören 42 şirketin verileri panel veri analizi yöntemi kullanılarak analiz edilmiş ve elde edilen bulgular değerlendirilmiştir.

LİTERATÜR TARAMASI

Döviz kurundaki beklenmeyen değişmelerin, firmaların değerleri ve nakit akımları üzerindeki etkilerini açıklamaya yönelik literatürde çok sayıda çalışma bulunmaktadır. Gerek ulusal gerekse uluslar arası literatürde konu ile ilgili yapılmış olan araştırmalarda, kur değişmeleri ile firmaya etkileri arasındaki ilişkinin varlığı hususunda tam olarak fikir birliği sağlanamamıştır. Kimi araştırmacılar, ilişkinin var olmadığını savunurken, kimileri de riskin var olduğunu ve derecesinin firmalar veya ekonomi üzerinde önemli değişiklikler oluşturduğunu savunmuşlardır. Bu konuyla ilgili literatürdeki çalışmalar kronolojik olarak incelenmiş ve önce uluslararası sonra ulusal literatür olarak detayları aşağıda verilmiştir.

Adler ve Dumas'ın çığır açan çalışmalarının ardından günümüze kadar birçok çalışma yapılmıştır. Adler ve Dumas (1984), çalışmalarında firmaların faaliyetlerini yerine getirirken, üretimleri için gerekli olan girdi ve çıktı fiyatlarının kur hareketlerinden etkileneceğini ileri sürmüşlerdir. Nakit akışı modelleme yaklaşımına bir alternatif önermişler ve firmanın piyasa değerini, gelecekteki tüm nakit akışların bugünkü değeri olarak tanımlamışlardır. Bu varsayım altında firma değerinin elastikiyetini, döviz kuruna göre belirlenebileceğini ve bunun da regresyon yöntemi ile açıklanacağını ortaya koymuşlardır. Sadece piyasa verilerini gerektiren bu yaklaşım, kur değişmelerinin tahmin edilmesini kolaylaştırmış ve döviz kuru riskinin üzerinde büyük ölçekli deneysel çalışmalar yapılması imkanını sağlamıştır.

Jorion (1990), döviz kurlarının, çokuluslu firmalar için belirsizliğin temel kaynağı olduğunu ve genellikle firmalar üzerinde faiz oranlarındaki değişmelerden dört katı, aynı doğrultuda enflasyon oranlarındaki değişmelerden ise on katı kadar bir etkiye sahip olduğunu vurgulamıştır. Faiz oranları ve enflasyonun, firma değeri ile ilişkisi arasında birçok çalışma yapılmasına karşın, döviz kuru ile firma değeri arasındaki ilişkiyi inceleyen deneysel bir araştırmanın olmaması üzerine, bu ilişkiyi inceleyen bir çalışma yapmıştır. Jorion, 1971 ve 1987 yıllarını kapsayan aylık verilerle en küçük kareler yöntemini kullanmıştır. Dönemleri; 1971–1975, 1976–1980 ve 1981–1987 olmak üzere üçe ayırmıştır. Modelin tahmin edilmesi sonucunda kur riskini gösteren katsayılarının zaman içinde değişim gösterebildikleri görülmüştür. Örnekleme 287 çokuluslu Amerikan firmasını dahil etmiştir. Firmalar üzerindeki döviz kuru etkisini araştırmak için, aynı zamanda arbitraj fiyatlama modelini kullanmıştır ve doların değerini farklı şekilde Amerikan hisse senetleri etkileyen bir faktör olarak göz önüne aldığı anda, kur etkisinin arbitraj fiyatlama modeline göre fiyatlandırılması gerektiğini düşünmüştür. Böylece firmaların para birimlerini koruyarak sermaye maliyetlerini olumlu

yönde etkileyebileceğini ortaya koymuştur. Jorion, kurdaki değişmelerin firmaların getirilerine etki derecesinin, firmaların yurt dışına yapılan satışlar ile doğru orantılı olduğunu da ortaya koymuştur.

Jorion 1991 yılında, birinci modelde ulaşılan döviz kurundaki değişimin firmalara etkisinin yurt dışı satışlar ile ilişkisini açıklayan çalışmasından sonra, çoklu regresyon modelini kullanarak ikinci bir çalışma daha yapmıştır. Çoklu regresyon modelindeki bağımlı değişkenler: hisse senedi getirisi, endüstrideki büyüme oranı, enflasyondaki beklenen ve beklenmeyen değişme, risk primi, vade yapısı ve dış ekonomik gelişmelerdir. Çalışma sonucunda döviz kurundaki değişimler karşısında sadece beklenen enflasyondaki değişme ve vade yapısı değişkenlerinin anlamlı katsayılar verdiği ve katsayıların işaretinin negatif olduğunu ortaya koymuştur.

Bartov ve Bodnar (1994), önceki çalışmalarda, iki önemli hususa dikkat çekmiştir. Bunlardan biri, kullanılan örneklem seçim kriterleridir. Örneğin, firmaları ele alırken döviz kurundaki hareketlerinden etkilenme düzeylerine göre dış ilişkilerinin yoğun olup olmamaları önemli bir seçim kriteridir. İkinci husus ise, yatırımcılar tarafından döviz kuru değişmelerinden kaynaklanabilecek etkilerin gecikmeli olarak yansımaları görüşüdür. "Döviz kuru oynaklığının firmaları birçok farklı yönden etkilemesi, yatırımcıların firma değeri ve kur hareketleri arasındaki ilişkiyi yanlış tahmin etmelerine ve sistematik hatalar yapmalarına neden olabilir ve bu da kurdaki değişmelerin firmalara gecikmeli olarak yansımalarına yol açabilir" şeklinde vurgulamışlardır. Bartov ve Bodnar, piyasa modelinden kaynaklanan dolardaki değişiklikleri hem eş zamanlı hem de gecikmeli inceleyerek, bunların anormal getirileri arasındaki ilişkiyi araştırmışlar, başka bir deyişle kurlardaki değişmelerin eş anlı olarak etkilerinin yanı sıra gecikmeli etkilerini de çalışmalarına dahil etmişlerdir. 1978 ve 1989 dönemini ve 208 firmayı ele almışlar ve örnekleme dolar kurundaki değişmeler ile pozitif korelasyonu olan firmalardan seçmişlerdir. Çalışmalarının sonucunda, firmaların performansları ile aynı dönemdeki dolardaki hareketler arasında anlamlı ilişki bulamamışlar, fakat kurdaki değişmelerin firmaların performansları ve getirileri üzerinde gecikmeli etkileri olduğunu ortaya koymuşlardır.

Nydhal (1999), çalışmasında 47 İsveç firmasını baz almıştır. Bağımsız değişken olarak söz konusu firmaların hisse senetlerinin haftalık getirilerini, bağımlı değişken olarak da döviz kurlarındaki yüzdesel değişimleri kullanmış ve tüm bu verileri 1990-1997 döneminde

kullanmış ve çalışmasının sonucunda bu dönemler arasında sadece 12 firmanın kur riskine açık olduğuna ulaşmıştır.

Dominguez ve Tesar (2001), 1980 ve 1999 yıllarını içeren çalışmalarında, Şili, Fransa, Almanya, İtalya, Japonya, Hollanda, Tayland ve İngiltere olmak üzere sekiz ülkenin firma-endüstri-piyasa getirilerini ve döviz kurlarını ele almışlardır. 2387 firmayı araştırmalarına dahil etmişlerdir. Her ülke için ortalama 300 firma almışlar. Dominguez ve Tesar, kur ile hisse senedi fiyatı arasındaki ilişkinin, kur ile karlılık arasındaki ilişkiden daha net görülebileceğini belirtmişler ve bu ilişkiyi “Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli” (Capital Asset Pricing Model-CAPM) ile incelemişlerdir. Modele göre piyasa getirilerinin firma getirisi üzerinde sistematik etkisinin olduğu vurgulanmaktadır. Kur riskini gösteren β_1 katsayısı 0'a eşit olsa dahi, riskin var olmadığı anlamına gelmemekte, aksine kur riskinin piyasa riski ile aynı olduğu anlamına gelmektedir. Çalışmanın ulaştığı en önemli sonuçlardan birisi, firma ve sektör risklerinin farklı düzeyde ve yönde olabileceğidir.

Koutmos ve Martin (2003) çalışmalarında, Almanya, Japonya, İngiltere ve ABD olmak üzere dört büyük ülkenin verilerini kullanmışlardır. Çalışmalarının sonucunda, kurlardaki artış ve azalışların hisse senedi getirilerini asimetric bir şekilde etkilediğini, yaklaşık olarak sektörün % 40'nın kur etkisine maruz kaldığını, fakat % 40 dan daha fazlasının ise asimetric olarak kurlardan etkilendiğini ortaya koymuşlardır.

Bodnar ve Wong (2003) çalışmalarında, firmaların gelirlerinin, karlarının ve harcamalarının yabancı para cinsinden yüzdelerine bağlı olarak döviz kuru riskine maruz kalma durumlarını gösteren bir model hazırlamışlardır. Bu modele göre; kur riskine maruz kalma elastikiyeti, ithalat ve ihracat yapan firmalarda daha yüksek, döviz varlıklarını gelir ve giderlerini karşılayabilen uluslararası firmalarda ise daha düşük olduğunu ileri sürmüşlerdir.

Bartram (2004), Avrupa ülkeleri, ABD ve Japonya'daki 3921 firmanın 1990 ve 2001 zaman dilimindeki haftalık firma verilerini kullanılarak, euronun kullanımının başlamasıyla birlikte kur riskinin, firma değerinin ve piyasa getirilerinin değişimini incelemişler, euro ile kur dalgalanmalarının azaldığını, hisse senedi piyasasındaki dalgalanmaların ise yükseldiğini belirtmişlerdir. Aynı doğrultuda kur riski euronun kullanımıyla birlikte euro bölgesinde azalırken, euro kullanmayan Avrupa ülkelerinde ve euro bölgesi dışındaki ülkelerde artış göstermiştir. Özellikle Asya, Afrika ve Latin Amerika'daki gelişmekte olan piyasalarda kur

riskine maruz kalma oranı daha yüksektir. Bunun sebebini de küreselleşmenin artmasıyla birlikte firmaların uluslararası faaliyet seviyelerinin artmasına bağlamışlardır.

Doidge, Griffin ve Williamson (2005), çalışmalarında uluslararası yapılan faaliyetlerin 18 ülke ekonomisinin 16'sında, riski önemli ölçüde arttırdığını ve dışa kapalı firmalarda bu riskin daha düşük olduğunu ortaya koymuşlardır. Bu ülkelerdeki firmaların ekonomik politikalarını geçmişte oluşan ve gelecekte oluşacak muhtemel kur seviyelerine göre belirlediklerini ortaya koymuşlar. Ayrıca büyük ölçekli firmaların riske karşı avantajlı durumda oldukları ve yabancı varlıkların artmasının riski arttırdığını vurgulamışlardır.

Muller ve Verschoor (2007) çalışmalarında, Amerikan hisse senedi fiyatları ile Asya döviz kurları arasındaki ilişkiyi araştırmışlar. İlk adım olarak, Asya'da artan hisse senetlerinin değişkenliğinin, Amerikan çok uluslu şirketlerin gelecekteki performanslarına katkıda bulunup bulunmayacağını incelemişler ve Asya'da reel faaliyetlerde bulunan çok uluslu ABD firmaların diğer ABD firmalarına göre hisse senetleri getiri değişkenliğindeki artışın daha önemli olduğunu düşünmüşler. İkinci adım olarak da döviz kuru değişkenliğinin ABD çok uluslu şirketlerin hisse senedi getiri volatilitesi üzerindeki etkisini sistematik ve çeşitlendirilebilir risk olarak ayırmışlar ve çok uluslu firmaları seçmişler. Araştırmalarında ekonomik faktörler olarak piyasa riski ve kur riski faktörlerini ele almışlar. Piyasa portföyü için ABD hisse senedi piyasa endeksini ve kur riski faktörü için de ABD doları ile bileşik döviz baz almışlar. Çalışmalarının sonucunda, döviz kurundaki değişmelerin çok uluslu firmaların hisse senedi getiri oynaklığı arasında pozitif bir ilişki olduğunu ortaya koymuşlar. Buna karşılık bir para krizinin mevcut olması halinde hisse senedi getiri değişkenliği üzerinde önemli bir olumlu etkisinin olduğunu da ileri sürmüşler.

Tomlin ve Fung (2010), döviz kuru hareketlerinin 1984-1997 yılları arasında Kanada imalat firmalarının verimliliklerine etkisinin olup olmadığını incelemişler. Döviz kurundaki değişmelerin firmaların üretkenlik dağılımlarını ve işgücü verimliliğini nasıl etkilediğini belirlemek için kantil regresyon analiz yöntemini kullanmışlar ve modele 128 büyük imalat firmasını dahil etmişler. Çalışmalarının sonucunda, bazı endüstrilerde kur ve verimlilik ilişkisinde kantil regresyon eğrilerinin aşağı doğru düşüş eğilimli bir seyir izlediğini ortaya koymuşlardır. Döviz kurundaki değişmelerin firmaların üretkenlikleri üzerindeki dağılımsal etkilerinin olduğunu, fakat bu durumun firmaların buldukları endüstri kollarına göre farklılıklar gösterdiğini ileri sürmüşlerdir.

Gachua (2011), döviz kurunun firmaların finansal performansı üzerine etkilerini 2001 ve 2010 yıllarını kapsayan dönem için Nairobi Menkul Kıymetler Borsası'nda seçilen 32 borsa şirketi üzerinde incelemiştir. Araştırmada yapılandırılmış sorulardan oluşan veri toplama anket kullanılmış ve araştırmanın sonucuna göre, güçlü bir şekilde döviz ile ilgili iş faaliyetleri olduğunda, firmaların finansal performansında döviz kurunun etkisi olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. Gachua, gerçekleşmemiş kur farkı veya zararlarının listelenen şirketlerin net gelir üzerinde bir etkisi olduğu sonucuna da varmıştır. Firmaların döviz kuru riskine karşı korunduğu ve % 10 ile % 35 arasında riskten korunma oranlarının değiştiği sonucuna ulaşılmıştır. Gachua ayrıca, Nairobi Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören firmalar için kur politikasının etkinliğini belirlemeye çalışmıştır. Sonuç olarak, Nairobi Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören firmalar tarafından kullanılan kur politikalarının ortalamanın üzerinde olduğunu raporlamıştır. Ayrıca, firmalar için ithalat ve ihracatta önemli artış yüzdesinin olduğu, ithalat maliyetleri ile borç hesapları ve ihracat gelirleri ile alacak hesapları üzerinde döviz kuru kullanımının etkili olduğu sonucuna varmıştır.

Dhasmana (2013), çalışmasında reel efektif döviz kurunun Hindistan'daki üretim firmaları üzerine etkisini araştırmış ve çalışmasını 2000 ve 2012 dönemini kapsayan BSE 500 endeksindeki Bombay Menkul Kıymetler Borsası'nda (BSE) listelenen 250 imalat firması üzerinde gerçekleştirmiştir. Dhamas öncelikle, büyüme ve yatırımlardaki değişimlerin yıllara göre seyrini incelemiştir. Büyüme ve yatırımın 2004 ve 2007 yılları arasında sürekli yükselen bir seyir izlediğini 2008 krizi sonrasında ise bu seyrin gerilediğini ortaya koymuştur. Büyüme 2010 yılında iyileşme göstererek yavaş yavaş yükselirken, yatırım 2008 yılından sonra sürekli düşüş trendi göstermiş ve özellikle de büyüme ile kur değişikliği arasındaki ilişkinin her firmanın ithalat ihracat performansı ile etkileşim halinde olduğunu ifade etmiştir. Çalışmanın sonucunda, kur hareketlerinin firma performansındaki en önemli belirleyicisinin pazar gücü olduğunu vurgulamıştır. Kurdaki değişimler firmaların kazançlarının yanı sıra maliyetlerindeki performanslarını da etkileyerek pazar gücünün derecesini belirler. Bu bakımdan kurlardaki değişim ile firma performansı arasındaki ilişki, kurun değişim derecesine bağlıdır. Kurlardaki değişimler sonucunda, para birimi aşırı değerlenmişse firma performansı olumsuz etkilenirken, para biriminin değer kaybetmesi durumunda firma performansı pozitif olarak etkilenir. Daha küçük yapıda olan firmalar, finansman konusunda yeterli olanaklara sahip olmadığından, söz konusu firmaların performansları kur değişimlerinden daha çok etkilenir. Büyük yapıdaki firmalar ise, pazar gücüne daha çok

hakim olduklarından, kur değişmelerine karşı kar marjlarını koruyarak satış hacimlerini azaltma yoluna gidebilirler.

Kıymaz (2003), İMKB’de işlem gören 109 firmayı baz alarak, bu firmaların döviz kuru riskine maruz kalıp kalmağını araştırmıştır. Çalışmanın literatüre temel katkısı, gelişmiş ülkelerde kronik yüksek enflasyon dönemlerinde firma değeri üzerinde döviz kuru etkilerini ortaya koymasıdır. Kıymaz ilk olarak, Ocak 1991 ve Aralık 1998 döneminde 109 firmanın aylık hisse senedi getirilerini kullanarak, yüksek enflasyonun olduğu piyasa ortamındaki firmalar düzeyinde, kur risklerinin nasıl fiyatlanabileceğini incelemiştir. İkinci olarak, döviz kuru riskinin endüstri karşısındaki durumunu araştırmıştır. Üçüncü olarak da, kriz öncesi ve kriz sonrası firmaların riske karşı maruz kalmalarını karşılaştırmıştır. Firmaların yurt dışı satışları, ithalat miktarları ve döviz kuru verilerini kullanarak regresyon modeli geliştirmiştir. Araştırmasının sonucunda dış ticaret yapan firmaların özellikle de tekstil sektörünün döviz kurundaki değişmelerden etkilendiğini ifade etmiştir. Aynı zamanda firmaların kriz öncesindeki etkilenme düzeylerinin kriz sonrasına göre daha yüksek olduğu sonucuna varmıştır.

Erol, Algüner ve Küçükkocaoğlu (2003), 1998 ve 2001 dönemini kapsayan çalışmalarında, tekstil, imalat ve gıda olmak üzere üç farklı sektörde faaliyet gösteren 52 firmayı incelemiştir. Araştırma sonuçlarına göre, dış satım ve dış borç oranı en yüksek olan sektörün tekstil olduğuna, bunu gıda ve imalat sektörlerinin takip ettiğine ulaşımlar. Kurlarda yapılacak bir devalüasyonun, imalat sektöründe faaliyet gösteren firmaları pozitif yönde etkilediğini ileri sürmüşler ve firmaların dış satış oranının büyüklüğünün, kur riskini pozitif yönde etkileyen faktörler arasında yer aldığını ve firmanın dış borçları ve finansal olmayan dış yükümlülüklerinin ise, kur riskini negatif yönde etkilediğini ortaya koymuşlardır.

Yücel ve Kurt (2003), araştırmalarında 2000 ve 2002 dönemlerinde, hisse senetleri İMKB’de işlem gören 152 firmanın aylık verilerini kullanmışlardır. Döviz kuru değişkeni olarak aynı dönemdeki reel efektif döviz kurlarını ve piyasa değişkeni olarak da İMKB 100 endeksini almışlar ve araştırmada firmaların ihracatçı olup olmamalarına göre hisse senedi getirilerinin döviz kuruna hassasiyetini tahmin etmeye çalışmışlardır. Adler ve Dumas ve Jorion tarafından kullanılan modelleri uygulamışlar, yurt dışı satışlarının toplam satışlar içerisindeki oranın % 20’den fazla olduğu firmaları ihracatçı firmalar olarak tanımlamışlardır. Çalışmalarının sonucunda ise ihracatı fazla olan firmaların ihracat yapmayan firmalara göre kurlardaki değişmelerden daha çok etkilendikleri ortaya çıkmıştır.

Çukur (2006), çalışmasında 1991 ve 2004 dönemi içersinde 77 şirket belirlemiştir. Çalışmasında, basit regresyon modelini kullanmış ve sonucunda tüm dönemde döviz kurundan etkilenen firma oranının % 28 olduğunu gözlemlemiş ve etkinin yönü negatif bulmuştur. Sonra modele piyasa getirisini de dahil etmiş ve bunun sonucunda da kur değişmelerinden etkilenen firma oranının % 10'lara düştüğünü gözlemlemiştir. Piyasa endeksi ile döviz kuru arasındaki regresyondan elde edilen hata terimini de dahil ederek oluşturulan modelin sonucunda, bu modelin en fazla kur etkisini gösteren model olduğu ve firmaların ortalama % 35'nin kur etkisinden negatif olarak etkilendiğini saptamıştır. Ayrıca, 1994 ve 2001 krizlerinin etkilerini görebilmek için zaman aralığını, 1991 ve 1994, 1994 ve 2001 ve 2001 ve 2004 yılları olarak üç alt döneme bölmüş ve 1994 krizi ile 2001 krizi arasındaki dönem kur riskinin negatif olarak en yoğun hissedildiği dönem olurken, 2001 krizinden sonraki dönem negatif etkinin yok denecek kadar az olduğu hatta bazı modellerde pozitif etkinin görüldüğü dönem olmuştur.

Mutluay (2009), araştırmasında döviz kurundaki değişimlerin doğrudan firmaların hisse senedi getirileri üzerindeki etkilerinin ölçülmesi yerine, performanslarına olan etkilerini incelemiştir. Performans ölçütü olarak ROCE (Return on Net Capital Employed- Kullanılan Net Kaynağın Getirisi) kullanılmıştır. Mutluay çalışmasında, 1997 ve 2007 dönemini kapsayan 55 firmayı incelemiştir. Söz konusu firmaların seçiminde, belirtilen dönemlerdeki finansal verilerin kesintisiz elde edilmesine, ticaret veya imalat sektörlerinde faaliyet göstermelerine ve finansal tablolarının konsolide olmamasına dikkat edilmiştir. Reel efektif döviz kuru (REDK) endeksindeki değişimin performans üzerindeki etkilerini, regresyon analizi ile belirlemeye çalışmış, firmaların REDK endeksindeki değişime duyarlılığını gösteren performans katsayıları, ikinci analizde bağımlı değişkeni olmuştur. Buna göre, birinci analizde elde edilen katsayılar, firma performansının döviz kurundaki değişimlere olan duyarlılığını göstermekte olup, ikinci analizde, bu duyarlılığı etkileyen unsurların neler olabileceği araştırılmıştır. Bu kapsamda birinci aşamada elde edilen katsayılar, ikinci analizde bağımlı değişken olarak ele alınırken, bağımsız değişken olarak firmaların satışları içindeki yurt dışı satışlarının payı, toplam varlıkları ve yaşları kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda, yalnızca 3 firmanın performansının REDK endeksindeki değişime istatistiksel olarak duyarlı olduğu belirlenmiştir. Fakat kurdaki değişimlerin, firma performansını gecikmeli olarak etkileyeceği düşünülerek denkleme, REDK endeksindeki değişimleri bir dönem gecikmeli değeri daha eklenmiştir ve sonucunda REDK endeksindeki değişimden 22 firmanın gecikmeli olarak etkilendiği sonucuna ulaşılmıştır.

Karamollaoglu ve Yazgan (2014) çalışmalarında 2002 ve 2009 dönemleri arasında sadece imalat endüstrisindeki 616 imalat firmasını baz almışlar. Kurlardaki değerlemelerin firmaların faaliyetlerini sürdürüp sürdürmemeleri üzerine etkilerini, yine bu değerlemelerin daha üretken firmalar üzerinde daha az etkiye sahip olup olmadığını ve firmaların performanslarının kontrol değişkenleri üzerine etkilerini incelemişler. Regresyon analizi sonucunda, istatistiksel olarak önemli bir sonuç elde edilmemiştir. Ancak yüksek verimliliğe sahip olan firmaların hayatta kalmaları daha yüksekken, düşük verimliliğe sahip olanların daha düşüktür. Çalışmalarının sonucunda, reel döviz değerlenmesinin ihracat pazarlarında maliyet açısından yerli üreticilere dezavantaj olduğunu, rekabet düzeyinin yükseldiğini ileri sürmüşlerdir ve reel kur değerlenmesinin imalat sanayisine ait firmalar için hayatta kalma olasılığını azalttığını ortaya koymuşlardır.

BİRİNCİ BÖLÜM

DÖVİZ KURU TANIMI SİSTEMLERİ DÖVİZ PİYASALARI

DÖVİZ KURU RİSKİ

1.1. DÖVİZ KURUNUN TANIMI VE TÜRLERİ

Uluslararası ticarete her ülkenin kendine özgü para birimi olduğundan, bu para birimlerinin birbirlerine dönüştürülmesinde bazı sorunlar ortaya çıkmaktadır. Döviz kuru ile ülkeler, fiyat seviyelerini birbirileri ile ilişkilendirerek, mal ve hizmetlerin fiyat ve maliyetlerinin karşılaştırılmasına imkan tanıyarak, faaliyetlerine yön vermektedirler. Bu bakımdan döviz kurları uluslararası pazarlarda ekonomik faaliyetleri etkileyen en önemli gösterge niteliğindedir. Bir ülkenin para birimindeki istikrarsızlık, ilgili ülkedeki ya da o ülke ile iş birliği içerisinde olan ülkelerin ekonomik faaliyetlerini olumsuz etkiliyorsa, döviz kurlarındaki değişimler de tıpkı diğer fiyatlarda olduğu gibi ekonomik faaliyetleri etkilemektedir¹.

1.1.1. Döviz Kurunun Tanımı

Bir ülkede ekonomik faaliyetler sonucunda meydana gelen ödemeler, nakit para (banknot) ve kaydi para (çek, bono, havale) ile yapılabileceği gibi uluslar arası ödemeler de finansal akımlarla nakit para ve kaydi para ile gerçekleştirilebilir. Banknot şeklinde bütün ülke yabancı paralarına **efektif**, efektif dahil yabancı parayla ödemeyi sağlayan her çeşit hesap belgelere ise **döviz** denir². **Döviz kuru** ise bir fiyattır. Yabancı herhangi bir para biriminin, ulusal para birimi olarak ifade edilmesidir³. Bir başka ifadeyle, iki ulusal para arasındaki değişim oranıdır. Ulusal para biriminin yabancı para birimi cinsinden ifade edilmesidir⁴.

Döviz kuru, iki yöntemle gösterilmektedir. İlk yöntemde, bir birim yabancı para biriminin ulusal para miktarı belirlenir ve buna **“dolaysız kotasyon yöntemi”** denir. Bu yöntem Avrupa usulü olarak da adlandırılmaktadır. Örneğin, 2£/\$. İkinci yöntem ise, bunun tersidir. Döviz kuru, ulusal para birimi başına yabancı para miktarı olarak ifade edilebilir. Bu yöntemde ise, **“dolaylı kotasyon yöntemi”** denir ya da Amerika usulü de denir. Örneğin, 2£/\$

¹ Kaya, F., **Uluslar Arası Finansman**, Beta, İstanbul, 2011, s. 8.

² Karluk, R., **Uluslararası Ekonomi**, Beta, İstanbul, 2002, s. 338.

³ Copeland, L. S., **Exchange Rates and International Finance**, Financial Times Prentice Hall, Third Edition, Great Britain, 2000, s. 3.

⁴ Ertürk, E., **Döviz Ekonomisi**, Der Yayınları, İstanbul, 1994, s. 20.

=1/2 \$/£⁵. İngiltere ve birkaç ülke haricindeki diğer ülkeler, çoğunlukla dolaysız kotasyon yöntemini uygulamaktadır⁶.

Bu iki yöntem arasındaki tercih, ülkenin ulusal parasının diğer ülkenin parasının karşısındaki değerinin yüksek ya da düşük olmasına göre yapılmaktadır. Döviz kurunun yükselmesi, ulusal paranın değer kaybettiğini gösterir. Bir birim yabancı paranın daha fazla ulusal para ile satın alınabileceğini ifade eder. Döviz kurunun düşmesi ise ulusal paranın değer kazandığını gösterir. Bir birim yabancı paranın daha az ulusal para ile satın alınabileceğini ifade eder⁷.

1.1.2. Döviz Kurunun Türleri

Döviz kurunun nominal döviz, reel, spot, forward ve çapraz kur olmak üzere beş farklı türü bulunmaktadır.

1.1.2.1. Nominal Döviz Kuru

Günlük hayatta, piyasada geçerli olan kurlar nominal döviz kurlarıdır. Bir bireyin bir ülkenin parasını diğer bir ülkenin parasıyla değiş tokuş ettiği kur, nominal döviz kurudur. Genelde döviz kurundan bahsedildiğinde anlaşılan nominal döviz kurudur. Nominal kurlar enflasyon oranlarına göre düzenlenmediğinden gerçek kurları göstermezler. Ulusal paranın enflasyondan dolayı aşırı veya düşük değerlenmiş olması durumunda reel kurların hesaplanması gerekir.

1.1.2.2. Reel Döviz Kuru

Nominal kurların dönem içindeki enflasyon oranına göre düzeltilmesinden elde edilen kurlara, başka bir deyişle enflasyondan arındırılmış olmasına reel döviz kuru denir⁸. Uluslararası Para Fonuna (IMF) göre reel döviz kuru şöyle tanımlanmıştır: Reel döviz kuru, nominal döviz kurunun fiyat endeksleriyle deflate edilmiş hali olup, uluslar arası fiyat rekabetinin önemli bir göstergesidir⁹.

⁵ Kaya, a.g.e., s. 9.

⁶ Kondak, N., **İşletmelerde Finansman Sorunu ve Çözüm Yolları**, Der Yayınları, İstanbul, 2002, s. 246.

⁷ İyibozkurt, E., **Uluslar Arası İktisat**, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa, 2001, s. 310.

⁸ Gökçe, Ü., **İktisat II Uluslar Arası İktisat Para-Banka**, Gökçe Kitabevi, Ankara, 2004, s. 84.

⁹ Doğukanlı, H., **Uluslar Arası Finans**, Karahan Kitabevi, 3. Baskı, Adana, 2012, s. 74.

Reel döviz kuru, bir bireyin bir ülkenin mallarını ve hizmetlerini diğer bir ülkenin malları ve hizmetleriyle değiş tokuş edeceği kurdur. Burada dikkat edilmesi gereken husus, nominal döviz kurunda olduğu gibi reel döviz kurunda da yabancı bir maddenin adedi, yerli maddenin adedi cinsinden ifade edilir. Ancak bu kez bahsi geçen bir para birimi değil, bir maldır.

$$\text{Reel Döviz Kuru} = (\text{Nominal Döviz Kuru} \times \text{Yurt İçi Fiyat}) / \text{Yabancı Fiyat}$$

Reel döviz kurlarının yükselmesi kaynak tahsisi için büyük önem arz etmektedir. Çünkü reel döviz kurları ülke içinde üretilen ve tüketilen malların fiyatının, ticareti yapılan malların fiyatına oranını vermektedir. İki ülke mallarının görece fiyatını gösteren reel döviz kuru, ihracatın ve ithalatın en önemli belirleyicilerinden birisidir. Bu bakımdan reel kurların aşırı değerlenmiş olması ithalatı ucuz, ihracatı pahalı hale getireceğinden, ülke içindeki mallar, ticareti yapılan mallara göre daha pahalı hale gelir. Bu da ticaret yapılan malların üretiminin azalmasına neden olur¹⁰.

Reel kurdaki değişiklikleri, doğrudan ülkeler arası fiyat farklılıklarına dayandırarak açıklamak çok sağlıklı bir yaklaşım değildir. Bir açıdan fiyatlar verimliliğe bağlı olduğundan, döviz kurları ile verimlilik arasında uzun dönemli bir ilişki kurulabilir. Çünkü çeşitli nedenlerden dolayı ülkelerin sektörel olarak verimlilikleri ve fiyatları farklı olabilmektedir. Örneğin, sermaye hareketleri, piyasa yapıları, tarifeler, ticaret engelleri, finansal serbestleşme ve yapısal değişim gibi faktörler, ülkelerin ekonomik performanslarına göre fiyatlarını farklılaştırmakta, dolayısıyla reel kuru da etkilemektedir¹¹.

1.1.2.3. Spot Kur

Spot kurlar genellikle bir gün için kote edilen, ancak iki günü geçmeyen kurlardır. İki taraf arasında yapılan ve bir dövizin spot alış veya satış anlaşması ayrıntılarının telefon veya teleks aracılığı ile belirlenerek sonuçlandırılmasını öngören bir işlemdir. Spot işlemlerdeki döviz kuru, anlaşma tarihlerindeki kurdur. Dövizlerin iki tarafın hesaplarına girişi ise, valör tarihlerinin anlaşma tarihinden iki iş günü sonrasındadır. Valörün iki iş günü sonrasına ait

¹⁰ Ertürk, a.g.e., s. 34-35.

¹¹ Yıldırım, A., "Samuelson-Balassa Hipotezi ve Reel Döviz Kuru: Türkiye, ABD, İngiltere, Fransa ve Almanya için Sınanması", **Finans Politik & Ekonomik Yorumlar**, Cilt: 44, Sayı: 509, 2007, s. 10. www.ekonomikyorumlar.com.tr, Erişim: 31 Ocak 2014.

olması, taraflara ödeme kolaylığı sağlamak içindir. Bu süre, bir tarafın sattığı döviz, diğer tarafın da ulusal parayı karşı tarafa devretmeye hazır duruma getirmesinde kolaylık sağlar¹².

Spot kur faydalı olsa da, spot oranının ne olması gerektiği hakkında bilgi vermez. Aynı şekilde yerli para biriminin gücünün değişmesi hususunda ve yabancı mal ve hizmetleri elde etmek için katılan maliyetler konusunda da herhangi bir gösterge olmaz¹³.

1.1.2.4. Forward Kur

Forward kurlarında döviz işleminin kurları bugünden belirlenir ve döviz alışverişi gelecekte bir tarihte gerçekleşir. İşlemin yapılması teslimatın gerçekleştirilmesi arasında genellikle 30, 60 veya 90 gün vardır¹⁴. Kısaca forward, vadeli döviz alışverişidir, belli bir vadede teslim edilmek koşuluyla döviz satın alınır.

1.1.2.4. Çapraz Kur

Genelde uluslararası piyasalarda kurlar, ABD Doları'na kote edilmektedir. Bu bakımdan dolar, döviz piyasalarında bir "değer standardı" görevi yapmaktadır. Hemen hemen her ülkede döviz ticareti ile uğraşan bankalar ve diğer mali kurumlar döviz kurlarının belirlenmesinde ABD doları ile kendi ulusal paraları arasındaki değişim oranını esas alırlar. Farklı ülkelerde kurların genellikle bu şekilde dolar cinsinden ifadesi, kur hesaplamalarında büyük kolaylıklar sağlar. Çünkü her ülkenin döviz piyasasında kurlar, Amerikan doları ile ulusal para arasındaki değişim oranı biçiminde ifade edilince, buradan dolar dışındaki iki ulusal para arasındaki değişim oranı kolaylıkla hesaplanabilir ve bu işleme çapraz kur denilmektedir. Örneğin, Ankara'daki X piyasasında geçerli kur $1\$=1.80\text{₺}$, aynı tarihte Frankfurt piyasasındaki kur ise $1\$=0.80\text{€}$ ise euronun Türk Lira'sına göre çapraz kuru $1\text{€}=2.25\text{₺}$ 'dir¹⁵.

1.2. DÖVİZ KURU SİSTEMLERİ

¹² Çufadar, Ü., **Türkiye'deki Döviz Piyasasının Katılımcıları ve Katılımcıların Piyasadan Beklentileri**, Atılım Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2010, s. 37.

¹³ Appleyard D. R., ve Field, A. , J., **International Economics**, Mc Graw Hill, Third Edition, 1998, s. 430.

¹⁴ Griffiths A. ve Wall, S., **Applied Economics**, Financial Times Prentice Halls, Eighth Edition, UK, 1999, s. 579.

¹⁵ Seyidoğlu, H., **Uluslararası Finans**, Güzem Yayınevi, İstanbul, 1997, s. 85.

Ülkelerin ekonomik politikalarının, üretim yapılarının, faktör donanımlarının ve hatta siyasal yapılarının ve kültürlerinin birbirlerinden farklılık göstermesi, ülkeler arasındaki ticari ilişkilerde büyük önem arz etmektedir. Söz konusu bu farklılıklar ve parasal birimlerde çeşitlilik nedeniyle ülkeler, faaliyetlerini düzenleyecek bir sisteme ihtiyaç duymuşlardır ve bu sistem uluslararası para sistemidir¹⁶. Uluslararası para sisteminde döviz kurunun belirlenmesine yönelik sistemler, üç ayrı döneme ayrılır. Bunlar:

- Altın Standardı Sistemi (1944 Öncesi Dönem)
- Bretton-Woods Sistemi (1944-1973 Dönemi)
- Serbest Değişken Kur Sistemi (1973 Sonrası Dönem)

1.2.1. Altın Standardı Sistemi

Altın standardı 1880'li yıllardan I. Dünya Savaşına kadar olan dönemde uluslararası para sisteminin temelini oluşturmuştur. Ekonominin hızlı bir şekilde büyüdüğü, uluslararası sermaye hareketlerinin gelişim gösterdiği yıllarda, dünya ticaretinin gelişmiştir. Dolayısıyla tüm büyük ticari ülkelerde, uluslararası ödeme aracı olarak altın kullanımı artmıştır. Her bir para biriminin fiyatı, altının ağırlığı bakımından belirlenmiştir ve tüm para birimlerinin fiyatları sabitlenmiştir. Başka bir deyişle değişim oranları altına göre saptanmıştır. Bu açıdan altın standardı *sabit bir döviz kuru sistemidir*¹⁷. İlk defa ülke paraları herkes tarafından kabul edilen ortak bir değere sabitlenmiş ve uluslararası ticaret hacminde ciddi bir artış gözlenmiştir.

Ülkeler arasında altının serbestçe ithalat ve ihracatı söz konusudur. Bir ülkenin para arzı doğrudan o ülkenin ödemeler dengesine bağlı olduğundan, ödemeler dengesi fazla veren bir ülke altın kazanmış olur ve para arzı artar; ödemeler dengesi açık verirse de altının ülkeden çıkması sebebiyle para arzı azalır¹⁸. Para arzı daraldığı zaman iç fiyatlar dış fiyatların altında seyredeceğinden, ülkeye bu defa altın girişi olacağından denge sağlanır¹⁹. Merkez bankasının temel görevi bu dengeyi korumaktır ve bunun içinde fiyatları karşılayabilmek için önemli miktarda altın rezervi bulundurmak zorundadır²⁰.

¹⁶ Oksay, S., **Döviz Kuru ve Ödemeler Bilançosu Politikaları: Türkiye**, Beta, İstanbul, 2001, s. 21.

¹⁷ Griffiths ve Wall, a.g.e., s. 596.

¹⁸ İyibozkurt, a.g.e., s. 334.

¹⁹ Ertürk, E., **Uluslararası İktisat**, Ekin, İstanbul, 1996, s. 319.

²⁰ Oksay, a.g.e., s. 24.

Rezerv azalır → Para arzı daralır → Faizler yükselir.

1914 yılında savaş söylentilerin artmasıyla, piyasalara kırdırılmak üzere birçok senet sürülmüş ve bu senet bolluğu ve karşılıkların altına çevrilmek istenmesiyle merkez bankası rezervleri sıkıntıya girmiştir. Farklı ülkelerdeki enflasyon oranları ise kurlar arasındaki ilişkileri alt üst etmiş ve bazı ülkelerin devalüasyon yapması, pazar paylarını koruma endişesi artmıştır ve altın standardı sistemini sarsmıştır. ABD'nin ağırlığı ile sistem düzeltilerek 1944'de Bretton-Woods sistemi kullanılmaya başlanmıştır²¹.

1.2.2. Bretton-Woods Sistemi

Altın Standardı Sisteminin çöküşü, yoğun kambiyo kontrolleri ve farklı döviz kuru rejimlerinin uygulanmasını beraberinde getirmiştir. İkinci Dünya Savaşı sonrasında yürürlüğe konulan Bretton Woods Sistemi ise sabit, fakat ayarlanabilir bir kur sistemi oluşturmuştur²².

Bu sistem döviz kurlarını ABD dolarına sabitlemektedir. Bu sabit dolar kuruna, "dolar paritesi" denir. ABD doları ise, doları başka ülkenin parasına değil, doların konvertibl olması şartı ile altına bağlamıştır²³. Bu şekilde her ülke parasını dolara bağlamış, dolara da altın konvertibilitesi tanınmış olduğu için, ulusal paralar dolaylı olarak altına bağlanmıştır. Bütün uluslararası ödemeler, borçlar ve alacaklar dolarla ölçüldüğünden, dolar bütün paraların bağlandığı "değer standardı" olmuştur. Bununla beraber yine ulusal merkez bankaları, kurları sabit tutmak için dolar alım satımı yaptığından dolar "müdahale parası" haline gelmiştir.

Sistem, her ülkenin ulusal parasını dolar paritesi etrafında en fazla % 1'lik alt ve üst sınırlarda dalgalanmasına izin veriyordu. Bu sınırlar dışında ise merkez bankası dolar alım satımları ile piyasaya müdahale ederek bu seviyelere gelmesini sağlıyordu²⁴. Bu sistemde döviz kuru hem sabit tutuluyordu, hem de belli sınırlar içinde kurun değişimine izin veriliyordu. Döviz kurundaki dalgalanmalar arttığı zamanlarda hükümet, merkez bankaları

Rezerv artarsa → Para arzı genişler → Faizler düşer.

²¹ Gümüseli, S., **Döviz Kuru ve Faiz Oranı Risklerinden Korunma Teknikleri**, Ankara, 1994, s. 16.

²² Özhan, T., "Türkiye için Optimum Döviz Kuru Rejiminin Belirlenmesine Yönelik Bir Uygulama", **Marmara Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı: 1, 2012, s. 19.

²³ Mumcu Akan, D., "Uluslararası Döviz Kuru Sistemlerinin Geleceği: Bretton Woods'a Geri Dönülebilir Mi?", **Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı: 2, 2010, s. 109. www.istanbul.edu.tr. , Erişim: 31 Ocak 2014.

²⁴ Oksay, a.g.e., s. 31.

aracılığıyla döviz kurunu sınırlar içinde korumak için müdahale ediyordu. Böylelikle döviz kurlarında istikrar sağlanıyordu²⁵.

Dış denkleme sorunu, likidite sorunu, güven sorunu, emisyon kazançları sorunu, bu sistemi uygulamanın doğurabileceği sorunlar arasında olduğu gibi, Bretton Woods sisteminin yıkılmasına da yol açmıştır²⁶. *Dış Denkleme Sorunu*: Sabit kur sisteminde dış denge ile ilgili olarak ülkelere sağlanmış bulunan bir araç, döviz kuru değişmeleridir. Fakat dış dengeyi sağlamak için sistem, sabit kur modeli olduğundan, çok sık kur ayarlaması da yapılamaz. Başlıca kur ayarlamaları, açık veren ülkenin devalüasyon, fazla veren ülkenin de revalüasyon yapması şeklinde olmaktadır²⁷. Ancak kur değişimleri en son başvurulacak bir önlemdir. Ülke, önce milli gelir ve harcamaları değiştirerek, açık veren ülkelerde harcamaları kısım, fazla veren ülkelerde genişleterek ödemeler bilançosu dengesini sağlamaya çalışacaktır. Para ve maliye politikası ile toplam harcamaları değiştirerek dış denkleşmeyi sağlamanın da kendine özgü zorlukları mevcuttur. Sabit kur sistemleri, dış denkleşmenin yükünü açık veren ülkelerin sırtına yükler. Çünkü açık veren ülkeler dış rezervlerinin tükenmesi sorunu ile karşı karşıyadırlar. Fazla veren ülkelerde ise rezerv birikimini sınırlandıran böyle acil bir etken yoktur²⁸.

Sabit kur sistemlerinde açık veren ülkede hükümetin devalüasyon kararı alması, uygulanan ekonomik ve mali politikalarının başarısızlığının kanıtı sayılır. Bu nedenle hükümetler son ana kadar devalüasyon kararı almaktan çekinir ve dolaylı yöntemlerle ihracatı özendirmeye, ithalatı caydırmaya çalışırlar. Bu da bürokratik engellerin yaygınlaşmasına ve piyasa mekanizmasından uzaklaşmasına neden olabilir.

Likidite Sorunu: Birden fazla ülke parasının likidite aracı olarak kullanılması, bu paralar arasında değer farkı ortaya çıkarır. Böyle bir durumda herkes sağlam paraya yönelir ve zayıf parayı ödemelerinde kullanmak ister. Başka bir deyişle, kötü para iyi parayı piyasadan kovar.

²⁵ Madura, J. ve Fox, R., **International Financial Management**, South Western, Second Edition, UK, 2011, s. 195.

²⁶ Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz: Seyidoğlu, H., **Uluslararası Finans**, Güzem Yayınevi, İstanbul, 1994, s. 13.

²⁷ www.asbava.blogspot.com.tr, Erişim: 3 Nisan 2015.

²⁸ Seyidoğlu, a.g.e., s. 14.

Sabit kur sistemlerinde dış açık veren ülkeler, bu açıklarını finanse etmek için, uluslararası rezervlere gerek duymaktadır. Çünkü açık veren ülkede döviz talebinin döviz arzını aşması karşısında, kur yükselme eğilimi gösterecek, ulusal para döviz piyasasında değer kaybedecektir. Söz konusu durumu önlemek için, merkez bankası piyasaya döviz arz ederek bu düşüşü önlemeye çalışacaktır. Ancak bunu yapabilmesi için merkez bankasının da yeterli miktarda dövize sahip olması gerekmektedir.

Güven Sorunu: Sistemin temelinde yatan sabit kur uygulaması, doğurduğu güvensizlik nedeniyle spekülasyonu teşvik eden bir mekanizma özelliği taşıyordu. Sabit kur sistemlerinde spekülâtörler, hükümetin sabit pariteyi sürdürmesinden kuşku duyunca derhal o paradan kaçıp riskli olmayan sağlam paralara yönelirler. Bu da söz konusu para üzerindeki baskıları büsbütün arttırarak, olası bir devalüasyonu kaçınılmaz duruma getirebilir.

Emisyon Kazançları Sorunu: Sabit kur sistemlerinde, büyük yabancı ülke parasının uluslar arası rezerv aracı olarak tutulması emisyon kazançları (senyoraj) sorunu doğurur. Senyoraj, altının paralık değeri ile üretimi için yapılan maliyetler arasındaki farkı ifade eder. Bu fark, geçmişte krala veya hükümdara gittiği için, buna senyoraj kazancı denmiştir. ABD dolarının bir ödeme ve rezerv aracı olarak kullanılması da buna benzer bir kazanç doğurur. Çünkü ABD, baskı maliyeti sıfıra yakın olan dolarlarla ithalatını finanse etmekte, dolayısıyla ithalatının değeri ölçüsünde emisyon kazancından yararlanmış olmaktadır.

Az Gelişmiş Ülkelerin Kalkınma Sorunları: Bretton Woods Sistemi, az gelişmiş ülkelerin kalkınma gereksinimlerine de tam olarak cevap verememiştir. Sistemin temel felsefesi olan serbest ticaret ve sınırsız konvertibilite, o dönemlerde çoğu gelişmekte olan ülkenin ekonomik gerçeklerine ters düşüyordu. Ayrıca Bretton Woods Sisteminin az gelişmiş ülkelere yeterli ölçüde reel kaynak transferi sağladığı da söylenemez²⁹.

Bretton Woods Sisteminin sona ermesinden sonra, uluslar arası mali ilişkileri düzenleme görevini IMF devam ettirmiştir. Bu sistemin çöküşünün ardından ülkelerin farklı uygulamalarına yasallık kazandırmak için, kuruluş yasasında değişiklikler yapılmıştır. Söz

²⁹ Tunaboğlu, A. N., **Döviz Kuru Riski Firma Değeri ile İlişkisi: İMKB Şirketleri Üzerine Bir Uygulama**, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara, 2008, s. 35; Seyidoğlu, a.g.e., s.15; www.asbava.blogspot.com.tr, Erişim: 3 Nisan 2015.

konusu değişikliklerle belirli ilkelere uymak koşuluyla ülkelerin diledikleri kur sistemlerini benimseyebilecekleri kabul edilmiştir³⁰.

1.2.3. Serbest Değişken Kur Sistemi

Bretton Woods sistemi yıkıldıktan sonra uluslararası alanda ortak bir döviz kuru sistemi kalmamıştır. Başlıca sanayileşmiş ülkeler ayarlanabilir sabit kur sisteminden çıkarak ulusal paralarını dalgalanmaya bırakmışlardır. 1973 petrol krizinin de etkisiyle dış ticaret hacmini arttırmak amacı ile serbest kur uygulamaları, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde uygulanmaya başlanmıştır³¹.

Serbest dalgalanan kur sisteminde döviz kuruna hiçbir müdahale olmadan ülke parasının değeri piyasadaki döviz arz ve talebine göre belirlenmektedir. Bu sistemde para politikası daha etkin hale gelmekte ve ülkenin tutması gereken uluslararası rezerv miktarı azalmaktadır. Dışsal şokların nominal kurlar tarafından emilmesi sonucu ülke içindeki istikrara da olumlu katkı sağlamaktadır³².

Bu sistemin lehinde ve aleyhinde ileri sürülen birçok görüş vardır. Değişken kur sistemini savunan görüşler temelde piyasa mekanizmasının yararlarına işaret edip ve piyasa çözümlerinin hükümet kararlarından daha üstün olduğunu belirtirlerken, yurtiçi enflasyonu artırma, esnekliklerin düşük olması ve istikrar bozucu spekülasyon gibi nedenlerden dolayı da sistem eleştirilmektedir³³. Sistemde, döviz kurlarının diğer para sistemlerinden farklı olarak piyasa koşullarında serbestçe belirlenmesi döviz kurlarının tahmin edilmesini daha da güçleştirdiğinden, özellikle işletmelerin gelecekteki faaliyetlerini planlayabilmeleri bakımından karşı karşıya oldukları belirsizlik ortamını artırmaktadır.

³⁰ Doğukanlı, a.g.e., s. 26.

³¹ Çiçek, S., **Türkiye’de Döviz Kuru Sistemleri ve Politikalarının İhracata Etkileri (1980–2004)**, T.C. Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İzmir, 1996, s. 12.

³² Azim Özdemir, K. ve Şahinbeyoğlu, G., "Alternatif Döviz Kuru Sistemleri", **T.C. Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği**, Eylül 2000. www.tcmb.gov.tr , Erişim: 2 Şubat 2014.

³³ Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz: Seyidoğlu, a.g.e., s. 16-17.

1.3. DÖVİZ PİYASALARI

Ülkelerin birbirleri ile fiziki mal ticaretinde bulunmaları (ithalat-ihracat), turizm, müteahhitlik, sermaye ihracı ve ithalatı gibi ilişkileri döviz ticaretini meydana getirir ve bu da ticaret hacminin artmasına neden olur³⁴. Uluslar arası ticaretin akıcı bir şekilde ülkeler arasında gerçekleşebilmesi için ticarete konu olan malların ulusal paralarının bir piyasa aracılığıyla çevrilmesi gerekir. Döviz piyasaları ile uluslar arası malları alınıp satılır, yatırımcılar uluslar arası yatırım yaparlar ve bunun gibi ticari faaliyetler sayesinde döviz piyasalarına ihtiyaç duyulur³⁵.

Döviz piyasaları, bireysel ve kurumsal yatırımcıların yabancı para birimlerini ya da dövizlerini alıp sattığı piyasalardır. Başka bir ifadeyle, yabancı para birimlerin işlem gördüğü piyasalardır. Döviz piyasaları Londra, Paris, Zürih, Frankfurt, Singapur, Hong Kong, Tokyo, New York gibi finans merkezlerinde oluşur. Bu merkezlerdeki döviz piyasaları sayesinde bir ülkenin parası ile başka bir ülkenin parası arasında ticaret yapılır. Söz konusu finansal merkezler telefon ağları, video ekranları ile birbirlerine bağlıdır ve birbirleri ile sürekli temas halindedirler³⁶.

Dünya'nın ilk döviz piyasaları Batı Avrupa'da kurulmuş ve başlıca merkezleri; Londra, Zürih, Paris, ve Frankfurt'tur. Euro pazarların odak noktası olan Londra, döviz ticareti açısından dünyanın en önemli finans merkezidir. Paris borsası, Fransız bankaların etkin olduğu ve Fransız Frangı, Amerika Doları ile önde gelen Avrupa paralarının yoğun bir şekilde işlem gördüğü piyasadır. Orta ve Uzak Doğu'da en önemli piyasalar; Tokyo, Hong Kong, Singapur ve Bahreyn'dir. Merkez Bankasının hiçbir denetim rolünün olmadığı Hong Kong Borsası özellikle Tokyo, New York ve Singapur piyasalarından etkilenmektedir. Bahreyn piyasası ise bölgenin petrol gelirlerinden yararlanmaktadır. Kuzey Amerika'da döviz piyasalarının gelişmesi oldukça yenidir. 1970'li yılların ortalarında doların değer yitirmeye başlamasına kadar, Amerikan Merkez Bankası para politikalarında önemli bir değişikliğe gitmemiştir. 1980'li yıllarda doların sürekli iniş çıkışları New York Borsasının önem

³⁴ Uzunoglu, S., **Para ve Döviz Piyasaları**, Literatür Yayınları, 2. Basım, İstanbul, 2003, s. 61.

³⁵ Melvin M. ve Norrbinn, S. C., "The Foreign Exchange Market", **International Money and Finance**, Elsevier Inc, Eighth Edition, USA, 2013, s. 3.

³⁶ Salvatore, D., **International Economics**, Third Edition, New York, 1990, s. 376.

kazanmasına yol açmış ve borsanın Londra ile rekabet edecek düzeye gelmesine neden olmuştur³⁷.

Döviz piyasasının amacı, bir ülke parasındaki satın alma gücünün diğer bir ülke parasına aktarılmasıdır. Önceleri bu transfer telgraf havalesi ile gerçekleştirilirdi veya yerel bir banka yerli paranın belirli bir miktarını kişi, firma ya da hesabına ödemek için yabancı para merkezindeki muhabirine bildirir ve döviz alan ve satan kişiler, kurumlar telefon, telsiz vb birbirlerinden haberdar olurdu. Günümüzde ise döviz piyasalarında, modern iletişim araçlarının gelişmesiyle belirgin bir fiziki mekan olmadan işlemler hızla yapılmaktadır. Alıcı ve satıcılar birbirleri iletişim kurduklarında piyasa oluşmuş demektir³⁸. Döviz piyasalarında alıcı ve satıcı olarak faaliyette bulunma nedenlerini dört farklı grupta açıklanabilir:

- Yabancı hisse senedi ve tahvillerin satın alınması, dış seyahatler, bir şirketin başka ülkedeki kişi ve kuruluşlara satılması, yurt dışından alınan komisyon, ithalat için yapılan ödemeler ve ihracat gelirlerinden kaynaklanan ticari amaçlı nedenler,
- Para piyasalarında atıl fonların plasmanı ile ilgili nedenler,
- Üçüncü neden spekülasyondur. Spekülatörler döviz piyasalarında ileride sattıkları zaman kar etmek beklentisi ile döviz alırlar veya mevcut dövizleri olmadığı halde gelecek teslimatlı satışlar yaparlar.
- Dördüncü neden ise, işlemcilerin ve yatırımcıların faaliyetlerine ilişkindir. İşlemciler uluslararası ticaretteki döviz ihtiyaçları nedeniyle, yatırımcılar da aktif pasif yatırımları nedeniyle döviz piyasasında yer alır³⁹.

³⁷ Öçal, T. ve Çolak, F., **Finansal Sistem ve Bankalar**, Nobel, Ankara, 1999, s. 235.

³⁸ Salvatore, a.g.e., s. 376; Karluk, a.g.e., s. 342.

³⁹ Gümüşeli, a.g.e., s. 9.

1.3.1. DÖVİZ PİYASALARININ FONKSİYONLARI

Kredi sağlama, satın alma gücü transferi, döviz risklerini minimize etme ve dış ticaret dengesinin kurulmasına yardım etme, döviz piyasalarının başlıca fonksiyonlarından. Bu fonksiyonlar aşağıda açıklanmaktadır.

1.3.1.1. Kredi Sağlama

Dış ticarete ihtiyaç duyulan kredi, döviz piyasalarında da sağlanabilir. Dünyada, döviz ticaretinin günde toplam 2 Milyon Dolar üzerinde olduğu tahmin edilmektedir. Ancak bu döviz değişim işlemlerinin çoğu, gerçek para alış verişinden ziyade banka hesaplarını kredilendirme ya da borçlanma ile gerçekleşir⁴⁰. Kredi sağlamak; kurumlar, firmalar ve kişiler için para talebinin esnekliği üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğundan, uluslararası ticaretin finansmanında kullanılan etkili bir araçtır. Bu bakımdan bireyler ve finansal kurumlar, döviz piyasalarından, kredi tedarik ederek ödemelerinde kolaylık sağlarlar⁴¹.

1.3.1.2. Satın Alma Gücü Transferi

Uluslar arası ticaret ve sermaye akımı, farklı ulusal para birimlerine sahip taraflar arasında gerçekleştiği için, satın alma gücünün bir paradan diğerine transfer edilmesi zorunlu olmaktadır. Hangi para birimi kullanılırsa kullanılsın, taraflar satın alma gücünü kendi ulusal parasına transfer etmek ya da kendi ulusal parasından transfer etmek zorundadır⁴².

Döviz piyasalarının fonksiyonlarından olan satın alma gücü transferi sayesinde ulusal paraların birbirine dönüştürülmesini sağlanarak, uluslar arası ticaret, yatırım ve mali fon transferini mümkün kılınmaktadır. Döviz piyasaları olmasaydı, bir ülkede yaşayan insanların sahip oldukları o ülkenin ana parasına bağlı olan servetlerin normal koşullar altında o ülke sınırlarının dışına çıkartılabilmesi çok zor ve olanaksız olurdu⁴³.

⁴⁰ Salvatore, a.g.e., s. 379.

⁴¹ Lastrapes, W. D. ve Douglas McMillin, W., "Cross Country Variation in The Liquidity Effect: The Role of Financial Effects", **The Economic Journal**, Vol.114, No. 498, 2004, s. 891.

⁴² Doğukanlı, a.g.e., s. 48.

⁴³ www.asbava.blogspot.com.tr, Erişim: 4 Nisan 2015.

1.3.1.3. Döviz Risklerini Önleme

Hem mal ticareti ile uğraşan ithalatçı ve ihracatçılar, hem de yabancı piyasalarda fon arayışında olan ve dış yatırım yapmak isteyenler beklenmedik kur risklerine açık hale gelmektedir. Bu bakımdan kur risklerini gidermek ve en aza indirmek için döviz kurunda meydana gelebilecek değişikliklerden doğan riskler, döviz piyasalarında giderilebilir. Bu da döviz piyasalarında arbitraj yoluyla sağlanır. Arbitraj, bir ülke para birimi değerinin bir piyasada diğer ülke piyasalarındaki değere göre yüksek olması durumunda yatırımcıların, değer düşük olduğu piyasadan alarak yüksek olduğu piyasaya satmasıyla kazanç sağlama işlemidir.

1.3.1.4. Dış Ticaret Dengesinin Kurulmasına Yardım

Döviz piyasaları tam rekabet piyasası özelliğini taşır. Piyasada birbirine üstünlük sağlamayacak kadar çok sayıda homojen döviz arz ve talebi söz konusudur. Ayrıca döviz piyasaları akışkandır. Bu bakımdan döviz arz ve talep edenler piyasada oluşan kur dışında başka faktörlerin etkisi altında kalmamaktadırlar⁴⁴. Döviz kurlarının, döviz piyasasında herhangi bir müdahale olmaksızın arz ve talebe göre belirlenmesi ile gerçekçi kur politikası belirlenir. Bu bakımdan gerçekçi bir kur politikası ile iç ve dış fiyatlar arasındaki denge kurularak, döviz üreten ve tüketen sektörlerle eşit davranılır⁴⁵.

⁴⁴ İyibozkurt, a.g.e., s. 305; Karluk, a.g.e., s. 342.

⁴⁵ Demircioğlu, M., **Döviz Kuru Politikaları ve Dış Ticaret 1980 Sonrası Türkiye Örneği**, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İzmir, 2009, s. 70.

1.3.2. DÖVİZ PİYASALARININ ÖZELLİKLERİ

Döviz piyasalarının diğer piyasalara göre bazı farklı özellikleri bulunmaktadır. Bunlar;

Döviz piyasaları alıcı ve satıcıların karşılaştıkları piyasalar değildir: Bu piyasalarda mal piyasalarından farklı olarak alıcı ve satıcılar hiç yüz yüze gelmezler. Çünkü alıcı ve satıcılar işlemleri birbiriyle değil, aracı durumundaki banka, banka dışı mali kuruluşlar ya da gerçek kişilerle yaparlar.

Döviz piyasaları belirli bir borsa biçiminde örgütlenmiş piyasalar değildir: Döviz işlemleri menkul kıymetler borsasında olduğu gibi belirli bir bina ve örgütsel yapıya sahip borsalarda yapılmaz. Döviz piyasası örgütlenmemiş bir piyasadır. İşlemler, müşterilerle bankalar veya bankaların kendi aralarında serbest piyasa kuralları içinde yürütülür.

Döviz piyasaları evrensel nitelikteki piyasalardır: Dünyanın neresinde olursa olsun döviz işlemi yapan bankalar ve öteki mali kurumların dealerları, brokerlar ve diğer ilgilileri, faks, teleks, telefon ve internet ağıyla birbirine bağlanmış durumdadırlar. Böylelikle, herhangi bir ulusal piyasada ortaya çıkan gelişmeden tüm diğer merkezler anında haberdar olurlar. Gelişmelerden herkesin anında haberdar olması ve arbitraj olanaklarının varlığı, çapraz kurlarda ortaya çıkabilecek bir sapmanın da hızla düzeltilmesine neden olacağından, aralarındaki coğrafi uzaklığa karşın tüm ulusal piyasalardaki kurlar uyum içinde olur.

Dünya yüzünde döviz piyasası hiç kapanmayan bir piyasadır: Büyük ticaret merkezlerinin küresel dağılımı döviz piyasalarının 24 saat boyunca faaliyette bulunmalarını sağlar. Kıtalar arası saat farkları nedeniyle bir gün içerisinde dünyadaki döviz piyasalarından hiç değilse birisi açıktır⁴⁶. Bunun önemi, diğer piyasalar kapalı iken, açık olan yerel piyasada ortaya çıkan bir gelişmenin tüm öteki piyasaları da etkilemesidir. Döviz kurlarının gün boyunca değişme olasılığı vardır.

Döviz piyasaları tam rekabet piyasalarına oldukça yakın piyasalardır: Eğer piyasalara hükümet müdahalelerinin minimum düzeyde olduğu varsayılırsa, döviz piyasaları tam rekabet piyasalarının koşullarına büyük ölçüde uygunluk gösterirler. Tam rekabet piyasalarının temel özelliği, ilgili ekonomik varlığın tüm piyasalarda tek bir fiyattan oluşması ve tüm alıcı ve satıcılar açısından bu fiyatın veri olmasıdır. Hükümetlerin döviz üzerindeki kısıtlamaları

⁴⁶ Mengütürk, M., **International Finance**, Literatür Yayıncılık, Second Edition, İstanbul, 1995, s. 68.

kaldırmaları durumunda, döviz piyasaları büyük ölçüde bu koşullara yaklaşır. Alıcı ve satıcılar çok sayıdadır, piyasa giriş ve çıkışları serbesttir, döviz homojen bir ekonomik varlıktır. Ayrıca tüm işlemciler her an piyasa koşulları hakkında bilgiye sahiptirler⁴⁷.

1.3.3. DÖVİZ PİYASALARININ İŞLEYİŞİ

Günümüzde dünyadaki en büyük mali piyasalar, döviz piyasalarıdır. Döviz piyasalarının işleyiş mekanizmalarının bilinmesi uluslararası finans açısında önem taşımaktadır. Döviz piyasası dünya ölçeğinde bir piyasa olduğu için belirli kurallara göre düzenlenmiş bir iktisadi oluşum değildir. Daha çok kendi işleyişini kendisi düzenlemektedir. Başka bir deyişle, kurallar, özel kişi ya da kurumların kararlarına göre oluşmakta ancak işlemler, organize borsalarda gerçekleştirilmektedir⁴⁸.

Döviz piyasasında bir işlemin ortaya çıkışı bir örnekle açıklanabilir: Bir Amerikan şirketi başka bir ülkeye mesela Japonya'ya ihracat yapacağı zaman Japon ithalatçının, ABD'de üretim yapan ya da hizmet veren bir kişiye yerel para birimi dolar ödemesi gerekir. ABD ve Japonya arasındaki bu alışverişi sonuçlandırmak için iki yol vardır. Amerikalı ihracatçı, Japon ithalatçıdan ya ABD doları ya da yen cinsinden ödeme yapmasını ister. Eğer ödemeler dolar cinsinden olarsa, ithalatçı döviz piyasasına yen satarak ABD doları alır. Eğer ödeme yen cinsinden olarsa ihracatçı ABD doları almak için yen satar. Her iki durumda da döviz piyasasında yen satılıp ABD doları alınır.

İki ülke arasındaki ticaretin çok sık olmadığı veya iki ülkenin de zayıf paraya sahip oldukları durumunda, iki ülke arasındaki işlem üçüncü bir ülkenin parası ile yapılır. Yine ithalatçının kendi ülkesinin parasını satarak üçüncü ülkenin parasını alması, ihracatçının da üçüncü ülkenin parasını satarak kendi ülkesinin parasını alması için döviz piyasalarına gereksinim duyulmaktadır⁴⁹.

⁴⁷ Seyidoğlu, a.g.e., s. 81.

⁴⁸ Ayva, A., **Türk Bankacılık Sektöründe Döviz Kuru Riski ve Yönetimi**, Gazi Üniversitesi Eğitim Bilimleri Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2007, s. 32.

⁴⁹ Gümüşeli, a.g.e., s. 13.

1.3.4. DÖVİZ PİYASALARINDA FAALİYET GÖSTEREN KİŞİ VE KURULUŞLAR

Döviz piyasalarının katılımcıları arasında ithalatçı ve ihracatçılar, dış fon sağlamak veya dış yatırım yapmak isteyen kişiler, şirketler ve kamu kuruluşları yer alır. Bunların yanı sıra spekülâtörler, arbitrajcılar döviz pozisyonlarını denkleştirmek isteyen banka ve mali kuruluşlar, alıcı ve satıcı olarak piyasaya girebilirler. Döviz kuruna müdahalede bulunmak amacıyla merkez bankaları da zaman zaman piyasada alım satım işlemleri yapabilirler.

1.3.4.1. Merkez Bankası

Merkez bankaları, ticari bankaların, hazinenin, idari kuruluşların, yabancı merkez bankalarının ve uluslar arası kurumların döviz arz ve talep işlemlerini yerine getirmekte ve döviz piyasalarına gerektiğinde müdahale etmektedirler. Söz konusu müdahalelerle ekonominin likidite hacminin, faiz oranının ve yerel paranın yabancı para birimleri karşısındaki fiyatının istenilen yönde değiştirilmesi sağlanmaktadır⁵⁰. Merkez bankaları, döviz kurlarının denge değerinden uzaklaşmasını engellemek de dahil, aşağıda sıralanan birçok nedenle döviz kurlarına müdahale etmektedirler:

Döviz Kurlarının Seviyesini Etkilemek: Merkez bankaları döviz kurlarının uzun dönemli denge seviyesinden sapma gösterdiğini düşündüklerinde, kurları denge düzeyine döndürmek için müdahalede bulunmaktadırlar⁵¹. Örneğin, bir ülkenin toplam döviz talebi yabancı işlemleri sırasında toplam döviz kazancını aşarsa, birbirleri ile değişimi yapılan para birimlerinin kuru, toplam talep ve arz miktarlarını dengelemek için değişmek zorundadır. Kurlarda böyle bir ayarlama izni olmazsa, ülkenin ticari bankaları ülkenin merkez bankasından borçlanmak zorunda kalır. Bu durumda ülkenin merkez bankası da "son kredi mercii" olarak hareket eder ve döviz rezervlerini aşağı çeker. Bir ülkenin diğer ülkelerle ticari işlemler sırasında aşırı bir döviz arz fazlası oluşuyorsa, bu fazla arz ülkenin merkez bankasındaki ulusal para birimi ile değiştirilir ve böylelikle ülkenin yabancı para birimi rezervleri artar⁵².

⁵⁰ Öçal ve Çolak, a.g.e., s. 236.

⁵¹ Ağcaer, A., **Dalgalı Kur Rejimi Altında Merkez Bankası Müdahalelerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Bir Çalışma**, T. C. Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, 2003, s. 3-4.

⁵² Salvatore, a.g.e., s. 377.

Döviz Kurlarındaki Aşırı Hareketleri Engellemek: Kurlardaki aşırı hareketler, özellikle türev piyasaların gelişmediği ve korunma amaçlı türev işlemlerinin imkansız ya da yüksek maliyetli olduğu ülkelerde, dış ticaret maliyetlerini artırmakta ve ticaret hacminde daralmaya neden olmaktadır. Gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde kredibilite sorunları ya da döviz kurlarından fiyatlara yüksek bir geçişkenliğin var olması durumunda, döviz kurları enflasyon beklentileri açısından bir çapa olarak algılanmakta ve döviz kurlarının düzeyi hükümetin makroekonomik politikalarının başarısını gösteren sembolik bir ölçü haline gelmektedir. Özellikle enflasyon hedeflemesi politikasını benimseyen ve döviz kurlarından fiyatlara yüksek bir geçişkenliğin olduğu ülkelerde merkez bankaları aşırı kur hareketlerine karşı daha da hassas hale gelmektedirler.

Düzensiz Piyasa Hareketlerini Düzenlemek: Döviz kurlarındaki ani düşüş ve yükselişler zaman zaman piyasa düzenini bozarak, piyasada likiditenin azalmasına neden olabilmektedir. Döviz piyasasındaki likidite eksikliği döviz işlemlerine aracılık yapan kuruluşların, müşteri işlemlerini gerçekleştirmelerini zorlaştırarak, ekonomi üzerinde olumsuz etkiler oluşturabilmektedir. Döviz piyasalarındaki likidite eksikliği belli dönemler için tolere edilip müdahale gerektirmese de, likidite kaybının uzaması merkez bankalarını bu tür bir düzensizliğe engel olmak amacıyla müdahale etmeye yönlendirebilir.

Para Politikasına İlişkin Sinyaller Vermek: Döviz müdahaleleri gelecekteki para politikası değişikliklerine ilişkin olarak bilgi vermek ya da ani para politikası değişikliklerinde piyasada oluşabilecek geçici güven kaybı ya da ani döviz hareketlerini yatıştırmak amacıyla da kullanılabilir.

Rezerv biriktirmek: Merkez bankaları döviz kurlarının uzun dönemli dengesini bozmadan rezerv biriktirmek amacıyla kurlara müdahalede bulunabilirler. Özellikle döviz krizlerinin ardından yatırımcı güvenini yeniden kazanmak ve dış borç ödeme kapasitesini artırmak isteyen merkez bankaları için rezerv biriktirmek, öncelikli hedeflerden biri haline gelebilmektedir.

Döviz Piyasasına Likidite Vermek: Döviz piyasalarındaki likiditenin azalması piyasa üyelerinin döviz yükümlülüklerini yerine getirme riski doğurduğunda merkez bankaları döviz piyasasına likidite sağlamak amacıyla döviz satış müdahalesinde bulunabilirler⁵³.

⁵³ Ağcaer, a.g.m., s. 4.

Ortak müdahalelere katılmak: Merkez bankaları diğer ülke merkez bankalarıyla birlikte hareket ederek aynı döviz kurunu desteklemek amacıyla müdahalede bulunabilirler.

Merkez bankaları, söz konusu bu nedenlerle döviz kurlarına müdahale ederler. Müdahaleler çoğunlukla döviz kurlarının seviyesini değiştirmek ya da kurlardaki oynaklığı azaltmak amacıyla yapılmaktadır⁵⁴.

1.3.4.2. Bankalar

Ticari bankalar, döviz piyasalarının temel aracı kurumlarıdır. Finansal merkezlerin borçlanma gibi faaliyetlerde bulunması ve döviz kuru işlemlerinde bulunmaları sonucunda farklı para birimlerinin, banka mevduatlarında yer alması bakımından bankalar, döviz piyasalarının merkezinde yer almaktadırlar⁵⁵.

Bankalar hem kendi hesaplarına işlem yaparlar hem de müşteriler adına döviz alım satım hizmetleri sunarlar. Bankalar ekonomik gelişmelere bağlı olarak, her döviz cinsinden istenilen düzeyde bulundurarak döviz pozisyonunu yöneterek, bunlardan ve kur farklarından, kambiyo komisyon ve ücretlerinden kar elde ederler.

Bankaların döviz işlemleri genellikle ayrı bir servis durumundaki kambiyo departmanlarınca gerçekleştirilir. Döviz kurunu belirlemek, piyasadaki gelişmeleri izlemek, eksik veya fazla pozisyonu denkleştirmek üzere diğer bankalarla ilişki kurmak kambiyo departmanın görevi değildir. Bunlar bankanın ana merkezi veya bölge ofislerindeki banka dealerları tarafından yürütülür⁵⁶.

Dealerların alım satımı gerçekleştirmek için her an işleme ait olan para birimlerini stokta bulundurmaları gerekir. Bankaya kazandırdıkları kar üzerinden pay alırlar. Dealerların kar baskısı altında yetkilerini aşarak ticaret sınırlarının dışına çıkması, bankanın risk altına girmesine neden olur. Bu nedenle bankaların işlem sınırını belirlemesi önemlidir⁵⁷.

Bazı küçük ve orta ölçekli bankalar döviz ticaretini büyük bankalar vasıtasıyla yürütürler. Büyük bankalar adına müşterilerine hizmet sunarlar. Kendi olanaklarının dışında işlem yapmak istediklerinde bankanın kaynaklarını kullanırlar ve piyasa yapıcılığı rolü

⁵⁴ Ağcaer, a.g.m., s. 4.

⁵⁵ Krugman ve Obstfeld, a.g.e., s. k333.

⁵⁶ Seyidoğlu, a.g.e., s. 79.

⁵⁷ Çufadar, a.g.e., s. 33.

üstlenemezler. Fakat büyük bankalardan müşterileriyle yaptıkları perakende ticaret nedeniyle döviz alır, döviz satarlar. Bankalar döviz piyasasında doğrudan ya da aracılar vasıtasıyla işlem yapabilirler.

1.3.4.3. Dış Ticaret ve Dış Yatırım İşlemleri Yapan Kişi ve Kuruluşlar

Döviz piyasalarındaki hareketlilik, döviz kurunun gelecekteki değerinde belirsizliği beraberinde getirmektedir. Bu belirsizlik ise ülkenin dış ticaret hacmini ve ülke ekonomisini etkilemektedir⁵⁸. Döviz kurunda meydana gelen bir artış iç ve dış piyasalar arasında nisbi fiyatlarda değişim meydana getirir. Söz konusu değişim ülkedeki ihracatçıların dış fiyat seviyelerinde yeni ayarlamalar yapmasına yol açar ve nisbi olarak daha pahalı olan malların fiyatlarını daha makul düzeye getirmelerine ve ihracat hacmini genişletmelerini sağlar. Aynı zamanda yurt dışından ithal edilen ürünlerin yurt içi arz ve talep esnekliğinin durumu, ülkenin bulunduğu ekonomik şartlar ve sermaye hareketliliğinin derecesi ülkelerin dış ticaretinde etkili olmaktadır⁵⁹. Bu bakımdan yatırımcılar, uluslararası ticaret ve doğrudan yatırım olmak üzere iki sebeple döviz piyasasına katılırlar. Her iki faaliyette de bulunmanın amacı, yatırımcıların bu faaliyetler esnasında olabilecek kur risklerine karşı kendileri korumak istemeleridir⁶⁰.

1.3.4.4. Spekülatörler

Döviz piyasasındaki bir diğer yatırımcı da, herhangi bir yabancı paranın değer kazanacağını ya da kaybedeceğini öngörerek risk üstlenen spekülatörlerdir. Spekülatörler ilerde satmak amacıyla değer kazanacağını düşündüğü parayı satın alır. Tahminleri gerçekleşir ilgili döviz gerçekten değer kazanırsa, bundan bir kazanç sağlar. Ancak satın aldığı dövizin değeri düşerse zarara uğrar⁶¹. Bir paranın ilerde değerini kaybedeceğini öngören spekülatörler ise bunun tam tersi davranır, değeri düşecek olan yabancı para birimini bugünden satarak elden çıkarır. Eğer gelecekte tahmin ettiği dövizin fiyatı düşmüşse, onu daha ucuza satın alarak kar elde eder, fiyat düşmezse zarar eder.

⁵⁸ Ordu, C. F., **Döviz Kuru Dış Ticaret İlişkisi**, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Aydın, 2013, s. 66.

⁵⁹ Sever, E., **Döviz Kuru Rejimleri ve Ekonomik Etkileri Bakımından Türkiye’de Uygulanan Döviz Kuru Politikalarının Analizi**, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul, 2004, s. 204.

⁶⁰ Akdiş, M., **Para Teorisi ve Politikası**, Beta, İstanbul, 2001, s. 258.

⁶¹ Griffiths ve Wall, a.g.e., s. 580.

Spekülatörler döviz kurlarındaki değişmelerin tahmin edilmesinde; ülkenin ödemeler bilançosu durumu, faiz ve enflasyon oranı, ihracattaki gelişmeler, dış borç ödemeleri vb. gibi etkenleri dikkate alırlar. Amaç en doğru tahmini yapabilmektir⁶².

1.3.4.5. Arbitrajcılar

Bir dövizin fiyat farklılığından yararlanmak üzere bu fiyat farklılığını giderene kadar aynı anda alınıp satılması işlemine arbitraj denir. Arbitraj "ucuza al, pahalıya sat" işlemi olmakla birlikte normal ticaret faaliyetlerinden farklıdır. Arbitraj, dövizin yanı sıra bir mal ya da menkul değer gibi tüm ekonomik ve mali varlıklara uygulanabilen kapsamlı bir kavramdır. Yapılış nedeni aynı andaki fiyat farklılıklarından yararlanma düşüncesidir ve bunu gerçekleştirirken de herhangi bir riskle karşılaşması söz konusu değildir. Arbitrajın risksiz oluşu onu spekülasyondan ayıran en önemli özelliğidir⁶³.

Spekülasyonu döviz piyasasında risk üstlenerek, arbitrajı da riske girmeden yapılan kâr amaçlı döviz alım ve satım faaliyeti olarak nitelendirebiliriz. Spekülasyon ve arbitraj faaliyetleri genelde büyük bankaların kendileri tarafından gerçekleştirilir. Bankalar döviz piyasasında hem döviz işlemcisi, hem de spekülatör ve arbitrajcı olarak faaliyet gösterebilirler.

Arbitraj, farklı yerlerdeki fiyat farklılıklarını giderene kadar devam eder ve fiyatlar eşitlendiği zaman döviz kurundaki oranlar işlem maliyetine yakın olur⁶⁴. Arbitrajın döviz piyasalarına en önemli katkısı, çeşitli piyasalarda kurlar arasında bozulan dengeyi gidermesi ve tüm dünyada kurlar arasındaki uyumun sağlanmasında önemli rol oynamasıdır.

Örneğin, iki mağaza madeni paralar alıp satmaktadır. Mağaza A madeni parayı 120 €'ya satmak istiyorken, mağaza B aynı madeni parayı 130 €'ya satmaktadır. Arbitrajcı, mağaza A'daki madeni parayı 120 €'dan satın alıp, mağaza B'ye 130 €'ya satarak arbitraj olanağını kullanabilir ve risksiz bir şekilde 10 € kar edebilirler. Arbitraj, mağaza A'nın madeni parasına olan yüksek talepten dolayı fiyatların arttırmasına sebep olurken, mağaza

⁶² Seyidoğlu, H., **Uluslararası İktisat**, 13. Baskı, İstanbul, 1999, s. 305.

⁶³ Parasız İ. ve Yıldırım, K., **Uluslararası Finansman Teori ve Uygulama**, Ezgi Kitabevi, 1. Baskı, Bursa, 1994, s. 181.

⁶⁴ Melvin ve Norrbin, a.g.e., s. 11.

B'nin fiyatlarının azaltmasına sebep olacaktır. Böylelikle arbitraj sayesinde fiyatları birbirlerine önemli düzeyde yaklaşıp ve fiyatların yeniden düzenlenmesine sebep olur⁶⁵.

1.3.4.6. Enflasyondan Korunmaya Çalışan Küçük Tasarruf Sahipleri

Enflasyon oranının yüksek olduğu ülkelerde küçük tasarruf sahipleri, gelirlerinin reel değerini enflasyona karşı korumak için gelirlerini harcama zamanı gelinceye kadar daha sağlam bazı yabancı paralara dönüştürürler. Aslında bu olay, enflasyon dolayısıyla ulusal paranın değer biriktirme aracı olma görevini yerine getirememesi demektir ve dolarizasyon olarak adlandırılmaktadır.

Enflasyondaki hızlı artışlardan dolayı ulusal para yalnız değer biriktirme görevini değil, değişim ve değer birimi işlevlerini de yerine getiremeyebilir. İnsanlar bütün bu işlevler için sağlam yabancı paralar kullanma yoluna gidebilirler, böylece dolarizasyonun kapsamı da genişler. Tüm bu işlevler için kısa veya uzun süreler için döviz kullanma yoluna giderler ve döviz piyasalarının katılımcısı konumunda olurlar⁶⁶.

1.3.4.7. Döviz Brokerleri

Broker, kendisi işleme taraf olmadan alıcı ve satıcıyı bir araya getiren, işlemin gerçekleştirilmesine aracılık eden kişidir. Hizmetinin karşılığında da taraflardan bir komisyon alır. Döviz piyasasında işlem yapmak isteyen banka ve diğer kuruluşlar için uygun fiyatı bulmak amacıyla diğer banka ve kuruluşları aramak, özellikle hızlı değişen piyasalarda oldukça güç olduğundan, Broker'lar devreye girer. Broker'ların çok kısa sürede çok sayıda müşteri banka ile bağlantı kurmasını sağlayacak kadar personel ve teknik imkanları bulunmaktadır. Anında haberleşmeyi sağlamak üzere brokerler dünya etrafında yüzlerce banka ve mali kuruluşlarla iletişim halindedir. Görevleri dolayısıyla piyasadaki gelişmeleri sürekli olarak takip eder ve gelişmelerden anında haberdar olurlar ve işlemleri hızlandırıp daha iyi hizmet imkanları sunarlar⁶⁷.

⁶⁵ Madura ve Fox, a.g.e., s. 238.

⁶⁶ Çufadar, a.g.e., s. 36.

⁶⁷ Seyidoğlu (1999), a.g.e., s. 309.

1.3.4.8. Fixing

Bazı Avrupa ülkeleri ile Chicago'daki bazı borsalarda döviz alım satımının yapıldığı, fixing veya döviz borsası denilen fiziki yerler bulunmaktadır. Bunlardan en önemlisi Chicago'daki Uluslararası Döviz Borsası'dır. Bu borsa, piyasadaki dalgalanmalardan avantaj sağlamak isteyen kişiler ve küçük şirketlerin interbank piyasası aracılığıyla döviz piyasasına yeterince katılamamaları nedeniyle ortaya çıkmıştır. Borsada yetkili kişiler Pound, Mark, Yen, Kanada Doları, ve İsviçre Frangı olmak üzere beş para birimi üzerinden alım yaparlar.

Döviz borsasının avantajı, gün sonunda her bir para birimi için kurları sabitleştirilerek kamuya açıklanmasıdır. Belirlenen kur hem yasal anlaşmalar için, hem de birçok banka ve şirketin işlemleri için esas teşkil eder⁶⁸.

1.3.4.19. Direkt Deal

Uluslararası alanda faaliyet gösteren bankalarda, döviz işlemleri ile ilgilenen birçok bölüm olmasına rağmen, dealing işlemleri bir merkezden yürütülmektedir. Bu merkeze "dealing room" adı verilir. Dealing room bankaların interbank piyasasındaki ve müşterilerinin döviz ile ilgili işlemlerini yürütür. Döviz piyasalarına girişi sağlayan bu bölüm, önemli bir kar merkezidir⁶⁹.

Dealing roomlar vasıtasıyla bazı bankalar piyasadaki değişiklikleri anında görebilmekte ve alım satım işlemlerini ekran aracılığı ile ya da telefonla yapabilmektedir. Bu şekilde karşılıklı olarak işlemlerin kontrolü ve teyidi otomatik olarak gerçekleştirilebilmektedir⁷⁰. Dealing Room personeline ise Kambist ya da Dealer denilmektedir. Dealer, Dealing Room'larda döviz alışverişini yapan, döviz kurlarını saptayan kişiler olup, bir bakıma bankanın döviz tacirleridir⁷¹.

⁶⁸ Arslan, a.g.e., s. 46.

⁶⁹ Arslan, a.g.e., s. 47.

⁷⁰ Gümüşeli, a.g.e., s. 11.

⁷¹ Başoğlu, U., Ölmezogulları N., ve Parasız, İ., **Dünya Ekonomisi**, Ezgi Kitabevi, İkinci Baskı, Bursa, 2001, s. 275.

1.3.5. DÖVİZ PİYASALARININ TÜRLERİ

Döviz piyasaları işlemlerin yapılma zamanlarına göre spot ve vadeli olmak üzere iki türü bulunmaktadır.

1.3.5.1. Spot Piyasalar

Döviz piyasalarında para türleri fiziki olarak el değiştirmek yerine muhabir hesaplarda mutabakat biçiminde gerçekleşmektedir. Bu nedenle işlem tarihi ile teslim tarihi (valör) birbirinden farklı olabilmektedir⁷².

Spot piyasalarda döviz işlemleri teslim anında yapıldığından buna spot ya da peşin döviz işlemleri denilmektedir⁷³. Alım satıma konu olan dövizlere ise, o andaki cari kur uygulandığından spot döviz kuru denilmektedir. Peşin esasına göre işleyen spot işlemler, genelde bankalarca dolar karşılığında yapılır. Fakat müşteriler ve küçük bankalar dolar dışındaki döviz karşılığında da talepte bulunabilirler⁷⁴.

1.3.5.2. Vadeli Piyasalar

Vadeli piyasaların ayırıcı özelliği döviz alım veya satım sözleşmesinin bugünden yapılması, teslim ve karşılığı olan ödemenin ise anlaşmada kararlaştırılan fiyattan gelecekteki bir tarihte gerçekleştirilmesidir. Sözleşme yapıldığı zaman bir ödemede bulunulmaz.

Vadeli piyasalarda işlemler genellikle bir yıllık süreyi geçmez. Döviz fiyatları vadeli piyasalarda önceden kararlaştırıldığı için, işlemler bu dönem içerisindeki kur değişimlerinden korunmuş olur. Vade sürelerinin uzaması işlemlerin daha hassas olmasının yanı sıra, fiyat aralıklarının da değişmesine neden olur. Vadeli kurlar spot kurlarından yüksek veya düşük olabileceği gibi aynı değerde de olabilir. Vadeli kurlar spot kurlardan yüksek ise aradaki farka, vadeli teslim primi (forward premium) denir ve bu durumda yerli para yabancı paraya göre zayıflar. Vadeli kurlar spot kurlarında düşük ise de aradaki negatif farka, vadeli kur iskontosu (forward discount) denir ve bu sefer de yerli para yabancı paraya göre değer kazanır. Her iki kurda birbirine eşit ise düz (flat) kurlardan bahsedilir⁷⁵.

⁷² Uzunoglu, a.g.e., s. 65.

⁷³ Parasız, İ., **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, Ezgi Kitabevi, Bursa, 2005, s. 592.

⁷⁴ Özdemir, M., **Finansal Yönetim**, Gazi Kitabevi, Birinci Baskı, Ankara, 1997, s. 514.

⁷⁵ Sever, a.g.e, s. 9; Seyidoğlu (1999) , a.g.e., s. 339.

Vadeli piyasalarda işlemler, korunma spekülasyon ve arbitraj amaçlı işlemler olmak üzere üç saik üzerinde yapılır. Spot piyasada pozisyonu olup fiyat riskinden korunmak isteyen yatırımcılar, gelecekteki fiyatı sabitleyerek korunma amaçlı işlemlerde bulunurlar. Spekülasyon amaçlı işlem yapan yatırımcılar ise, fiyat hareketlerinden kazanç sağlamak amacıyla risk alırlar ve böylelikle piyasaların likit olmasını sağlarlar⁷⁶. Spekülatörler genellikle bilgiye dayanarak yatırım yapanlardır ve kısa vadede maliyet fiyatlarına göre daha avantajlı fiyattan satış yaparak kar elde etmeyi isterler. Bu kişiler alım satım yaptıkları varlıkları ne üretirler ne de kullanırlar⁷⁷. Aynı anda bir piyasada alım başka bir piyasada satım yapılarak piyasa arasındaki fiyat farklılıklarından faydalanarak kar elde etme amacı ile yapılan işlemler ise arbitraj amaçlı işlemlerdir⁷⁸.

1.3.6. TÜRKİYE'DEKİ DÖVİZ PİYASALARI

Türkiye Ekonomisi, Osmanlı imparatorluğunun özellikle son dönemi ve Cumhuriyet'in kuruluş yıllarında dışa açık ve bağımlı bir ekonomik görünüm sergilemiştir. Ekonomideki dışa açıklığın temel sebebi de aşırı derecede ithal kaynaklara muhtaç bir ekonomik altyapıya sahip olunmasıdır. Türkiye'nin ekonomik sorunlarının masaya yatırılması için 1923 yılında İzmir İktisat Kongresi düzenlenmiş, kongrede şartlar gereği olarak devletin de ekonomik hayatta yer alması gerektiğine dikkat çekilmiş ve milli liberal perspektifli ekonomi politikaları benimsenmiştir.

Türkiye, 1929 Dünya Ekonomik Krizi'nden diğer ülkeler gibi olumsuz etkilenmiş ve 1930'da Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında Kanunu (TPKKK) kabul edilmiştir. Bu kanuna ve 1931 yılında yeni gümrük tarifesine göre, ithalata kota koyma ve ihracatı denetleme konularında hükümete yetki verilmiş olması ekonomi politikasında korumacılığın ilk adımları olarak değerlendirilmektedir. Türkiye Ekonomisi'nde 1970'li yılların sonuna kadar bu korumacı ekonomik politikalar izlenmiş ve 1980'den itibaren dışa dönük, piyasa merkezli yaklaşımın hâkim olduğu açık bir ekonomik sisteme geçilmiştir. Finansal liberalleşme sürecinde piyasa odaklı politikalara ağırlık verilmesi çabalarının ilk adımı ise

⁷⁶ SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları, **Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmeleri**, Ankara, 2007, s. 4 www.spk.gov.tr, Erişim: 17 Mayıs 2014.

⁷⁷ Karan, M. B., **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, Gazi Kitabevi, 3.Baskı, Ankara, 2011, s. 584.

⁷⁸ www.spk.gov.tr, Erişim: 17 Mayıs 2014.

döviz kuru rejiminde yapılan değişiklikler ile atılmıştır. Mayıs 1981 itibariyle Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) günlük kur ayarlamalarına başlamıştır⁷⁹.

Ülkemizde TPKK'nu 1980 yılına kadar döviz işlemlerini önemli ölçüde sınırlamakta ve döviz bulundurma ve döviz kullanma yetkisi sadece Merkez Bankasına aitti. 1980 sonrası TPKK ile başlayan liberalizasyon süreci, 1989'da konvertibiliteye geçişle hız kazanmıştır ve bugün ülkemiz dünyanın en liberal döviz sistemlerinden birine sahiptir. Döviz işlemlerinin büyük bir bölümü bankalar arası piyasada gerçekleşmektedir ve bu da oldukça aktif bir serbest döviz piyasasının oluşmasına neden olmuştur⁸⁰.

1990'lı yıllarda yurt dışı kaynaklı şirketler, Türkiye'de ofisler açmaya ve Türk yatırımcısını döviz piyasaları ile tanıştırmaya başlamıştır⁸¹. Türkiye'de efektif ve dövizin ticareti yapılması ve bu faaliyetler için gerçekleştirilecek işlemler hakkında kanuni düzenleme 2011 yılında yapılmıştır. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) efektif veya dövize dayalı olarak gerçekleştirilen kaldıraçlı alım satım veya Uluslararası Döviz Piyasası, daha çok bilinen adıyla forex işlemlerini görev ve yetki alanına giren bir sermaye piyasası faaliyeti olarak tanımlamıştır.

Yayınlanan tebliğde kaldıraçlı alım satım işlemi, yatırılan teminat tutarı karşılığında, her türlü döviz, mal, kıymetli maden ve kurulca belirlenecek diğer varlıkların kaldıraçlı olarak elektronik ortamda alım satımı işlemleri olarak tanımlanmıştır. Kaldıraç oranı ise işlem yapmak için yatırılan teminat tutarı karşılığında alınabilecek pozisyon tutarını gösteren oran olarak açıklanmıştır. Bu oran en fazla 100:1 olabilir. Başka bir deyişle, işlemlerde müşterilere uygulanacak kaldıraç oranı 100:1'i geçemez. Böylece yatırımcının 1 lira için açabileceği pozisyon maksimum 100 lira olarak belirlenmiştir⁸². Kısaca, ülkemizde forex işlemleri mevzuatın izin verdiği kaldıraç oranıyla (1:100) Sermaye Piyasası Kurulunun belirlediği döviz, mal, değerli metaller ve diğer varlıklarla gerçekleştirilir.⁸³ Bu düzenlemeler çerçevesinde, 2011 yılından itibaren forex piyasası işlemleri yasal bir zemin kazanmış

⁷⁹ Altan, M. ve Güzel, F., "Forex Piyasasının Türkiye'deki Durumu ve Türkiye Finans Piyasalarına Etkileri", **Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı: 33, 2015, s. 207.

⁸⁰ Teker, a.g.e., s. 67.

⁸¹ Küçük, S., **Uluslararası Finansal Piyasaların ve Forex Piyasalarının Gelişimi: Türkiye'deki Durumu**, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Adana, 2012, s. 16.

⁸² www.spk.gov.tr, Erişim: 4 Nisan 2015.

⁸³ Şendur, Y., **Forex Piyasaları ve Türkiye Uygulamaları**, Osmaniye Korkut Ata Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Osmaniye, 2014, s. 80.

olmakla birlikte pek çok ülkeyle kıyas edildiğinde ülkemiz adına genç bir piyasa durumuna gelmiştir⁸⁴.

Türkiye’de ilk faaliyet göstermeye başlayan forex şirketleri İstanbul Kapalı Çarşı’da ofisler açmaya başlamış ve İstanbul’un finans kalbi olan Tahtakale’ye hakim olmaya, buradaki yatırımcı potansiyeline ulaşmaya çalışmışlar ve bu stratejileri de başarılı olmuştur. Ancak borsayla uzun yıllar uğraşmış, tecrübeli veya eğitilmiş bir kişinin sahip olduğu bilgileri forex piyasalarında kullanması mümkün değildir, çünkü iki piyasa birbirinden çok farklıdır. Tahtakale’deki borsa yatırımcılarına, bu işin cazibesinden bahsedilmiş ve yatırımcı olarak şirket bünyesine dahil edilmiş ve çok kısa bir süre içerisinde döviz ticareti ile hakkında bilgisi olmayan bireyler dahi işlemlerin kolaylığı ve yüksek getiri oranları hakkında sunulan bilgiler doğrultusunda sisteme yatırımcı olarak dahil edilmiştir. 2000 \$ ile 50000 \$ arasında açılan hesaplar ile kısa sürede işlem yapılmaya başlanmıştır⁸⁵. İşlemlerin SPK mevzuatı kapsamına alınmasını takiben Türk yatırımcıların yaptığı foreks işlem hacmi her geçen gün artarak günlük 5 milyar dolar geçmiş bulunmaktadır. Bu trendi ve global foreks piyasalarındaki hacimler dikkate alındığında bu piyasanın Türkiye’de çok daha gelişeceğini rahatlıkla söylenebilir⁸⁶.

⁸⁴ www.spk.gov.tr, Erişim: 4 Nisan 2015.

⁸⁵ Küçük, a.g.e., s. 17.

⁸⁶ www.isyatirim.com.tr, Erişim: 9 Ağustos 2015.

1.4. DÖVİZ KURU DEĞİŞİMİNİ ETKİLEYEN UNSURLAR VE NEDENLERİ

Ekonomik faaliyetlerin çeşitlenmesi ile ekonomide meydana gelen değişimler de artmaktadır. Bu değişimler diğer ekonomileri de etkileyerek uluslar arası faaliyet gösteren firmaların artmasına, bunların sınırlar ötesi üretimleri, pazarlamaları, satışları döviz piyasalarındaki katılımcıların etkilenmesine, döviz arz ve talebinin değişmesine ve döviz kurlarının yeni bir dengede oluşmasına neden olmaktadır. Ödemeler dengesi, enflasyon, faiz oranları, ekonomik büyüme, ekonomik ve politik riskler, piyasa beklentileri döviz arz ve talebini etkileyen faktörlerin başında gelmektedir.

1.4.1. Ödemeler Dengesi

Ödemeler dengesi, bir ülkenin dış dünya ile olan ekonomik ilişkilerinin sistematik kayıdır. Ödemeler bilançosunda mal ve hizmet akımları ile ilgili işlemler cari işlemlerde, yabancılarla yapılan sermaye alışverişine ilişkin işlemler sermaye hareketlerinde, merkez bankasının piyasadan aldığı ve sattığı rezervler rezerv hareketlerinde kaydedilmektedir. Cari işlemler ve sermaye hesabına kaydedilen işlemler, ticaret hayatının akışına göre yapılan işlemlerdir ve ödemeler dengesindeki açıklar ve fazlalıklar bu işlemlerden dolayı ortaya çıkar ki, bu işlemlere otonom işlemler, başka bir deyişle dengesizlik doğuran işlemler adı verilir. Rezerv hareketlerindeki işlemler ise, ödemeler dengesini denkleştirmek amacıyla yapılan işlemlerdir ki, bunlara da dengesizlik giderici işlemler denir⁸⁷.

Ülkenin aldığı ve sattığı mal tutarı arasındaki olumlu ya da olumsuz farkı dış ticaret dengesini gösterir. Cari işlemlerin açık vermesi, dış borçların artış göstermesi ve sermaye girişindeki azalma gibi gelişimler, ülke parasını olumsuz etkilemektedir. Bir ülkenin ihracatı, ithalatından fazla ise dış ticaret dengesinde fazlalıklar oluşur. Bu durumda yabancılar da bu ülkenin mallarını satın almak için ülke parası ile ödemede bulunacaklardır. Böylece, bu ülke parasına talep artacak ve yabancı piyasalarda ülke parası değer kazanacaktır. Ödemeler dengesinin açık vermesi durumunda ise, o ülkenin para biriminde arz talepten fazla olacağı için yabancı piyasalarda ülke parası değer kaybedecektir⁸⁸.

Ülkedeki ithalat ve ihracat hareketleri, cari işlemlerin açık vermesi, dış borçların artış göstermesi ve sermaye girişindeki azalma eğilimi, ülke parasını olumsuz bir şekilde

⁸⁷ Ertek, T., **Temel Ekonomi**, Beta, 1. Baskı, İstanbul, 2006, s.405; Oksay, a.g.e., s. 53-64.

⁸⁸ Gümüseli, a.g.e., s. 83.

etkilemektedir. Bunlar, ödemeler dengesinin döviz kurunun belirlenmesinde önemli bir yer tuttuğunun göstergesidir.

1.4.2. Enflasyon

Fiyatlar genel düzeyinin sürekli artış halinde olmasına enflasyon denir. Enflasyondaki değişimler, para birimlerine olan arz ve talepleri, uluslararası ticari faaliyetleri ve döviz kurlarını etkiler⁸⁹. Bir ülkedeki para biriminin arzının artması, enflasyonda yükselişe neden olur ve o ülkedeki mal ve hizmetlerin fiyatı, diğer ülkelerdeki mal ve hizmetlerin fiyatına göre artar. Bu da o ülkede ithalatın artmasına, ihracatın azalmasına neden olur.

Döviz alım satımlarında kullanılan kurlar nominal kurlardır ve nominal kurların ülkeler arasındaki enflasyon farklılıklarını göz alınarak hesaplanması ile de reel kurlar elde edilir. Döviz kurlarındaki değişim, enflasyon oranında yapıldığında nominal kur ile reel kur aynı olacaktır. Eğer bu değişim enflasyon oranından daha düşük oranda yapılırsa, reel kur nominal kurdan düşük olur ve ulusal para aşırı olarak değerlendirir⁹⁰.

Ülkelerin farklı paralar arasındaki değişim dengesi, ülkelerdeki enflasyona göre ayarlanır ve enflasyonun yüksek olduğu durumlarda döviz kuru yükseltilir, enflasyonun düşük olduğu durumlarda ise döviz kuru düşürülür. Ülkeler arasındaki enflasyon oranlarının farklı olması, döviz piyasalarında arz ve talebi etkileyerek döviz kurunun belirlemesini sağlar. Örneğin, İngiltere ve Amerika birbirlerinin yerini ikame edilebilen malları satsın. İngiltere enflasyonunda ani bir tırmanış, İngiltere'nin Amerika mallarına talebinin artmasına sebep olur. Çünkü, Amerika'nın döviz kuru daha ucuz olacaktır ve bu da İngiltere'nin ABD dolarına talebinin artmasıyla sonuçlanacaktır. Amerikalılar açısından ise İngiltere enflasyonundaki tırmanış, Amerikalıların İngiltere mallarına olan arzını azaltmasına ve dolar arzını azaltmasına sebep olacaktır. İngiltere'nin dolara talebinin artması ve dolar arzının azalması ise, doların değerinin artmasına ve döviz kurundaki denge değerinin değişmesine sebep olacaktır⁹¹.

1.4.3. Faiz Oranları

Gerçek hayatta yatırım alanlarına, risk düzeylerine ve vade farklarına göre çeşitli faiz oranları oluştuğundan, tek bir faiz oranı yoktur. Bu yüzden de ülkeler arasında faiz

⁸⁹ Madura ve Fox, a.g.e., s. 118.

⁹⁰ Oksay, a.g.e., s. 42.

⁹¹ Madura ve Fox, a.g.e., s. 118.

farklılıkları doğmakta ve bu faiz farklılıkları ülkelerin ulusal paraları arasındaki kurunu etkilemektedir.

Faiz oranlarında yükselme, ulusal parada güçlenme olacağını gösterebileceği gibi, zayıflayacağı fikrini de ortaya çıkarmaktadır. Enflasyonun olmadığı ülkelerde faiz oranlarının yükselmesi paraya olan talebi arttırır ve ulusal paranın değerinde yükselişi ifade eder. Enflasyonun olduğu ülkelerde ise faizlerin yükselmesi ulusal paranın değer kaybedeceği yönünde beklentiler oluşturur.

Faiz oranları ile döviz kuru arasındaki ilişkiyi daha iyi anlayabilmek için, faiz oranlarının enflasyonla ilişkisini kurmak gerekir ki, bunu da Uluslararası Fisher etkisi ile açıklanabilir. İleride bu konu hakkında bilgi verilecektir.

1.4.4. Para ve Maliye Politikaları

Para ve maliye politikaları döviz kurlarını etkileyici niteliğe sahiptirler. Para politikası önce faiz oranlarını etkilediğinden, politika değişikliğinin ilk etkileri faiz oranına duyarlı sektörlerde, maliye politikasının ilk etkileri de, harcamaların artırıldığı ya da vergilerin değiştirildiği sektörlerde görülmektedir. Para arzındaki artış döviz kurunu ters şekilde etkiler. Vergi oranlarını değiştirme, doğrudan ve dolaylı vergileme, dış alım vergileri, vergi iadesi gibi mali düzenlemeler, ülkede yaşayanların satın alma gücünü azaltır ya da arttırır. Bir ülke uzun bir süre deflasyon yaşıyorsa, düşürülen vergi oranlarının ulusal paranın değerini olumlu etkilemesi beklenir. Yüksek enflasyon yaşayan ülkelerde ise tam zıt bir politikanın aynı sonucu doğurması olasıdır⁹².

1.4.5. Sermaye Hareketleri

Sermaye hareketlerinin döviz kuruna etkisinde sermayenin vade ve amacı önem kazanmaktadır. Uzun vadeli yatırım amaçlı gelen sermaye ülke ekonomisi ve istihdam üzerinde olumlu etkiler yaparken, sıcak para olarak nitelendirilen kısa vadeli yatırım amaçlı gelen sermaye ise, spekülatif hareketlerden beklediği karı sağladığında aynı hızla çıkarak döviz dengelerini bozmaktadır⁹³.

⁹² Gümüşeli, a.g.e. , s. 84.

⁹³ Çağlar, Ü., **Dünya Ekonomisi**, Alfa Yayınları, 1. Baskı, Bursa, 2002, s. 81.

1.4.6. Ekonomik Büyüme

Ekonomik büyümenin döviz kuru üzerindeki etkisini belirlemek için, büyümenin kaynağının bilinmesi gerekir. Eğer büyümenin kaynağı iç tüketim ve bütçe açıkları ise, bu koşullarda ülkenin ithalatında bir artış olacak ve dövize olan talep artacağı için ülkenin parasının değeri azalabilecektir. Ancak büyümenin kaynağı yatırımlar ve bu yatırımlarda yabancı yatırımlar ve ihracat söz konusu ise, bu koşullarda ülkenin parası değer kazanabilecektir. Ekonomik büyümenin kaynağının doğru olarak bilinmesi, ekonomik büyümenin döviz kuru değerleri üzerindeki etkisini belirlemede etkili olacaktır⁹⁴.

1.4.7. Piyasa Beklentileri

Piyasa beklentileri belirlenmesi en güç olan etkidir. Piyasa psikolojisi, döviz piyasalarını birçok yönde etkilemektedir. Örneğin, ABD’de yüksek enflasyon olacağı bildirilsin. Bu yüksek enflasyon beklenmiyorsa, döviz yatırımcılarının dolarlarını aniden satmalarına sebep olabilir; bekleniyorsa doların değerinde gelecekte azalma olacağından yatırımcı ona göre makul bir karar alabilir. Daha güçlü olarak algılanılan para birimine daha büyük miktarda bir talep olacak ve talep edilen paranın değeri yükselecektir⁹⁵.

Bir duyum üzerine yatırımcılar, belirli bir para birimini satın alırlar ve bu talepten dolayı para biriminin değeri yükselir, sonra beklenen duyum gerçekleşince yatırımcılar değeri yükselmiş pozisyonlarını yoğun bir şekilde satmaya başlarlar. Söz konusu olayın para biriminin üzerindeki dolaysız etkiye bakılmaksızın bu para biriminin değeri düşer. Bu şekilde piyasa katılımcılarının davranışları, piyasa beklentilerine göre olumlu ya da olumsuz olabilmektedir ve piyasa beklentilerinin döviz kuruna etkisi gelecekle ilgili beklentilerden oluşmaktadır.

1.4.8. Politik ve Sosyal Etmenler

Yerel, bölgesel ve uluslararası politik koşullardaki olumlu ya da olumsuz değişimler, döviz kuruna etki etmektedir. Döviz kuruna etkileyen faktörlerden en önemlisi ve tahmin ve değerlendirilmesi en güç olanı politik sosyal ve etmenlerdir. Bir ülkedeki siyasi güç ve istikrar ülke ekonomisine olumlu yansırken; savaş, ayaklanma, etnik grupların varlığı, iktidar boşluğu vb

⁹⁴ Çufadar, a.g.e., s. 23.

⁹⁵ Madura ve Fox, a.g.e., s. 123.

durumlar ülke ekonomisine tesir ettiği için döviz kurunu da etkilemektedir⁹⁶. Enflasyon farkları, cari işlemler dengesi, faiz oranları, makro büyüklükler ve siyasi-iktisadi belirsizlikler döviz kurunun yönü üzerinde rol oynamaktadır.

Sonuç olarak, döviz kurunun tüm bu faktörlere hassasiyeti, iki ülke arasındaki uluslar arası işlem hacmine bağlıdır. Fakat iki ülkenin de uluslar arası ticaret hacmi yoğun bir biçimde gerçekleşip de uluslar arası sermaye hareketlerindeki akış çok yavaş olursa, döviz kurlarının bu faktörlere karşı hassasiyetinde enflasyon oranları daha etkili olacaktır. Sermaye hareketlerindeki akış her iki ülkede de hızlı ise, bu sefer faiz oranlarındaki değişimler daha etkili olacaktır⁹⁷.

1.5. DÖVİZ KURLARININ TAHMİN EDİLMESİ TEMEL PARİTE KOŞULLARI

Temel parite koşulları, ülkelerin para birimleri arasındaki kurun nasıl oluştuğunu ve ne kadar olması gerektiğini açıklamaktadır. Döviz kurları, gün içerisinde beklenmedik bir şekilde değişebildiğinden, özellikle de orta ve uzun vadeli dalgalanmalarda kurların tahmin edilmesi güçtür.

Enflasyon farkları, cari işlemler dengesi, faiz oranları, makro büyüklükler ve elbette siyasi/iktisadi belirsizlikler kurun yönü üzerinde rol oynamaktadır. Peterson Uluslararası Ekonomi Enstitüsü her yıl kur üzerinde rol oynayan bu belirsizliklerin döviz kurları üzerine etkilerini değerlendirip ülkelerin döviz kurlarının denge değerlerinin ne olması gerektiğini hesaplamaktadır. Çalışmada buna temel reel kur dengesi (fundamental equilibrium reel exchange rate) adı verilmektedir. Aralarında Türkiye'nin de bulunduğu bir dizi ülke için enstitünün gerçekleştirdiği tahminler aşağıdaki tabloda gösterilmektedir. Peterson Enstitüsü'nün hesaplarına göre, dolar kuru Türkiye'de % 10.4, Arjantin'de % 13.5, Endonezya'da % 16.7, Afrika'da ise % 8.8 değer yitirmiş durumdadır. Ülkeler, söz konusu dönemde önemli ölçüde kur ayarlaması yaşamışlardır.

Tablo1.1'in ikinci sütununda cari işlemler dengesinin milli gelire oranına ilişkin IMF'nin tahminleri sergilenmektedir. Peterson Enstitüsü bu veriyi dikkate alarak ülkelerde *temel reel kur dengesini* hesaplıyor. Bu hesaplama ise tablonun son sütununda yer almaktadır. Hesaplamalara göre, Türk Lirası reel kurda dengeye kavuşmak üzere 2013 sonuna

⁹⁶ Ersan, İ., "Bankalarda Döviz Yönetimi", **Türkiye Bankalar Birliği Yayınları**, No: 150, Ankara, 1988, s. 17.

⁹⁷ Madura ve Fox, a.g.e., s. 124.

kadar %18.4 daha değer kaybetmeli ve bu da TL'nin dolar kurunun 2.43 olmasını gerektirmektedir.

Tablo 1.1'in son sütununa dikkat edilirse, dengeye ulaşmak için döviz kuru ayarlamasında gerekli miktar en fazla Türkiye'dedir. Brezilya ve Güney Afrika'da gerekli kur aşınması % 3.4 ve % 6.8 ile daha mütevazı oranlardadır. Endonezya, Tayland, Malezya ve bir ölçüde Hindistan gibi "rakip" yükselen piyasa ekonomilerinde ise kur ayarlaması tersine dönmüş durumdadır⁹⁸.

Tablo 1.1.: Peterson Enstitüsü'nün Hesaplarına Göre Reel Kur Dengesinin Tahmini

	NİSAN-EKİM 2013 DOLAR IMF KURUNDAKİ DEĞİŞİM	2013 CARİ AÇIK ORANI TAHMİNİ (%)	2013 REEL KUR DENGESİ GEREKLİ EK DEĞİŞİM
ARJANTİN	-135,5	-0,8	-1,9
BREZİLYA	-9,3	-3,4	-3,4
ENDONEZYA	-16,7	-3,4	3,9
FİLİPİNLER	-4,8	2,5	3,8
GÜNEY AFRİKA	-8,8	-6,1	-6,8
HİNDİSAN	-13,4	-4,4	0,6
MALEZYA	-4,2	3,5	4,3
ŞİLİ	-6,2	-4,6	0,2
TAYLAND	-7,3	0,1	2,4
TÜRKİYE	-10,4	-7,4	-18,4

Not: Kurdaki değişimde (-) işareti ulusal paranın dolar karşısında değer kaybettiğini (devalüasyonu) gösterir.

Kaynak: www.cumhuriyet.com.tr, Erişim: 29 Haziran 2014.

⁹⁸ www.cumhuriyet.com.tr , Erişim: 29 Haziran 2014.

Döviz kurlarının tahmin edilmesi için geliştirilen yaklaşımlar, döviz kurlarının değişim yönünün belirlenmesi ve karar alma sürecinde kullanılması bakımından önemlidir. Aşağıda bu yaklaşımlar hakkında bilgi verilmektedir.

1.5.1. ARBİTRAJ VE TEK FİYAT YASASI

Tek fiyat yasası, ticarete konu olan herhangi bir malın fiyatının dünyanın her yerinde aynı olmasını gerektirir. Bu yasanın temelinde, "etkin piyasa varsayımı altında homojen mallar her piyasada aynı fiyatla satılmalıdır" görüşü yatar⁹⁹.

Tek fiyat yasasının geçerli olmaması durumunda arbitraj ortaya çıkar. Yatırımcılar izin verilirse girişimciler ortaya çıkan geçici fiyat farklılıklarından faydalanmak için malları ucuz piyasalardan satın alıp, pahalı piyasalara satacaklardır. Fiyat farklılıklarını giderene kadar bu şekilde faaliyette bulunacaklardır¹⁰⁰. Böylece malın ucuz olduğu ülkede mala talep artacak ve fiyat yükselecek; malın pahalı olduğu ülkede ise arz artacak ve fiyat düşecektir ve böylece fiyat farklılıkları kaybolacaktır. Bu bakımdan tek fiyat yasası iki ülkedeki mallar için uygulanırsa, malların fiyatlar genel seviyesi iki ülke paraları arasındaki döviz kurunu belirleyecektir¹⁰¹.

Örneğin Amerikan çeliğinin bir tonu 100 dolar ve aynı Türk çeliğinin bir tonu 150 TL olsun. Tek fiyat yasası bu durumda \$ ile TL arasındaki döviz kurunun 1\$=1.5₺ olması gerektiğini söyler ve böylece bir ton Amerikan çeliği Türkiye’de 150 TL’ye veya bir ton Türk çeliği Amerika’da 100 Dolara satılır¹⁰².

Bir malın yurt dışındaki fiyatını P_d ve yurt içindeki fiyatını da P_i ile gösterirsek ve döviz kuru da E ile gösterildiğinde, tek fiyat kanunu şu şekilde işler:

$$P_i = E \times P_d$$

Tek fiyat yasası, uluslar arası ticaret konu olan bütün ekonomik varlıklara uygulanabilir. Mesela döviz piyasalarına uygulanırsa belli bir yabancı paranın, mal

⁹⁹ Tunaboğlu, a.g.e., s. 37.

¹⁰⁰ Copeland, a.g.e., s. 79.

¹⁰¹ Teker, a.g.e., s. 57.

¹⁰² Atılğan, Ö., **Türkiye’de Uygulanan Döviz Kuru Politikaları ve Reel Döviz Kurunun Dış Ticaret Üzerine Etkisi**, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2011, s. 9.

piyasalarına uygulanırsa aynı malın, sermaye piyasalarına uygulanırsa aynı paraya bağlı tahvillerin faiz oranlarının tüm piyasalarda aynı olması gerekir¹⁰³.

1.5.2. SATIN ALMA GÜCÜ PARİTESİ (PURCHASING POWER PARITY)

Satın Alma Gücü Paritesi (SGP) İsveçli iktisatçı Gustave Cassel (1918) tarafından geliştirilmiştir. SGP 1. Dünya savaşı sırasında ve sonrasında geniş çaplı enflasyon oranları ile yüzleşen büyük sanayileşmiş ülkeler arasında nominal döviz kurlarının uygun seviyelerinin belirlenmesine ilişkin uluslararası politik tartışmalar sırasında gündeme gelmiştir¹⁰⁴.

Tek fiyat yasasının döviz piyasalarına uygulanması satın alma gücü paritesi olarak bilinmektedir. SGP, ülkelerin fiyatlar genel düzeyi ile döviz kurları arasında ilişki kurmaya çalışmaktadır. Bu kuramın altında yatan temel düşünce, ülkeler arasındaki fiyatlar genel düzeyi oranlarının denge döviz kurunu temsil etmesidir¹⁰⁵. Döviz kuru bir fiyat olup, paranın kendi ülkesindeki mal ve eşyaları satın alabilmesinin bir ölçüsüdür. Bu durumda bir paranın satın alma gücü, o paranın diğer paralara karşı olan değerini göstermektedir. Aralarındaki oran ise satın alma gücü paritesi olarak adlandırılmaktadır¹⁰⁶.

SGP, döviz kurundaki değişimlerin analiz edilmesi için önemli bir kriterdir ve özellikle de uluslararası rekabet gücüne etki eden bir ölçüttür. Örneğin, bir ülkedeki üretim maliyetleri, fiyatlar genel düzeyi bakımından kabul edilebilir doğrulukta bir göstergese ve bu durum kesinse, herhangi iki ülke için fiyat düzeylerinin oranı, rekabet gücünün bir ölçüsü olarak hizmet edecektir¹⁰⁷.

SGP, ayrıntılı olarak tanımlanmış bir mal ve hizmet sepetinin farklı ülkelerdeki fiyat bilgisinden yola çıkarak ülkeler arası satın alma gücünü eşitler. Döviz kuru kullanılarak yapılan karşılaştırmalar ülkeler arası fiyat düzeyi farklılıklarını da kapsadığından, uluslararası gelişmişlik karşılaştırmalarında güvenilir sonuçlar vermezken, SGP kullanılarak yapılan

¹⁰³ Seyidoğlu (1999), a.g.e., s. 368; Karluk, a.g.e., s. 384.

¹⁰⁴ Özcan, B., "Satın Alma Gücü Paritesi G7 Ülkeleri İçin Geçerli mi?", **Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 30, Sayı: 2, 2012, s. 138.

¹⁰⁵ Öztürk N. ve Bayraktar, Y., "Döviz Kurlarını Açıklamaya Yönelik Yeni Yaklaşımlar", **Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt 11, Sayı 1, 2010, s. 162.

¹⁰⁶ Akdiş, a.g.e., s. 14.

¹⁰⁷ Copeland, a.g.e., s. 69.

karşılaştırmalar ülkeler arası fiyat düzeyi farklılıklarından arındırıldığından, güvenilir sonuçlar verir¹⁰⁸.

Kısaca SGP, ülkeler arasındaki fiyat düzeyi farklılıklarını ortadan kaldırarak, farklı para birimlerinin satın alma gücünü eşitleyen değişim oranıdır. Belirli bir mal hizmet sepetinin satın alınabilmesi için gereken ulusal para tutarlarının oranı olarak hesaplanmaktadır. Bu oran kullanılarak, farklı para birimlerine dönüştürülen harcamalar, mal ve hizmet hacmindeki farklılıkları yansıtarak, ülkeler arasında karşılaştırılabilir veriler sağlamaktadır¹⁰⁹. Örneğin bir kg kuzu etinin fiyatı Türkiye’de 10 ₺, ABD’de 15 \$ ise kuzu eti için 1 ABD dolarının satın alma gücü paritesi;

$$SGP(\text{Tür/ABD}) = (10 \text{ Türk Lirası}) / (15 \text{ ABD Doları}) = 0,66 \text{ ₺/\$}$$

olarak hesaplanır. Bu değer kuzu eti için ABD’de ödenecek her bir dolara karşılık Türkiye’de 0,66 ₺ ödeneceği anlamına gelmektedir ve bu oran sayesinde ABD’de ve Türkiye’de satın alınabilecek kuzu eti miktarının karşılaştırılması sağlanır. Buna göre iki döviz arasındaki kur, her iki paranın kendi ülkesindeki gerçek satın alma gücünü ve bundaki değişiklikleri yansıttığı oranda gerçek denge kuru olma özelliğini korumaktadır¹¹⁰.

Ülkeler arasında sermaye akımların bulunması, bireylerin farklı fiyatlarla satılan malları diledikleri gibi ihraç ya da ithal etmesi, ihracat ve ithalatta kotalar, vergiler ve tarifeler şeklinde devlet müdahalelerin olması, ticaret dışı sektörlerin üretim farklılıkların varlığı, zevk ve tercihlerden ve piyasa yapısından kaynaklanan farklılıklar döviz kuruna yansıtacağından, SGP’ni engelleyen faktörler arasında yer almaktadır¹¹¹.

SGP’ni mutlak satın alma gücü (absolute purchasing power parity) ve nisbi satın alma gücü paritesi (relative purchasing power parity) olarak iki başlıkta ele alınır.

¹⁰⁸ TÜİK, "Satın Alma Gücü Paritesi Sorularla Resmi İstatistikler Dizisi – 4", **Türkiye İstatistik Kurumu Matbaası**, Ankara, 2008, s. 4. www.tuik.gov.tr, Erişim: 30 Haziran 2014.

¹⁰⁹ TÜİK, a.g.m., s. 1, www.tuik.gov.tr, Erişim: 30 Haziran 2014.

¹¹⁰ Akdiş, a.g.e., s. 14.

¹¹¹ Dinçer, N., **Döviz Kuru Dalgalanmalarının Asimetrik Etkileri:Türkiye Örneği**, Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü Uzmanlık Tezi, Yayın No: 2682, 2005, s. 14-15.

1.5.2.1. Mutlak Satın Alma Gücü Paritesi

Mutlak satın alma gücü paritesine göre bir ülkedeki fiyatlar, cari döviz kurlarından diğer ülke paralarına dönüştürüldüğünde tüm ülkelerde aynı olmalıdır¹¹². SGP'nin en katı versiyonu olan mutlak SGP, aynı para ile ifade edildiğinde aynı mal sepetinin dünyanın her yerinde aynı değerde olması gerektiğini, bir birim ulusal paranın cari döviz kurlarından birbirine dönüştürüldüğünde, dünyanın her yerinde aynı satın alma gücüne sahip olması gerektiğini öne sürmektedir. Tek fiyat yasasında bir tek malın fiyatı göz önüne alınırken, satın alma gücü paritesi yaklaşımında, ülkede üretilen tüm mal ve hizmetleri kapsayan bir ortalama fiyat düzeyi baz alınmaktadır¹¹³. Mutlak SGP'inde öngörülen bu sonucu, arbitraj sağlamaktadır.

Örneğin, Türkiye'deki mal sepetinin toplam fiyat düzeyi 900 ₺ ve döviz kuru 1.40 \$ ise, ABD'deki mal sepetinin fiyat düzeyinin 642 \$ olması gerekmektedir. Satın alma gücünün bu versiyonuna mutlak satın alma gücü paritesi denmektedir¹¹⁴.

Mutlak satın alma gücüne döviz kuru şöyle belirlenmektedir:

$$E = P_i / P_d$$

Burada;

E : Nominal döviz kuru,

P_i : Yurt içi fiyat endeksi,

P_d: Yabancı ülke fiyat endeksini ifade etmektedir.

¹¹² Çağlayan, E., "OECD Ülkelerinde Satın Alma Gücü Paritesi: Panel Eş Bütünleme Yaklaşımı", **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi**, Cilt: 26, Sayı: 1, 2009, s. 485.

¹¹³ Öztürk ve Bayraktar, a.g.e., s. 162.

¹¹⁴ Doğukanlı, a.g.e., s. 63.

Türkiye		ABD
X		X
Y		Y
Z		Z
Toplam Fiyat Düzeyi	=	Toplam Fiyat Düzeyi
TÜFE = 900 ₺	=	900/1.40=642 \$

Mutlak SGP, döviz kurlarının en basit haliyle açıklanmasıdır. Ortak bir yıl temel alınarak düzenlenir ve kapsam olarak birbirleriyle kıyaslanabilen fiyat indekslerinin tüm ülkelerde aynı sayıyı göstermesi gerekir¹¹⁵. Burada yurt içi fiyat endeksi, yabancı ülkenin fiyat endeksinden ne kadar yüksekse, bir birim yabancı paranın ulusal para fiyatını ifade eden döviz kuru da o kadar yüksek olur.

Mutlak SGP, döviz kurlarını oldukça basit bir mantıkla ele almaktadır. Oysa gerçek dünyada bu ilişkilerin geçerliliği tartışma konusu olabilmektedir. İki ülke arasında kıyaslanabilir fiyat indeksleri bulmak güç olabileceğinden toptan eşya fiyatları endeksi, tüketici fiyatları endeksi, GSMH deflatörü vb. gibi indeksler kullanılabilir. Fakat her ülkede indekslerin kapsamına girecek olan mallar ve mallara verilen ağırlıklar ile malların kaliteleri farklı olabilir. Yine bu mal ve hizmetler, ilgili fiyat indekslerinin kapsamına girdiği halde dış ticarete konu olmayabilir. Bunların yanı sıra ülkeler arasında fiyat eşitliğini engelleyebilecek taşıma giderleri, gümrük vergileri, kotolar, idari düzenlemeler, standartlar gibi engeller vardır. Bu ve benzeri engeller karşısında bu parite yerine nisbi SGP kullanılır¹¹⁶.

1.5.2.2. Nisbi Satın Alma Gücü Paritesi

Nisbi SGP, mutlak SGP'ne göre daha gerçekçidir. Nisbi SGP belirli bir anda döviz kurunun ne olacağı sorusuyla değil, belli bir başlangıç yılından hareketle kurlardaki değişmeyi açıklamaya çalışmaktadır. Nisbi SGP'nde fiyat ve kurların mutlak değerleri değil, kur ve fiyatlardaki göreceli değişimler ele alınır. Kur ve fiyatlardaki göreceli değişimler ise, iki ülke arasındaki enflasyon oranlarına bağlıdır. Yabancı ülkeye göre ulusal ekonomide enflasyon ne kadar yüksekse döviz kurunun da o kadar artması gerekir¹¹⁷.

¹¹⁵ Seyidoğlu (1999), a.g.e., s. 368.

¹¹⁶ İyibozkurt, a.g.e., s. 315; Seyidoğlu, a.g.e., s. 369; Çağlayan, a.g.e., s. 485.

¹¹⁷ Karluk, a.g.e., s. 385; Seyidoğlu (1999), a.g.e., s. 371.

Bir ülkenin enflasyon oranı diğer ülkelere göre arttığı zaman yüksek enflasyon olan ülkenin ihracatına olan talep, ürün fiyatları yüksek olduğu için düşecektir ve düşük enflasyon olan ülkelere ithal edilmiş ürünlere talep, ürünlerin fiyatı düşük olduğu için artacaktır. Talepteki bu değişmelerin etkisi, yüksek enflasyon olan ülkelerin paralarının değerinde aşağı doğru bir baskı oluşturur. Nisbi SGP, ülkeler arasındaki enflasyon farklılıklarının döviz oranlarını nasıl etkileyebileceğini dikkate alır¹¹⁸. Aşağıdaki şekilde hesaplanır.

$$(E_1 - E_0) / E_0 = F_i - F_d$$

Burada;

E_1 : Baz alınan dönemdeki döviz kurunu,

E_0 : Bir sonraki dönemdeki döviz kurunu,

$(E_1 - E_0) / E_0$: Döviz kurundaki yüzde değişmeyi,

F_i : İki dönem arasındaki yurt içi enflasyon oranını,

F_d : İki dönem arasındaki yurt dışı enflasyon oranını ifade etmektedir.

Döviz kurundaki yüzde değişme yurt içi enflasyon oranı ile yurt dışı enflasyon arasındaki farka eşittir. Bu denkleme ise, bir önceki yıla göre Türkiye’de enflasyon oranı % 40, ABD’de % 10 olarak gerçekleşmiş ise, iki ülkedeki malların ₺ ve \$ cinsinden fiyatlarının eşitlenebilmesi için ₺’nin \$ karşısında % 30 değer kaybetmesi gerekir. Enflasyon oranı yüksek olan ülkenin parasının enflasyon farkları kadar değer yitireceğini ifade eder^{119*}.

Nisbi SGP, dünya ekonomisindeki gelişmeleri daha gerçekçi ve kolay açıklamaktadır. Fakat mutlak SGP’nde bahsettiğimiz engeller, nisbi SGP’nde de bulunmaktadır¹²⁰. Bu engellerin varlığı, mutlak SGP’ni geçersiz yaparken, nisbi SGP’nde küçük sapmalar doğurabilir. Mesela, iki ülke arasındaki fiyatları gümrük vergileri farklılaştırır. Ama gümrükler sabitken fiyattaki değişmeler, ülkelerdeki enflasyon oranlarını yansıtır ve fiyatlar

¹¹⁸ Demirag, I. ve Goddard, S., **Financial Management for International Business**, McGraw Hill Book, London, 1994, s. 70.

¹¹⁹ Doğukanlı, a.g.e., s. 64.

* Bir ülkenin enflasyon oranı yalnızca kur değer kaybettiği ölçüde, diğer yıllardan daha yüksek olabilir, bunun tersi de geçerlidir. Kur değer kazandığı ölçüde de diğer yıllardan daha düşük olabilir. Copeland, a.g.e., s. 70.

¹²⁰ Karluk, a.g.e., s. 386.

ülkeler arasında karşılaştırılabilecek duruma gelir¹²¹. Sonuç olarak, mutlak SGP'nin geçerli olduğu durumlarda nisbi SGP geçerliyken, nisbi SGP'nin geçerli olduğu durumlarda mutlak SGP geçerli olmayabilir.

1.5.3. FAİZ ORANI PARİTESİ

Faiz oranı paritesi, para piyasaları arasındaki arbitrajın bir sonucudur. Arbitraj amacıyla tasarruf sahipleri ellerindeki mali fonları belirli bir risk düzeyinden faiz oranları en yüksek piyasalara yatırırken, ödünç para alanlar da faizlerini en düşük piyasalardan borçlanmak isteyeceklerdir. Bu şekilde arbitraj, ülkeler arasındaki faiz farklılığını eşitleyecek ve spot ve vadeli kurlar arasındaki ilişkiyi belirleyecektir. Spot kurlara oranla vadeli teslim kurlarının yaptığı prim veya iskonto iki ülkenin faiz oranları arasındaki farka bağlı olacaktır¹²². Faiz oranı paritesi, benzer risk grubu ve vadesindeki menkul kıymetlerin nominal faiz oranı farklarının forward döviz kuru primi veya iskontosuna eşit olması gerektiğini ifade eder ve burada işlem giderleri göz ardı edilir¹²³.

Faiz oranı paritesine göre, vadeli piyasalarda bir ülkenin faizi düşükse, yüksek faizli başka bir ülkenin parası karşısında bu farkın tutarı kadar prim yapar. Yüksek faizli ülkenin parası ise yine faiz farkı kadar iskonto edilir. İdeal koşullar altında parite kurunun gerçekleşmesiyle iki ülkenin para piyasaları arasında denge sağlanmış olur. Faiz paritesi şu şekilde hesaplanır:

$$I_{tr} - I_{us} = \frac{F - S}{S}$$

Burada;

I_{tr} : Türkiye'deki faiz oranını,

I_{us} : ABD'deki faiz oranını,

F: Vadeli döviz kurunu,

S: Spot kurunu (dolar başına ₺ miktarı) ifade etmektedir.

¹²¹ Seyidoğlu (1999), a.g.e., s. 370.

¹²² Seyidoğlu(1997), a.g.e., s. 139-140.

¹²³ Doğanlı, a.g.e., s. 64.

Örneğin tasarruf sahibi, elindeki mali fonları Türkiye’de bir yıl vadeli para piyasası araçlarına yatırırsa, her 1 ₺ karşılığında vade sonunda $(1+I_{tr})$ kadar ₺ elde eder. Eğer elindeki fonları dolara çevirerek ABD’ye yatırırsa, 1 ₺ anında kura göre $1/S$ dolara eşittir. Tasarruf sahibi ABD’ye yatırım yapmakla bir yılın sonunda $(1+I_{us})/S$ tutarında dolar sağlamış olur. Tasarruf sahibi Türkiye’de yerleşik ise, sonunda bu elde ettiği dolar gelirleri ₺’ye çevirecektir. Fakat gelecekteki spot kurlar bugünden tam olarak bilinmediğinden, yatırımcı vadeli piyasa işlemleri ile kur riskini gidermelidir. Bunun için de bir yıl sonra elde edilecek dolarlar, bugünden yapılan bir vadeli sözleşme ile satılır. Bir yıl vadeli teslim kuru F olduğuna göre, $(1+I_{us})/S$ dolar kendisine $(1+I_{us})F/S$ tutarında güvenceli veya riskten korunmuş Türk Lirası sağlar.

Burada tasarruf sahibi için iki alternatif söz konusudur. Eğer yatırımcı fonlarını Türkiye’deki para piyasasına yatırırsa $(1+I_{tr})$ kadar, yurt dışında yatırırsa da $(1+I_{us})F/S$ kadar ₺ kazanır. Bu ikisinin birbirine eşit olması durumunda fonları bir ülkeden diğer ülkeye aktararak kar sağlama, başka bir deyişle arbitrajda bulunma olanağı yoktur. Türkiye ve ABD’nin faiz oranları arasındaki fark doların vadeli prim veya iskonto oranına eşittir. Faiz oranları farkının spot ve vadeli kur farkına eşitlenmemesi durumunda arbitraj olanağı doğar. Örneğin, faiz oranı büyük olan ülkenin parası iki ülkenin faiz oranları farkı kadar değer kaybeder ve bu sonuç forward fiyatlarına yansır, arbitraj ortaya çıkar ve bu aşamada da hangi ülkeden borç alınıp hangi ülkede yatırım yapılacağı belirlenmesi önemlidir. Böylelikle yatırımlardan kar elde edilir. Bu arbitraj olanağı ise, spot ve vadeli döviz kurlarının ayarlanmasıyla son bulur¹²⁴.

1.5.4. FISHER ETKİSİ

Fisher Etkisi, faiz oranları, enflasyon ve döviz kurları arasındaki ilişkiyi incelemektedir. Döviz fiyatlarının değer kazancı veya kaybı, orantılı bir şekilde nominal faiz oranlarındaki farklılıklar ile ilgilidir. Nominal faiz oranlarının yüksek olması, beklenen enflasyona yansıtacağından, herhangi bir ülkenin para birimi yüksek olan bu faiz oranlarından dolayı değer kaybedecektir¹²⁵. Fisher etkisi bu açıdan finansal piyasalar ve para politikalarının performansı için son derece önemlidir.

¹²⁴ Çağlar, a.g.e., s. 94-95; Seyidoğlu (1997), a.g.e., s. 139-141; Doğanlı, a.g.e., s. 65; Teker, a.g.e., s. 60.

¹²⁵ Shalishali, M. K., "A Test of The International Fisher Effect in Selected Asian Countries", **International Journal of Humanities and Social Science**, Vol: 2, No: 4, 2012, s. 86.

Fisher etkisinin birkaç çeşidi olmasına rağmen en yaygın ifade edilen modeli, varlıklar üzerinde beklenen nominal getiri oranlarının beklenen enflasyon oranı ile bire bir hareket etmesidir. Bu ifade genellikle Irving Fisher'in faiz oranları üzerindeki çalışmasına atıfta bulunur. Irving Fisher özellikle gerçek ve parasal sektörlerinin bağımsız olduğu görüşündedir. Fisher reel oranların parasal sektörle belirlenmediğini bunun yerine sadece verimli bir sermaye, zaman tercihi ve riskten kaçınma gibi reel faktörler tarafından belirlendiğini düşünmektedir¹²⁶. Fisher etkisi nominal faiz oranının, reel faiz oranı ve beklenen enflasyon toplamına eşit olduğunu ifade etmektedir.

$$I = R + E$$

Burada;

I: Nominal faiz oranı,

R: Reel faiz oranı,

E: Beklenen enflasyonu ifade etmektedir.

Fisher etkisi, genişletilmiş Fisher etkisi ve uluslararası Fisher etkisi olarak iki şekilde açıklanmaktadır.

1.5.4.1. Genişletilmiş Fisher Etkisi

Yatırımcılar için nominal getiriler değil, reel getiriler önemlidir. Genişletilmiş Fisher etkisine göre ülkeler arasındaki reel faiz oranları birbirine eşit olmalıdır. Eğer iki ülkedeki fiyatlar genel seviyesindeki değişim ve tasarruflara ödenen nominal faiz oranı birbirine eşitse, her iki ülkede de reel faiz oranlarının aynı olması gerekir¹²⁷. İşlem maliyetlerinin yokluğu, sermaye hareketlerinin sınırlandırılması, reel faiz oranlarının tüm ülkelerde eşit olmasını sağlayacaktır¹²⁸.

Reel getiri oranları aynı olursa ülkeler arasındaki faiz farklılıkları beklenen enflasyon oranlarıyla ilişkilendirilir. Eğer bir ülkedeki reel faiz oranı diğerine göre yüksekse, reel

¹²⁶ Boudoukh, J. Richardson M. ve Whitelaw, R.F., "Industry Returns and The Fisher Effect", **The Journal of Finance**, Vol: 49, 1994, s. 1596.

¹²⁷ Teker, a.g.e., s. 63.

¹²⁸ Blake, D., **Financial Market Analysis**, British Library Cataloguing in Publication Data Wiley Editorial Offices, Second Edition, 2000, s. 234.

faizleri yüksek olan ülkeye sermaye akışı sağlanarak arbitraj işlemine başlanır ve bu işlem hükümet müdahalesinin bulunmaması şartı ile reel faizler eşitleninceye kadar sürer¹²⁹. Fisher etkisine göre ülkeler arasındaki reel faiz oranlarının farklılıkları, arbitraj olanağı ile eşitlenecektir.

Örneğin, Türkiye ve ABD’deki reel faizlerin ülkeler arası eşitlenmesi ile ($R_{tr}=R_{us}$), denge durumunda iki ülke arasındaki nominal faiz oranlarının farkı ($I_{tr}-I_{us}$), beklenen enflasyon oranları farkına ($E_{tr}-E_{us}$) eşit olacaktır.

$$(I_{tr}-I_{us}) = (E_{tr}-E_{us})$$

Burada;

I_{tr} : Türkiye’deki faiz oranını,

I_{us} : ABD’deki faiz oranını,

E_{tr} : Türkiye’deki enflasyon oranını,

E_{us} : ABD’deki enflasyon oranını ifade etmektedir.

Enflasyon ve faiz oranlarının indeks sayısı biçiminde ifade edildiği durumlarda bu denklem şöyle olur¹³⁰;

$$(1+ I_{tr}) / (1+ I_{us}) = (1+ E_{tr}) / (1+ E_{us})$$

İki ülke parası arasındaki döviz kuru, ülkeler arası enflasyon ve nominal faiz oranı farklılıklarını dengelemek için değişir. Bundan dolayı iki ülke arasındaki reel getiriler eşitlendiğinde denge döviz kuru da belirlenmiş olur.

¹²⁹ Shalishali, a.g.m., s. 86.

¹³⁰ Seyidoğlu (1997), a.g.e., s. 148.

1.5.4.2. Uluslararası Fisher Etkisi

Kısa dönemde döviz kurunun değişimini etkileyen temel faktör, faiz oranlarıdır. Çünkü sermaye akımları daha çok faiz oranlarındaki değişimlere, ticaret akımları ise nispeten fiyat değişimlerine tepki verme eğilimindedir¹³¹. Uluslararası Fisher Etkisi, SGP ve genelleştirilmiş Fisher etkisinin birleşimi olup, beklenen döviz kuru değişimleri ve faiz oranları arasındaki ilişkiyi inceler. Uluslararası Fisher etkisine göre, ilgili ülkelerde nominal faiz oranları arasındaki farklar, yine ilgili ülkelerin döviz kurlarındaki beklenen değişimlere eşit olacaktır. Aşağıdaki şekilde hesaplanır;

$$I_{tr} - I_{us} = \frac{E(S) - S}{S}$$

Burada;

$E(S)$: Dönem sonunda beklenen spot kurunu,

$I_{tr} - I_{us}$: Ülkelerin faiz oranları farkını,

$\frac{E(S) - S}{S}$: Kurda beklenen değişme oranını ifade etmektedir.

Eğer enflasyon oranı yüksek bir ülke varsa, bu ülkede faiz oranları da yüksek olmaktadır ve döviz kurunun da o ölçüde yükselmesi beklenmektedir. Yüksek faiz oranına sahip ülkelerin para birimlerinin düşük faiz oranına sahip ülkelerin para birimleri karşısında değer kaybetmesi beklenir¹³². Tam tersi durum da söz konusudur.

¹³¹ Blake, a.g.e., s. 234.

¹³² Ersan, E., **International Fisher Effect: A Reexamination Within The Co-Integration and Frameworks**, A Thesis Submitted to The Graduate School of Social Sciences of Middle East Technical University, Ankara, 2008, s. 12.

1.6. DÖVİZ KURU RİSKİ VE KUR ETKİSİNE AÇIKLIK

Sanayi devriminin gerçekleşmesi ile üretim iç piyasa taleplerini aşan ölçülerde gerçekleşmiştir ve bu da üretimin dünya pazarlarına çıkması gerekliliğini meydana getirmiştir. Ülkelerin hangi malların ticaretini yapacağı ve bu ticarete uygulanacak değişim oranının ne olacağı konusunda teoriler geliştirilmesine neden olmuştur.

Altın standardının geçerli olduğu yıllarda bir ülke parasının değerini, içerdiği altın miktarı belirlemekte ve sistem ülkelerin ödemeler dengesinde otomatik denkleşme görevini taşımaktaydı. Bu tür bir sistemde ülke paralarının değişim oranları büyük hareketler göstermemekte ve kur karar alıcılar için bir risk olarak ortaya çıkmamaktaydı. Daha sonraları belli bir oranda altına bağlanan ABD doları dünya ekonomileri içinde rezerv para konumuna geçti. Ancak, parasal sistemin hızla gelişen ekonomilerin gereklerini karşılayamaması, ülkelerin teker teker sistemi bozucu kararlar almalarına neden olmuş ve Bretton Woods olarak adlandırılan sabit kur sisteminin de 1972 yılında yıkılmasına neden olmuştur.

1972 yılından itibaren ülke paralarının değişim oranları piyasa koşulları altında, piyasa tarafından belirlenmeye başlanmıştır. Piyasa güçleri tarafından belirlenen döviz kurları, günlük olarak değişebilmekte ve kurların gelecekteki değerinin tam olarak tahmin edilebilmesi olanağı bulunmamaktadır. Kısa vadede sermaye hareketleri, uzun vadede satın alma gücü paritesi tarafından belirlenen değişim oranları (kur) büyük spekülasyon hareketlere ve bu hareketi önlemeye yönelik düzenleyici kararlara maruz kalmıştır. Özellikle dışa açık ekonomilerde, önemli bir maliyet unsuru olan döviz kuru karar alıcı birimler tarafından mutlaka dikkate alınması gereken ve üzerinde tahminler yapılmaya çalışılan bir unsur haline gelmiştir. Gerek dış ticaret firmaları, gerekse döviz pozisyonu taşıyan diğer birimler kur hareketinden dolayı önemli riskler ile karşı karşıya kalmışlardır¹³³.

1976 yılından itibaren IMF gözetimli esnek kur sistemi uygulanmıştır. Bundan dolayı başta ABD, Japonya, Avrupa Birliği ülkeleri gibi ülkelerin paralarının birbirlerine göre değerleri değişme göstermektedir. ABD doları, Japon yeni ve euronun değeri serbest piyasa koşullarında olduğundan, ilgili ülkelerin merkez bankaları gerektiğinde döviz piyasalarına

¹³³ İşleyen, İ. S., "Döviz Kuru Riskini Azaltmanın Etkin Yolu Forward İşlemleri", **Mali Çözüm Dergisi**, Sayı: 105, 2011, s. 178.

müdahale etmektedirler, fakat yine de bu kontrol sınırlı kalmaktadır. Bu durumda söz konusu ülkelerin paralarıyla işlem yapanlar büyük bir döviz kuru riskiyle karşılaşmaktadır¹³⁴.

Döviz kurlarında dalgalanmaların küresel düzeyde ortaya çıkması, uluslararası sermaye akımlarının serbestleşmesi ve finansal işlemlerin yoğunlaşması da döviz kurlarındaki hareketliliği ve dolayısıyla kur riskini artırmıştır. Ülkelerin ekonomileri dışa açıldıkça, ülke dışına yatırım yapıldıkça ve dış ülkelere alınan borç miktarları arttıkça, firmaların maruz kaldıkları kur riski artmıştır.

Finansal piyasaların ve üretim sürecinin küreselleşmesi ile döviz kuru riski daha belirginleşmiş ve tahmini zorlaşmıştır. Bu da kur riski ile karşı karşıya kalan işletmelerin sayısını artırmıştır¹³⁵. Döviz kurundaki beklenmeyen bu değişiklikler, başta kur etkisi olmak üzere ekonomi, işlem ve muhasebe etkisi olmak üzere firmalar üzerinde göz ardı edilmeyen etkilere neden olmaktadır.

Kur etkisine açık olma ile kur riski ilişkili kavramlar olmasına rağmen, tam olarak aynı anlama gelmezler. **Kur etsine açık olmak**, varlıkların, yükümlülüklerin ya da faaliyet karlarının reel yerel para birimi ile değerlerindeki değişimlerin beklenmeyen döviz kuruna karşı duyarlılıklarıdır. Bu tanımdan beş önemli sonuca ulaşılmaktadır. *Duyarlılık* ifadesi, döviz kurundaki beklenmeyen değişimin neden olduğu varlığın, yükümlülüğün ya da faaliyet karının reel para birimi değeri ile ölçüldüğünü göstermektedir. İkincisi, *reel para birimi değeri* ile, enflasyona göre düzeltilmiş para değerini ifade etmektedir. Tanımdaki bir başka önemli sonuç, aktifler ve pasiflerin değeri anlık ölçülmekte, faaliyet karları ise dönemsel olarak ölçüldüğünden riske açıklık *anlık değerler ve akışlar* ile ilgili olmaktadır. Dördüncüsü, riske açık kalemler için, yerli ve yabancı sınıflandırmasına gidilmemiş olmasıdır. Sonuncu ise, döviz kurundaki *beklenmeyen değişim* ifadesi kullanılmaktadır¹³⁶.

Kur riski ise, döviz kurundaki beklenmeyen değişimlerin neden olduğu bir varlığın, yükümlülüğün ya da faaliyet karının reel para birimi ile değerinin varyansı ile ölçülmektedir¹³⁷. Kur riskine açık olmak, duyarlı olmak şeklinde açıklanırken, kur riski varyans ile ifade edilmektedir ve daha sistematiktir. Bu şekilde işletmelerin ve endüstrilerin pazara karşı duyarlılıkları, pazar betası ile ölçülmektedir ve döviz kurundaki değişimlerine

¹³⁴ Parasız, İ., **Para Banka Finansal Piyasalar**, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa, 2005, s. 675.

¹³⁵ Kıymaz, H., "Estimation of Foreign Exchange Exposure: An Emerging Market Application", **Journal of Multinational Financial Management**, Vol: 12, No: 3, 2003, s. 72.

¹³⁶ Doğukanlı, a.g.e., s. 151.

¹³⁷ Doğukanlı, a.g.e., s. 152.

karşı duyarlılıkları belirlenmektedir. Kur riskinin en önemli sebebi, döviz kurlarının zamana bağlı olarak sürekli dalgalanmasıdır. Dalgalanma, kurlarda beklenmedik değişimlerdir.

Bir işletmenin her türlü faaliyeti kur etkisine açık değildir. Örneğin iç piyasada yapılan satışlar, ulusal para cinsinden borçlanmalar döviz kurundaki değişmelerin dolaysız etkisi altındadır. Fakat döviz cinsinden ticari ve mali faaliyette bulunan firmalar kur değişmelerinden doğrudan etkilendiği için birinci dereceden kur etkisine açıktır. Bu yüzden kur riskinin oluşması için işletmelerin öncelikle kur etkisine açık olması gerekir. Çünkü kur riski kur etkisi altındaki işletmeler için söz konusudur¹³⁸.

1.6.1. DÖVİZ KURU RİSKİNİN ETKİ ALANLARI

Döviz kuru riski dış ticaret, bankacılık gibi alanlarda ve çok uluslu şirketlerde etkili olmaktadır.

1.6.1.1. Dış Ticarete Kur Riski

Uluslar arası ekonomik faaliyetler sonucu kur riski, yabancı para bazında yapılan dış ticaret ve uluslararası finansman işlemlerinde, yurt dışı yatırımlarında belirleyici bir etkiye sahiptir. Bu ekonomik faaliyetlerde kur riskinin doğması döviz alacak ve borçları ile ilgilidir. Fiilen kur riskinin doğması, bu alacak ve borçların yabancı para, vade ve tutar bakımından birbirine denk olmamasındandır. Bu eşitsizlik ister alacak lehine isterse borçlar lehine olsun, her iki durumda da kur riski söz konusudur ve ilgili fark açık döviz pozisyonu şeklinde tanımlanmaktadır. Alacaklar lehine olan açık pozisyon artı (açık) pozisyon, borçlar lehine olan açık pozisyon ise eksi (açık) pozisyon şeklinde tanımlanmaktadır¹³⁹.

Açık pozisyonların temeli ihracat ve ithalata dayanmaktadır. İhracat açısından döviz kuru riski ihracatın vadeli ve vadesiz oluşuna göre değişmektedir. Vadesiz ihracatta ihraç edilecek mal için fiyat önerisinin yapıldığı andan başlayarak anlaşmanın fiilen gerçekleştiği zamana kadar geçen süre içerisinde döviz kuru riski söz konusuyken, vadeli ihracatta anlaşma için fiyat önerisinin yapıldığı andan vadenin bitimine kadar devam eder. Vadeli ihracattaki döviz kuru riski daha büyük olmaktadır. İthalat açısından ise yerli paranın değer kaybetmesi durumunda, döviz kuru riski ortaya çıkmaktadır ve burada da vadeli ithalattaki risk vadesiz

¹³⁸ Seyidoğlu, a.g.e., s. 178.

¹³⁹ Yıldız, R., "Bankacılıkta ve Dış Ticarete Döviz Pozisyonlarının Kur Riskine Karşı Korunması", **Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları**, Ankara, 1988, s. 25.

ithalata göre daha büyüktür¹⁴⁰. İhracatın ithalattan fazla olduğu bir durumda ulusal paranın değeri artarken, ithalatın ihracatı aştığı bir durumda ulusal para değer kaybına uğramaktadır. Dolayısıyla dış ticaret akımları, paranın değerinin tespitinde belirleyici olduğundan, kur risklerinin de etki ettiği alanlar içerisinde yer almaktadır¹⁴¹.

1.6.1.2. Bankacılık Faaliyetlerinde Kur Riski

Bankaların taşıdıkları pozisyonlara bağlı olarak, yerli paranın yabancı paralar karşısında değer kaybetmesi ya da kazanması durumunda, bankalar kur riski ile karşı karşıya kalmaktadır. Aynı zamanda, bankaların portföylerinde bulundurduğu yabancı para cinsinden varlık ve yükümlülükleri çeşitli enstrümanlara dağıtmaması sonucunda da kur riski ortaya çıkmaktadır. Bankanın döviz kuru riski ile karşılaşması sonucunda, faiz oranı riski ve geri ödememe riski de ortaya çıkar. Örneğin, bir bankanın aktiflerinde 100 milyon dolar yabancı para cinsinden varlık, pasifinde ise 80 milyon dolar yükümlülük olduğu varsayılınsın. Burada banka, tek para birimi cinsinden varlık ve yükümlülük taşımaktadır. Bu durumda doların TL karşısında değer kazanması bankanın bilançosu açısından olumlu olacaktır. Mevcut döviz kurunda banka yabancı varlıkları yabancı yükümlülüklerden fazla olmakta ve döviz kurunda dolar lehinde değişmesi olumlu etkiyi arttırmaktadır. Fakat aynı koşullarda bankanın yabancı para cinsinden varlıklarının yabancı para cinsinden yükümlülüklerinden az olması durumunda da banka zarar etmektedir¹⁴².

1.6.1.3. Çok Uluslu Şirketlerde Kur Riski

Bir çok yabancı para ile farklı ülkelere yatırım yapan çok uluslu şirketlerin karşılaştıkları riskler diğer şirketlere göre daha kapsamlıdır. Çok uluslu şirketler, faaliyetleri ile ilgili muhasebe kayıt işlemlerini, ana şirketin bulunduğu ülke parası cinsinden kaydetmektedirler. Fakat ana şirketin bulunduğu ülkenin dışındaki yavru şirketlerin çeşitli faaliyetlerde bulunması ile kur değişmelerinde etkilenmelerinden dolayı ana şirketin yıl sonu hesaplarında farklı para birimleri olacağından, finansal tablolarında muhasebe ya da çeviri riski olarak ortaya çıkar¹⁴³.

¹⁴⁰ Doğukanlı, a.g.e., s. 153.

¹⁴¹ Öztürk N. ve Bayraktar, Y., "Döviz Kurlarını Açıklamaya Yönelik Yeni Yaklaşımlar", **Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt: 11, Sayı: 1, Sivas, 2010, s. 160.

¹⁴² Açoğlu, Z. T., **Bankacılık Sektörünün Karşılaştığı Riskler ve Bankacılık Krizler Üzerindeki Etkileri**, T. C. Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, 2005, s. 37.

¹⁴³ Yıldız, a.g.e., s. 32; Doğukanlı, a.g.e., s. 155.

1.6.2. DÖVİZ KURU RİSKİNİN FİRMALAR ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Döviz kuru riskinin firmalar üzerine etkileri 3 başlıkta incelenebilir. Bunlar:

- İşlem Etkisi,
- Ekonomik Etki,
- Muhasebe Etkisi.

1.6.2.1. İŞLEM ETKİSİ (TRANSACTION EXPOSURE)

İşlem etkisi yabancı bir dövizle mal ve hizmetin vadeli alım veya satımında, ödemelerin dövizle yapılacağı ödünç alma ve verme işlemlerinden kaynaklanmaktadır¹⁴⁴. İşlem etkisinin oluşmasında zaman önemli bir rol oynamaktadır. Üzerinde anlaşılan fiyat ile ödeme tarihine kadar geçecek süre içinde ortaya çıkacak döviz kuru değişiklikleri, ya da işletmenin bilançosunu değerlendirmede kullandığı para birimi dışındaki paralar üzerinden yaptığı cari işlemler sonucunda oluşan nakdi kayıplar, işlem etkisine girmektedir. Bu nedenle, uluslararası faaliyette bulunan işletmelerin tümü işlem etkisine maruz kalmaktadırlar.

Döviz kurlarındaki değişimler ödenecek veya alınacak miktar üzerinde etkili olduğundan, işlemin yapıldığı ve tamamlandığı tarihler arasında döviz kurunda bir değişim olmuş ise, işletmeler bu değişiklikten etkilenecek ve gerçekleşen nakit akışı, beklenen nakit akışından farklı olabilecektir ve bu fark da işlem etkisini oluşturacaktır¹⁴⁵.

İşlem etkisi ister dış ticaret, isterse dövize bağlı satış işlemlerinde olsun, tarafların fiyat ve ödeme koşulları üzerinde anlaşmaya vardıkları andan itibaren işlemeye başlar ve öngörülemeyen kur değişiklikleri ortaya çıktığı sürece kur riski doğurur. Beklenen kur değişiklikleri ise daha sözleşme yapılırken fiyata dahil edilir¹⁴⁶. İşlem etkisi daha çok sözleşmeye dayalı nakit girişleri ve nakit çıkışlarına dayanan işlemlerden kaynaklanır. Bu

¹⁴⁴ Koçak, S., **Döviz Kurundaki Değişikliklerin Ekonomik Etkileri**, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Kahramanmaraş, 2006, s. 13.

¹⁴⁵ Doğan, Z., "Kur Değişmelerinin İşletmeler Üzerindeki Olumsuz Etkileri ve Bu Etkilerin Yönetimine İlişkin Bir Alan Çalışması", **Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitü Dergisi**, Sayı: 6, 2013, Adana, s. 303; Doğukanlı, a.g.e., s. 165.

¹⁴⁶ Seyidoğlu, a.g.e., s. 181.

bakımdan gelecekteki döviz kurlarının belirsizliğinden dolayı sözleşmeye dayalı anlaşmalar firmaları işlem etkisiyle karşı karşıya bırakır¹⁴⁷.

Örneğin bir Türk ihracatçı 15 bin ₺ değerindeki malını kredi ile 90 gün sonra bedeli alınmak üzere 15 bin \$'dan bir Amerikan ithalatçıya satmıştır. Cari döviz kuru 1\$=1₺'dir. Ödeme dolar üzerinden yapılacağı için Türk ihracatçının eline 90 gün sonra 15 bin \$ geçecektir. Ödeme gününe kadar döviz kurunda değişiklik görülürse işlem riski ortaya çıkar. Döviz kuru düşerse (1\$=0.9 ₺ olursa) ihracatçının eline geçecek olan Türk Lirası miktarı azalacaktır (15000×0.9=13500). Eğer döviz kuru artarsa (1\$=1,2 ₺ olursa) ihracatçı karlı duruma geçecektir (15000×1.2=18000). Elinde daha fazla Türk Lirası olacaktır. Ödeme günündeki döviz kuruna göre bir işlem etkisi ortaya çıkacak, iki taraf açısından ya bir kazanç ya da bir kayıp doğacaktır. Türk ihracatçı işlem riskini ortadan kaldırmak için satışı Türk Lirası üzerinden yapmak isteyebilir. Amerikan ithalatçının Türk Lirası üzerinden alımı kabul etmesi durumunda da işlem riski ortadan kalkmaz, sadece risk Amerikan ithalatçısına devredilmiş olur¹⁴⁸.

1.6.2.2. EKONOMİK ETKİ (ECONOMIC EXPOSURE)

Ekonomik etki, döviz kurundaki dalgalanmaların firmaların kazançları üzerindeki etkisi ile ilgilidir¹⁴⁹. Döviz kurundaki dalgalanmalar yabancı ülkelerde faaliyet gösteren işletmelerin nakit akışları üzerine büyük etkiye sahip olduğundan ekonomik etki, kur değişimlerinin nakit akımları ve firma değeri üzerindeki etkisi olarak tanımlanmaktadır¹⁵⁰.

Döviz kurunda beklenmeyen değişimlerin etkisi, sadece yurt dışı faaliyetleri olan firmalarda görülmez. Döviz kurundaki değişimlerin yurtiçi enflasyon oranlarına, faiz oranlarına ve yurtiçi piyasalarına etkisi nedeni ile tamamen yurtiçinde iç piyasaya yönelik faaliyet gösteren firmalar da önemli ölçüde etkilenir. Bu bakımdan tüm firmalar ekonomik etki ile karşılaşmaktadır¹⁵¹. Örneğin sadece yerel pazarda üretim ve satış yapan bir firma ele alınacak olursa, döviz kurlarındaki olası bir değer kaybı aynı mal ya da hizmeti üreten yabancı

¹⁴⁷ Moffett, M., H. ve Karlsen, J., K., "Managing Foreign Exchange Rate Economic Exposure", Journal of International Financial Management Accounting, Vol: 5, No: 2, 1994, s. 160.

¹⁴⁸ Yücel, A., T., **Türkiye'deki İşletmelerin Döviz Kuru Risk Yönetimi Uygulamaları**, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, İzmir, 1996, s. 26.

¹⁴⁹ Noreiko G. ve Solga D., "International Business Machines: A Case in Economic Exposure and Exchange Rate Movements", **International Trade Journal**, Vol: XIII, No: 4, Winter 1999, s. 394.

¹⁵⁰ Seyidoğlu, a.g.e., s. 184; Doğukanlı, a.g.e., s. 156.

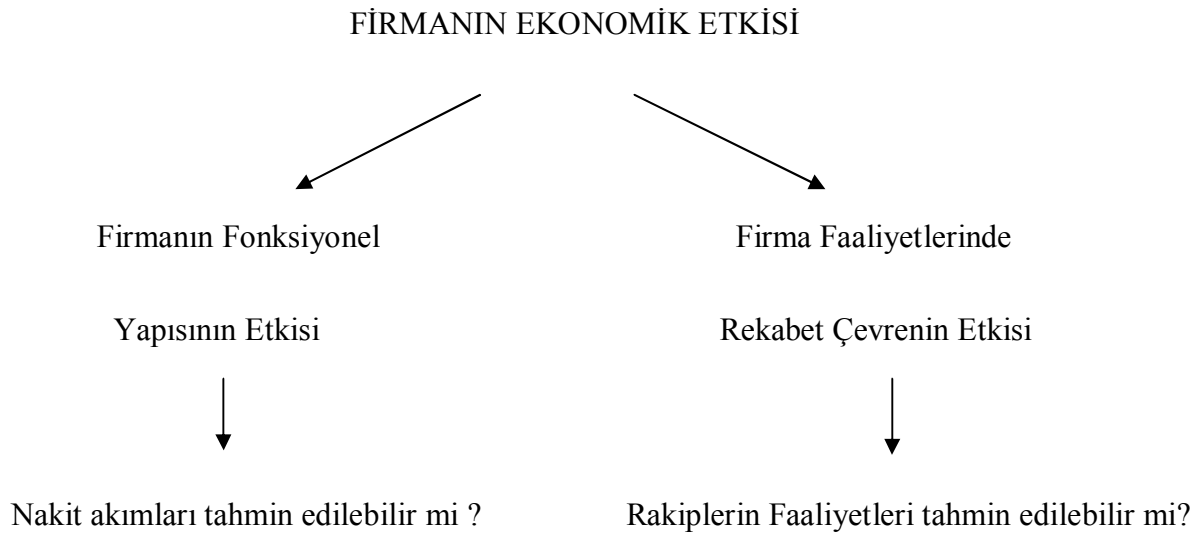
¹⁵¹ Aggarwal, R. ve Soenen, L., A., "Managing Persistent Real Changes in Currency Values: The Role of Multinational Operating Strategies", **Columbia Journal of World Business**, Vol: 24, No: 3, 1989, s. 61.

rakip firmaların mal ve hizmet fiyatlarını yerel pazarda görece olarak azaltır ve tüketiciler düşük fiyattaki mal ya da hizmeti tercih ederler. Bu bakımdan olası bir kur değişiminden yerel firmalar da etkilenmiş olur¹⁵².

Firmalar gelecekle ilgili üretim, yatırım, finansal kararlar alırken döviz kurlarındaki değişimleri göz önünde bulunduracaklarından dolayı, beklenmeyen döviz kuru değişimleri firmaların nakit akımlarını reel olarak değiştirecek ve firmaların pazar değerini farklılaştırmış olacaktır¹⁵³.

Firmaların ekonomik etkiye maruz kalması, gelecekteki beklenmeyen döviz kuru hareketlerinden kaynaklandığı gibi, rakiplerinin faaliyette bulunduğu iş alanlarındaki durumlarına göre de oluşabilir. Aynı zamanda ekonomik etki, döviz nakit akımlarını oluşmasında firmanın uzun vadede göstermiş olduğu yeteneğini de içerir. Bu bakımdan firmaların uzun vadede döviz nakit akımlarını oluşturma yeteneği, firmanın rekabet gücüne ve sektördeki diğer rekabet durumlarına bağlıdır¹⁵⁴.

Şekil 1.1.: Ekonomik Etkinin Oluşumunu Etkileyen Faktörler



Kaynak: Moffett ve Karlsen, a.g.m., s. 163.

¹⁵² Belkaoui, A. , **Multinational Management Accounting**, Quorum Books, New York, 1991, s. 55.

¹⁵³ Belkaoui, a.g.e., s. 54.

¹⁵⁴ Moffett ve Karlsen, a.g.m., s. 161.

Şekilde görüldüğü gibi, firmaların faaliyetlerini gerçekleştirdikleri rekabet çevresi ve fonksiyonel yapısı ekonomik etkinin unsurlarıdır. Firmanın ekonomik etkisi, rekabet etkisi veya stratejik etki olarak da adlandırılmaktadır. Bu şekilde adlandırılmasının nedeni içinde bulunulan rekabet ortamından kaynaklanmaktadır. Rekabetçi ortam ise, ürünlerin, piyasaların yapısı ve döviz kuru hareketlerinin karşısında rakip firmaların davranışlarında oluşmaktadır¹⁵⁵. İşletmenin rekabet ettiği çevre uluslar arası rekabete açıksa, döviz kurundaki bir değişimin oluşturacağı etki, dışa açık olmayan bir ülkede faaliyet gösteren firmaların etkilerinden farklı olmaktadır¹⁵⁶.

Firmanın yurtdışından girdi ya da mal ve hizmet kaynağı sağlaması gibi yatırım faaliyetleri de, firmaların ekonomik etkilerle yüzleşmelerine neden olur. Bu yatırımlar, aynı zamanda yeni ürün gelişimi, network dağılımları ya da üretim faaliyetlerini içerir¹⁵⁷.

Ekonomik etki, aynı zamanda kur değişikliğinin işletme üzerindeki uzun dönemli etkilerini kapsamaktadır. Nakit akımlarının değişmesi, pay sahiplerinin servetini de değiştirecektir. Ekonomik olarak bu etkilenmenin derecesini ise kısa dönemde görmek mümkün değildir¹⁵⁸. Döviz kurundaki uzun dönemli değişimler firmaların nakit akımları üzerinde daha derin bir etkiye sahiptir. Çünkü bu değişimler uzun vadede firmaların satış miktarlarını, girdi maliyetlerini, mal ve hizmet fiyatlarını etkileyeceği gibi bu değişkenleri kontrol etmek de zor olacaktır¹⁵⁹.

Ekonomik etkinin uzun dönemli olması ve ileriye dönük beklentileri içermesi, işlem etkisi ve muhasebe etkisine göre daha belirsiz olmasına neden olur ve bu da ekonomik etkinin ölçülmesini ve yönetilmesini zorlaştırır¹⁶⁰.

¹⁵⁵ Moffett ve Karlsen, a.g.m., s. 163.

¹⁵⁶ Marston, R., C., "The Effects of Industry Structure on Economic Exposure", **NBER Working Papers**, No: W5518, 1996, s. 6.

¹⁵⁷ Shapiro, A., C., **Multinational Financial Management**, John Wiley Sons, Eighth Edition, 2006, s. 386.

¹⁵⁸ Doğan, Z., "Kur Değişmelerinin İşletmeler Üzerindeki Olumsuz Etkileri ve Bu Etkilerin Yönetimine İlişkin Bir Alan Çalışması", **Niğde Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı: 6, Cilt: 6, 2000, s. 305.

¹⁵⁹ Dhanani, A., "Foreign Exchange Risk Management: A Case in The Mining Industry", **The British Accounting Review**, Vol: 35, No:1, 2003, s. 40.

¹⁶⁰ Noreiko ve Solga, a.g.m., s. 394.

Tablo 1.2.: Firmanın Nakit Akışlarının Maruz Kalacağı Ekonomik Etkinin, Uluslararası Ticarete Yaygın Bazı İşlemlere Etkileri

Firmanın Yerel Kurla Olan Alacaklarını Etkileyen İşlemleri	Yerel Kurun Değer Kazanmasının İşlemlere Etkisi	Yerel Kurun Değer Kaybetmesinin İşlemlere Etkisi
Yerel Satışlar (Yerel Piyasalardaki Yabancı Rekabetine Göre)	Düşer	Yükselir
Firmanın Yerel Kura Bağlı İhracatları	Düşer	Yükselir
Firmanın Yabancı Kura Bağlı İhracatları	Düşer	Yükselir
Yabancı Yatırımlardan Elde Edilen Faiz Geliri	Düşer	Yükselir
Firmanın Yerel Kurla Olan Ödemelerini Etkileyen İşlemleri		
Firmanın Yerel Kurdan Girdileri	Değişmez	Değişmez
Firmanın Yabancı Kurdan Girdileri	Düşer	Yükselir
Yabancı Kurdan Faiz Ödemeleri	Düşer	Yükselir

Kaynak: Çapçioğlu, a.g.e. , s. 34.

Tablo 1.2.'de yerel kurun değer kazanma ve kaybetme durumuna göre, firmaların alacak ve ödeme faaliyetlerindeki değişimler verilmiştir. Firmanın nakit akışlarının maruz kalacağı ekonomik etki, uluslararası ticarete yaygın bazı işlemleri etkilediği tabloda ayrı ayrı gösterilmiştir¹⁶¹. Kısaca ekonomik etki, işletmeler için sadece finansal bir olgu olmayıp, bunun yanında, işletmenin tedarik politikasını, üretim politikasını, pazarlama stratejilerini etkileyen çok yönlü bir olgudur. Uzun dönemde bu etkiler, işletmenin değerini de etkilemektedir. Dolayısıyla finans bölümü yanında üretim ve pazarlama bölümleri de döviz kuru riskinden korunmak için farklı stratejiler uygulamaktadır¹⁶².

Ekonomik etkiyi ölçmek ve yönetmek için niteliksel (kalitatif) ve niceliksel (kantitatif) olmak üzere iki farklı yaklaşım vardır¹⁶³: Niteliksel açıdan ekonomik etki, firmaların stratejik yapısını etkilediğinden finansal riskin ötesinde bir firma riskidir. Bu yaklaşım, tedarikçiler ve tüketicilere yönelik alanlarda düzenlemeler ve üretim ve pazarlama stratejilerinde çeşitli operasyonel ayarlamalar yapılmasını öne sürüyor. Çünkü böyle ayarlamaların firmanın maliyetlerini ve kazançlarını değiştirmesine, döviz işlemlerinden kaynaklı girdileri ve çıktılarına dengelemesine neden olacağından, ekonomik etkinin azaltılabileceğini ya da ortadan kaldırılabileceği öne sürülmektedir. Niceliksel açıdan ise temel amaç, döviz kuru değişimlerinin karşısında firmaların piyasa değerine hassasiyetini ölçmektir.

1.6.2.3. MUHASEBE ETKİSİ (ACCOUNTING EXPOSURE)

Muhasebe etkisi aynı zamanda "dönüştürme etkisi", "çevirme etkisi" veya "bilanço etkisi" olarak da ifade edilmektedir. Muhasebe etkisi, firmaların ortak para birimi olarak mali durumlarını ve sonuçlarını raporlama ihtiyacından kaynaklanır¹⁶⁴. Firmaların mali tablolarında gösterilen yabancı para birimleri, raporlanan yerel para birimlerine dönüştürülür. Yabancı para ile gösterilmiş varlık ve kaynakların ülke parasındaki değerlerinde değişimler sonucunda firmaların defter değerlerinde değişiklikler olur. Buna muhasebe etkisi denilmektedir¹⁶⁵. Başka bir ifadeyle muhasebe etkisi, döviz kurlarındaki değişimler

¹⁶¹ Çapçioğlu, B., **Döviz Kuru Riski Yönetimi ve Firma Bazında Türkiye Uygulaması**, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2001, s. 34.

¹⁶² Özdemir, L., M., **İşletmelerde Döviz Kuru Riskinden Korunma (Hedging) Yöntemleri: İMKB'de İşlem Gören İmalat İşletmeleri Üzerine Bir Araştırma**, Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Afyon, 2005, s. 20.

¹⁶³ Dhanani, a.g.m., s. 41.

¹⁶⁴ Grant and Soenen, a.g.m., s. 53.

¹⁶⁵ Grant and Soenen, a.g.m., s. 53.

sonucunda çok uluslu firmaların konsolide finansal tablolarındaki değişiklikler olarak tanımlanır¹⁶⁶.

Muhasebe etkisi şu faktörlere bağlıdır¹⁶⁷:

-Bağlı ortaklıklar tarafından yürütülen yabancı faaliyetlerin payı: Bağlı ortaklıkların uluslar arası faaliyetlerinin düzeyi muhasebe etkisinin büyüklüğünü belirlemektedir. Bağlı şirket sayısının çok olması yüksek oranlı bir muhasebe etkisine, az olması ise daha düşük muhasebe etkisine neden olmaktadır.

-Bağlı ortaklıkların faaliyette buldukları ülke: Bağlı şirketlerin faaliyette bulunduğu ülkelerin ekonomik istikrarı da muhasebe etkisini belirler. Ülke parasının istikrarlı olması, finansal tabloların hazırlanmasında ortaya çıkan kar ve zararlarda daha az dalgalanmaya neden olur.

-Kullanılan muhasebe yöntemleri: Finansal tabloların ana ülke para birimine göre düzenlenerek konsolide finansla tabloların hazırlanması sırasında, para birimlerini çevirmek için kullanılan muhasebe yöntemleri, muhasebe etkisi üzerinde belirleyicidir.

Ülkemizde de olduğu gibi, dövizle yapılan işlemlerin muhasebe kayıtlarının genellikle milli para cinsinden yapılması zorunluluğu vardır. Bu bakımdan döviz cinsinden yapılan işlemlerin yerel paraya çevrilmesini gerekir. Döviz kurlarındaki değişim bu çevrilme sırasında firmaları döviz kuru riski ile karşı karşıya bırakmaktadır. Bu risk, özellikle çok uluslu firmaların sıkça karşılaştıkları ve yönetilmesi önemli olan bir risk türüdür¹⁶⁸.

ÇUŞ'in hisse başına sürekli ve büyüyen gelire sahip olmaları, mali tablolara dayandırılarak planlanan kar dağıtımlarını kolaylaştırabilmeleri, işletmeler arasında yapılan haberleşmede doğru bilgiler sağlamaları ve herhangi bir piyasada değer düşmesi ve bunun sonucunda borç bulma olanağını sağlamaları gibi nedenlerden dolayı muhasebe etkisini dikkate almaları gerekmektedir.

¹⁶⁶ Malindretos, J., "Hedging Preferences and Foreign Exchange Exposure Management", **Multinational Business Review**, Emerald Group Publishing, UK, Vol: 3 , No: 2, 1995, s. 56.

¹⁶⁷ Madura and Fox, **a.g.e.**, s. 359.

¹⁶⁸ Erdoğan, N. , **Uluslar arası İşletmelerde Mali Risk ve Yönetimi ve Çağdaş Finansman Teknikleri**, Mü-ka Yayıncılık, Ankara, 1994, s. 122.

Muhasebe etkisinin çok uluslu firmalar üzerinde ne derece önemli olduğu hususunda, nakit akımları ve hisse senetlerinin fiyatları açısından olmak üzere iki farklı görüş bulunmaktadır. İlkine göre muhasebe etkisinin nakit akımları üzerinde bir etkisinin olmadığı, sadece finansal tablolar üzerindeki rakamlarda değişiklik oluşturduğunu ve bundan dolayı reel olarak bir önemi olmadığını ifade edilmektedir. İkincisine göre ise, birçok yatırımcı, firma değerlemesinde hem önceki kazançlarındaki nakit akışlarını tahmin ederek hem de beklenen yıllık kazançlara fiyat kazanç oranı uygulayarak hisse başına bir değer elde ederler. Bu bakımdan konsolide finansal tablolar ÇUŞ'in performanslarının bir göstergesi olmaktadır ve bu nedenle de muhasebe etkisi önem taşımaktadır¹⁶⁹.

ÇUŞ, yabancı para ile yaptıkları işlemlerin sonuçlarını değerlendirdiklerinde, bu işlemlerden doğan kazanç veya kayıplarının dövizin değer kazanmasına veya kaybetmesine bağlı olarak değiştiğini görürler. Böylece döviz kurunun değişmesi firmalar için muhtemel kazanç ya da kayıpları da beraberinde getirmektedir. Ana şirketin bulunduğu ülke parasının değer kazanması ile “muhasebe kur zararı”, aksi takdirde “muhasebe kur karı” meydana gelmektedir¹⁷⁰.

Muhasebe etkisi, firmaların varlıkları ve yükümlülükleri arasındaki farklar dikkate alınarak ölçülür¹⁷¹. Örneğin, Boulder Associates Inc. firmasının İsviçre'deki yavru şirketinin 760.000 SF alacağı (aktif) ve 426.000 SF borcu (pasif) bulunmaktadır. Firma o günkü cari kuru hesaplamak ve dönem sonunda net etkiyi ortaya çıkarmak durumundadır.

Cari kur: SF 1 = \$ 0,58'dir. Raporlama döneminde ise SF değer kaybederek cari kur: SF 1 = \$ 0,51 olmuştur.

Firma dövizin değer kaybetmesi nedeni ile aktiflerinde bir çevirme kaybına maruz kalırken, pasiflerinde ise çevirme kazancı elde etmektedir. SF'nin değer kazanması halinde bu durum tamamen tersine işleyecektir. Buna göre firma, net çevirme kaybını aşağıdaki gibi hesaplayacaktır.

¹⁶⁹ Madura and Fox, a.g.e., s. 358.

¹⁷⁰ Nazlı, A., T., **Döviz Kuru Riski Yönetim Tekniklerinin Türkiye'de Uygulanabilirliği ve Uygulayıcıların Eğitiminin Önemi**, Gazi Üniversitesi Dış Ticaret Eğitimi Anabilim Dalı Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2006, s. 50.

¹⁷¹ Demirag ve Goddard, a.g.e., s. 100.

Aktif Değerlerindeki Değişme

Değer Kaybı Öncesi Durum:	SF 760 000 * \$ 0,58	=	\$ 440 800
Değer Kaybı Sonrası Durum:	SF 760 000 * \$ 0,51	=	<u>\$ 387 600</u>
Aktiflerdeki Çevirme Kaybı:			\$ 53 200

Pasif Değerlerindeki Değişme

Değer Kaybı Öncesi Durum :	SF 426 000 * \$ 0,58	=	\$ 247 080
Değer Kaybı Sonrası Durum:	SF 426 000 * \$ 0,51	=	<u>\$ 217 260</u>
Pasiflerdeki Çevirme Kazancı:			\$ 29 820
Net Çevirme Kaybı	\$ 53 200 - \$ 29 820	=	\$ 23 380

Firmanın, aktif ve pasiflerinde herhangi bir fiziki değişme olmamasına rağmen, net defter değeri \$ 23 380 düşmüştür¹⁷².

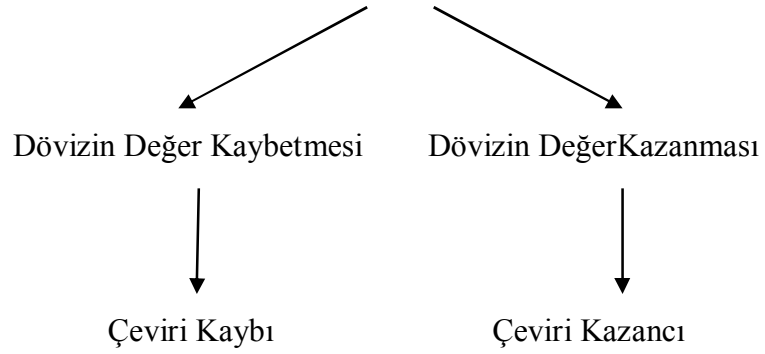
Özetle, her işletmenin çeşitli döviz cinslerinden borçları ve alacakları vardır. Kur değişiklikleri nedeniyle alacak kalemlerinin yerel para cinsinden değerinde meydana gelen artış, borç kaleminde meydana gelen artıştan büyükse işletmenin kazancı artacak, tersi durumda ise azalacaktır. Muhasebe etkisinin sonucu ortaya çıkan bu kur kazançları ya da kayıpları, firmaların nakit akımlarını içermez. Bu kazanç ya da kayıplar kar ya da zararın tek bir para birimi ile ifade edildiği durumlarda ortaya çıkmaktadır¹⁷³. Şekil 2.2. ve 2.3.'de muhasebe etkisinin pozitif ve negatif etkileri gösterilmektedir.

¹⁷² Nazlı, a.g.e., s. 50-51.

¹⁷³ Srinivasulu, S., L., "Strategic Response To Foreign Exchange Risks", **The Columbia Journal of World Business**, Vol: 16, No: 1, 1981, s. 13.

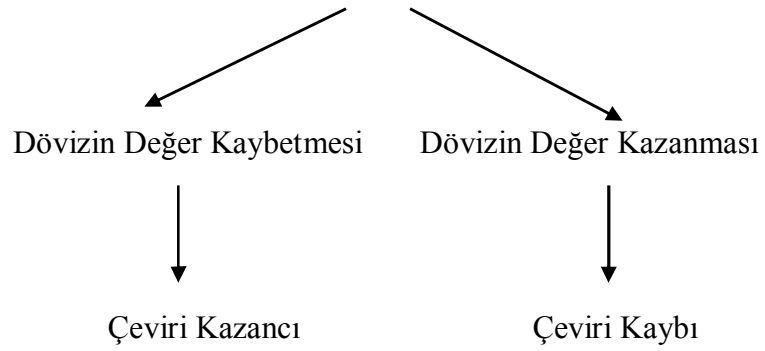
Şekil 1.2.: Muhasebe Etkisinin Pozitif Etkisi

Varlıkların Etkisi > Yükümlülüklerin Etkisi = Pozitif Etki



Şekil 1.3.: Muhasebe Etkisinin Negatif Etkisi

Varlıkların Etkisi < Yükümlülüklerin Etkisi = Negatif Etki



Kaynak: Demirag ve Goddard, a.g.e., s. 101.

Söz konusu kayıp ve kazançlar finansal tablolarda raporlanır ve bu her ne kadar muhasebe etkisinin bir sonucu olarak görünse de gelecekteki nakit akımlarını etkilemesinden dolayı ekonomik etkinin içerisinde de yer almaktadır¹⁷⁴. Muhasebe etkisi ve ekonomik etkisi arasındaki ayrımı belirleyebilmek için bu iki etki arasındaki farklılıklar aşağıdaki tabloda ele alınmıştır.

¹⁷⁴ Shapiro, a.g.e., s. 382.

Tablo 1.3.: Muhasebe ve Ekonomik Etkilerin Karşılaştırılması

Muhasebe Etkisi	Ekonomik Etkisi
1. Statiktir, finansal tabloların düzenlendiği tarihi ele alır.	1. Dinamiktir, gelecekle ilgili tüm faaliyetleri ele alır.
2. Geçmişe dönüktür. Finansal tabloların hazırlanması ve önceki olayların ölçüsüdür.	2. Geleceğe dönüktür. Döviz kurundaki değişmelerin gelecekteki nakit akımları üzerindeki etkilerine ölçüsüdür.
3. Muhasebe etkisinin kapsamı, uygulanan muhasebe standartları ile ilgilidir.	3. Ekonomik etkinin kapsamı, firma faaliyetlerinin yapısı ile firmanın pazardaki konumu ile ilgilidir.
4. Riski hesaplamak kolaydır. Döviz kuru değişimi sonucunda oluşan çeviri kazanç ve kayıpları anında finansal tablolara yansır.	4. Riski hesaplamak zordur. Döviz kuru değişimlerinin etkileri gelecekteki gelir tablolarına yansır.
5. Genellikle finansal muhasebe ile çeviri etkileri önlenir.	5. Varyans hesaplamaları ile maliyetlerin, fiyatların ve kazançların ayrımı belirlenebilir.
6. Genellikle riskten kaçınma finansal korunma ile taktiksel kararlarla sağlanır, kontrolü kolaydır ve kısa vadeli.	6. Riskten korunma, stratejik kararlarla sağlanır ve risklerin kontrolü zordur, uzun vadeli.
7. Cari dönemde raporlanan gelire odaklanır.	7. Gelecekteki nakit akımlarına ve bunların değişimine odaklanır.
8. Riskten kaçınmak ekonomik etkilere neden olabilir.	8. Riskten kaçınmak muhasebe etkilerine neden olabilir.
9. Kapsamı ve ölçülmesi döviz kurlarındaki değişimin tamamına dayanır.	9. Kapsamı ve ölçülmesi döviz kurlarındaki beklenmeyen değişimlere dayanır.

10. Varlık ve yükümlülüklerin defter değerine dayanır.	10. Varlıklar ve yükümlülükler pazar değerine dayanır.
11. Bilançoya yansımayan sözleşmelerdeki riskleri (kiralamar, satma ve satın almalar, gelecek teslimat sözleşmesi gibi) içermez.	11. Bilançoya yansıyan ya da yansımayan tüm sözleşmeleri içerir.
12. Riskin yönetimi, mali birimlerin idaresindedir.	12. Riskin yönetimi, üretim, pazarlama, lojistik ve tüm mali birimlerin idaresindedir.

Kaynak: Belkaoui, a.g.e., s. 58-59.

Yabancı para türünden ifade edilen finansal tabloların hangi döviz kuru kullanılarak çevrileceği ve çeviri işlemi sonrasında oluşan döviz kuru kaybının ya da kazancının nasıl raporlanacağı hususu önem arz etmektedir. Bu iki temel unsur finansal tabloların döviz kuru değişimleri karşısında firmaların olası karşılaşacağı döviz kuru karları ve zararlarını gerçekçi bir şekilde yansıtılabileceğini göstermektedir¹⁷⁵. Bu bakımdan çeşitli dövizlerin ana ülke parasına dönüştürülmesinde kullanılan yöntemler vardır.

Bu yöntemler şunlardır:

- Cari Oran Yöntemi (Dönem Sonu Kuru Yöntemi)
- Parasal ve Parasal Olmayan Yöntem
- Cari ve Cari Olmayan Yöntem
- Geçici Yöntem (Geleneksel Yöntem)

¹⁷⁵ Grainger, G., J., "Accounting for Foreign Operations 19th Century Contributions to The Accounting Literature", **The British Accounting Review**, Vol: 25, No: 2, 1993, s. 153.

1.6.2.3.1. Cari Oran Yöntemi (Current Method)

Cari oran yöntemi 1982 yılından beri ABD’de uygulanan basit bir yöntemdir. Bu yöntemde göre tüm varlık ve yükümlülükler, bilanço tarihindeki cari döviz kurundan çevrilir. Sermaye hesabı tarihsel kurdan çevrilir. Kar ve zarar hesapları ise işlemin gerçekleştiği tarihteki veya raporlama dönemindeki ortalama kurdan çevrilir. Çevrim sırasında oluşacak kayıp kazançlar, ilgili raporlama dönemindeki konsolide bilançoda özsermaye hesabı altında *kümülatif dönüştürme düzeltme hesabına* yansıtılmaktadır¹⁷⁶.

1.6.2.3.2. Parasal ve Parasal Olmayan Yöntem (Monetary-Non Monetary Method)

Bu yöntem, parasal ve fiziki alacaklı ya da borçlu işlemler arasındaki ayrıma dayanmaktadır. Alacak hakkı sağlayan, ödeme borcu doğuran veya sabit bir döviz tutarını temsil eden işlemler parasal niteliktedir¹⁷⁷.

Parasal kalemler, para değerindeki değişimler karşısında nominal değerleri aynen kalan, ancak satın alma güçleri fiyat hareketlerine göre ters yönde değişen kalemlerdir. Bu yöntemde göre parasal kalemler (kasa, banka, pazarlanabilir menkul kıymetler, alacaklar, uzun vadeli alacaklar) ve parasal borçlar (kısa ve uzun vadeli borçlar) cari kur ile çevrilirken parasal olmayan kalemler tarihi kurlar ile çevrilir. Parasal olmayan kalemler ise, para değerindeki değişimlere paralel olarak nominal değerleri değişen, fakat satın alma güçleri aynı kalan kalemlerdir. Amortisman ve satılan malın maliyeti gibi parasal olmayan varlıklarla doğrudan ilişkili olmayan gelir tablosu kalemleri ortalama döviz kurlarıyla çevrilmektedir. Diğer gelir tablosu kalemleri ise tarihi kurlar ile çevrilmektedir¹⁷⁸. Stokların parasal varlık olup olmadığı konusu tartışmalıdır. Bazı işletmeler stokların tekrar yerine konulması gerektiğini, döviz kuru riskine açık olduğunu bu nedenle parasal varlık olarak kabul edilip cari kur ile çevrilmesini öne sürerken, bazıları ise stokların fiziksel özellikleri gereği parasal olmayan bir varlık olduğunu ileri sürerler.

Bu yöntem kullanıldığında firmaların karşılaşacağı muhasebe riski, net parasal varlıkların değeri kadardır. Bu yöntem kullanılarak çevrilen bilanço ise yabancı ülkede faaliyet gösteren işletmenin net parasal pozisyonunu, raporlanan para birimi türünden

¹⁷⁶ www.finansrisk.com, Erişim: 16 Ekim 2014.

¹⁷⁷ Seyidoğlu, a.g.e., s. 213.

¹⁷⁸ Doğanlı, a.g.e., s. 181.

göstermektedir¹⁷⁹. Yöntemin parasal ve parasal olmayan ayrımına tabi tutması ve parasal olmayan varlıkları tarihi kurlar üzerinden çevirmesi dezavantajlarındandır. Çünkü parasal olmayan varlıklar cari kurla değerlendirilmişlerse sorun çıkmaktadır¹⁸⁰.

1.6.2.3.3. Cari ve Cari Olmayan Yöntem (Current and Non-Current Methods)

Bu yöntem, finansal tabloların çevirisinde kullanılan ilk ve en eski yöntemdir. Cari ve cari olmayan yöntem, parasal ve parasal olmayan yöntemde olduğu gibi bilanço kalemlerini sınıflandırmayı temel almaktadır. Bu yönteme göre bilanço kalemlerindeki cari varlıklar ve cari borçlar cari kurlar ile çevrilirken, cari olmayan varlıklar ve borçlar tarihi kurlar ile çevrilir¹⁸¹. Öz sermaye tarihi kurla çevrilir. Pozitif değerde çalışma sermayesine sahip olan işletme yabancı paranın değer kaybetmesi sonucu çeviri kaybıyla, yabancı paranın değer kazanması sonucunda ise çeviri kazancıyla karşılaşacaktır. Gelir ve gider tabloları ise genellikle kayıt dönemi içerisindeki ortalama kurdan veya eğer biliniyorsa, işlemlerin yapıldığı tarihlerdeki gerçek kurlardan çevrilir¹⁸².

Bu yöntemde, uzun vadeli borçların döviz kuru değişikliklerinden etkilenmediği kabul edilerek tarihi kurla çeviriye tabi tutulması, eleştirilere sebep olmuştur. Oysaki uzun vadeli borçlar, döviz kurlarındaki değişikliklerden etkilenir. Döviz kurlarındaki değişmeye göre döviz cinsinden borçların tutarı azalabilir veya artabilir. Aynı durum uzun vadeli alacaklar içinde söz konusudur. Bu bakımdan yabancı paralı uzun vadeli borçların tarihi kurdan çevrilmesi, mali tablo kullanıcılarını yanlış yönlendirmektedir¹⁸³.

1.6.2.3.4. Geçici Yöntem (Temporal Method)

Geleneksel yöntem olarak da adlandırılır. Bu yöntemde yabancı şirketin işlemleri, ana şirket tarafından yapılmış gibi kabul edilir. Ana şirketin yabancı işletmenin yaptığı işlemleri yansıtabilmesi için, ana şirketle yabancı şirket arasında doğrudan ilişkinin bulunması veya aralarında düzenli nakit akışının sağlanması gereklidir¹⁸⁴.

¹⁷⁹ Grainger, a.g.m., s. 156.

¹⁸⁰ Doğukanlı, a.g.e., s. 181.

¹⁸¹ Karapınar, A., "Yabancı Paralı Finansal Tabloların Çevirisi ve Kullanılan Yöntemler", **Mevzuat Dergisi**, Ekim 1988, Sayı: 10, www.mevzuatdersisi.com, Erişim:16 Ekim 2014.

¹⁸² Shapiro, a.g.e., s. 339.

¹⁸³ Buckley, A., **Multinational Finance**, Prentice Hall, Fourth Edition, 2000, s. 138.

¹⁸⁴ Akdoğan, N., Tenker, N., **Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri**, Gazi Kitabevi, Ankara, 2001, s. 453.

Bu yöntemde çeviride kullanılacak kur, yabancı işletmenin her bir kalemi için yararlandığı değerlendirme ölçüsüne göre belirlenmektedir. Böylece, bağlı ortaklığın varlıkları ve borçlarını değerlemede kullandığı muhasebe ilkeleri korunmuş olmaktadır. İşletmenin performansını değerlendirme de faydalanılan oranlar değişmemektedir¹⁸⁵.

Geçici yöntemin temelinde çeviride kullanılan döviz kurlarının, varlık ve yükümlülüklerin değerlemesinde yararlanılan muhasebe ilkeleri korunacağından, bilançoda net gerçekleşebilir değeri veya piyasa değeriyle yer alan kalemler cari kurla çevrilirken, maliyet bedelleriyle yer alan kalemler tarihi kurla çevrilir.

Tarihi maliyet ile değerlendirilen hesap kalemlerine uygulandığında geleneksel yöntem, parasal- parasal olmayan yöntemle büyük ölçüde aynı sonuçları verir. Yöntemler arasındaki farklılık, parasal olmayan kalemlerin bilançoda maliyet bedellerinden başka bir bedelle yer almasından kaynaklanır. Bazı stok kalemlerin çevirisinde farklılık ortaya çıkar. Eğer stok kalemi bağlı işletmenin finansla tablolarında pazar değeri ile gösterilmişse, geçici yöntemle göre bu kalem cari kurla çevrilir. Parasal ve parasal olmayan yöntemle göre ise tarihi kur ile çevrilir¹⁸⁶.

Bu yöntem parasal ve parasal olmayan yöntem ile karşılaştırıldığında; parasal ve parasal olmayan yöntemde hesaplar, parasal mı değil mi ayrımına tabi tutulur ve çeviri kuru bu ayrıma göre belirlenir. Geçici yöntemde ise, çeviri kuru ilgili hesabın değerlendirme yaklaşımına göre belirlenir¹⁸⁷.

Bu dört yöntemin bilanço ve gelir tablosu kalemlerinde hangi kurdan çevrileceği aşağıdaki tablolarda gösterilmiştir.

¹⁸⁵ www.mevzuatdergisi.com, Erişim: 16 Ekim 2014.

¹⁸⁶ Buckley, a.g.e., s. 139.

¹⁸⁷ Shapiro, a.g.e., s. 340.

Tablo 1.4.: Bilanço Kalemlerinin Çevirisinde Uygulanacak Kurlar

Bilanço Kalemleri	Cari-Cari Olmayan Yöntem		Parasal Parasal Olmayan Yöntem		Geçici Yöntem		Cari Oran Yöntemi	
	Tarihi Kur	Dönem Sonu Kuru	Tarihi Kur	Dönem Sonu Kuru	Tarihi Kur	Dönem Sonu Kuru	Tarihi Kur	Dönem Sonu Kuru
Aktif								
Hazır Değerler		X		X		X		X
Menkul Kıymetler								
Hisse Senedi Maliyet Bedeli		X	X		X			X
Hisse Senedi Pazar Fiyatı		X	X			X		X
Alacaklar		X		X		X		X
Stoklar								
Stoklar Maliyet Bedeli		X	X		X			X
Stoklar Pazar Fiyatı		X	X			X		X
Peşin Ödenmiş Giderler		X	X		X			X
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	X		X		X			X
Birikmiş Amortisman	X		X		X			X
Pasif								
Satıcılar, Borç, Kısa Vadeli Krediler		X		X		X		X
Gider Tahakkukları		X		X		X		X
Peşin Tahsil Edilmiş Gelirler		X	X		X			X
Tedavüldeki Tahviller	X			X		X		X

Kaynak: Yılmaz, S., 21 No'lu Türkiye Muhasebe Standardı Kapsamında Kur Farklarının Muhasebeleştirilmesi ve Finansal Tabloların Çevrilmesine İlişkin Uygulama, İstanbul Aydın Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2013, s. 54.

Tablo 1.5.: Gelir Tablosu Kalemlerinin Çevirisinde Uygulanacak Kurlar

Gelir Tablosu Kalemleri	Cari-Cari Olmayan Yöntem	Parasal Parasal Olmayan Yöntem	Geçici Yöntem	Cari Oran Yöntemi
Satışlar	Ortalama Kur	Ortalama Kur	Ortalama Kur	Ortalama Kur- Dönem Sonu Kur
Satılan Malın Maliyeti	Ortalama Kur	Tarihi Kur	Tarihi Kur	Ortalama Kur- Dönem Sonu Kur
Amortisman Giderleri	Tarihi Kur	Tarihi Kur	Tarihi Kur	Ortalama Kur- Dönem Sonu Kur
İtfa Payları	Tarihi Kur	Tarihi Kur	Tarihi Kur	Ortalama Kur- Dönem Sonu Kur
Çeşitli Giderler	Ortalama Kur	Ortalama Kur	Ortalama Kur- Tarihi Kur	Ortalama Kur- Dönem Sonu Kur
Duran Varlık Satış K/Z	Tarihi Kur	Tarihi Kur	Tarihi Kur	Ortalama Kur- Dönem Sonu Kur

Kaynak: Yılmaz, a.g.m., s. 55.

Uluslararası Muhasebe Standartları'na göre yurtdışındaki işletmelerin mali tablolarının çevirimi, aşağıdaki kur farklarının muhasebeleştirilmesi ile sonuçlanır¹⁸⁸:

- Gelir ve giderlerin işlem tarihindeki döviz kurlarından ve aktif ve yabancı kaynakların kapanış kurundan çevrilmesi. Gelir ve gider kalemlerine ilişkin bu tür kur farkları, kar veya zararda ya da doğrudan özkaynakta muhasebeleştirilen gelir ve gider kalemlerinden kaynaklanır.
- Dönem başı net aktiflerinin öncekinden farklı bir kapanış kuruyla çevrilmesi. Bu kur farkları özkaynakta yer alan ayrı bir unsur olarak muhasebeleştirilir. UMS 21 standardı söz konusu kur farklarının azınlık paylarına uygun oranda tahsisini öngörür.

Sonuç olarak, çok sayıda ülkede faaliyet gösteren firmalar hem kısa hem de uzun süreli döviz kurlarındaki değişimlerden dolayı firma değerlerinde olası kayıplarla karşı karşıya kalmaktadır¹⁸⁹. Herhangi bir beklenmeyen değişime karlarını ve getirilerini etkilediği için, firmalar risklerini azaltmak amacıyla maliyet ve gelir hareketlerinin yerlerini değiştirerek fırsatçı bir tutum sağlayabilirler¹⁹⁰.

Uzun süreli döviz kuru risklerine maruz kalan firmalar, finansal piyasalarda geleneksel korunma tekniklerini kullanarak risk yönetiminde etkili olamazlar. Döviz piyasalarında parite koşullarında kalıcı sapmalar olduğundan, bunlar firmaları büyük ölçüde etkilediğinden bu riskler yönetilmelidir. Bu yüzden de firma değerlerindeki kayıplardan korunmak için firmalar, para birimindeki değişimler karşısında işlem, ekonomik ve muhasebe etkilerinden korunma yöntemleri geliştirmişlerdir¹⁹¹. Bu yöntemler ikinci bölümde açıklanmaktadır.

1.7. FİRMALARIN DÖVİZ KURU RİSKİNE KARŞI TUTUMLARI

Faaliyetlerinde yerel para birimlerinden farklı para birimlerini kullanmaları gereken ya da yabancı para birimi bazında rekabete giren tüm firmalar, döviz kuru riskiyle karşı karşıya kalmaktadırlar. Bu risk, yabancı para birimiyle yapılan ödemeler ya da tahsilatlarda olduğu

¹⁸⁸ www.denetimnet.net, Erişim: 06 Eylül 2015.

¹⁸⁹ Aggarwal ve Soenen, a.g.m., s. 66.

¹⁹⁰ Grant ve Soenen, a.g.m., s. 61.

¹⁹¹ Aggarwal ve Soenen, a.g.m., s. 66.

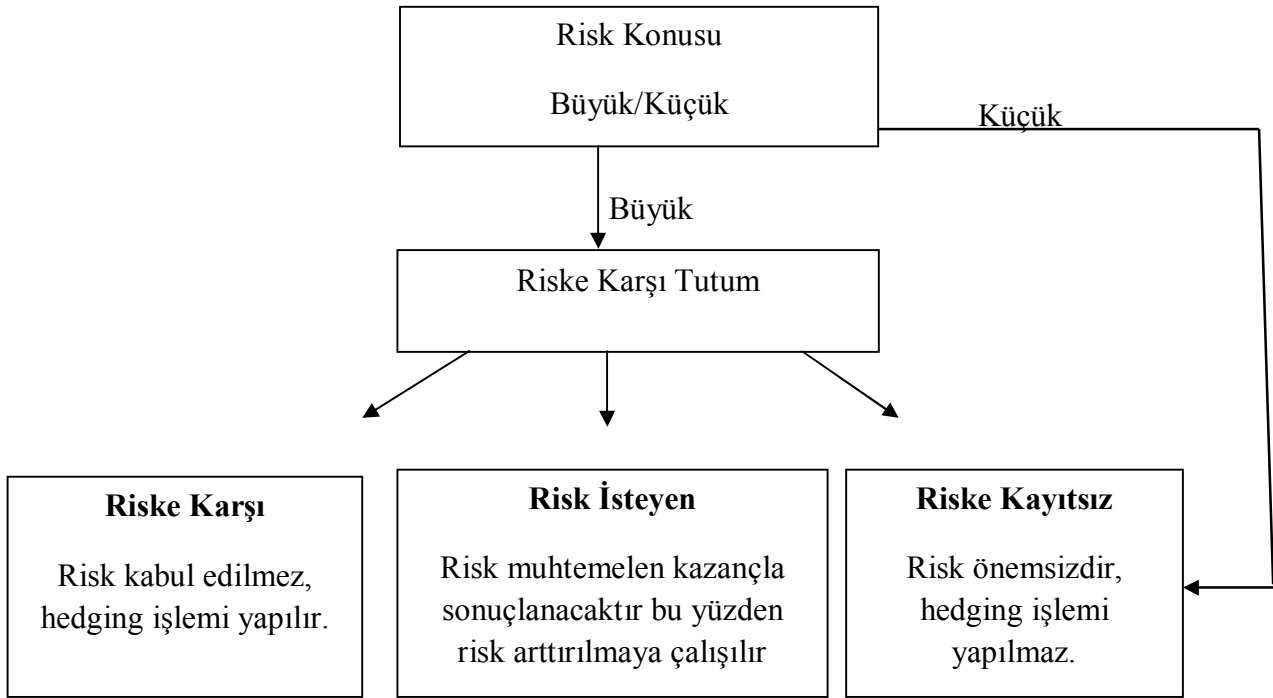
gibi doğrudan bir risk ya da kurlardaki artış ve azalışlardan dolayı firmaların kaynaklarının başka bir para birimi bazında değer kaybetmesi gibi dolaylı bir risk olabilir¹⁹².

Firmaların bu risklere (etkilere) karşı tutumları büyük ölçüde farklılıklar gösterir. Bazıları yüksek derecede spekülatif ve kar yapmak için büyük açık pozisyonlar bırakırken (risk seeking), bazıları ise bütün pozisyonları kapatmada ve bunlardan kaynaklanacak bütün riskleri önlemek konusunda aşırı derecede tutucudur (risk averse) ve bazıları da riske karşı kayıtsızdır (risk netural)¹⁹³.

¹⁹² Dönmez, Ç. A., Başaran, Y., Doğru, G., Yılmaz, M. K., Uğur, S., Kartallı, Y. ve Ugan, G., "Finansal Vadeli İşlem Piyasasına Giriş", **İstanbul Menkul Kıymetler Borsası**, İstanbul, 2002, s. 19.

¹⁹³ Parlakkaya, R., **Finansal Türev Ürünleri ile Mali Risk Yönetimi ve Muhasebe Uygulamaları**, Nobel, Ankara, 2003 s. 95.

Şekil 1.4.: Firmaların Döviz kuru Riskine Karşı Tutumları



Kaynak: Parlakkaya, a.g.e. , s. 95.

Firmaların etkilere karşı izleyecekleri tutumlarında karşılaştıkları etkinin başka bir deyişle riskin büyüklüğü önemlidir. Risk küçük tutarlardaysa önemsizdir ve korunmak için herhangi bir işlem yapılmaz. Fakat riskin büyüklüğü söz konusuysa firmaların tutumlarına göre farklı faaliyetlerde bulunulur¹⁹⁴. Dolayısıyla kimi firmalar, kur riskinden doğacak olan zararların, korunmak için uygulayacakları yöntemlerden daha maliyetli olduğunu düşünerek tam korunma stratejisi benimserlerken, kimi firmalar da bunun tam tersine korunmadan vazgeçen bir strateji yöntemi benimserler. Korunmadan vazgeçme yöntemi, sabit kur sisteminin geçerli olması durumunda veya ayarlanabilir kur sisteminde yaygın olarak benimsenen bir stratejidir.

Dış ticaret ilişkisinde bulunan firmalar açısından kurlardaki değişmelerin doğurduğu riskler bazen çok büyük olabilmektedir. Sanayileşmiş ülkelerde faiz ağırlıklı risk yönetim tekniklerinin daha çok uygulanmasına rağmen, Türkiye gibi yüksek enflasyonun yaşandığı, döviz kurlarına devlet müdahalelerinin olduğu ülkelerde kur riskine karşı korunma yöntemlerinin daha çok kullanılması gerekmektedir. Çünkü gelişmekte olan ülkelerde, genellikle ithalat ihracatı aştığından yabancı para cinsinden borç yükü artmaktadır. Döviz

¹⁹⁴ Parlakkaya, a.g.e., s. 95.

fiyatları piyasa koşulları yerine Merkez Bankalarının müdahaleleriyle belirlendiğinde hükümetlerin alacakları devalüasyon kararı, döviz cinsinden borçları bulunan firmaları ciddi risklerle karşı karşıya getirebilir. Örneğin, 5 Nisan 1994 tarihinde yapılan devalüasyon, ülkemizdeki bazı işletmeler açısından ciddi riskler doğurmuştur. Hatta bazı firmaların iflasına neden olmuştur¹⁹⁵.

Sonuç olarak, döviz kurunda, faizlerde, mal fiyatlarında beklenmedik değişikliklere karşı firmaların hazırlıklı bulunması, önlemler alması gerekmektedir. İyi üretim tekniklerinin, teknolojinin, ucuz işgücünün, devlet teşviklerinin veya güçlü pazarlama ekibinin olmasının sağladığı avantajlar; hızlı değişimlerin yaşandığı, küreselleşme eğilimlerinin hız kazandığı yeni dünya düzeninde işletmeler için yeterli olamamaktadır. Bu nedenle finansal risk yönetiminin önemi anlaşılmakta ve buna ilişkin teknikler kullanılmaktadır¹⁹⁶ ve bunun için firmalar, firma içi ve firma dışı birçok korunma teknikleri uygulamaktadır. Bir sonraki bölümde bu teknikler hakkında ayrıntılı bilgi verilmektedir.

¹⁹⁵ Sayılğan, G., "Finansal Risk Yönetimi", **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, Sayı: 1, Cilt: 50, 1995, s. 327.

¹⁹⁶ Sayılğan, a.g.m., s. 328.

İKİNCİ BÖLÜM

DÖVİZ KURU ETKİLERİNDEN KORUNMA YÖNTEMLERİ

Döviz kuru etkilerinden korunmak, özellikle uluslararası işlem yapan firmalar açısından giderek daha önemli bir hale gelmiştir. Hem dünyada yaşanan hızlı gelişmeler, hem de coğrafi çeşitlilikler sayesinde ekonomideki gelişmeler, çok uluslu firmaların, döviz kurlarındaki beklenmedik, sık ve hızlı değişimler karşısında hedging (riskten korunma) yapmasını gerekli kılmıştır ve hedging artan bir ivme kazanmıştır¹⁹⁷.

Döviz kuru riski yönetiminin temel amacı, kar elde etmek değil, riski minimize etmektir. Bu sayede firmalar, açık döviz pozisyonlarını kapatarak kendilerini koruma altına almak ve potansiyel kayıplarını azaltmak isterler¹⁹⁸. Kur dalgalanmalarının yoğun olarak yaşandığı bir ortamda döviz kuru risklerine karşı korunma önemli ve gereklidir.

2.1. DÖVİZ KURU ETKİLERİNDEN KORUNMA

2.1.1. Korunma Kavramı

Hedging, döviz kurlarındaki değişimlerden kaynaklanan, işletmelerin aktif ve pasiflerinin değerinde meydana gelecek olumsuz değişimleri önlemek ve belirsizlikleri azaltmak amacıyla uygulanan bir işlemdir. Kur değişimiyle oluşan zararların ters yönde ikinci bir işlemle kapatılmasıdır şeklinde de ifade edilebilir¹⁹⁹. Hedging işlemlerini yapanlara “risk sıfırlayıcıları” ya da “hedgers” denilmektedir. Döviz hedgerları açık döviz pozisyonlarını kapatarak koruma altına almakta ve potansiyel kayıpları sınırlandırmaktadırlar²⁰⁰.

Hedging, döviz işlemleri yapanların döviz riskinden korunmak amacıyla kullandıkları bir *borsa tekniğidir*. Günümüzde anında teslim döviz piyasalarında kurlar devamlı olarak değişmektedir. Bunun sonucunda gelecekte döviz ile ödemede bulunacak firmalar, kur değişmesinden dolayı fazla ödeme yapabilir veya daha az bir döviz geliri elde edebilirler. Döviz spekülasyonu yapanların dışında herkes, ödemenin yapılacağı tarihteki döviz kuru üzerinden işlem yapmayı arzu eder. Böylece mümkün olduğu kadar döviz kuru dalgalanmalarından kendilerini korumak isterler. Hedging’te riskten doğan zararların

¹⁹⁷ Swanson, P. E. ve Caples, S. C., "Hedging Foreign Exchange Risk Using Forward Foreign Exchange Markets: An Extension", **Journal of International Business Studies**, Vol: 18, No: 1, 1987, s. 75.

¹⁹⁸ Ceylan, a.g.e., s. 376.

¹⁹⁹ Parlakkaya, a.g.e., s. 96.

²⁰⁰ Ceylan, A., **Finansal Teknikler**, Ekin Kitabevi, Bursa, 2003, s. 376.

karşılanabilmesi için, dövizin gelecekteki kuru üzerinden alınıp satılacağı konusunda bir anlaşma yapılmalıdır²⁰¹.

2.1.2. Korunma Politikası

Firmalar hedging ile, gelecekte döviz kurları, faiz oranları, hisse senedi ve ticari ürün fiyatlarındaki beklenmedik hareketlerden kaynaklanacak zararlardan korunmayı amaçlarlar. Riskin ne kadarının hedge edileceği firmaların hedging politikalarına bağlı olacaktır²⁰². Hedging işleminin uygulanması riskin miktarına, firmanın risk alma anlayışına ve gelecekteki fiyat beklentilerine bağlı olduğundan, hedging politikası da ya bütün riskler için hedging ya da bazı riskler için hedging olmak üzere iki şekilde gerçekleşecektir.

2.1.3. Korunma Oranı

Bir hedging işlemi yapmak için sadece hangi sözleşmenin kullanılacağını bilmek yetmez. Aynı zamanda kaç tane sözleşme alınacağını ya da satılacağını da belirlemek gerekmektedir. Alınacak ya da satılacak sözleşme sayısı hedge edilecek portföyün getirilerinin volatilitesine ve sözleşmelerin getiri volatilitesine bağlıdır²⁰³. Hedge büyüklüğü, bir birim spot pozisyonu hedge etmek için gerekli olacak hedging ürünü sayısıdır. Bu sayıya hedging oranı denir ve aşağıdaki şekilde hesaplanır.

$$\text{Hedge Oranı} = Q(f) / Q(c)$$

Burada;

Q(f): Vadeli piyasada alınan pozisyon miktarını

Q(c): Spot piyasada alınan pozisyon miktarını ifade etmektedir.

2.1.4. Korunma Maliyeti

Hedging'in bir anlamı risk transferi olduğuna göre bu riski yönetmenin bir bedeli olacağı açıktır. Riski yönetmek için riski üstlenmeye hazır birilerinin olması gerekir ki bu kişiler genel olarak spekülörlerdir. Spekülörler de üstlendikleri bu risk karşılığında belli bir risk primi talep ederler. Risk yönetimini işletme adına bir banka yapıyorsa işlem

²⁰¹ Karluk, a.g.e., s. 349.

²⁰² Parlakkaya, a.g.e., s. 97.

²⁰³ Sevil, a.g.e., s. 30.

karşılığında alım-satım farkı ve komisyon gibi ödemelerde bulunacaktır. Bu tür işlem giderler hedge ürününün maliyetini oluşturmaktadır. O nedenle hedge ürünü seçimi yapılırken maliyeti en düşük olan ürün tercih edilir²⁰⁴.

2.2. DÖVİZ KURU ETKİLERİNDEN KORUNMA YÖNTEMLERİ

Döviz kuru etkilerinden korunma, firma içi ve firma dışı yöntemler olmak üzere iki farklı şekilde gerçekleştirilir. Firma içi yöntemlerle hedging, firmanın kendi bünyesindeki kaynaklardan yararlanılarak kur riskini azaltmasını içermektedir. Firma dışı hedging yöntemlerinde ise, firmanın bir dış kurumdan hizmet alması söz konusudur.

2.2.1. FİRMA İÇİ KORUNMA YÖNTEMLERİ

Firmalar vadeli işlem piyasaları dışında kendi içlerinde birtakım korunma stratejileri uygulamaktadırlar. Bunlar; eşleştirme, çakıştırma, nakit akış zamanlaması, para piyasaları yoluyla korunma, döviz sepetleri, kaynak yönetimi, ulusal para ile faturalandırma, yeniden faturalandırma merkezleri ve pazarlama ve üretim yönetimi teknikleri ile korunma teknikleridir.

2.2.1.1. Eşleştirme (Offsetting)

Büyüklüğü ne olursa olsun bir firmanın maruz kaldığı kur riskine karşı kullandığı en önemli yöntemlerden biri, aynı para cinsinden borçları ile alacaklarını dengeye getirmektir. Eşleştirme birbirleri ile ticari ilişkileri olan bağlı işletmeler arasında yapılan basit bir korunma tekniğidir. Bu yöntemde işletme, gelir ve giderleri arasında uyum sağlayarak gelir-alacak ve gider-borç dengesini korumaya çalışmaktadır²⁰⁵.

Eşleştirme, risk taşıyan para ile ilişkili olarak aynı zamanda ve miktarda bir zıt akım oluşturularak yapılan yöntem olarak da tanımlanabilir²⁰⁶. Örneğin, dolar cinsinden ihracat yapan bir işletme, hammaddelerini yurt dışından dolar cinsinden ithal etmektedir. Bu durumda işletme vadeli yapmış olduğu satışa karşılık aynı vade ve tutarda hammadde alarak eşleştirme yapabilmekte ve döviz riskinden korunmuş olmaktadır.

²⁰⁴ Erdoğan, a.g.e., s. 134.

²⁰⁵ Buckley, a.g.e., s. 211.

²⁰⁶ Parasız ve Yıldırım, a.g.e., s. 352.

Eşleştirme işlemi iki bağlı işletme arasında olabileceği gibi, merkezi bir sistemle bütün bağlı işletmeler arasında da gerçekleştirilebilmektedir. Bağlı işletmeler, işletme borçlarını her dönem sonunda borcun hangi döviz cinsinden olduğunu belirterek ana merkeze bildirir. Bunun sonunda ana merkez, en uygun netleştirme düzenlemesini yapar ve bağlı işletmelere talimat verir. Bağlı işletmelerin her biri farklı paralar üzerinden alacaklı ve borçlu olabileceğinden, ana merkez nakit yönetimi çerçevesinde, birinin alacağı ile diğerinin borcu eşleştirir. Eğer, alacaklarla borçlar tam olarak birbirini karşılıyorsa, ayrıca bir riskten korunma işlemine gerek kalmayacaktır ve bunun sonucunda işlem giderlerinden de tümüyle tasarruf sağlanacaktır. Eğer eşleştirme sonucunda bir bakiye kalmışsa, bağlı işletmeler arasında sadece o bakiye için hedging işlemi yapılacaktır. Böylece, giderlerde yine bir düşüş elde edilecektir²⁰⁷. Kısaca firmalar arasındaki gereksiz işlemler elenerek, korunma maliyetleri ile transfer maliyetlerinin düşürülmesi sağlanır.

Eşleştirme üç farklı şekilde yapılabilir²⁰⁸:

- Firma bir yabancı para üzerindeki uzun pozisyonunu (long position), aynı para üzerindeki kısa pozisyonla (short position) dengeleyebilir.

- Birbiriyle pozitif ilişkili iki para birimi söz konusu olduğu zaman (iki ayrı yabancı para biriminin kur değişimleri aynı yönde ve ölçüde oluyorsa, firma bir para birimindeki uzun pozisyonunu diğer para birimindeki kısa pozisyonla kapatarak dengeleyebilir.

- Birbiri ile negatif ilişkili iki para birimi söz konusu ise (iki yabancı paranın kurları birbiriyle aynı ölçüde fakat ters yönde değişme gösteriyorsa), bir para birimindeki uzun pozisyonu diğer para birimindeki uzun pozisyonla veya bir para birimindeki kısa pozisyonu diğer para birimindeki kısa pozisyonla kapatarak dengeleyebilir.

Eşleştirme, döviz kuru riskinin potansiyel tesirini azaltmak için yapılır. Bunun için bir kayba bağlanmış bir para, kazançla dengelenecektir. Fakat bu durum çifte risk de oluşturabilir. Eğer bağlanacak para yanlış seçilmişse, çifte kayıp meydana gelebilir. Eşleştirme de özellikle Avrupa para sisteminde olduğu gibi iki para aynı kurumsal düzenlemeyle birbirine bağlanmışsa daha etkin olarak kullanılabilir²⁰⁹.

²⁰⁷ Özdemir, a.g.e. , s. 32.

²⁰⁸ Doğanlı, a.g.e. , s. 171.

²⁰⁹ Parasız ve Yıldırım, a.g.e., s. 353.

Bir paradan aynı miktar ve zamanda hem nakit girişi hem de nakit çıkışı oluşturmak kolay değildir. Bu bakımdan eşleştirme yöntemi, işlemlerini sınırlı sayıda para birimi ile yapan işletmeler için daha çok uygun olmaktadır. Çünkü, çok sayıda para birimi ile işlem yapan firmaların belli bir para cinsi üzerinden aynı miktar ve zamanda ters yönlü akım oluşturması oldukça zor olmaktadır.

2.2.1.2. Çakıştırma (Matching)

Çakıştırma, bir işletmenin aynı veya paralel dövizden, aynı miktar ve aynı zamanda ters bir nakit akımı oluşturmasıdır. Bir başka ifadeyle, firmaların kur riskine karşı alacak ve borçlarının zaman ve miktara göre ayarlanmasıdır²¹⁰.

Firmaların yabancı para cinsinden nakit akımları aynı zamanda ve aynı para ile yapılacak nakit ödemeleri ile çakıştırılabilir. Bu durumda döviz kuru riski çakıştırılmış miktar kadar elimine edilir. Örneğin, bir A firması, gelecek Temmuz ayında vadesi gelecek 30.000 \$ alacağı ve 160.000 \$ borca sahiptir. A firması döviz kuru riskini alacak ve borcunu çakıştırmak suretiyle 140 000 \$'a indirebilir. Eğer sonraki aylarda da dolar cinsinden borcu varsa kalan 140.000 \$'ı hedging için kullanabilir²¹¹.

Çakıştırma yöntemi, paralel yabancı para birimi üzerinden aynı vadede ve tutarda tam karşıt nakit akışı oluşturmayı amaçlamaktadır. İşletmeler döviz kurlarındaki belirsizlikleri ortadan kaldırmak için borç alarak veya varsa nakit mevcutlarını yabancı paraya çevirerek, eşanlı olarak gerekli zıt nakit akışını yaratabilirler. Böylece suni bir çakıştırma işlemi yapılmış olur²¹².

İleri tarihte tahsil edilecek bir döviz geliri için, çakıştırma işlemi borç alarak yapılır. Firma gelecekte tahsil edeceği bu döviz gelirinde, döviz değerinde bir düşüş söz konusuysa düşüş riskini hedge edecek ve bu döviz cinsinden borç alacaktır²¹³. Bu işlemin şekli aşağıda yer almaktadır.

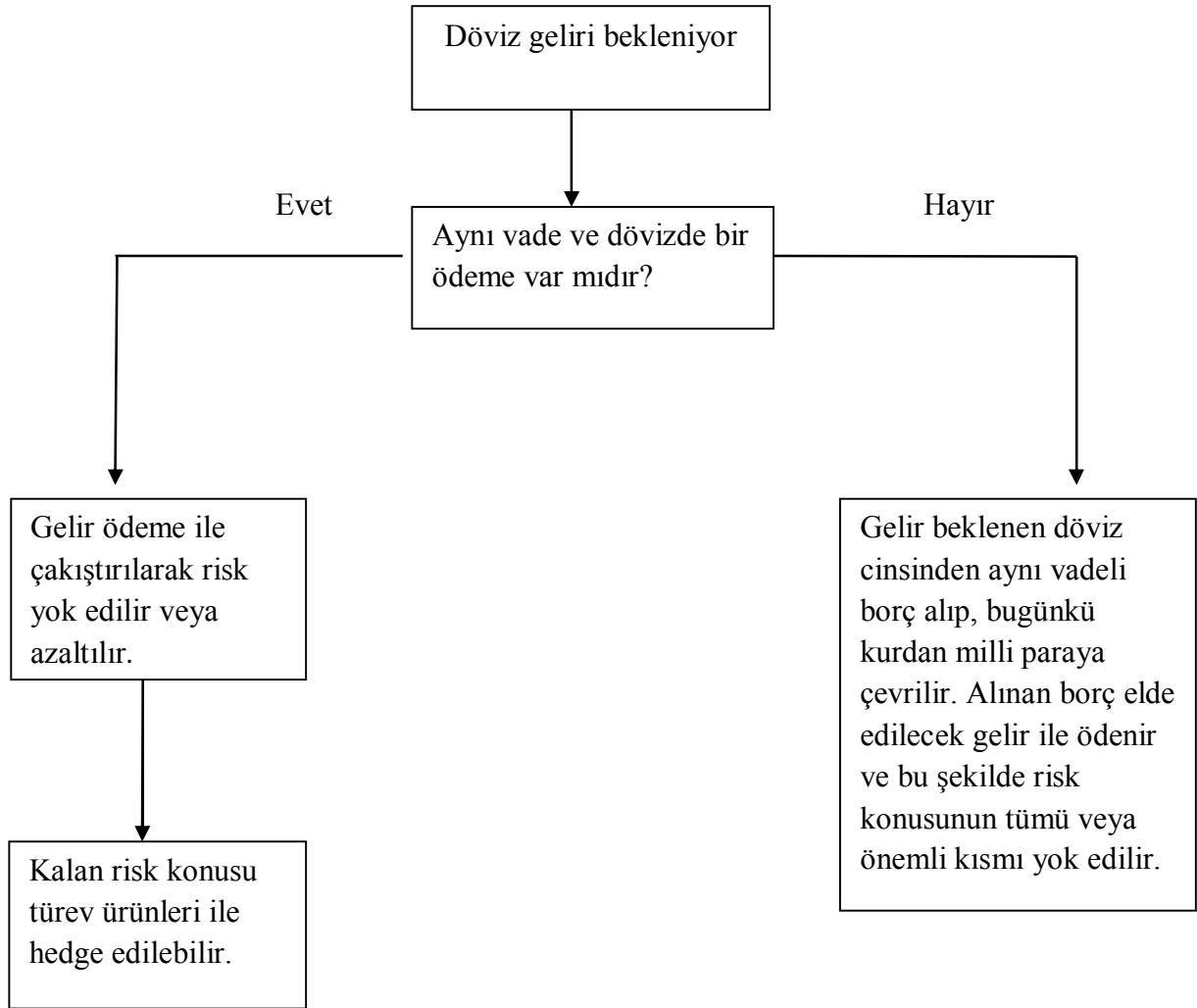
²¹⁰ Parasız ve Yıldırım, a.g.e., s. 352.

²¹¹ Parlakkaya, a.g.e., s. 101.

²¹² Zambak, a.g.e., s. 36.

²¹³ Parlakkaya, a.g.e., s. 101.

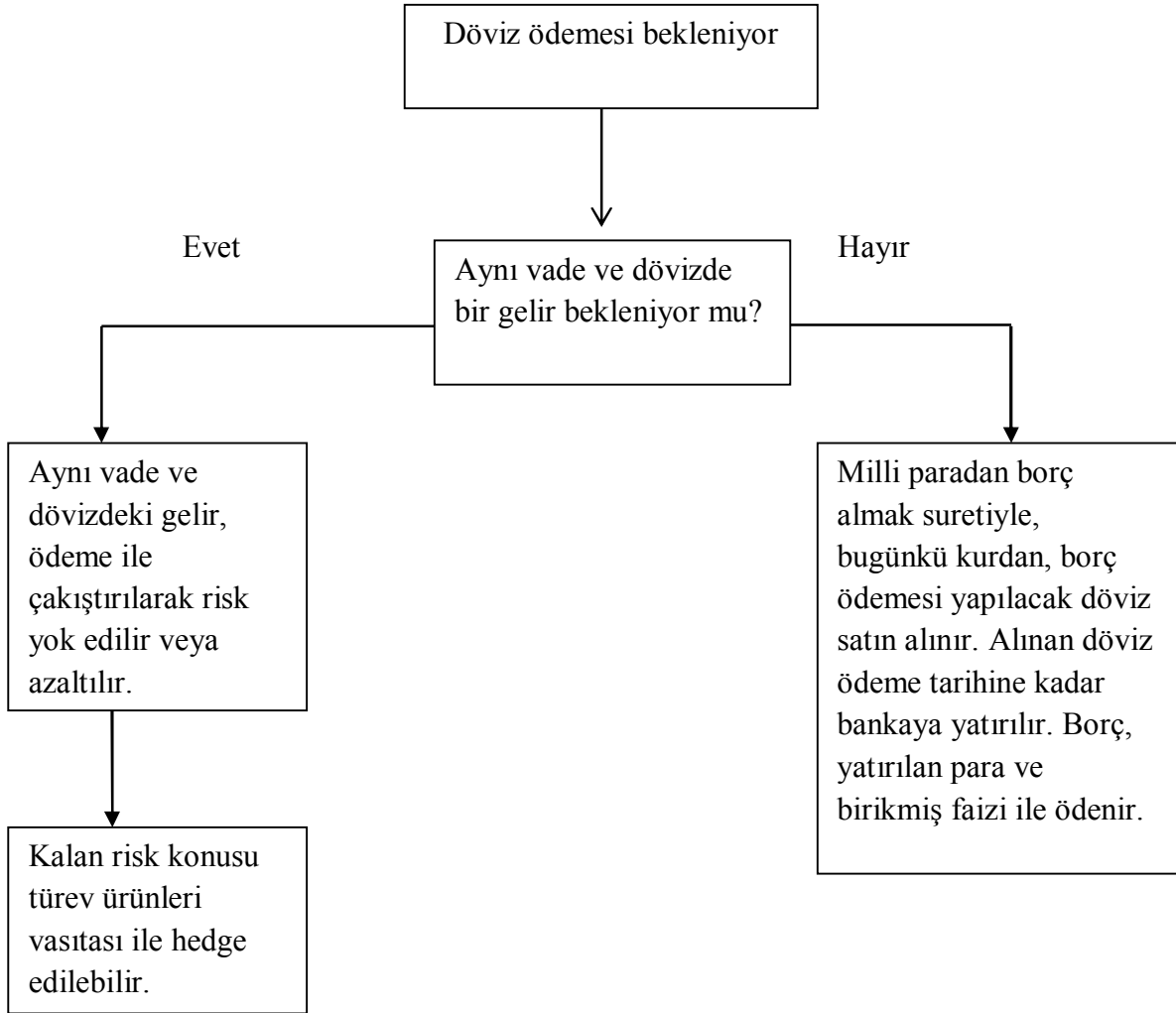
Şekil 2.1.: Döviz Geliri Çakıştırma Hedgingi



Kaynak : Parlakkaya, a.g.e., s. 101.

Aynı döviz cinsinden geliri aşan borç alınması durumunda da risk yok edilebilir. Borçlu firma milli parada borçlanıp döviz alır ve döviz ödemeye tarihine kadar bankaya yatırır ve vade gelince yatırılan para ve biriken faizi ile ödemeyi yapar. Bu işlemin şekli de aşağıdaki gibidir.

Şekil 2.2.: Döviz Ödemesi Çakıştırma Hedgingi



Kaynak: Parlakkaya, a.g.e., s. 102.

Çakıştırma yöntemi, kolay bir yöntem olmasına rağmen bazı güçlükleri de bulunmaktadır. Bir döviz üzerinden aynı miktar ve zamanda hem nakit girişi hem de nakit çıkışı oluşturmak kolay değildir. Aynı şekilde firmanın alacak ve borçları farklı döviz cinsinden de olabilir veya vadeleri uyuşmayabilir. Bu nedenlerden dolayı gelir ve ödemelerin çakıştırılması tekniğinin başarılı bir şekilde uygulanabilmesi için, işletmelerin satın alma ve satış bölümlerinin, finans bölümü ile işbirliği yapması ve bilgilerin tam ve doğru olarak zamanında finans bölümüne bildirilmesi gerekmektedir. Yine kontrol sağlanamazsa, türev ürünleri ile hedging yöntemlerine başvurulur²¹⁴.

²¹⁴ Özdemir, a.g.e., s. 36; Parlakkaya, a.g.e., s. 102.

2.2.1.3. Nakit Akış Zamanlaması (Leading ve Lagging)

Nakit akış zamanlaması, borçların ve alacakların ödemelerini, döviz kurları üzerindeki tahminlere dayanarak hızlandırma (leading) veya geciktirme (lagging) ilkesine dayanan bir korunma yöntemidir²¹⁵. Hızlandırma kararlaştırılan tarihten daha önce ödeme anlamına gelirken, geciktirme ise kararlaştırılan tarihin ötesinde ödemeyi geciktirmektir. Nakit akış zamanlaması, para biriminin değer kaybetmesi ve kazanması durumunda firmaların kur yönetimlerini kendi avantajlarına çevirebilmeleri için geliştirilen bir yöntemdir²¹⁶.

İşletmelerin faaliyetleri sonucunda farklı para birimleriyle gelirleri, giderleri, borçları ve alacakları vardır. Bunların bir kısmı sağlam dövizlere (hard currency), bir kısmı ise zayıf dövizlere (soft currency) bağlıdır²¹⁷. İşletmeler kurlardaki değişimlerden etkilenmemek için kurları tahmin ederek, gelecekteki dövizin sağlam ya da zayıf olacağı hususunda iki durumla karşılaşabilirler:

- *Döviz kurlarının yükselmesi beklentisi:* Bu durumda işletmenin borcu varsa, borçlarını vadesinden önce yerine getirmeye çalışacak, hızlandıracaktır. Alacağı var ise, alacaklarını değerinin kaybetme riski olmadığı için geciktirecektir.

- *Döviz kurlarının düşmesi beklentisi:* Bu durumda işletmenin borcu varsa, borçlarını geciktirecektir. Alacağı var ise, alacaklarını vadesinden önce tahsil etmek isteyecek, hızlandıracaktır²¹⁸.

Örneğin, Türkiye'deki bir firmanın dolar cinsinden borcu söz konusu ise ve doların Türk Lirası karşısında değer kazanması bekleniyorsa, bu durumda firma hızlandırma stratejisini uygulayıp, borcu hemen ödemek suretiyle kendini vadede daha fazla Türk Lirası ödeme riskine karşı korumuş olacaktır.

Nakit akış zamanlaması yönteminin uygulanabilirliği sınırlıdır. Çünkü bir işletmenin zaman tercihi diğerinin aleyhine olabilir. Örneğin, doların euro karşısında değer yitirmesinin beklenmesi durumunda Alman işletmesi, dolar bazında alacaklarını hızlandırmak ister. Çünkü işletmenin dolar cinsinden alacakları ne kadar gecikirse, eline o kadar az miktarda dolar

²¹⁵ Arslan, a.g.m., s.117 ve Erdoğan, a.g.e., s. 137.

²¹⁶ Buckley, a.g.e., s. 215.

²¹⁷ Seyidoğlu, a.g.e., s. 196.

²¹⁸ Yıldırım, M., **İhracat Yapan İşletmelerde Kur Riski Yönetimi ve Denizli Bölgesinde Değişik Ölçekli Firmalarda Uygulama**, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, Isparta, 2003, s. 74.

karşılığı euro geçecektir. Diğer yandan borçlu taraf dolarları zamanından önce ödemek istemeyecektir. Borçlu tarafın dolar olarak borcunu zamanından önce işletmeye ödemesi, ancak alacaklı tarafın borçlu tarafa faiz iskontosu yapması ile mümkün olacaktır. Sonuçta, alacağın erken tahsil edilmesinin getireceği kazanç, faiz iskontosu ile dengelenecektir²¹⁹. Bu bakımdan ödemelerin öne alınması veya geciktirilmesi yoluyla kur etkisini dengeleme olanakları oldukça sınırlıdır.

Aynı zamanda ödemeleri hızlandırma ve geciktirme kararları alınırken, kurlardaki değişimlerin tahmin edilmesinin yanı sıra faiz oranları ile ilişkisinin açıklanmasına da ihtiyaç duyulur. Yine bu kararlar alınırken üçüncü bir ölçü vardır ki; o da farklı ülkelerdeki faizler üzerindeki vergi oranlarının etkisidir. Bu yüzden de, geciktirme ve hızlandırma kararları alınırken faiz oranlarından sonra verginin nakit akımlarının üzerindeki etkisinin bilinmesi gerekir²²⁰.

2.2.1.4. Para Piyasaları Yoluyla Korunma (Money Market Hedge)

Para piyasaları yoluyla hedging, firmanın değer kazanması beklenen döviz ya da dövizleri spot piyasadan satın alması ve kısa vadeli bir döviz hesabına, borcun ödeme vadesine kadar yatırması esasına dayanmaktadır²²¹. Başka bir deyişle firma, para piyasalarını kullanarak aktif ve pasiflerindeki açık pozisyonlarını döviz kuru riskine karşı korur ve bu açık pozisyonları para piyasaları yoluyla dengeler, riskini sıfırlanmaya veya azaltmaya çalışır.

Örneğin, üç ay vadeli ve ABD Doları bazında ithalat işlemi gerçekleştiren bir Türk dış ticaret firması ele alınsın. Söz konusu firmanın finans yetkilisinin üç ay sonrasında Dolar kurunda bir artış olacağını öngördüğü varsayılınsın. Burada ithalatçı firmanın ithalat ödemesini yapmaya yetecek ölçüde Türk Lirası'na sahip olmadığını ve bir bankadan Türk Lirası bazında kredi kullanması gerektiği düşünölsün. Cari döviz pozisyonu eksi olan bu firma, kur riskine maruz kalmamak için kullandığı bu TL kredisini aynı tarihte spot kurdan Dolara çevirip, bunu bir bankaya üç aylık döviz tevdiat hesabına yatırır. Böylece artık firma gelecekteki muhtemel döviz kuru dalgalanmalarından endişe duymaz. Çünkü üç ay sonra döviz bazındaki mevduatını bankadan çekerek ithalat borcunu ödeyebilecektir. Ayrıca ithal edilen malları satıp buradan elde ettiği gelire de bankadan almış olduğu Türk Lirası kredisini kapatabilecektir. Bu yöntemle ithalatçı firma kullandığı Türk Lirası kredisinin faizi nispetinde bir maliyete

²¹⁹ Seyidoğlu, a.g.e., s. 197.

²²⁰ Buckley, a.g.e., s. 215.

²²¹ Demirag ve Goddard, a.g.e., s. 139.

katlanmakla birlikte, vadeli dolar tevdiatından da bir faiz geliri elde etmekte ve nihayetinde kur riskini de bertaraf etmiş olmaktadır²²².

Para piyasaları yoluyla korunma, bir nevi sözleşmeye benzer. Çünkü firma bir ulusal para ile borçlanır ve elde ettiği paraları başka bir ulusal para ile değiştirir. Sözleşmeyi yerine getirmek için kullanılacak ulusal paralar işletmenin ekonomik faaliyetlerinden sağlanmış olabilir ve bu durumda para piyasalarıyla korunma işlemi güvenceli durumdadır. Fakat krediyi ödemek için kullanılacak fonların vadesi geldiği zaman, piyasadaki satın alınması durumunda ise para piyasasında güvencesiz korunma söz konusudur²²³. Bu yöntemin geçerli olabilmesi için tüm piyasaların etkin olması gerekmektedir. Fakat gerçek piyasaların etkin olmaması sonucu işletme yöneticilerinin fiyatlar hakkındaki beklentilerinin gerçekleşmemesi riski mevcuttur.

2.2.1.5. Döviz Sepetleri

Döviz kuru riski yönteminde kullanılacak bir başka korunma yöntemi, aktifleri veya pasifleri döviz sepetleri cinsinden belirlemektir. Bu noktada özel çekme hakları SDR (Special Drawing Rights) ve Avrupa Para Birimi ECU (European Currency Unit) en tanınmış döviz sepetleri arasındadır. Belirli sayıda dövizin ağırlıklı ortalaması alınarak belirlenen birleşik para birimlerini içeren sepetlerin kullanılması, riski birden fazla ürüne yayarak döviz portföyünde meydana gelecek kur riskini azaltmayı amaçlamaktadır²²⁴.

Döviz sepetlerinde *portföy yaklaşımı* fikri esastır. Portföy yaklaşımı, tüm yumurtaları bir sepete koymamak esasına dayanır. Bu kurama göre; risk birden fazla ürüne yayılır ve bu ürünlerin fiyatları birbirleri ile yüksek derecede korelasyona sahip değilse toplam fiyat riski azalır. Döviz sepetleri de birer döviz portföyü olduklarından sepetin fiyatının dalgalanması, içindeki tüm dövizlerin dalgalanmalarının bir ortalaması olacaktır. Bu açıdan sepetin dalgalanma riski, tek bir döviz kurunun dalgalanma riskinden daha az olmaktadır²²⁵.

²²² Çiftçi, F. ve Yıldız, R., "Dış Ticarete Kur Riski Yönetimi: Temsili Bir Türk Dış Ticaret Firması İçin Uygulama Örnekleri", Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, Cilt: 5, Sayı: 9, 2013, s. 97.

²²³ Eiteman, D. K., Stonehill, A. ve Moffett, M., H., **Multinational Business Finance**, Addison Wesley, 9th Edition, 2001, s. 161

²²⁴ Erdoğan, a.g.e., s. 136.

²²⁵ Nazlı, a.g.e., s.70.

2.2.1.6. Kaynak Yönetimi (Sourcing)

Kaynak yönetimi, firmaların döviz kuru etkisini azaltmak için, yabancı para birimi cinsindeki varlıklarını ve yükümlülüklerini, kendi çıkarları doğrultusunda yönetmesini ifade eder. Genellikle işlem etkisinin yönetimi ile ilgilidir ve firmalar varlıklarının ve yükümlülüklerinin değerlerini eşitlemek için bu yöntemi kullanırlar²²⁶.

Kaynak yönetiminde ithal edilecek girdiler, ihracatın yapıldığı para ile faturalandırılır ve böylece döviz gelirleri ile döviz giderleri dengelenmiş olur. Örneğin, tekstilini ihraç eden ve üretimde kullandığı pamuğu ithal eden bir Türk firması ele alınsın. Kur riskini azaltmak için firmanın pamuğu, tekstil sattığı ülkelerin paralarıyla satın alma politikası izlediği varsayılınsın. Sözelimi, pamuk gideri tekstilin yarı fiyatına eşitse, bir birim tekstil satışı durumunda, bu fiyatın yarısı kadar bir kur etkisiyle karşılaşılır. Eğer firma, tekstili çeşitli ülkelerin paraları ile satabiliyorsa, pamuk alımlarını bu paralar arasında aynı oranlarda dağıtarak riskleri bir ölçüde dengeleyebilir²²⁷.

Firma varlıklarını ve yükümlülüklerini dengelemek için şunları yapabilir²²⁸:

- Beklenen ithalat veya ihracat işlemlerindeki nakit akışlarının durumuna göre döviz olarak borçlanmalı veya yatırımda bulunmalı.
- Değer kaybına uğrayacağı tahmin edilen para birimlerine sahip olan ülkeler, daha güçlü para birimlerine sahip olan ülkelerle para transferinde bulunmalı.
- Değer kaybedeceği düşünülen para birimlerindeki borçlara sahip olan firmalar, mümkün olduğunca çabuk borçlarını toplamalı ve böyle para birimlerindeki finansal yatırımlarını azaltmalı.

Bir para cinsinden gelirler ile giderler tam olarak birbirine eşitlenirse, firma kendisini kur riskine karşı tam olarak korumuş olur. Ancak kaynak yönetiminin önemli bir sakıncalı yönü bulunmaktadır. O da girdileri en ucuz ve uygun piyasalardan sağlama ilkesine her zaman uyulmamasıdır. Örneğin, kaynak yönetimi ile korunmaya çalışan firma, bir ürününü malını ihraç ettiği piyasalardan sağlamayı amaçlar. Ancak bu ihraç ettiği piyasalar o ürün için

²²⁶ Demirag ve Goddard, a.g.e., s. 137.

²²⁷ Seyidoğlu, a.g.e., s. 208.

²²⁸ Demirag ve Goddard, a.g.e., s. 138.

en ucuz fiyatla elde edilebilecek piyasalar olmayabilir. Bu yüzden firmanın kararları önemlidir²²⁹.

2.2.1.7. Ulusal Para ile Faturalandırma

Dış ticaret firmaları satış faturalarını kendi ulusal paraları cinsinden düzenleyebilirler. Bu durumdaki firma, tamamen iç piyasaya dönük faaliyet gösteren bir yerli firmadan daha fazla riskle karşılaşmaz ve herhangi bir döviz kuru riskine maruz kalmaz²³⁰. Fakat, ulusal para ile faturalandırma her zaman mümkün olmayabilir. Faturalandırmanın hangi para ile yapılacağını genellikle ticari hayattaki gelenek ve uygulamalar belirler. Firma, sahip olduğu pazarlık gücünü kullanarak bu konuda belirli ölçüde başarılı olabilir.

Örneğin, ihracatçı faturayı kendi para birimi ile düzenletsin ve bunun yaparak işlem riskini gidermiş olduğu düşünölsün. Ancak diğer yandan, satış hacmi de kurdaki değışmelerden etkilenir. Yabancı para ulusal para karşısında değer kazanmışsa yerli mallar yabancılara göre pahalılaşacağından ihracat hacmi düşer. Bu bakımdan ulusal para üzerinden faturalandırma, işlem riskini önlese de, işletme riskini önleyemez.

Bir başka önemli husus ise ulusal para ile faturalandırmada, bir taraf kur riskine karşı korunurken, karşı tarafı riske maruz kalır. Örneğin, Türkiye'deki ihracatçı firma, Fransa'daki ithalatçı bir firma ile satış bedelinin Türk Lirası ile yapılması konusunda anlaşmışsa, Türk firması Frank'ın değerindeki bir düşüşe karşı kendini korumuş olurken, Fransız firması bu riski üstlenir. Dolayısıyla Fransız firması söz konusu riski üstlenme konusunda isteksiz davranabilir. Bu sorunu çözenin bir yolu, riskin iki taraf arasında dağıtılması, ödemenin kısmen Türk Lirası, kısmen de Frank ile yapılmasıdır. Böylece, her iki tarafında kaybı sadece satış bedelinin dövizle belirlenen kısmıyla sınırlı kalır²³¹.

²²⁹ Seyidoğlu, a.g.e., s. 209.

²³⁰ Doğukanlı, a.g.e., s. 173.

²³¹ Seyidoğlu, a.g.e., s. 197-198.

2.2.1.8. Yeniden Faturalandırma Merkezleri

Yeniden faturalandırma merkezleri, bazı ihracatçı ve çok uluslu şirketlerin yurt dışındaki belirli yöresel pazarlarda kurdukları merkezlerdir²³². Bu merkezler, malları ana şirketten kendileri satın alıyormuş gibi gözükmekle, söz konusu malları yerel ülkenin para birimiyle fatura edip, yerel alıcılara satar. Tüm satışların yöreye yönelik olarak bir merkezde toplanması, kur riskinin yönetimini de kolaylaştırır²³³.

Örneğin, Amerikan çok uluslu bir işletme, satışlarını yönetmek için Orta Doğu'da bir merkez kurmuştur. Bu bölgeye yapacağı satışları, kayıtlarında dolarla o merkeze satmış gösterir. Merkez de maliyet fiyatına, hizmetlerin karşılığı olan bir marj ekleyerek, bölgedeki dağıtıcılara kendi ulusal paraları cinsinden satış yapar. Böylece ana şirket malların mülkiyetini merkeze devretmiş olur. Bu yöntem ile firmanın her bölgede yapmış olduğu ticari faaliyetlerden kaynaklanan borç ve alacaklarından doğan kur riskini, o bölgedeki merkez yönetmektedir. Ana şirket ise bu faaliyetlerle ilgili kur riski yönetimi yapmamakta, sadece bunların dışında kalan kur yönetimi ile ilgilenmektedir²³⁴.

Yeniden faturalandırma merkezlerinin üç temel faydası vardır²³⁵:

- Bu merkezlerin oluşması ile satışlar tek bir yerde toplandığı için, tüm yabancı işlem risklerinin yönetiminin daha kolay olması sağlanır. Yeniden faturalandırma merkezinin personeli, bankalar ile olan ilişkilerinde daha büyük işlemlere sahip olmalarının sağladığı avantajlardan yararlanarak, daha çok rekabet gücüne sahiptir ve bu bakımdan her an, en iyi ve etkili korunma tekniklerinin seçimi konusunda özel bir uzmanlık geliştirebilirler.

- Bu merkezler, yabancı statüsünde olduğundan vergi avantajlarından yararlanır ve firmanın yöredeki döviz ve para piyasalarına kolayca ulaşmasını sağlarlar.

- Bu merkezler, ödemelerin hızlandırmasını ve geciktirmesini içeren nakit akımlarını yönetebilir, tüm bunları o yörenin yerel para birimleri ile yapabilirler.

²³² Doğukanlı, a.g.e., s. 173.

²³³ Belkaoui, a.g.e., s. 86.

²³⁴ Seyidoğlu, a.g.e., s. 199.

²³⁵ Eiteman, v.d., a.g.e., s. 220.

2.2.1.9. Pazarlama ve Üretim Yönetimi Teknikleri Kullanarak Korunma Teknikleri

Döviz kuru riskinden korunmak amacıyla firmalar, pazarlama ve üretim tekniklerine ilişkin birtakım stratejiler izleyerek, ülkenin dış rekabetçi gücünün yükseltilmesi bakımından önemli fırsatlar yakalayabilir. Örneğin, Amerikan şirketi olan General Motors değişik ülkelerde üretim ve pazarlama faaliyetlerinde bulunmaktadır. İhracat yaptığı ülkelerde pazar payını koruyabilmek için diğer ülkelere ihracat yaparken, ürün sevkiyatını parası değer kaybeden ülkelerdeki üretim birimlerinden gerçekleştirmektedir ve bu stratejiler sayesinde olası kur dalgalanmalarına karşı önlemler almaktadır.

Dış pazara giriş ve dış pazardaki üretim faaliyetleri, firmanın pazarlama karmaşıklığı üzerindeki kontrolünü, girilen pazara olan bağlılığını, alacağı riskleri ve kazançları etkileyeceği için önemlidir. Dolayısıyla dış pazarlara giriş şekillerinin firmanın stratejik amaçları ile uyum içerisinde olması gerekmektedir. Aynı zamanda pazarlama ve üretim stratejileri planlanırken, her hedef pazarın ve her ürünün de kendine has özellikleri olduğu unutulmamalı ve bir pazar veya ürün için çok uygun olan bir dış pazara giriş alternatifinin diğer bir pazar için geçerli olmayabileceği göz önünde bulundurulmalıdır²³⁶. İşletmeler için uygun üretim ve pazarlama stratejileri şunlardır:

Piyasa Seçimi: İhracatçılar için önemli bir seçim olan piyasa seçimi, hangi piyasalara yönelmesi gerektiğini ve hangi piyasaların destekleneceği konusunda bilgi sağlar. Örneğin, 1980'lerin başında doların güçlü olması, Amerikan firmalarının rekabet güçlerini azaltarak, bu ülke iç piyasasını rakip yabancı ihracatçılar açısından karlı bir duruma getirmiştir. Doların güçlenmesi, üçüncü ülke piyasalarında da Amerikan firmalarının Japon ve Avrupa Birliği ülkeleri gibi ihracatçıların karşısında pazar kaybına uğramalarına neden olmuştur²³⁷. Dolayısıyla doların değer kazanması diğer ülkelerin mallarını daha ucuz hale getireceği için, ihracatçı firmaların Amerikan piyasasına yönelmesi onlara avantaj kazandırarak önemli fırsatlar doğurabilmektedir.

Fiyatlandırma Stratejisi: Ülkeler arası para birimi farklılıkları ihracatçı açısından önemli bir karmaşıklık yaratır. Öncelikle ihraç fiyatının hangi döviz kuru ile belirleneceği bilinmelidir. Çoğunlukla ithalatçının para birimi benimsenirken, gelişmiş ülke ihracatçıları

²³⁶ İter, B. ve Deveci, A., **Uluslar Arası Pazarlama**, Anadolu Üniversitesi Yayını No: 2921, s. 73.

²³⁷ Shapiro, a.g.e., s. 409.

fiyatlandırmada ağırlıklı olarak kendi para birimini tercih etmektedir. Bu bakımdan uluslar arası işlemlerde kur değişimleri, hem ithalatçıları hem de ihracatçıları için kur riski oluşturmaktadır²³⁸.

Fiyatlandırmada ithalatçı para biriminin kullanıldığı bir örnekte döviz kuru, ithalatçı ve ihracatçı açısından aşağıdaki tabloda incelenmiştir. Örnek olayın basitleştirilmesi amacıyla para birimi ₺ ve \$ olarak alınmış, ithalatçının Amerikan firması ihracatçının ise Türk firması olduğu varsayılmıştır. Enflasyon göz önüne alınmamıştır²³⁹.

Tablo 2.1.: Fiyatlandırmada Döviz Kuru Etkisi

	Türk İhracatçı	Amerikalı İthalatçı
Türk Lirasının Dolar Karşısında Değer Kaybı	-Gelir Artışı	-Fiyatların Yeni Kura Göre Görelî Yükselmesi -Rakiplerin Daha Düşük Fiyatta İthalat Yapma Olasılığı
Türk Lirasının Dolar Karşısında Değer Kazanması	-Getirinin Azalması -Rekabet (İthalatçı Ülke Üreticileri Karşısında)	-Fiyatta Görelî Düşüş. -Rakiple Göre Fiyat Avantajı (İhracatçının Ülkesinden İthalat Yapanlara Göre)

Kaynak: Melal, a.g.e., s. 39.

Kur değişimleri karşısında fiyat stratejisi oluştururken iki önemli nokta vardır. Firmalar pazar payına mı önem vermeli yoksa kar marjına mı önem vermelidir, öncelikle bunun ayrımı yapılmalı ve sonra da fiyat değişmelerinin hangi sıklıkta yapılacağı konusunda karar verilmelidir²⁴⁰.

Firmaların bazıları kur değişimleri ile birlikte fiyatlarda sürekli ayarlama yaparlarken, bazıları ise müşterilerini kaçırmamak için istikrarlı fiyatların temel etken olduğu

²³⁸ Melal, O., **Dış Ticarete Döviz Kuru Riskinden Korunma Teknikleri Nurol Holding A.Ş.'de Bir Uygulama**, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Eskişehir, 2011, s. 39.

²³⁹ Melal, a.g.e., s. 39.

²⁴⁰ Shapiro, a.g.e., s. 409.

düşüncesindedirler ve bu doğrultuda hareket ederler. Örneğin, satıcıdan sağlayacakları ham madde ile makinelerini çalıştıran yabancı üreticiler, miktar ve fiyat yönünden sabit sözleşmelere büyük önem verebilirler. Bunun gibi satıcı, riskten kaçınan yabancı müşterilerini kur değişmelerine karşı korumak üzere onlara kendi paraları cinsinden belirli süreler için sabit fiyatlar önerme yoluna gidebilir²⁴¹.

Örneğin, ulusal para devalüe edildiğinde, Türk ihracat mallarının dış rekabet gücü artar. Bu durumda ihracatçı için iki seçenek doğar; Türk Lirası fiyatını arttırıp birim başına karı yükseltmek ya da fiyatı düşük tutup piyasa payını genişletmek. Bu kararın verilmesinde, reel kur değişikliklerinin uzun sürüp sürmeyeceği, ölçek ekonomileri, üretim artışının maliyet yapısı, tüketicilerin fiyata duyarlılığı ve yüksek birim karlılığının rekabet artışına yol açması gibi etkenler belirleyici olacaktır.

Ürün Stratejisi: Firmalar yeni ürünler üreterek, ürünlerde kalite farklılaşması yaparak ürün stratejilerini farklılaştırarak kur değişmelerine tepki gösterirler. Kur değişmelerine karşı korunmanın bir yolu, yeni ürün üretilmesinde zaman ayarlaması yapmaktır. Örneğin, yeni bir ürünle yabancı piyasalara girmek için en uygun zaman, ülke parasının devalüe edilmesinden sonraki zamandır. Çünkü, fiyat rekabetindeki avantajdan faydalanılır.

Kur değişmeleri, ürünlerdeki kalite farklılaşmasına gidilmesi konusundaki kararları etkiler. Örneğin, firma ulusal paranın değer kaybetmesi sonucunda ürün türlerinin farklı türlerinin sayısını arttırabilirse, hem iç hem de dış piyasalarda geniş bir tüketici kitlesine sahip olabilir. Ya da ulusal paranın değer kazanması durumunda mal türleri yeniden incelenerek, fiyatlara daha az duyarlı olan ve yüksek kaliteli mal tercih eden ve gelir düzeyleri yüksek olan tüketicilere yönelebilir²⁴².

Girdi Birleşiminin Değiştirilmesi: Ulusal paranın değerinin düşmesi durumunda hammadde alımlarının yurtiçinden, tersi durumda ise yurt dışından sağlanması ile maliyetleri en düşük seviyede tutulmaya çalışılır. Bu yöntem firmaların fiyat avantajlarını koruyabilmelerini sağlamaktadır²⁴³.

²⁴¹ Seyidoğlu, a.g.e., s. 203.

²⁴² Shapiro, a.g.e., s. 412.

²⁴³ Hayta, T., **Küçük ve Orta Boy İşletmelerde Döviz Kuru Riski Yönetimi**, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2009, s. 143.

Örneğin, 1980'lerin başında doların değerinde artış olması ile çoğu Amerikan firmaları, küresel kaynak kullanımını arttırarak tepkide bulunmuşlardır²⁴⁴. Benzer biçimde ülkemizde de ulusal paranın değerlendirildiği zamanlarda üretici firmalar, maliyetlerini düşürmek üzere yerli alımlar yapmak yerine dışarıdan edilen ürünleri kullanma yoluna gitmişlerdir.

Üretimin Tesisler Arasında Kaydırılması: Dünya çapında üretim yapan çok uluslu şirketlerin uygulayabilecekleri bir stratejidir. Örneğin, Ford ve General Motors gibi Amerikan çok uluslu şirketleri, üretim tesislerini Amerika dışında farklı ülkelere yaymışlardır. Böylece doların değeri yükselince üretim, Amerika'daki fabrikalardan bu merkezlere aktarılır. Dolardaki değer kayıplarında ise bu strateji tersine uygulanır²⁴⁵.

Kuruluş Yerini Değiştirme: Parası diğer ülkelere nazaran daha değerli olan ülkelerde, üreticilerin sadece yabancı girdi oranını artırarak yeterli oranda fiyat avantajı sağlamaları kafi gelmeyebilir. Bu durumda firmalar parası devalüe edilmiş ülkelerde yatırım yaparak daha karlı hale gelebilir²⁴⁶.

Yabancı ülke parasının değer kaybetmesi sonucunda, üretim tesislerinin üçüncü ülkelere kaydırılması bir çözüm olabilir. Fakat bunun için üretimin emek yoğunluğunu ve o ülkelerdeki ekonomik ve mali politikaları da göz önünde bulundurmak gerekir. Örneğin, dolar yine karşı değer kaybederken diğer birçok Japon firması üretim tesislerini Taiwan, Singapur, Güney Kore gibi gelişmekte olan ülkelere taşıyabilirler. Fakat tesisleri yurt dışına taşımanın maliyet avantajını ne kadar etkileyeceği konusu önemlidir. Eğer devalüasyon, o ülkedeki yüksek enflasyon koşullarının bir sonucu ise ve bu koşulların da sürmesi bekleniyorsa, maliyet avantajı kısa sürede sona erebilir²⁴⁷.

²⁴⁴ Shapiro, a.g.e., s. 414.

²⁴⁵ Seyidoğlu, a.g.e., s. 205.

²⁴⁶ Hayta, a.g.e., s. 143.

²⁴⁷ Seyidoğlu, a.g.e., s. 206.

2.2.2. FİRMA DIŞI KORUNMA TEKNİKLERİ

Firma içi etkilerden korunma teknikleri, firmaların kendi bünyelerinde aldıkları önlemleri içerdğinden, firmaların hem kendi finans yapılarındaki kısıtlılık hem de yasal engeller nedeniyle oldukça zordur. Buna karşılık dış korunma teknikleri, iç korunma tekniklerine göre döviz kuru risklerini yönetmede daha etkilidir ve daha faydalı sonuçlar verir²⁴⁸.

Firma dışı korunma teknikleri, işletme dışında olan finansal kurumların varlığını ve genellikle organize olmuş borsalarda ya da tezgahüstü piyasalarda düzenlenmiş kontratların kullanımını gerektirir. Firmalar, vadeli döviz sözleşmeleri, gelecek döviz sözleşmeleri, opsiyonlar ve döviz swapları gibi üçüncü kişilerle yapılan finans tekniklerini yaygın olarak kullanırlar. Bu korunma teknikleri, türev ürünleri olarak adlandırılır²⁴⁹.

Kur riskinden korunmak için en çok kullanılan türev araçları olan forward, futures, opsiyon ve swaplar hakkında aşağıda ayrıntılı bilgi verilmektedir.

2.2.2.1. Forward Sözleşmeleri

Forward sözleşmeleri uluslararası döviz işlemlerinde en sık karşılaşılan ve en eski yatırım ve koruma aracı olan işlemlerdir. Forward sözleşmeleri, belirli bir tutardaki dövizin, bugünden belirlenen kur üzerinden gelecekteki bir tarihte alınıp satılması esasına dayanır²⁵⁰. İki iş gününden daha uzun bir süre sonra bir paranın sabit bir kur üzerinden bir başka parayla alınıp satılması işlemine forward döviz işlemi denir. Forward döviz işlemlerinin yapılma nedenleri şunlardır:

- *Döviz pozisyonunu kapatmak*: Firmaların karşılaşacağı döviz riskini ortadan kaldırmak için forward döviz işlemi yapılır ve bu durumda forward döviz işlemi bir hedging işlemidir²⁵¹. Örneğın, bir İngiliz ithalatçının ABD'den ithal ettiği mallar için üç ay sonra 1 milyon \$ ödemek zorunda olduğunu ve spot döviz kurunda gelecekteki değişikliklere karşı kendisini korumak istediği varsayılısın. Bu durumda İngiliz ithalatçısı, bir bankadan üç ay

²⁴⁸ Froot K. A., Scharfstein D. S. ve Stein, J. C., "Risk Management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies", *The Journal of Finance*, Vol: 48, No: 5, 1993, s. 1655.

²⁴⁹ Mutlu, Ö. Y. , *Döviz Kuru Riskinde Hedging ve Türkiye Uygulamaları*, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Estitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara, 2004, s. 58.

²⁵⁰ Hughes J. E. ve Macdonald, S. B., *International Banking Text and Cases*, Addison Wesley Series in Finance, First Edition, 2002, s. 208.

²⁵¹ Parasız (2005), a.g.e., s. 680.

sonrası için kendisine 1 milyon \$ sağlamasını ister. Bankanın forward kuru $1\$=0.91$ sterlin ise, ithalatçı dolar borcunu karşılamak için 910.000 sterlin bulması gerektiğini bildiğinden kendisini forward işlemi ile kur riskine karşı korumuş olur²⁵².

- *Bir döviz pozisyonu açmak*: Firmalar değerinin yükseleceğini beklediği döviz vadedi olarak satarlar ve bu durumda vadeli döviz piyasası bir spekülasyon aletine dönüşür²⁵³. Spekülatif olması, risk üstlenerek kar etme amacına yönelik olan finansal işlemlerdir. Dövizlerdeki değer kazanma ve kaybetme eğilimlerine ve kişisel tahminlere göre yürütülür. Büyük miktarda likidite gerektirmez. Tahminler doğru çıkarsa, forward sözleşmeleri yapan spekülör hiçbir para bağlamadan kazanç sağlarlar.

Kurlarda ortaya çıkacak olan değişimler bugünden öngörülemediğinden, forward işlemlerine ihtiyaç duyulmaktadır. İşlemin büyüklüğü ve ileri teslim tarihi açısından iki tarafın ihtiyaçlarını karşılamak için forward sözleşmeleri hazırlanır²⁵⁴. Daha çok ithalatçılar, ihracatçılar, dış mali yatırımcılar ve dış kredi kullanan gelecekte döviz cinsinden ödeme yapacak veya gelir elde edecek kişiler, bu işlemlerden yararlanarak kur değişme riskinden kendilerini korumuş olurlar²⁵⁵.

Forward sözleşmelerinde işlemler, organize borsalarda yapılmaz, tezgah üstü piyasalarda yapılır. Dolayısıyla fiyat, miktar ve vade gibi unsurlar standart olmayıp, taraflar arasında karşılıklı olarak anlaşarak belirlenir²⁵⁶. Burada en önemli nokta, forward işlemler organize piyasalarda işlem görmediklerinden, vadesinden önce işlem yapılması söz konusu değildir. İşlemin gerçekleşmesi için vade gününün beklenmesi gerekmektedir. Başka bir deyişle teslim gününe kadar iki tarafta faaliyette bulunamaz ve her iki taraf da anlaşmayı iptal edemez.

Vadeli döviz sözleşmelerinde; vade, uygulanacak döviz kuru, döviz miktarı, ödeme ve teslimle ilgili yer, banka hesap numarası, isim vb. gibi bilgiler yer alır. Vadeli teslim işlemlerine uygulanan kurlara ise forward döviz kuru (forward exchange rates) denir. Bu

²⁵² Gümüseli, a.g.e., s. 38.

²⁵³ Parasız (2005), a.g.e., s. 680.

²⁵⁴ Blake, a.g.e., s. 239.

²⁵⁵ Dönmez v.d., a.g.e., s. 19.

²⁵⁶ Kaya, a.g.e., s. 10.

kurlar yabancı para birimi esas alınarak tanımlanır. Teslim için belirlenen vadeye göre bu kurlar farklılaşır. Kurlar genelde 30, 60, 90 ve 180 günlük sürelerle göre kote edilirler²⁵⁷.

Özetle, forward sözleşmelerinin özellikleri şöyledir²⁵⁸:

- Sözleşmedeki taraflardan biri, vade tarihinde sözleşme şartlarına göre teslim almakla, diğer taraf da aynı sözleşme şartlarına göre teslimi ifa etmekle yükümlüdür.

- Alıcı ile satıcı arasında doğrudan yapılan forward sözleşmesinde, ürünün muhteviyatı (emtia, döviz, altın vb.), teslim tarihi, vade fiyatı, teslim miktarı, fiyat ve benzeri bilgiler bulunur.

- Forward sözleşmelerinin devri ve takası mümkün değildir ve iptali ancak tarafların karşılıklı anlaşmaları ile mümkün olmaktadır.

- Forward işlemlerinde vade sınırı yoktur. Bir gün olabileceği gibi birden fazla yıla da uzayabilir.

- Sözleşmeye konu ürünün sözleşme şartlarına göre teslim edilmesiyle sözleşme kendiliğinden sona erer.

- Forward İşlemleri örgütsüz piyasa işlemleridir. İşlemler dünya çapında tezgah üstü olarak, günün her saatinde yapılabilir.

- Forward işlemlerini yürütmekte görevli bir takas odası bulunmamaktadır.

- Sözleşmenin vadesi sona erene kadar herhangi bir ödeme söz konusu değildir.

- Fiyatlarda günlük limitler bulunmamakta ve fiyatlar iki taraf arasında kararlaştırılmakta ve halka açıklanmamaktadır.

- Forward işlemlerinde günlük hesaplaşma yapılmaz.

- İkinci el piyasası yoktur.

²⁵⁷ Seyidoğlu (1999), a.g.e., s. 339.

²⁵⁸ Kaygusuzoğlu, M., "Finansal Türev Ürünlerden Forward Sözleşmeleri ve Muhasebe İşlemleri", **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt: 25, Sayı: 2, 2011, s. 140.

- Sözleşmenin değeri piyasa değerine göre güncelleştirilmez. Dolayısıyla vadeden önce kar ve zarar bilinmeyeceği gibi herhangi bir nakit akışı da olmaz. Kâr veya zarar vade sonunda ortaya çıkmaktadır.

Forward Sözleşmelerinin Avantajları

- En büyük avantajı belirliliktir. Alınan veya satılan döviz kurunun belirlenmesinden dolayı, belirsizliliğin ortadan kalkmasıdır. Başlıca dövizler için bir yıla kadar çok akışkan bir vadeli döviz piyasası bulunur. Bu da istenilen döviz cinsinden kurdan koruma yapmak için esneklik sağlar.

- Aynı zamanda vadesinde yerine getirildiğinden nakit akışlarının kontrol edilebilmesi ve forward kurlarının faiz oranı farklılıklarından güvenilir bir şekilde hesaplanabilmesinden dolayı avantajlara sahiptir.

- Forward sözleşmelerin başka bir avantajı ise, organize bir borsa bünyesinde gerçekleştirilmediği ve takas işlemleri herhangi bir merkezi Takas Kurumu üzerinden yapılmadığı için, borsa ve takas komisyonu gibi işlemsel maliyetler taşıyor olmasıdır. Bu nedenle, tamamen sıfır komisyon maliyeti ile çalışılması, bu piyasalarda büyük miktarda sözleşmelerin alım satımının yapılmasına ve organize piyasaların yaklaşık üç katı işlem hacmine sahip olması açısından ön plana çıkmasına neden olmaktadır²⁵⁹.

Forward Sözleşmelerinin Dezavantajları

- Anlaşma vadesinden önce satın alınan paranın döviz kurundaki düşme ile kazançların azalmasına sebep olur. Dolayısıyla forward sözleşmelerinin olumsuzluklarından birisi fırsat maliyetidir.

- Taraflardan birinin yükümlülüğünü yerine getirmemesi de bir başka dezavantajdır. Bu durum kredi riskine yol açar.

- Bir başka dezavantajı ise, bu sözleşmeleri vadesinden önce kapatmanın zor olmasıdır. Forward sözleşmeden kurtulmanın tek yolu, bu sözleşme hangi karşı taraf ile yapılmışsa, onunla anlaşmayı fesh etmek konusunda anlaşma yoluna gitmek veya yapılan sözleşmenin tersi bir başka sözleşme yapıp her iki sözleşmeyi de vade sonuna kadar

²⁵⁹ Gümüşeli, a.g.e., s. 39; Blake, a.g.e., s. 239.

taşımadır. Forward sözleşmenin fesh edilmesi durumunda, sözleşmenin vade bitim tarihinden önceki değerini bulmak için, sözleşmenin ilk yapıldığı tarihteki değer ile sözleşmenin fesh edilmek istendiği tarih arasındaki değer farkı dikkate alınarak sözleşme kapatılır²⁶⁰.

2.2.2.2. Futures Sözleşmeleri

Futures sözleşmeleri, belli miktardaki döviz, mal, altın, menkul kıymetin önceden belirlenen bir fiyattan, gelecekteki belirli bir tarihte teslim edileceğine ilişkin tarafları almasatma yükümlülüğü altına alana sözleşmelerdir. Futures sözleşmelerinde, sözleşme süreleri ve tutarları, teslim edilecek varlığın tipi, teslim tarihi, teslim yeri ve teslim ile ilgili sözleşme satıcısına tanınacak seçenekler önceden belirlenmiştir²⁶¹. Döviz futures sözleşmelerinde amaç, belirli bir vade için dövizin fiyatını sabitleştirmek ve fiyat dalgalanmalarının yol açtığı belirsizliği ortadan kaldırmaktır²⁶².

Futures sözleşmelerine konu olan varlıklar, bir tarımsal ürün (kakao, soya, pamuk, buğday...), hazine bonosu, borsa endeksi (İMKB 30, İMKB 100, S&P futures...) veya değerli madenler (alüminyum, bakır, altın...) olabilir. Döviz futures sözleşmeleri ise, bazı sanayileşmiş ülkelerdeki belirli piyasalarda yapılan standart miktarlardaki dövizlerin, standart tarihlerde teslimini öngören döviz alış veya satış sözleşmeleridir²⁶³.

Döviz futures sözleşmeleri, iki ülke para birimleri arasındaki değişim oranını gösteren döviz kurları üzerine de düzenlenmektedir. Döviz futures sözleşmesi olarak veya satarak, sözleşmeye konu olan dövizin gelecekteki değeri sabitlenmiş olur. Döviz futures sözleşmesinin büyüklüğü farklılık gösterir²⁶⁴.

Tezgah üstü işlemler olarak adlandırılan forward sözleşmelerinden farkı olarak futures sözleşmeleri, organize bir piyasada alınıp satılan standartlaşmış kontratlardır. Bu sözleşmeler takas odalarından (Clearing House) geçirilerek, tarafların yükümlülüklerini yerine getirmeme riskini ortadan kaldırmaktadır²⁶⁵. Futures borsalarının beyni takas odalarıdır, takas odaları tüm ticari işlemlerin yürütüldüğü ve kaydedildiği merkezdir. Futures borsalarında tüm kontrat alım satımları bu odalar aracılığıyla yürütülür ve yine kontrat kayıtları bu odalarda tutulur.

²⁶⁰ Blake, a.g.e., s. 239; Gümüşeli, a.g.e., s. 39.

²⁶¹ İşgüden, B., "Risklerden Korunma Aracı Olarak Futures (Vadeli İşlem) Sözleşmeleri", **Mevzuat Dergisi**, Sayı: 122, 2008, www.mevzuatdergisi.com, Erişim: 5 Ocak 2015.

²⁶² Teker, a.g.e., s. 86.

²⁶³ Karatepe, a.g.e., s. 37.

²⁶⁴ Kaya, a.g.e., s. 15.

²⁶⁵ Uzunoğlu, a.g.e., s. 71.

Takas odasının ana görevi futures işlemlerin düzenli olarak işlemlerini sağlamak ve taraflardan birinin yükümlülüklerini yerine getirmeme riskine karşı bir garantör olarak işlev görmektir²⁶⁶.

Futures sözleşmeleri, bir tarafın ödemek istediği ve diğer tarafın da almak istediği fiyata göre belirlenmektedir. Anlaşmanın sağlanmasından sonra sözleşme koşulları taraflarca takas odasına bildirilmektedir. İşlemlerin sürdürülmesinden gözetimine kadar sorumlu olan takas odası, her futures kontratın günlük kapanış fiyatını belirledikten sonra, eldeki kontratların fiyatları ile karşılaştırmaktadır ve aradaki eksi veya artı farkı lehtarın hesabına (marjin hesabı) kaydetmektedir. Açık pozisyon kazanç getirmişse, bu kazanç başlangıç marjine²⁶⁷ ilave edilmekte; kayıp getirmişse, bakiye başlangıç marjinden düşülmektedir. Eğer hesap bakiyesi, başlangıç bakiyesinin altında ise lehtardan bakiyesini tamamlanması istenmektedir.

Başlangıç marjini, ticaretin yapıldığı borsa tarafından belirlenmektedir ve genellikle marjin miktarı sözleşmenin yazılı değerinin küçük bir yüzdesi olarak belirlenmektedir. Futures sözleşmesi almak ve satmak isteyenler, işleme aracılık yapacak olan brokerlarda, sözleşmede oluşabilecek bir kaybı karşılamak amacıyla, nakit veya menkul kıymet olarak bir depo hesabı açmak zorundadır. Fiyat hareketindeki eğilime göre teminat miktarı arttırılıp, düşürülebilir ve bu yönüyle standart bir teminat oranı mümkün olmamaktadır. Ayrıca brokerlarda borsada istenenden daha yüksek bir başlangıç marjini talep edebilmektedirler²⁶⁸.

Futures sözleşmelerinin süresi bittiğinde, borsa tarafından döviz alıcısına gerekli miktar, döviz cinsinden değil ulusal para olarak ödenir. İşlemci döviz, o günkü anında satış piyasasından teslim alır. Sürenin bitimini beklemeden de sözleşme sona erdirilebilir. Elinde bir dolar alış sözleşmesi bulunan kişi, bunu ulusal paraya dönüştürmek istediğinde, kalan süre için borsadaki bir brokera sat talimatı vererek bu işlemi bitirebilir. Futures piyasalarında, döviz kurlarında izin verilecek dalgalanma marjı da sınırlanmıştır²⁶⁹.

Örneğin, bir ithalat firması, Japonya'dan alacağı saatler için yedi ay sonra yapacağı Japon Yeni ödemesini, şimdiden gelecekteki kur riskine karşı korunmak için ödemek istemektedir. Her bir saat için şimdiden 2.850 JY ödenmesine karar verilmiş ve 15.000 adet

²⁶⁶ Erol, Ü., "Futures Piyasaları: Teori ve Pratik", **Türkiye Bankalar Birliği**, Yayın No: 190, Ankara, 1994, s. 20.

²⁶⁷ Tarafların herhangi bir yatırım yapmadan önce işlemin takas odası tarafından güvence altına alınması için yatırdıkları başlangıç teminatıdır. Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz: Kaya, a.g.e., s. 16.

²⁶⁸ Uzunoğlu, a.g.e., s. 72.

²⁶⁹ Karluk, a.g.e., s. 354.

saat saat için ithalatçının 42.750.000 JY ödemesi gerekir. 11 Aralık tarihli \$/JY paritesi spotta 0.004173, Haziran future paritesi 0,004200, Eylül future paritesi 0,004237 ve Aralık future paritesi 0,004265'den işlem görmektedir. Spot fiyat ile ödenecek tutar 178.396 \$'dır. Aralık future fiyatı ile ödenecek tutarın dolar karşılığı 182.329 \$'dır. Eğer saatlerin teslimi Aralıkta yapılırsa 178.396 \$ yerine 182.329 \$ ödenecektir. Teslimatın Kasım ayında gerçekleşmesi beklendiğinden, döviz pozisyonunu riskten korumak isteyen ithalatçı, Aralık future sözleşmesi yapar. Burada ortaya çıkan iki duruma göre ithalatçı firma 1 Kasım itibariyle ithalat gerçekleşir ve spot piyasadan 0,004273'ten toplam 182.671 \$ karşılığı 42.750.000 JY satın alır. Beklenen maliyet 182.329 \$, gerçek maliyet -182.671-342 \$ net zarar: -155\$. İkinci duruma göre ithalatçı 0.004265'ten 159.938 \$ taahhüt ederek üç adet Aralık sözleşmesi satın alır ve bunları 0,004270'den toplam 160.125 \$'dan satar. Kar 187 \$ olur. Her bir future sözleşmesi 12.5 Milyon JY üzerinden yapıldığı için ithalatçı, $12.3 \times 3 = 37.5$ Milyon yenlik borcunu riske karşı korumuş olur²⁷⁰.

Futures sözleşmeleri, forward sözleşmelerine göre daha likittir. Dolayısıyla küçük yatırımcılar ve kuruluşlar daha iyi imkanlarla alışveriş yapabilirler. Forward sözleşmelerinin imkan verdiği özel anlaşmaları, futures sözleşmelerinde gerçekleştirmek imkansızdır. Forward sözleşmelerinde istendiği zaman işlem yapılabilirken, future sözleşmelerinde anlaşmaların her üç ayda bir vadeleri dolar²⁷¹. Tablo 2.2.'de forward ve future sözleşmeleri arasındaki farklar gösterilmektedir.

²⁷⁰ Kaya, a.g.e., s. 18.

²⁷¹ Karluk, a.g.e., s. 354.

Tablo 2.2.: Forward ve Futures Sözleşmelerinin Karşılaştırılması

	Forward Sözleşmeleri	Futures Sözleşmeleri
Kontrat Büyüklüğü	Forward kontratların büyüklüğü tarafların görüşmeleri sonucunda belirlenmektedir.	Futures kontratlar standart büyüklüğe sahiptir.
Organizasyon	Kişiseldir, işlemler, bankalar ve finansal kuruluşlar tarafından yürütülür.	İyi organize edilmiş ve kurallara bağlanmış resmi borsalarda işlem görürler.
Teslim	Vade sonunda teslimi gerektirir. Burada amaç teslimdir.	Vade sonunda teslim edilebilecekleri gibi, bunun yerine alım satımları da yapılabilir. Burada amaç teslim değildir.
Teslim Tarihi Ve Teslim Prosedürü	Taraflar arasında ortaklaşa belirlenecek olan bir tarihte ve yerde yapılır.	Belirli teslim tarihleri ve yerleri vardır.
Fiyat Değişkenliği	Fiyatlar kredi riski, işlem hacmi gibi nedenlerle değişiklik gösterebilir.	İşlem büyüklüğüne bakılmadan fiyat bütün katılımcılar için aynıdır.
Fiyatların Belirlenmesi	Fiyatlar, banka ile yapılan görüşmeler sonucunda belirlenir.	Fiyatlar, piyasa güçleri tarafından belirlenir.
İşlem Yöntemi	İşlemler, kişisel alıcı ve satıcı arasında telefon, faks gibi araçlar kullanılarak yapılır.	İşlemler, borsanın seans odalarında yapılır.
Fiyatların Açıklanması	Fiyatlar halka açık olarak yayınlanmaz.	Fiyatlar halka açık olarak yayınlanır.
Pazar Yeri Ve	İşlemler dünya çapında tezgah üstü olarak, 24 saat boyunca	İşlemler borsa tarafından belirlenen çalışma saatleri

İşlem Saatleri	telefon ve faksla yapılır. Örgütsüz piyasa işlemleridir.	içinde, merkezileştirilmiş borsa seans odalarında dünya çapında iletişimde bulunarak yapılır.
Depozito Ve Marjlar	Alınan borçlar karşılığında gösterilen ipotek tutarı pazarlıkla belirlenebilir. Günlük fiyat değişiklikleri için marj alınmaz.	Başlangıç marjı ve günlük dengeleme için değişim marjına ihtiyaç duyulur.
Takas İşlemleri	Takas odası gibi bir uygulama yoktur. Risklere karşı da bir güvence söz konusu değildir.	Borsa ile bağlantılı merkezi bir takas odası vardır. Burada günlük düzenlemeler, nakit ödemeler ve teslim gibi işlemler yapılır. Ödememe riskine karşı takas odasının güvencesi vardır.
İşlem Hacmi	İşlem hacmine ilişkin bilgileri saptamak zordur.	İşlem hacmine ilişkin bilgiler yayınlanır.
Günlük Fiyat Dalgalanmaları	Günlük fiyatı limiti yoktur.	Günlük fiyatı limiti vardır.
Pazar Akışkanlığı Ve Pozisyonu İptal Etme Kolaylığı	Değişken kontrat dönemleri nedeniyle, pazar akışkanlığı ve pozisyon kapatma kolaylığı sınırlıdır. Pozisyonlar genellikle diğer pazar katılımcılarıyla değil, asıl işlem yapılan taraf ile kapatılır.	Standardize edilmiş kontratlar nedeniyle, pazar akışkanlığı oldukça yüksek ve diğer pazar katılımcılarıyla pozisyon kapatmak oldukça kolaydır.
Kredi Riski	Taraflardan birinin kredi riskini diğer taraf üstlenmek zorundadır.	Takas odası kredi riskini üstlenir.
Pazarı Belirleme (Günlük Nakit Akışı)	Kontratın vadesi sona erene kadar herhangi bir ödeme Söz konusu değildir.	Günlük ödemelerle düzenlemeler yapılır.
Düzenlemeler	Kendi düzenlemelerini kendileri yaparlar.	İşlemler borsalar tarafından düzenlemeye tabi tutulur.

2.2.2.3. Opsiyon Sözleşmeleri

Dövizlerle ilgili opsiyon sözleşmeleri ilk defa 1982 yılında Montreal Borsası'nda Kanada Doları için yapılmıştır. Motreal Borsası 1975'te hisse senedi opsiyonu ticaretine başlamış ve bunu 1980'li yıllarında başında yeni opsiyon sözleşmelerinde model olarak kullanmıştır. Kanada doları ile yapılan opsiyon sözleşmesinin başarısı, Sterlin, İsviçre Frankı ve Japon Yeni gibi diğer döviz cinslerinde de döviz opsiyonlarının başlatılmasına neden olmuştur²⁷². 1982 yılında da Philadelphia Borsası da Sterlin'de döviz opsiyonu ile işlem yapmaya başlamış ve bunu Chicago Ticaret Borsası ve diğer Amerikan borsaları ile başka ülkelerdeki borsalar izlemiştir²⁷³.

Opsiyon işlemleri, ortaya çıkabilecek olumsuz gelişmelerden korunmak, ayrıca olumlu gelişmelerden de yararlanabilmek olanağını sağlayan finansal türev ürünü olarak, riskleri ortadan kaldırmak ve sahiplerine söz konusu riskleri yönetmek olanağı vermektedir. Opsiyon sözleşmelerin en önemli özelliği, alma ya da satma hakkının sağlanması ve bu hakkın kullanılıp kullanılmamasının ise hak sahibinin tercihine bırakılmasıdır.

Forward ve futures sözleşmeleri, taraflarına sözleşmeyi süresi içinde yerine getirme olanağı sağlamadığından, döviz opsiyonlarına ihtiyaç doğmuştur. Vadeli döviz alım veya satım opsiyon sözleşmesine sahip olan bir yatırımcı, dilerse sözleşmeyi uygulamaya koymayabilir ve sözleşmede öngörülen döviz almaktan veya satmaktan vazgeçebilir. Dolayısı ile döviz opsiyonları, sahibine belli miktardaki yabancı para birimini belirli bir fiyattan herhangi bir zamanın sonuna kadar ya da zamanın öncesinde alıp satma olanağı sağlar²⁷⁴.

Örneğin, ithalatçı 1\$=600 ₺ fiyatı üzerinden üç ay vadeli opsiyonlu bir dolar satın alma sözleşmesi imzalar. Vade dolduğunda bu dolarları satın alıp almayacağı o günkü spot kura bağlıdır. Eğer doların spot kuru 600 ₺ üzerinde ise ithalatçı sözleşmenin koşullarını yerine getirecek, başka bir deyişle anlaşmayı yaptığı bankadan diğer bir satıcıdan dolarları satın alacaktır. Ancak, o günkü spot kur bu fiyatın altında ise, satın alma işlemini yerine getirmez. Çünkü o günkü spot piyasadan doları daha düşük bir fiyattan sağlar. Bu durumda yaptığı opsiyonlu sözleşmeden dolayı ufak bir kayba uğrayacak, fakat sözleşmedeki yüksek

²⁷² Gümüşeli, a.g.e., s. 56.

²⁷³ Chambers, a.g.e., s. 85.

²⁷⁴ Krugman ve Obstfeld, a.g.e., s. 339.

fiyattan dolar satın almak zorunluluğundan kurtulacaktır. Opsiyonlu vadeli sözleşmelerin sağladığı esneklik ise bu noktada ortaya çıkmaktadır²⁷⁵.

Döviz opsiyonları tezgahüstü piyasalar (OTC) ve organize piyasalar olmak üzere iki çeşit piyasada da işlem görürler. İşlemlerin büyük bir kısmı tezgahüstü piyasalarda gerçekleşmektedir. Tezgahüstü piyasalardaki piyasa yapıcılarının esas görevi, piyasaya likidite sağlamaktır. Genellikle büyük bankaların ve dealerların üstlendiği piyasa yapıcılığı görevi, döviz opsiyon piyasasında opsiyonların alım/satım fiyatını kote etmektir²⁷⁶.

Opsiyonlar alım opsiyonu (call option) ve satım opsiyonu (put opsiyonu) olarak ikiye ayrılır²⁷⁷. *Alım opsiyonu*, alıcıya belli miktardaki dövizden önceden belirlenen fiyattan, belirli bir tarihe kadar satın alma hakkı verir. Bu bir hak olup, zorunluluk değildir. Alıcı varlığı satın almamayı tercih edebilir, buna karşılık alım opsiyonu satıcısı, istendiği takdirde söz konusu dövizin mülkiyetini alıcıya satmak zorundadır²⁷⁸. *Satım opsiyonu ise*, opsiyonun alıcısına belli miktardaki döviz önceden belirlenen tarihe kadar, belirlenen fiyat üzerinden satma hakkı verir. Satıcı taraf ise, opsiyon sözleşmesi ile üstlendiği yükümlülüğü yerine getirmek zorundadır²⁷⁹.

Tablo 2.3.: Alım ve Satım Opsiyonlarda Alıcı ve Satıcının Hak ve Yükümlülükleri

	Call	Put
Alıcı	Alış Hakkı	Satış Hakkı
Satıcı	Satış Zorunluluğu	Alış Zorunluluğu

Kaynak: Chambers, a.g.e., s. 59.

Tablodan anlaşıldığı gibi bir opsiyon alıcısı, opsiyonun yazılı olduğu varlığın alım opsiyonunda satın alma hakkını, satım opsiyonda da satma hakkını satın alır. Opsiyon sözleşmesi yapıldığında, opsiyon alıcısı satıcıya bir prim veya fiyat ödemek durumundadır. Opsiyon primi, opsiyon hakkının satış bedeli olup, alıcı tarafından satıcıya sözleşmenin imzalandığı anda veya daha sonra ödenir. Alıcı taraf vade tarihinde opsiyon hakkını

²⁷⁵ Parasız, a.g.e., s. 693.

²⁷⁶ Tekbacak, S., **Opsiyonlar ve Döviz Opsiyonlarının Merkez Bankalarında Döviz Kuruna Müdahale Aracı Olarak Kullanımı**, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, 2010, s. 44.

²⁷⁷ Dönmez v.d., a.g.e., s. 120.

²⁷⁸ Ergan, a.g.e., s. 31; Chambers, a.g.e., s. 59.

²⁷⁹ Gümüşeli, a.g.e., s.58; Kaya, a.g.e., s. 24.

kullanmasa dahi bu primi geri alamaz²⁸⁰. Opsiyon satıcısı ise opsiyonun ilgili olduğu varlığı call opsiyonda satma zorunluluğuna, put opsiyonda da alma zorunluluğuna sahiptir. Opsiyon satıcısı, alıcı opsiyonu işleme koyduğunda söz konusu olan döviz teslim etmek ya da almak zorundadır. Opsiyon satıcısı, opsiyonu yazmanın karşılığında kendisine prim ödenen taraftır²⁸¹.

Örneğin, yabancı para cinsinden geliri veya gideri olan bir yatırımcı, döviz pozisyonundan kaynaklanan riski azaltmak için döviz üzerine yazılan opsiyon sözleşmelerinde işlem yapmak istemektedir. Örneğin beş ay sonra Amerikan Doları cinsinden ihracat geliri bekleyen ihracatçı firma, Amerikan Doları'nın değer kaybetmesinden kaynaklanan riski gidermek istiyorsa satım opsiyonu alacaktır. Doların değeri düşerse, firma satım opsiyonunu kullanacak ve ihracattan gelecek dolarları opsiyonu yazan tarafa anlaştığı yüksek fiyattan satacaktır. Doların değeri yükselirse opsiyonu kullanmayacak, ödediği prim kadar zarar edecektir²⁸².

Kullanım süreleri açısından ise döviz opsiyonları ikiye ayrılırlar. Opsiyon vadesi içinde herhangi bir tarihte kullanılabilen, sürenin bitişini beklemeye gerek olmayan opsiyonlara *Amerikan tipi opsiyonlar*, yalnızca vadesinde kullanılabilen, başak bir deyişle öngörülen sürenin dolduğu tarihte uygulanabilen opsiyonlara ise *Avrupa tipi opsiyonlar* denir. Amerikan tipi opsiyonlar sahibine esneklik sağladığı için, daha değerlidir²⁸³. Opsiyonların kullanım sürelerinin farklılığı sebebiyle yapılan bu ayırım opsiyonların Avrupa ve Amerika'da işlem gördüğünü göstermemektedir ve gerek Avrupa'da gerekse Amerika'da her iki opsiyon tipi de işlem görmektedir.

Opsiyon Sözleşmelerinin Avantajları

- Opsiyon sözleşmeleri, kaldıraçlı ürünler olduğu için düşük tutarlı yatırımlarla spot piyasaya göre çok daha yüksek oranda kar elde etme olanağı sunar.
- Opsiyon sözleşmeleri, piyasa hangi durumda olursa olsun (yükseliş, düşüş, değişikliğin olmaması) yatırım yapılarak para kazanılmasına olanak sağlar.
- Standardize edilmiş opsiyon sözleşmelerinin likiditesi daha yüksektir.

²⁸⁰ Kaya, a.g.e., s. 23.

²⁸¹ Chambers, a.g.e., s. 60.

²⁸² Dönmez v.d., a.g.e., s. 127.

²⁸³ Zeynel, E., **Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Üzerine Bir Uygulama**, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Isparta, 2008, s. 36.

- Opsiyon sözleşmeleri doğru uygulanacak stratejiler yoluyla spot piyasada bulunmayan korunma imkanlarını yatırımcılarına sunar.

Opsiyon Sözleşmelerinin Dezavantajları

- Kaldıraçlı ürünler olduğu için, yatırımlardan spot piyasaya göre çok daha hızlı bir şekilde ve yüksek oranda zarara uğrama olasılığı vardır.
- Uzun pozisyon sahibi için opsiyonun riski, ödemiş olduğu prim ile sınırlıdır. Ancak kısa pozisyon sahibi için risk sınırsız olabilir.
- Opsiyon sözleşmelerinde çok sayıda kullanım fiyatı için sözleşme varsa yaygın olarak kullanılan sözleşmeler dışında likidite sorunu ortaya çıkar ve alım-satım fiyat teklifleri arasındaki fark da büyür. Bu durum pozisyon kapamayı ve kar realizasyonunu güçleştirir.
- Ödenen komisyon ve alım-satım fiyat teklifleri arasındaki farklar dikkate alındığında opsiyon piyasasında işlem yapmanın spot piyasaya göre daha maliyetli olduğu söylenebilir.
- Opsiyon sözleşmesi fiyatlaması daha karmaşık olduğu için alım satımına ilişkin olarak yapılacak teknik ve temel analizlerin kişiden kişiye farklılık arz edebileceği ve bu analizlerde yapılan öngörülerin gerçekleşme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır²⁸⁴.

2.2.2.4. Swap Sözleşmeleri

Sözcük anlamıyla swap, değiş tokuş ya da trampa anlamlarına gelmektedir. İlk döviz swap işlemi, 1923'de Avusturya Merkez Bankası tarafından Avusturya Şilini'nin, İngiliz sterlini karşısında spot piyasada satılıp, forward piyasasında geri alınması şeklinde gerçekleştirilmiştir. Bununla beraber uluslararası para piyasalarında özellikle kur ve faiz oranlarındaki hızla dalgalanmalar, uluslar arası düzeyde faaliyet gösteren firmaların ciddi bir riskle karşılaşmalarına neden olmuştur. Bu riski elimine etmek amacıyla geliştirilen swap sözleşmeleri, kısa sürede oldukça geniş bir uygulama alanı bulmuştur²⁸⁵.

Swap işlemleri, faiz ve döviz swapı olmak üzere ikiye ayrılır. Faiz swapı, faiz ödemelerinin ve niteliğinin değiştirilmesidir. Başka bir deyişle, sabit faizi değişken faize, değişken faizi sabit faize çevirmek şeklinde faiz ödemelerinin niteliğini değiştirerek, borç

²⁸⁴ www.borsaistanbul.com, Erişim: 05 Ocak 2015.

²⁸⁵ Öçal ve Çolak, a.g.e., s. 257.

ödemelerinin yapısını değiştirme işlemidir. Faiz swapı ile kredi değerliliği farklı iki işletmenin aynı tutarda, fakat faiz oranları değişik olan borçlarının gerektirdiği ödemeleri, belli bir sürede deęiřtirilmektedir²⁸⁶.

Döviz swapları ise faiz ve anapara ödemelerini içeren, iki taraf arasında belirli bir yabancı paranın, diğer bir para karşılığında taraflarca anlaşılan swap kuru üzerinden ve anlaşma dönemi sonunda aynen geri ödeme koşulu ile değiştirilmesi anlamına gelmektedir²⁸⁷. Döviz swaplarında on yıl ve ötesine kadar vadeler için anlaşma yapılabilir. Swap bankası ya da satıcı (dealer eylemleri) bu işlemde aracı olarak görülür. Tipik bir döviz swabında, piyasalardaki fonları ve en iyi bilinen para birimlerini ödünç almak için öncelikle iki tane firmaya gerek duyulur²⁸⁸.

Döviz swapı, temelde iki tarafın iki ayrı para birimi üzerinden mevcut bulunan ya da alacağı tahmin edilen borçlarını veya alacaklarını değiştirmeye razı olmaları şeklinde yapılmaktadır. Bu durumda birinci taraf karşı tarafın borçlarını öderken, diğer taraf da bu tarafın borçlarını ödemektedir. İşlem üç aşamalı bir süreçten oluşmaktadır. İlk aşamada, iki taraf anaparaları anlaştıkları kur üzerinden değiştirmektedirler. İkinci aşamada, faizlerin swap süresi içinde periyodik olarak ödenmesi yapılmaktadır. Üçüncü aşamada ise, taraflar vade sonunda anaparalarını birbirlerine iade etmektedirler²⁸⁹.

Swap işleminde önemli bir nokta swap oranıdır. Swap oranı paranın alındığı ve satıldığı fiyat farkıdır. Bu fark, iki para arasındaki faiz oranı farkının döviz kuru üzerindeki etkisi sonucu oluşmaktadır. Dolayısı ile swap oranı spot ve forward fiyatlar arasındaki farkı göstermektedir²⁹⁰.

Örneğin, Japon firması genellikle kendi iç piyasasında düzenli olarak yen ödünç alacaktır. Japon firmaları ABD'ye ihracat yaparsa ve ABD Doları kazanırsa, ABD Dolar borcunu düzenli ödemeler yapmak için, kazanılan dolarların kullanılmasına izin verecek doğal bir korunma oluşturmak isteyecektir. Aynı zamanda Japon firması ABD finansal piyasalarını iyi bilmezse dolar borçlarına erişimi zor olacaktır. İşte bu zorluğu kaldırabilmek için,

²⁸⁶ Çalışkan, A. E., **Dış Ticaret İşlemlerinde Risk Yönetimi**, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2009, s. 32.

²⁸⁷ Uzunoğlu, a.g.e., s. 73.

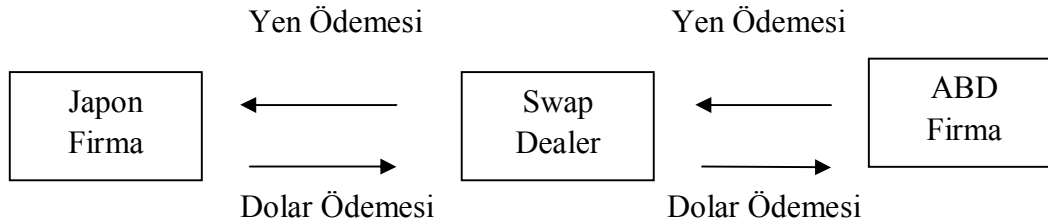
²⁸⁸ Hughes ve Macdonald, a.g.e., s. 211.

²⁸⁹ Başçı, S., "Vadeli İşlem Piyasası Aracı Olarak Swap'ın İşleyişi ve Finansal Piyasalardaki Kullanımları", **Gazi Üniversitesi Endüstriyel Sanatlar Eğitim Fakültesi Dergisi**, Yayın No: 11, No: 12, s. 27.

²⁹⁰ Parasız, a.g.e., s. 687.

risklerden korunmak amacıyla Japon Firması döviz swapına katılabilir. Japon firma bir başka firma (ABD Dolar cinsinden borç ödeme) ile yen cinsinden borç ödemelerini swap yapabilir. Japon firma bu şekilde ABD Dolarını borçlanmadan kendi para birimi ile ileride geri ödemek şeklinde takas edebilir²⁹¹. Şekil 3.3.'de satıcı aracılığıyla döviz swabının oluşumu gösterilmektedir.

Şekil 2.3.: Satıcı Aracılığıyla Döviz Swabının Oluşması



Kaynak: Hughes ve Macdonald, a.g.e., s. 211.

Örnekten de anlaşıldığı gibi döviz swaplarında, bir spot birde vadeli işlem söz konusu olmaktadır. Amaç mevcut olan, ancak gereksinimi karşılamayan döviz ile ihtiyaç olan, ancak elde bulunmayan döviz daha düşük maliyetle temin etmektir. İşlemin ilk aşamasında, anlaşılan kur üzerinden (genelde spot kura eşit olur) ana paralar değiştirilir ve yapılan anlaşmaya göre her iki taraf da swap edilen paralar için karşılıklı olarak faiz öder. Son aşamada ise, taraflar anaparaları iade ederler²⁹².

Döviz swaplarının kullanım amaçları ise şöyle ifade edilebilir²⁹³:

- Bazı kurum ve kuruluşlar borç ve alacaklarından dolayı yabancı para akışı sorunuyla karşı karşıya kalabilmektedirler. Bir para biriminin uzun dönemli riskini minimum kılabilme ya da azaltmak için aynı para biriminden karşıt olarak para akışı sağlamak gerekmektedir. Döviz swapları, işte bu para akışlarının sağlanmasında firmaya yardımcı olarak döviz riski yönetimi sağlamaktadır.

²⁹¹ Hughes ve Macdonald, a.g.e., s. 211.

²⁹² Şen, İ., **Türev Ürünlerden Swap, Forward, Futures, Opsiyon İşlemleri ve Türkiye'de Vergilendirmelerinin Analizi Ve Değerlendirilmesi**, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2010, s. 35.

²⁹³ Mengütürk, a.g.e., s.110.

- Döviz swapı, herhangi bir para biriminden sağlanan fonun istenilen para birimine dönüştürülmesini sağlar. Ayrıca borçlular, bu sayede fon maliyetlerini düşürerek düşük fon temin edebilmektedirler.

- Bazı ülkelerde tahvil piyasalarından borçlanmaları artırmak isteyenlere karşı yasal sınırlar bulunabilmektedir. Bu tip sınırlamalarla döviz swapı istenilen para birimine kolayca değiştirilebilmektedir.

- Uluslararası şubelere sahip firmalar şubelerdeki atıl fonları kullanmak amacıyla döviz swapları kullanabilmektedir.

Özetle, döviz kurlarındaki ve faiz oranlarındaki dalgalanmalardan kaynaklanan riskleri minimize etmek, atıl dövizleri kullanılabilir hale getirmek, düşük maliyetli finansman sağlamak, kısa dönem aktif pasif yönetim stratejilerini uygulamak, hizmet geliri elde etmek ve spekülasyon amacıyla swap sözleşmelerinden yararlanılır²⁹⁴. Swap sözleşmeleri, kar elde etmek amacıyla yapılmamaktadır. Kısa süreli finansman ihtiyacını döviz pozisyonunda herhangi bir değişiklik oluşturmadan gidermektedir. Swap işlemleri vadesiz piyasayla vadeli piyasayı birbirine yaklaştırmaktadır. Buna bağlı olarak da döviz kurundaki oluşacak dalgalanmaların oluşturduğu riskler de engellenmektedir²⁹⁵.

Swap Sözleşmelerinin Avantajları

- Arbitraj mekanizmasının işleyişinin engellenmiş olduğu durumlarda, swap sözleşmeleri ilgili taraflara reel bir yarar sağlar. Bu yarar, firmanın fon maliyetlerinin düşmesi, risk maliyetinin azalması ve uzun vadeli finansman sağlama biçiminde ortaya çıkar.
- Swap yoluyla atıl durumda bulunan dövizlerin yüksek maliyetlerinden döviz pozisyonu oluşturmadan kurtulmak mümkündür. Yüksek maliyeti buluna dövizler, swap yoluyla düşük maliyetli dövizlere dönüştürülebilir ve dövizlerin kur farkından doğacak risklerden korunmuş olur.
- Uzun vadede döviz alacaklarının ve borçlarının kur riskine karşı açık konumda olması sebebiyle bu kur riskine karşı korunmada swap sözleşmeleri faydalıdır.

²⁹⁴ Doğukanlı, a.g.e., s. 96; Gümüşeli, a.g.e., s. 68.

²⁹⁵ Alperen, S., **Döviz Kuru Riski ve Risk Yönetimi Üzerine Bir İnceleme: Türkiye Örneği**, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 1991, s. 60; Kaya, a.g.e., s. 22.

- Swap anlaşmaları, döviz kurunda oluşabilecek dalgalanmalardan doğacak zararları engellemektedir.
- Swap sözleşmeleri, anlaşmaya taraf olanlara doğrudan borç alımına gitmeden kredi sağlama olanağı tanır.
- Açık durumda bulunan döviz pozisyonlarının denkleştirilmesini sağlar.
- Yurt içinde para arzının artmasına neden olmadığından enflasyonist bir etki doğurmaz²⁹⁶.

Swap Sözleşmelerinin Dezavantajları

- Sözleşmelerin belirli bir standardı bulunmamaktadır.
- Kredi, faiz ve kur riski tamamen ortadan kalkmaz.
- Resmi ve organize bir piyasası bulunmamaktadır.
- Swap işlemlerine taraf olanlar, her ne kadar üstlendikleri birtakım riskleri azaltmak amacıyla olsalar dahi, işlemlerin niteliği gereği bazı risklerle karşı karşıya kalabilmektedirler²⁹⁷.

Swap piyasalarının hızlı gelişmesine bağlı olarak işlemlerin riskliliği de gündeme çıkan önemli bir sorun olmuştur. Örneğin, taraflarından birinin ödeme sorumluluğunu yerine getirememesi, ticari bir risk doğurur. Bu risklerin içerisinde kredi riski, likidite riski, güvence riski, transfer riski, işletme pozisyon riski ve taraf bulamama riskleri de yer almaktadır. Bu bakımdan bu riskleri en aza indirmek içinde swap piyasalarında kredi itibarı yüksek olan veya teminat gösterebilen firmalarla işlemler yapılabilir²⁹⁸. Dolayısıyla firmalar veya ülkeler, en iyi tanıdıkları ve risklerin yatırımcılar tarafından en iyi analiz edilebildiği piyasalardan borçlanmalı ve bu borçlarını gerek gördükleri takdirde swap sözleşmelerinde kullanmalıdırlar.

Swap sözleşmeleri ile forward ve future sözleşmelerini ayıran özellikler aşağıda tabloda gösterilmiştir.

²⁹⁶ Alperen, a.g.e., s. 60.

²⁹⁷ "Meslekî Eğitim ve Öğretim Sisteminin Güçlendirilmesi Projesi", **Türev Piyasa Araçları**, Ankara, 2007, s. 32; Ceyhan, C., **Türev Ürünler ve Riskten Korunma**, Okan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2013, s. 59.

²⁹⁸ Başçı, a.g.e., s. 28; Seyidoğlu, a.g.e., s. 312.

Tablo 2.4.: Swap Sözleşmelerinin Future ve Forward Sözleşmelerinden Ayıran Temel Özellikleri

Future ve Forward Sözleşmeleri	Swap Sözleşmeleri
Future ve forward sözleşmelerinde riske karşı korunmanın yanında, spekülâtif amaç ön plana çıkar.	Bu durum swap sözleşmelerinde daha az kullanılan bir yöntem olmaktadır.
Future ve forward işlemlerinde vadeler genelde kısadır.	Swap işlemleri genellikle orta vadelidir.
Future ve forward işlemlerinde, taraflardan birisi fayda sağlarken diğeri zarara uğrayabilmektedir.	Swap işlemlerinde taraflardan her biri, aynı oranda olmasa dahi, fayda sağlayabilmektedirler.
Future ve forward işlemleri, çoğunlukla kontratlar halinde düzenlenmektedir. Hatta future işlemleri için özel borsalara ihtiyaç duyulmaktadır.	Swap işlemlerinde ise çoğunlukla bir banka aracılık ederek tüm işlemleri yürütmektedir.
Future ve forward sözleşmeleri, bir alıcı ve bir satıcı arasında yapılabilmektedir.	Swap sözleşmeleri ise, çoğunlukla bir banka aracılığıyla üçüncü bir tarafla yapılmaktadır.

Kaynak: Başçı, a.g.m., s. 20.

2.3. RİSK YÖNETİM PROGRAMI YAPMAK

Risk yönetiminin uygulanabilmesi için, işletmelerde profesyonel finansal yönetim anlayışının gelişmiş olması ve işletmelerdeki personellerin yeni finansal teknikler hakkında bilgi sahibi olmaları gereklidir. İşletmelerin döviz kuru riskten korunması için geliştirilen araç ve yöntemlerin çokluğu, bu araçlar hakkında özel bilgi sahibi olan bölümlerin ve anlayışların geliştirilmesi ile mümkündür. Dış ticaret yapan işletmeler, bu açıdan uluslararası işlemleri

yönetmeli ve stratejiler oluşturarak, işletmeye rekabet avantajı sağlayacak mali yönetime sahip olmalıdırlar²⁹⁹.

İşletmeler, firma içi ve firma dışı korunma yöntemlerinin yanı sıra, risk yönetim programları yaparak riski azaltmada etkili olmaktadır. Bununla birlikte bazı ülkelerde devlet, risk yönetimini teşvik edici bazı yasa ve uygulamalar geliştirmektedir. Örneğin, Barbados Merkez Bankası, işletmeleri risk yönetimine yönlendirmek amacıyla bir rehber hazırlamıştır ve yapılması gereken programın maddelerini şöyle belirtmiştir³⁰⁰:

1. Uygun bir risk yönetimi programı geliştirmek,
2. Döviz kuru riskini sürekli ve kesin bir şekilde ölçebilecek, döviz gelirlerinin ve giderlerinin takip edilmesini sağlayacak teknikleri geliştirmek,
3. Yapılan operasyonlardan ve çeşitli faaliyetlerden doğan riskleri azaltmak için uygun bir muhasebe ve bilgi yönetim sistemi uygulamak,
4. Riskleri farklı büyüklük derecelerine göre sınıflandırarak, her biri için bir strateji geliştirmek,
5. Risk yönetimi uygulaması içerisinde bulunan tüm çalışanlara eğitim vermek ve
6. Uygulamanın içerisinde bulunan herkesin tüm prosedürlere zamanında haberdar edilmesini sağlamaktır.

Barbados Merkez Bankası'nın hazırladığı bu program, devlet gözetimi altında uygulanabileceği gibi herhangi bir uygulama zorunluluğu bulunmaksızın işletmelerin kendi içlerinde geliştirip uygulayabileceği programlardır. İşletmeler böyle programlar geliştirerek, belirlenmiş uygulamalar çerçevesinde döviz kuru riski yönetimi konusunda daha disiplinli çalışma imkanı bulabilirler³⁰¹. Bu bakımdan kur riski yönetiminin başarılı olması için, öncelikle kur riski programı olması gereklidir. Bu programın başarısı için diğer önemli faktörler şunlardır³⁰²:

İşletmenin Ekonomik Çevresinin Analizi: Ödemeler dengesindeki değişmelerin izlenmesi, merkez bankası para politikasının takibi, bütçe açıkları ve faizlerin gelişimi, enflasyon artış oranlarının analizlerini içerir.

²⁹⁹ Ahn, M. J., Falloon, W. D., **Strategic Risk Management, How Global Corporations Manage Financial Risk For Competitive Advantage**, First Edition, Mc-Graw Hill, U.K., 1991, s. 74.

³⁰⁰ Central Banks of Barbados, **Foreign Exchange and Settlement Risk Management Guideline**, Sayı: 3, 2007, s. 3-4. www.centralbank.org, Erişim: 15 Ocak 2015.

³⁰¹ www.centralbank.org, Erişim: 15 Ocak 2015.

³⁰² Ahn ve Falloon, a.g.e., s. 27-39.

Sektör ve Firma Yapısı: İşletmenin bulunduğu piyasanın rekabete açıklığı, girdilerin ithalatla karşılanma oranı, sermaye yeterlilik durumu, ürün kalitesi ve pazarlama stratejileri, finans kaynaklarını bulma kolaylığı ve kredibilitesini gösterir.

Stratejik Planlama: Firma amacına uygun, uzun dönemli, farklı alternatiflerin rekabet şartlarına bağlı düzenlenmesine dayanan ve işletmenin kur riskinden korunmada yararlanabileceği araçların gösterildiği ve ayrıntılı taktik planlarını içeren bir süreçtir.

Dinamik Değişim Gücü: Kurlara bağlı piyasa değişimine uyum sağlayan yeni araç ve strateji uygulama yeteneğidir.

Alternatif Araçlar: Nakit yönetim merkezleri ile değişik dövizlerle risk dağıtımı, üretim ve pazarlama politikaları, forward sözleşmeler, opsiyonlar ve hiçbir şey yapmama stratejisi v.b. alternatif araçlardır.

Uzun vadeli stratejik kur riski yönetimi sayesinde, firmalar uzun vadede firma değerini korurlar ve gelecekteki nakit akımlarının değerini düşürmezler. Programlı bir döviz kuru yönetimi, işletmenin pazar payını ve kar marjlarını korumaya yönelik olduğu gibi, uzun dönemli amaçlarına uygun işletme aktif ve pasiflerini sistematik duruma da getirir ve firmaların uzun süreli nakit akımlarını ve rekabet avantajını maksimize eder³⁰³.

³⁰³ Ahn ve Falloon, a.g.e., s. 32.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DEKİ DÖVİZ PİYASALARI VE DÖVİZ KURU DEĞİŞİMLERİNİN FİRMA PERFORMANSINA ETKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

3.1. FİRMA PERFORMANSINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Küresel rekabetin arttığı, ürün ve hizmetlerin çeşitlenerek tüketici beklentilerinin standartların ötesine geçtiği günümüzde firmaların performanslarını raporlayabilmeleri, karşılaştırabilmeleri ve kontrol edebilmeleri giderek daha da önem kazanmaktadır.

Finans literatüründe 1960'lı yıllarla beraber, firma amacının "hissedar değerinin en çoklanması" şeklinde kabul edilmesi, finansal performansın ölçülmesinde "değer" kavramının ön plana çıkmasına neden olmuştur. Firma performansı, bir firmanın kazanç ya da değer yaratmak amacıyla yürüttüğü ekonomik faaliyetlerinde, varlıklarını iyi kullanma becerisidir³⁰⁴. Başka bir ifadeyle firma performansı, işletmelerin yürüttüğü faaliyetlerin sonuçlarının ölçümü ve değerlendirilmesi olarak tanımlanabilir.

Firma performansı, dar anlamda satış hacmi, karlılık vb. gibi finansal göstergeler ile ölçülebildiği gibi finansal göstergelere ek olarak daha geniş anlamda pazar payı, yeni ürün başarısı, ürün kalitesi, müşteri memnuniyeti vb. gibi operasyonel performans göstergeleri ile de ölçülebilmektedir³⁰⁵.

Araştırmasının konusuna göre bu çalışmada firmaların finansal performans göstergeleri önem arz etmektedir ve firmaların finansal performansını ölçen birçok hesaplama yöntemleri bulunmaktadır. Firma performans ölçütleri, Hisse Senedi Getirisi, Özsermaye Karlılığı (ROE), Aktif Karlılığı (ROA), Kullanılan Net Kaynağın Getirisi (ROCE), Brüt Faaliyet Karlılığı (GOP), Fiyat / Kazanç Oranı, Piyasa Değeri / Defter Değeri ve Tobin Q gibi oranlardır. Bu oranlar ve hesaplanışları aşağıda açıklanmaktadır.

³⁰⁴ Çetenak, E.H., **İşletme Grubu İlişkisinin Firma Performansına Etkisi: İMKB'de Bir Uygulama**, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, 2012, Adana, s. 9.

³⁰⁵ Topuz Eker, D., **Sürdürülebilir Rekabet Avantajı ve Pazar Odaklılık: Pazar Odaklılık Firma Performansı İlişkisinde İçsel Pazarlamanın Rolü**, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, 2013, İstanbul, s. 53.

3.1.1. Hisse Senedi Getirisi: İşletmelerin temel amacı, firmaların bugünkü değerini hissedarlar açısından maksimum yapmaktır. Bu temel amaca ulaşmak, firmanın mevcut hisse senetlerinin piyasa değerini maksimum kılmakla mümkündür. Piyasa değerinin belirlenmesinde firmaların hisse senedi getirilerinin hesaplanması çok önemli bir değişken olduğundan, mevcut firmaların hisse senedi getirileri hesaplanmıştır³⁰⁶. Hisse senedi getirilerinin hesaplanabilmesi için, söz konusu 42 firmanın Finnet Borsa Bilgi Servisi'nden firmaların günlük hisse kapanış fiyatları alınmıştır ve kapanış fiyatları günlükten yıllığa çevrilmiştir. Yılığa çevrilen kapanış fiyatları, getirinin hesaplanacağı yılın kapanış fiyatının, önceki yılın kapanış fiyatına oranlanıp, bu oranın logaritmasının alınması ile hisse sene getiri oranına ulaşılmıştır. Hisse senedi getirisi şöyle hesaplanmaktadır:

$$\text{Log}(\text{Getirinin Hesaplanacağı Yılın Kapanış Fiyatı} / \text{Önceki Yılın Kapanış Fiyatı})$$

3.1.2. Varlıkların Getirisi (ROA): Varlıklardan ya da yatırımlardan sağlanan getiridir ve firmaların aktiflerine yatırdıkları her bir lira için ne kadar getiri sağladığını ifade eder. ROA değerinin pozitif ve yüksek olması işletmenin varlıklarını en olumlu şekilde kullanarak (doğru yatırımlar yaparak, doğru borçlanma politikaları izleyerek vb.), faaliyetlerinden yüksek kar elde etmiş olduğu anlamına gelmektedir. Tam tersi ise işletmenin aktiflerinden yeterince faydalanmadığını, doğru iş süreçleri uygulayamadığını, politikalarının yanlış olduğu şeklinde ifade edilebilir³⁰⁷. Varlıkların getirisi şöyle hesaplanmaktadır:

$$\text{Varlıkların Getirisi} = \text{Net Kar} / \text{Toplam Aktifler}$$

3.1.3. Özsermayenin Getirisi (ROE): Belirli miktardaki özsermayeye karşılık ne kadar getiri elde edildiğini gösterir. ROE değerinin pozitif ve yüksek olması işletmeye sermaye sağlayanların yüksek getiri elde ettiği anlamına gelmektedir. Bir işletmeye yatırım yapmak için bakılacak en önemli göstergelerden biri işletmenin faaliyetlerinden elde ettiği ROE oranının, risksiz sabit faizli enstrümanlardan daha yüksek getiriye sahip olmasıdır³⁰⁸. Özsermayenin getirisi şöyle hesaplanmaktadır:

$$\text{Özsermayenin Getirisi} = \text{Net Kar} / \text{Top Özsermaye}$$

³⁰⁶ Korkmaz, Ö. ve Karaca, S., Firma Performansını Etkileyen Faktörler ve Türkiye Örneği, **Ege Akademik Bakış**, Cilt: 13, Sayı: 2, 2013, s. 169.

³⁰⁷ www.okanacar.com

³⁰⁸ www.yenittk.com

3.1.4. Kullanılan Net Kaynağın Getirisi (ROCE): Kullanılan net kaynağın getirisidir ve performans ölçütü olarak yatırım analizlerinde oldukça sık kullanılan bir orandır. Firmaların ve firma yöneticilerinin ne kadar etkin ve verimli olduğunu gösterir. Bu bakımdan ROCE, firmaların yükümlülüklerini yerine getirip getirmediğini ortaklar için değer oluşturup oluşturmadığını ölçmektedir³⁰⁹. Kullanılan net kaynağın getirisi şöyle hesaplanmaktadır:

$$\text{Kullanılan Net Kaynağın Getirisi} = \text{FVÖK} / (\text{Toplam Aktif} - \text{KVB})$$

3.1.5. Brüt Faaliyet Karlılığı (GOP): Brüt faaliyet karlılığı, işletmelerin finansal varlıklar dışındaki varlıkları üzerinden elde edilen brüt karlılığı gösteren bir performans ölçütüdür³¹⁰. Buna göre brüt faaliyet karı şöyle hesaplanmaktadır:

$$(\text{Satışlar} - \text{Satılan Malın Maliyeti}) / (\text{Toplam Varlıklar} - \text{Finansal Varlıklar})$$

3.1.6. Fiyat / Kazanç Oranı: Firmanın hisse senetlerinin piyasada kazancın kat katına eşit olduğunu göstermektedir. Hissenin pahalı mı ucuz mu olduğu konusunda fikir vermektedir³¹¹. İşletme tüm kar paylarını dağıttığında ve finansal pazarlarla endüstriyel pazarlar dengede olduğunda, fiyat / kazanç oranının tersi ortaklarca beklenen getiri oranını ifade eder³¹². Fiyat / Kazanç oranı şöyle hesaplanmaktadır:

$$F / K = \text{Piyasa Fiyatı} / \text{Hisse Başına Kazanç}$$

F / K oranı yatırımcıların, firmanın 1 liralık hisse başı karına karşılık, ne kadar fiyat ödemeye razı olduklarını gösterir. Özellikle büyüme potansiyeli olan ve geleceği parlak gözükten şirketlerde yatırımcıların daha fazla fiyat ödemeyi kabul etmeleri sonucunda fiyat kazanç oranı yükselir. Başka bir ifadeyle oranın temel belirleyicileri, firmanın kazançlarındaki büyüme oranı ile sahip olduğu risktir. Bu bakımdan F / K oranı firmanın riskliliği ile doğru orantılı, kardaki büyüme ile ters orantılıdır. Firmanın hisse senedi fiyatları yükseldikçe hisse senedini satan alan yatırımcıların kar elde etme riski arttığından risk arttıkça oran artar. Fiyat düştüğünde ise riski azalır ve oran da azalır³¹³.

³⁰⁹ Mutluay, A.H. ve Turaboğlu, T., "Döviz Kuru Değişimlerinin Firma Performansına Etkileri: Türkiye Örneği", **BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar**, Cilt: 7, Sayı: 1, 2013, s. 66.

³¹⁰ Sökmen, A.G., **Çalışma Semayesi Yönteminin Firma Performansı Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul'a Kote Edilmiş İmalat Şirketleri Üzerine Bir Araştırma**, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, 2013, Adana, s. 55.

³¹¹ Çetenak, a.g.e., s. 22.

³¹² Sökmen, a.g.e., s. 55.

³¹³ Çetenak, a.g.e., s. 22.

3.1.7. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı: Firmaların piyasa performansını ölçmek için kullandıkları en temel oranlardan biridir. Hisse senetlerinin mevcut fiyatlarına göre belirlenen piyasa değerinin, şirketin muhasebe kayıtlarına göre bulunan defter değerine oranlanması ile hesaplanır. Başka bir ifadeyle PD / DD oranı, hisse senedinin borsa fiyatı ile hisse senedinin defter değeri arasındaki ilişkiyi ortaya koymaktadır³¹⁴. PD / DD oranı şöyle hesaplanmaktadır:

$$PD / DD = \text{Hisse Senedi Borsa Değeri} / \text{Hisse Senedi Defter Değeri}$$

$$\text{Defter Değeri} = (\text{Varlıklar} - \text{Borçlar}) / \text{Hisse Senedi Sayısı}$$

Özellikle yatırımcılar tarafından sıklıkla kullanılan bu oranın tercih edilmesinin nedeni, firmanın piyasa değerinin bilançodaki defter değerinin ne kadar altında veya üstünde olduğuna bakarak, hisse senedi fiyatının aşırı değerli veya ucuz olduğu konusunda bir fikre sahip olmaktır³¹⁵.

3.1.8. Tobin Q Oranı: Tobin Q oranı, firmanın dolanımında bulunan hisse senetleri ve borçlarının piyasa değeri toplamının varlıklarının cari yerine koyma maliyetine oranı şeklinde tanımlanabilmektedir. Bu oran firmanın faaliyetlerini sürdürürken kullanılan varlıkların, yeniden üretim maliyetinden daha fazla bir değer yaratması mantığına dayanmaktadır. Tobin Q oranının 1'in üzerinde olması, analiz edilen firmanın varlıklarını iyi kullandığını ve yatırımcılara, firmanın büyüme fırsatları ve rekabet gücü hakkında olumlu ipuçları verdiğini gösterir. Oranın 1'in altında olması durumunda ise yatırımın marjinal getirisinin sermaye maliyetinin altında olduğunu gösterir. Çünkü bir firmanın yatırım fırsatlarının getirisi sermaye maliyetine eşitse Tobin Q oranının da 1'e eşit olması beklenir³¹⁶.

Bu çalışmada firma performansı ölçütlerinden karlılık oranlarının firmaların faaliyetleri üzerinde belirleyici bir etken olmasından dolayı aktif ve özsermaye karlılıkları, kullanılan net kaynağın getirisi ve hisse senedi getirisi oranları kullanılmıştır. Firma performansının belirlenmesinde operasyonel ölçüt olarak da firma yaşı ve ihracat payı verileri kullanılmıştır.

³¹⁴ Bolat, B.A., **Firma Performansını Etkileyen Faktörlerin Yapısal Eşitlik Modeli İle İncelenmesi**, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, 2009, İstanbul, s. 22.

³¹⁵ Çetenak, a.g.e., s. 20.

³¹⁶ Karakaya, A., **Mülkiyet Yapısının Firma Performansına Etkisi**, Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, 2004, Trabzon, s. 68.

3.2. DÖVİZ KURU DEĞİŞİMLERİNİN FİRMA PERFORMANSINA ETKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

3.2.1. ARAŞTIRMANIN AMACI

Bu çalışmada döviz kuru değişimlerinin firmaların performansları üzerinde etkisinin olup olmadığı araştırılmıştır. Bu bağlamda, ilk olarak Borsa İstanbul 100 Endeksi'nde yer alan, imalat ve ticaret sektöründe faaliyet gösteren 42 firmanın 2006-2014 yılları arasındaki firma performansı değişkenleri hesaplanmış, daha sonra reel döviz kuru endeksindeki değişimin firma performansına etkisi panel veri analizi ile araştırılmıştır.

3.2.2. ARAŞTIRMANIN VERİ SETİ

Araştırmaya dahil edilmek üzere Borsa İstanbul (BİST) 100 Endeksi'nde yer alan, 42 firma belirlenmiştir. 2005 yılı ve öncesi verilerin kesintisiz şekilde elde edilmemesi nedeni ile çalışmanın dönemi 2006-2014 olarak belirlenmiştir. Piyasa performansının ölçülmesi için, BİST100'de işlem gören söz konusu firmaların yayınladıkları yıllık finansal tablolarından ve faaliyet raporlarından yararlanılarak, Toplam Varlıklar, Kısa Vadeli Borçlar, Öz Kaynaklar, Esas Faaliyet Kar/Zararları, Net Kar, Yurt Dışı Satışlar, Toplam Satışlar ve Firma Yaşı verileri sağlanmıştır. Firmalara ait finansal veriler www.kap.gov.tr ve www.finnet.com.tr internet adreslerinden elde edilmiştir ve veriler kullanılarak firmaların performansını ölçmede belirleyici olan; varlıkların getirisi (return on assets-ROA), özsermayenin getirisi (return on equity-ROE) ve kullanılan net kaynağın getirisi (return on net capital employed-ROCE) hesaplanmıştır. Performans değişkenleri yıllık olarak hesaplanmıştır.

Hesaplamalarda kullanılan formüller Tablo 3.1'de yer almaktadır.

Tablo 3.1.: Analizde Kullanılan Değişkenler ve Hesaplanışları

Piyasa Performansı Değişkenleri	Hesaplanma şekli
Hisse Senedi Getirisi (HSG)	$\text{Log}(\text{Getirinin Hesaplanacağı Yılın Kapanış Fiyatı} / \text{Önceki Yılın Kapanış Fiyatı})$
Varlıkların Getirisi (ROA)	Net Kar / Toplam Aktif
Özsermayenin Getirisi (ROE)	Net Kar / Toplam Özsermaye
Kullanılan Net Kaynağın Getirisi (ROCE)	FVÖK / (Toplam Aktif – KVB)
İhracat Payı	Yurt Dışı Satışlar / Net Satışlar
Firma Yaşı	2015 – Kuruluş Yılı + 1

Tablo 3.2.'de araştırmaya dahil edilen 42 firmanın listesi ve sektörü yer almaktadır.

Tablo 3.2.: Analize Tabi Tutulan Şirket ve Sektör Listesi

SIRA	SEKTÖR	BİST KODU	ŞİRKET ADI
1	İMALAT	ADEL	ADEL KELEMCİLİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.
2	İMALAT	AFYON	AFYON ÇİMENTO SANAYİ T.A.Ş.
3	İMALAT	AKSA	AKSA AKRİLİK KİMYA SANAYİ A.Ş.
4	İMALAT	ALKİM	ALKİM ALKALİ KİMYA A.Ş.
5	İMALAT	ANACM	ANADOLU CAM SANAYİ A.Ş.
6	İMALAT	ARCLK	ARÇELİK A.Ş.
7	İMALAT	AYGAZ	AYGAZ A.Ş.
8	İMALAT	BAGFS	BAGFAŞ BANDIRMA GÜBRE FABRİKALARI A.Ş.
9	TİCARET	BİMAS	BİM BİRLEŞİK MAĞAZALAR A.Ş.
10	İMALAT	BRSAN	BORUSAN MANNESMANN BORU SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
11	İMALAT	BRISA	BRİSA BRIDGESTONE SABANCI LASTİK SAN.VE TİC.A.Ş
12	İMALAT	CCOLA	COCA-COLA İÇECEK A.Ş.
13	İMALAT	CIMSA	ÇİMSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
14	TİCARET	DOAS	DOĞUŞ OTOMOTİV SERVİS VE TİCARET A.Ş.
15	İMALAT	AEFES	ANADOLU EFES BİRACILIK VE MALT SANAYİİ A.Ş.
16	İMALAT	EGEEN	EGE ENDÜSTRİ VE TİCARET A.Ş.
17	TİCARET	ENKAI	ENKA İNŞAAT VE SANAYİ A.Ş.
18	İMALAT	ERBOS	ERBOSAN ERCİYAS BORU SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.
19	İMALAT	EREGL	EREĞLİ DEMİR VE ÇELİK FABRİKALARI T.A.Ş
20	İMALAT	FROTO	FORD OTOMOTİV SANAYİ A.Ş.
21	İMALAT	GOODY	GOODYEAR LASTİKLERİ TÜRK A.Ş.
22	İMALAT	GOLTS	GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş
23	İMALAT	GUBRF	GÜBRE FABRİKALARI T.A.Ş

24	İMALAT	HURGZ	HÜRRİYET GAZETECİLİK VE MATBAACILIK A.Ş.
25	İMALAT	ASUZU	ANADOLU ISUZU OTOMOTİV SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
26	İMALAT	KRDMD	KARDEMİR KARABÜK DEMİR ÇELİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
27	İMALAT	KARSN	KARSAN OTOMOTİV SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.
28	İMALAT	KARTN	KARTONSAN KARTON SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
29	İMALAT	KONYA	KONYA ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.
30	İMALAT	MNDRS	MENDERES TEKSTİL SAN. VE TİC. A.Ş.
31	TİCARET	MGROS	MİGROS TİCARET A.Ş.
32	İMALAT	OTKAR	OTOKAR OTOMOTİV VE SAVUNMA SANAYİ A.Ş.
33	İMALAT	PETKM	PETKİM PETROKİMYA HOLDİNG. A.Ş.
34	İMALAT	SASA	SASA POLYESTER SANAYİ A.Ş.
35	İMALAT	SODA	SODA SANAYİİ A.Ş.
36	İMALAT	TATGD	TAT GIDA SANAYİ A.Ş.
37	İMALAT	TOASO	TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş.
38	İMALAT	TRKCM	TRAKYA CAM SANAYİİ A.Ş.
39	İMALAT	TRCAS	TURCAS PETROL A.Ş.
40	İMALAT	TUPRS	TÜPRAŞ, TÜRKİYE PETROL RAFİNERİLERİ A.Ş.
41	İMALAT	TTRAK	TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT MAKİNELERİ A.Ş.
42	İMALAT	ULKER	ÜLKER BİSKÜVİ SANAYİ A.Ş.

Araştırmaya dahil olan 42 firmanın seçiminde, firmaların imalat ve ticaret sektörlerinde faaliyet göstermeleri ve belirtilen dönemler arasındaki finansal verilerin kesintisiz olarak sağlanması göz önünde bulundurulmuştur. Firmaların imalat sektörünün seçiminde dış ticaretin üretim, büyüme ve verimlilik üzerinde etkili olabileceği durumu göz önünde bulundurulurken; ticaret sektörünün alınmasında ise ülkeler arasında yapılan mal ve hizmet alışverişlerinin, ülkeler arası ilişkilere yansıtacağı ve bununda döviz kuru değişimlerinde etkili olabileceği durumu dikkate alınmıştır.

Tablo 3.3.'de araştırmaya dahil edilen firmaların sektörel dağılımı yer almaktadır.

Tablo 3.3.: Araştırmaya Dahil Edilen Firmaların Sektörel Dağılımı

SEKTÖR	FİRMA SAYISI
CAM VE CAM ÜRÜNLERİ SANAYİ	2
GIDA MADDELER SANAYİ	3
İÇKİ SANAYİ	1
DOKUMA	1
KAĞIT ÜRÜNLERİ, BASIM, YAYIN	1
KİMYA SANAYİ	3
DİĞER KİMYASAL ÜRÜNLER	1
PETROL RAFİNERİLERİ	1
ÇEŞİTLİ PETROL VE KÖMÜR TÜREVLERİ SANAYİ	4
LASTİK ÜRÜNLERİ SANAYİ	2
TAŞ VE TOPRAĞA DAYALI	4
İNŞAAT VE BAYINDIRLIK İŞLERİ	1
DEMİR, ÇELİK, METAL ANA SANAYİ	4
METAL EŞYA SANAYİ	2
ELEKTRİK MAKİNELERİ	1
GÜBRE VE ZİRAİ ÜRÜNLER	1
TAŞIT ARAÇLAR SANAYİ	6
TOPTAN PERAKENDE TİCARET	3
DİĞER İMALAT	1
TOPLAM	42

3.2.3. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

Çalışmada tahmin yöntemi olarak panel veri analizi kullanılmıştır. Panel veri analizi, belli bir zaman dönemi içinde birden fazla birimin aldığı bağımlı ve bağımsız değişkenleri içermektedir. Panel veri aynı yatay kesit birimlerinin zaman içerisinde tekrarlı gözlemlerinden oluşan veri seti olarak da tanımlanabilir³¹⁷.

Ekonometrik analizlerde çeşitli nedenlerden dolayı yatay kesit ve zaman serilerinin ayrı ayrı kullanılma eğilimi vardır; ya sadece kesit boyutu ile ya da sadece zaman boyutu ile ilgilenilmektedir. Bazı iktisadi ve finansal ilişkilerin analizinde tek bir boyutun yetersiz olması panel verilerin kullanımını gündeme getirmiştir. Yatay kesit veri birçok birimin sadece bir zamanına ait bilgisini verirken, zaman serisi verisi sadece bir birimin farklı zaman dönemlere ait bilgisini verir. Eğer hem farklı zaman dönemlerine göre, hem de farklı birimlere göre bilgilerin elde edilmesi isteniyorsa, panel veri kullanılması gerekmektedir.

Panel verilere ilk olarak Hildreth (1950)³¹⁸, Kuh (1959)³¹⁹, Grunfeld ve Griliches (1960)³²⁰ tarafından yapılan çalışmalarda değinilmiştir. Fakat uygulamalı çalışmalar 1990'lı yıllardan sonra yapılmıştır. Panel veriler birimler arası heterojenlik bilgisini içinde barındırarak birimler arası heterojenliğin kontrol edilmesini sağlamaktadır. Zaman serileri ve yatay kesit verileri heterojenliği kontrol etmediği için, sapmalı sonuçlar verme riskini doğurmaktadır. Bunun yanında panel veriler, daha bilgilendirici bulgular, daha fazla değişkenlik, değişkenler arasında daha az çoklu doğrusal bağlantı, daha fazla serbestlik derecesi ve tahminlerde daha fazla etkinlik vermektedirler³²¹.

Panel veriler değişim dinamiklerini daha iyi yansıtmaktadırlar. Görece istikrarlı görünüm sergileyen yatay kesit verileri birçok değişimi gizlemektedirler. Panel veriler zaman serisi ve yatay kesit verilerinde basitçe tespit edilemeyen etkileri daha kolay tanımlamaya ve ölçmeye imkan vermektedirler.

³¹⁷ Wooldridge, J. M., **Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data**, The Mit Press, Londra, 2002, s. 6.

³¹⁸ Hildreth, C., "Combining Cross-Section Data and Time Series", **Cowles Commission Discussion Paper: Statistics**, No: 347, 1950.

³¹⁹ Kuh, E., "The Validity of Cross-Sectionally Estimated Behavior Equations in Time Series Applications", **Econometrica**, No: 27, 1959.

³²⁰ Grunfeld, Y. ve Griliches, Z., "Is Aggregation Necessarily Bad?", **Review of Economics and Statistics**, 1960.

³²¹ Hsiao, C., **Analysis of Panel Data**, Cambridge University Press, Cambridge, 2003, s. 3.

Doğrusal Panel Veri Modelleri

Bir panel verinin en belirgin özelliği, hem birimden birime hem de bir andan başka bir ana meydana gelen değişiklikleri aynı anda içinde bulundurmasıdır. Bu yüzden panel veri modellerindeki seriler, yatay kesit veya zaman serisi araştırmalarındaki serilerden farklı olarak aşağıda gösterildiği gibi iki indise sahiptir³²².

$$y_{it} = \alpha + X_{it}\beta + u_{it} \quad i = 1, \dots, N; \quad t = 1, \dots, T$$

Yukarıdaki denklemde alt indis olarak i , yatay kesit boyutunu ifade ederken, t zaman serisi boyutunu ifade etmektedir. α skaler, β ; $K \times 1$ boyutlu parametreler sütun vektörü, X_{it} ise K tane açıklayıcı değişken için i inci birim t inci zamandaki gözlem değerleridir. u_{it} ise i inci birimin t zamanındaki hata terimidir³²³.

Sabit Birim Etkili ve Rassal Birim Etkili Modeller

Eğim parametreleri tüm yatay kesit birimleri için aynı iken, sabit parametre ise birim etki içermesi sebebiyle birimden birime değişmektedir. Birimler arasındaki farklılıklar sabit terimdeki farklılıklarla ifade edilmektedir. Bu da panel veri analizinde en çok kullanılan yöntemdir. β_{1i} 'nin birim etkileri içerisinde barındırdığı varsayımı yapılmaktadır ve $\beta_{1i} = \beta_1 + \mu_i$ şeklinde yazılmaktadır. Birimlerin gözlemlenemeyen spesifik etkisi μ_i ile ifade edilmektedir³²⁴. Dolayısıyla sabit birim etkili model aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir.

$$y_{it} = \beta_1 + \mu_i + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \dots + \beta_K X_{Kit} + u_{it} \quad i = 1, \dots, N \quad t = 1, \dots, T$$

Rassal birim etkili modeller ise, birimler arasındaki farklılıkların, sabit katsayının tahmininde değişikliğe yol açtığı düşünülen ve “Hata bileşenleri Modeli” olarak da adlandırılan modellerdir. Bu şekilde adlandırılmasının nedeni, modellerde birimler arasındaki farklılıkların, modelin hata terimine birime özel bir değişken eklenerek inceleniyor olmasıdır. Eklenen bu değişken sadece sabit katsayıyı etkileyecek şekilde modele dahil edilmektedir. β_{1i} ' birimlere göre değişen sabit parametrelerinin ortalaması β_1 olan rastlantısal olarak dağılmış değişkenler olduğu kabul edilmektedir.

³²² Şükrüoğlu, D., **Eşanlı Panel Veri Modelleri ve Bir Uygulama**, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul, 2008, s. 3.

³²³ Baltagi, B. H., **Econometric Analysis of Panel Data**, 3. Basım, John Wiley&Sons Inc, İngiltere, 2005, s. 11.

³²⁴ Baltagi, a.g.e., s. 11.

$$\beta_{1i} = \beta_1 + \mu_i$$

μ_i tesadüfü hata terimlerinin ise ortalamasının 0 varyansının σ_μ^2 olduğu kabul edilmektedir. Rassal birim etki model aşağıdaki şekilde elde edilmektedir.

$$y_{it} = \beta_1 + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \dots + \beta_K X_{Kit} + \mu_i + u_{it} \quad i = 1, \dots, N \quad t = 1, \dots, T$$

$$y_{it} = \beta_1 + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \dots + \beta_K X_{Kit} + w_{it} \quad i = 1, \dots, N \quad t = 1, \dots, T$$

w_{it} hata terimlerinin iki bileşenden meydana geldiği görülmektedir. Birincisi birimlerin spesifik etkisini belirten μ_i , ikincisi de zaman serilerinin ve yatay kesit birimlerinin hatalarını içeren hata bileşeni u_{it} . Bu nedenden dolayı "Hata Bileşenleri Modeli (ECM)" adını alır³²⁵.

3.2.4. ARAŞTIRMANIN BULGULARI

Araştırmada elde edilen veriler, Stata 14 paket programı kullanılarak analiz edilmiştir. Çalışmada panel veri analizi yöntemlerinden “sabit parametresi değişken modeller” üzerinde durulmuştur. Bu modeller, panel veri analizinde en çok kullanılan modeller olup birimlere ve zamanlara göre değişimleri hesaba katmanın en kolay yolu olarak ifade edilmektedir. Tek yönlü birim etkili modelleri tahmin edilmiştir. Sabit birim etkili ve rassal birim etkili modeller tahmin edildikten sonra Hausman spesifikasyon testi ile hangi modelin geçerli olduğu belirlenmiştir. Sonraki adımda ise panel veri analizindeki temel varsayımların testi yapılmış, bozulan varsayımlara karşı dirençli standart hatalar elde edilmiştir.

Çalışmada dört model oluşturulmuştur. Birinci modelde ilk olarak reel efektif döviz kuru (REDK) endeksindeki değişimin aktif karlılığı üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Daha sonra modele firma yaşı ve yurt dışı satışlar kontrol değişkenleri de ilave edilmiştir. REDK endeksindeki değişimin aktif karlılığı üzerindeki etkisi aşağıdaki modellerle incelenmiştir.

³²⁵ Gujarati, D. N., **Basic Econometrics**, Mcgraw-Hill Companies, 4. Basım, 2004, s. 648.

Model 1

$$Roa_{it} = \beta_1 + \beta_2 Redkd_{it} + \mu_i + u_{it} \quad i = 1, \dots, N \quad t = 1, \dots, T$$

Model 1a

$$Roa_{it} = \beta_1 + \beta_2 Redkd_{it} + \beta_3 firmayaşı_{it} + \beta_4 yurtdışı_{it} + \mu_i + u_{it} \quad i = 1, \dots, N \quad t = 1, \dots, T$$

Burada;

Roa_{it} : t döneminde i firmasının aktif karlılığı,

$Redkd_{it}$: t döneminde REDK endeksindeki değişim,

$firmayaşı_{it}$: t döneminde i firmasının firma yaşı,

$yurtdışı_{it}$: t döneminde i firmasının yurt dışı satışları,

β_1 : Sabit katsayı,

β_{it} : t döneminde i firması için tahmin edilen regresyon katsayısı,

μ_i : Birimlerin gözlemlenemeyen spesifik etkisi,

u_{it} : Birimlerinin hatalarını içeren hata bileşenidir.

Tablo 3.4.: Sabit Birim Etkiler Tahmincisi (Model 1)

Değişkenler	Katsayı	T-İstatistiği	P
Redkd	0.0403	0.81	0.419
Sabit	0.0709	22.44	0.000
N	R ²	F(1, 335)	Prob > F
378	0.0019	0.65	0.41
Sabit Birim Etkilerin Geçerliliği Testi		F(41,335)	Prob>F
		6.60	0.000

Sabit birim etkili modelin tahmin sonuçlarına bakıldığında F testinde modelin genelini anlamsız olduğu görülmektedir. Bunun yanında modelin determinasyon katsayısı (R²) 0.0019 olarak çok düşük seviyede hesaplanmıştır. Reel döviz kuru endeksindeki değişimin aktif karlılığı oranına anlamlı etkisinin olmadığı görülmüştür. Sabit birim etkilerinin geçerliliği için yapılan F testinde ise sabit birim etkilerin geçerli olduğu görülmektedir. Havuzlanmış EKK yerine sabit birim etkili model tercih edilmelidir.

Tablo 3.5.: Rassal Birim Etkiler Tahmincisi (Model 1)

Değişkenler	Katsayı	t-istatistiği	olasılık değeri
Redkd	0.0403	0.81	0.418
sabit	0.0709	8.91	0.000
N	R ²	Wald χ^2 (1)	prob > χ^2
378	0.0011	0.66	0.41
Breusch-Pagan LM Testi		$\chi^2(1)$	prob> χ^2
		215.84	0.000

Rassal birim etkili modelin tahmin sonuçlarına bakıldığında ise, Wald testi modelin genelini anlamsız olduğu göstermektedir. Bunun yan sıra modelin determinasyon katsayısı (R²) 0.0011 olarak çok düşük seviyede hesaplanmıştır. Reel döviz kuru endeksindeki değişimin aktif karlılığı oranına anlamlı etkisinin olmadığı anlaşılmaktadır. Rassal birim etkilerinin geçerliliği için yapılan Breusch-Pagan LM testinde ise, rassal birim etkilerin

geçerli olduğu görülmektedir. Havuzlanmış EKK yerine rassal birim etkili model tercih edilmelidir.

Sabit birim etkili model mi yoksa rassal birim etkili model mi geçerliliğinin testi ise Hausman spesifikasyon testi ile yapılmaktadır³²⁶.

Tablo 3.6: Hausman Testi Sonuçları (Model 1)

Hausman Testi	$\chi^2(1)$	prob > χ^2
	0.00	1.000

H_0 : Katsayılar arasındaki fark sistematik değildir.

H_1 : Katsayılar arasındaki fark sistemattir.

Sabit etkiler modeli H_0 ve H_1 hipotezleri altında tutarlı, rassal etkiler modeli H_1 hipotezi altında tutarsız ve H_0 hipotezi altında etkindir, temel ve alternatif hipotezleri altında Hausman testi yapılmıştır. Hausman test istatistiğine bakıldığında H_0 temel hipotezinin kabul edildiği görülmektedir. Rassal etkili tahmincilerinin geçerli olduğuna karar verilmiştir.

Panel veri regresyonundaki temel varsayımların testi için rassal birim etkili modellerde geçerli olan Leneve, Brown ve Forsythe'nin heteroskedasite (değişen varyans) testi, otokorelasyon için LM ve düzeltilmiş LM testi, birimler arası bağımlılığın sınanması için ise Pesaran testi kullanılmıştır.

³²⁶ Hausman, J.A., "Specification Tests in Econometrics", *Econometrica*, No: 46, 1978.

Tablo 3.7: Leneve, Brown ve Forsthe Değişen Varyans Testi Düzeltilmiş LM Testi ve Pesaran Testi

Leneve, Brown ve Forsthe Değişen Varyans Testi			
W_0	3.24	prob > F	0.000
W_{10}	2.47	prob > F	0.000
W_{50}	3.24	prob > F	0.000
Düzeltilmiş LM Testi			
LM	10.89	prob > $\chi^2(1)$	0.000
Pesaran Testi			
CD	5.94	Prob	0.000

Leneve, Brown ve Forsthe'nin test istatistikleri (41,336) serbestlik dereceli Snedecor F tablosu ile karşılaştırılarak H_0 : birimler arası varyanslar eşittir temel hipotezini red etmişlerdir. Bu nedenle modelde değişen varyans sorunu vardır.

Düzeltilmiş LM testi ve Pesaran'ın birimler arası bağımlılık testi sonuçlarına bakıldığında her iki varsayımın da ihlal edildiği sonucu çıkartılmaktadır.

Değişen varyans, otokorelasyon ve birimler arası bağımlılık problemlerine karşı Beck-Katz (1995)³²⁷ rassal etkiler modeli için "panel düzeltilmiş standart hataları" tahmincisini önermiştir.

³²⁷ Beck, N. ve Katz, J. N., "What to Do (and not to do) with Time Series Cross-Section Data", **American Political Science Review**, No: 89, 1995.

Model 1**Tablo 3.8.: PCSE Tahmincisi**

Değişkenler	Katsayı	z-istatistiği	p
Redkd	0.0328	0.52	0.606
sabit	0.0720	9.46	0.000
N	R ²	Wald χ^2 (1)	prob > χ^2
378	0.0218	0.27	0.60

Modelin tahmin sonuçlarına bakıldığında Wald testi modelin genelini anlamsız olduğu görülmektedir. Bunun yanı sıra modelin determinasyon katsayısı (R²) 0.0218 çok düşük seviyede hesaplanmıştır. REDK endeksindeki değişimin aktif karlılığı oranına anlamlı etkisinin olmadığı anlaşılmaktadır.

Model 1a**Tablo 3.9.: PCSE Tahmincisi**

Değişkenler	Katsayı	z-istatistiği	p
Redkd	0.0336	0.54	0.591
lnFirmayaşı	-0.0023	-0.15	0.883
Yds	-0.0134	-0.61	0.541
sabit	0.0842	1.35	0.177
N	R ²	Wald χ^2 (1)	prob > χ^2
378	0.0232	0.75	0.86

Modelin tahmin sonuçlarına bakıldığında Wald testi modelin genelini anlamsız olduğu görülmektedir. Bunun yanı sıra modelin determinasyon katsayısı (R²) 0.0232 çok düşük seviyede hesaplanmıştır. REDK endeksindeki değişimin, firma yaşının ve yurt dışı satışların aktif karlılığı oranına anlamlı etkisinin olmadığı görülmektedir.

İkinci modelde ilk olarak reel efektif döviz kuru (REDK) endeksindeki değişimin öz sermaye karlılığı üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Daha sonra modele firma yaşı ve yurt dışı satışlar kontrol değişkenleri de ilave edilmiştir. REDK endeksindeki değişimin öz sermaye karlılığı üzerindeki etkisi aşağıdaki modellerle incelenmiştir.

Model 2

$$Roe_{it} = \beta_1 + \beta_2 Redkd_{it} + \mu_i + u_{it} \quad i = 1, \dots, N \quad t = 1, \dots, T$$

Model 2a

$$Roe_{it} = \beta_1 + \beta_2 Redkd_{it} + \beta_3 firmayaşı_{it} + \beta_4 yurtdışı_{it} + \mu_i + u_{it} \quad i = 1, \dots, N \quad t = 1, \dots, T$$

Burada;

Roe_{it} : t döneminde i firmasının öz sermaye karlılığı,

$Redkd_{it}$: t döneminde REDK endeksindeki değişim,

$firmayaşı_{it}$: t döneminde i firmasının firma yaşı,

$yurtdışı_{it}$: t döneminde i firmasının yurt dışı satışları,

β_1 : Sabit katsayı,

β_{it} : t döneminde i firması için tahmin edilen regresyon katsayısı,

μ_i : Birimlerin gözlemlenemeyen spesifik etkisi,

u_{it} : Birimlerinin hatalarını içeren hata bileşenidir.

Tablo 3.10.: Sabit Birim Etkiler Tahmincisi (Model 2)

Değişkenler	Katsayı	t-istatistiği	olasılık değeri
Redkd	0.0344	0.35	0.723
sabit	0.1263	20.49	0.000
N	R ²	F(1, 335)	prob > F
378	0.0004	0.13	0.72
Sabit Birim Etkilerin Geçerliliği Testi		F(41,335)	prob>F
		9.40	0.000

Sabit birim etkili modelin tahmin sonuçlarına bakıldığında F testinde modelin genelinin anlamsız olduğu görülmektedir. Bunun yanında modelin determinasyon katsayısı (R²) 0.0004 olarak çok düşük seviyede hesaplanmıştır. Reel döviz kuru endeksindeki değişimin öz sermaye karlılığı oranına anlamlı etkisinin olmadığı anlaşılmaktadır. Sabit birim etkilerinin geçerliliği için yapılan F testinde ise sabit birim etkilerin geçerli olduğu görülmektedir. Havuzlanmış EKK yerine sabit birim etkili model tercih edilmelidir.

Tablo 3.11.: Rassal Birim Etkiler Tahmincisi (Model 2)

Değişkenler	Katsayı	t-istatistiği	olasılık değeri
Redkd	0.0344	0.81	0.418
sabit	0.01263	8.91	0.000
N	R ²	Wald χ^2 (1)	prob > χ^2
378	0.0002	0.13	0.72
Breusch-Pagan LM Testi		$\chi^2(1)$	prob> χ^2
		343.78	0.000

Rassal birim etkili modelin tahmin sonuçlarına bakıldığında Wald testi modelin genelinin anlamsız olduğu görülmektedir. Bunun yanında modelin determinasyon katsayısı (R²) 0.0002 olarak çok düşük seviyede hesaplanmıştır. Reel döviz kuru endeksindeki değişimin öz sermaye karlılığı oranına anlamlı etkisinin olmadığı anlaşılmaktadır. Rassal birim etkilerinin geçerliliği için yapılan Breusch-Pagan LM testinde ise rassal birim etkilerin

geçerli olduğu görülmektedir. Havuzlanmış EKK yerine rassal birim etkili model tercih edilmelidir.

Sabit birim etkili model ile rassal birim etkili model arasındaki geçerlilik testi ise Hausman spesifikasyon testi ile yapılmaktadır.

Tablo 3.12.: Hausman Testi Sonuçları (Model 2)

Hausman Testi	$\chi^2(1)$	prob > χ^2
	0.00	1.000

H_0 : Katsayılar arasındaki fark sistematik değildir.

H_1 : Katsayılar arasındaki fark sistemattir.

Sabit etkiler modeli H_0 ve H_1 hipotezleri altında tutarlı, rassal etkiler modeli H_1 hipotezi altında tutarsız ve H_0 hipotezi altında etkindir, temel ve alternatif hipotezleri altında Hausman testi yapılmıştır. Hausman test istatistiğine bakıldığında H_0 temel hipotezinin kabul edildiği görülmektedir. Rassal etkili tahmincilerinin geçerli olduğuna karar verilmiştir.

Panel veri regresyonundaki temel varsayımların testi için rassal birim etkili modellerde geçerli olan Leneve, Brown ve Forsythe'nin heteroskedasite (değişen varyans) testi, otokorelasyon için LM ve düzeltilmiş LM testi, birimler arası bağımlılığın sınanması için ise Pesaran testi kullanılmıştır.

Tablo 3.13.: Leneve, Brown ve Forsthe Değişen Varyans Testi Düzeltilmiş LM Testi ve Pesaran Testi

Leneve, Brown ve Forsthe Değişen Varyans Testi			
W_0	3.36	prob > F	0.000
W_{10}	2.45	prob > F	0.000
W_{50}	3.36	prob > F	0.000
Düzeltilmiş LM Testi			
LM	5.67	prob > $\chi^2(1)$	0.0172
Pesaran Testi			
CD	7.76	Prob	0.000

Leneve, Brown ve Forsthe'nin test istatistikleri (41,336) serbestlik dereceli Snedecor F tablosu ile karşılaştırılarak H_0 : birimler arası varyanslar eşittir temel hipotezini red etmişlerdir. Bu nedenle modelde değişen varyans sorunu vardır.

Düzeltilmiş LM testi ve Pesaran'ın birimler arası bağımlılık testi sonuçlarına bakıldığında her iki varsayımında ihlal edildiği sonucu çıkartılmaktadır.

Değişen varyans, otokorelasyon ve birimler arası bağımlılık problemlerine karşı Beck-Katz (1995) rassal etkiler modeli için “panel düzeltilmiş standart hataları” tahmincisini önermiştir.

Model 2

Tablo 3.14.: PCSE Tahmincisi

Değişkenler	Katsayı	z-istatistiği	olasılık değeri
Redkd	0.0411	0.33	0.741
sabit	0.1279	8.20	0.000
N	R^2	Wald $\chi^2(1)$	prob > χ^2
378	0.0097	0.11	0.74

Modelin tahmin sonuçlarına bakıldığında Wald testi modelin genelinin anlamsız olduğu görülmektedir. Bunun yanında modelin determinasyon katsayısı (R^2) 0.0097 olarak çok düşük seviyede hesaplanmıştır. Reel döviz kuru endeksindeki değişimin öz sermaye karlılığı oranına anlamlı etkisinin olmadığı anlaşılmaktadır.

Model 2a

Tablo 3.15.: PCSE tahmincisi

Değişkenler	Katsayı	z-istatistiği	olasılık değeri
Redkd	0.0399	0.32	0.749
lnFirmayaş	-0.0425	-1.15	0.251
Yds	0.0180	0.38	0.707
sabit	0.1556	3.61	0.044
N	R^2	Wald χ^2 (1)	prob > χ^2
378	0.0133	1.43	0.69

Modelin tahmin sonuçlarına bakıldığında Wald testi modelin genelinin anlamsız olduğu görülmektedir. Bunun yanında modelin determinasyon katsayısı (R^2) 0.0133 olarak çok düşük seviyede hesaplanmıştır. Reel döviz kurundaki değişimin, firma yaşının ve yurt dışı satışların öz sermaye karlılığı oranına anlamlı etkisinin olmadığı görülmektedir.

Üçüncü modelde ilk olarak reel efektif döviz kuru (REDK) endeksindeki değişimin kullanılan net kaynağın getirisi üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Daha sonra modele firma yaşı ve yurt dışı satışlar kontrol değişkenleri de ilave edilmiştir. REDK endeksindeki değişimin kullanılan net kaynağın getirisi üzerindeki etkisi aşağıdaki modellerle incelenmiştir.

Model 3

$$Roce_{it} = \beta_1 + \beta_2 Redkd_{it} + \mu_i + u_{it} \quad i = 1, \dots, N \quad t = 1, \dots, T$$

Model 3a

$$Roce_{it} = \beta_1 + \beta_2 Redkd_{it} + \beta_3 firmayaşı_{it} + \beta_4 yurtdışı_{it} + \mu_i + u_{it} \quad i = 1, \dots, N \quad t = 1, \dots, T$$

Burada;

$Roce_{it}$: t döneminde i firmasının kullanılan net kaynağın getirisi,

$Redkd_{it}$: t döneminde REDK endeksindeki değişim,

$firmayaşı_{it}$: t döneminde i firmasının firma yaşı,

$yurtdışı_{it}$: t döneminde i firmasının yurt dışı satışları,

β_1 : Sabit katsayı,

β_{it} : t döneminde i firması için tahmin edilen regresyon katsayısı,

μ_i : Birimlerin gözlemlenemeyen spesifik etkisi,

u_{it} : Birimlerinin hatalarını içeren hata bileşenidir.

Tablo 3.16.: Sabit Birim Etkiler Tahmincisi (Model 3)

Değişkenler	Katsayı	t-istatistiği	olasılık değeri
Redkd	-0.0176	-0.24	0.814
sabit	0.1347	28.36	0.000
N	R ²	F(1, 335)	prob > F
378	0.0002	0.06	0.81
Sabit Birim Etkilerin Geçerliliği Testi		F(41,335)	prob>F
		10.33	0.000

Sabit birim etkili modelin tahmin sonuçlarına bakıldığında F testinde modelin genelinin anlamsız olduğu görülmektedir. Bunun yanında modelin determinasyon katsayısı (R²) 0.0002 olarak çok düşük seviyede hesaplanmıştır. Reel döviz kuru endeksindeki değişimin kullanılan net kaynağın getirisine anlamlı etkisinin olmadığı anlaşılmaktadır. Sabit birim etkilerinin geçerliliği için yapılan F testinde ise sabit birim etkilerin geçerli olduğu görülmektedir. Havuzlanmış EKK yerine sabit birim etkili model tercih edilmelidir.

Tablo 3.17.: Rassal Birim Etkiler Tahmincisi (Model 3)

Değişkenler	Katsayı	t-istatistiği	olasılık değeri
Redkd	-0.0176	-0.24	0.814
sabit	0.1347	8.91	0.000
N	R ²	Wald χ^2 (1)	prob > χ^2
378	0.0001	0.06	0.81
Breusch-Pagan LM Testi		$\chi^2(1)$	prob> χ^2
		382.60	0.000

Rassal birim etkili modelin tahmin sonuçlarına bakıldığında Wald testi modelin genelinin anlamsız olduğu görülmektedir. Bunun yanında modelin determinasyon katsayısı (R²) 0.0001 olarak çok düşük seviyede hesaplanmıştır. Reel döviz kuru endeksindeki değişimin kullanılan net kaynağın getirisine anlamlı etkisinin olmadığı anlaşılmaktadır. Rassal birim etkilerinin geçerliliği için yapılan Breusch-Pagan LM testinde ise rassal birim

etkilerin geçerli olduğu görülmektedir. Havuzlanmış EKK yerine rassal birim etkili model tercih edilmelidir.

Sabit birim etkili model ile rassal birim etkili model arasındaki geçerlilik testi ise Hausman spesifikasyon testi ile yapılmaktadır.

Tablo 3.18.: Hausman Testi Sonuçları (Model 3)

Hausman Testi	$\chi^2(1)$	prob > χ^2
	0.00	1.000

H_0 : Katsayılar arasındaki fark sistematik değildir.

H_1 : Katsayılar arasındaki fark sistemattir.

Sabit etkiler modeli H_0 ve H_1 hipotezleri altında tutarlı, rassal etkiler modeli H_1 hipotezi altında tutarsız ve H_0 hipotezi altında etkindir, temel ve alternatif hipotezleri altında Hausman testi yapılmıştır. Hausman test istatistiğine bakıldığında H_0 temel hipotezinin kabul edildiği görülmektedir. Rassal etkili tahmincilerinin geçerli olduğuna karar verilmiştir.

Panel veri regresyonundaki temel varsayımların testi için rassal birim etkili modellerde geçerli olan Leneve, Brown ve Forsythe'nin heteroskedasite (değişen varyans) testi, otokorelasyon için LM ve düzeltilmiş LM testi, birimler esaslı bağımlılığın sınanması için ise Pesaran testi kullanılmıştır.

Tablo 3.19.: Leneve, Brown ve Forsthe Değişen Varyans Testi Düzeltilmiş LM Testi ve Pesaran Testi

Leneve, Brown ve Forsthe Değişen Varyans Testi			
W_0	3.64	prob > F	0.000
W_{10}	2.42	prob > F	0.000
W_{50}	3.64	prob > F	0.000
Düzeltilmiş LM Testi			
LM	25.74	prob > $\chi^2(1)$	0.000
Pesaran Testi			
CD	3.18	Prob	0.0015

Leneve, Brown ve Forsthe'nin test istatistikleri (41,336) serbestlik dereceli Snedecor F tablosu ile karşılaştırılarak H_0 : birimler arası varyanslar eşittir temel hipotezini red etmişlerdir. Bu nedenle modelde değişen varyans sorunu vardır.

Düzeltilmiş LM testi ve Pesaran'ın birimler arası bağımlılık testi sonuçlarına bakıldığında her iki varsayımında ihlal edildiği sonucu çıkartılmaktadır.

Değişen varyans, otokorelasyon ve birimler arası bağımlılık problemlerine karşı Beck-Katz (1995) rassal etkiler modeli için “panel düzeltilmiş standart hataları” tahmincisini önermiştir.

Model 3

Tablo 3.20.: PCSE Tahmincisi

Değişkenler	Katsayı	z-istatistiği	olasılık değeri
Redkd	-0.0084	-0.08	0.932
sabit	0.1339	8.85	0.000
N	R^2	Wald $\chi^2(1)$	prob > χ^2
378	0.0040	0.01	0.93

Modelin tahmin sonuçlarına bakıldığında Wald testi modelin genelini anlamsız olduğu görülmektedir. Bunun yanında modelin determinasyon katsayısı (R^2) 0.0040 olarak çok düşük seviyede hesaplanmıştır. Reel döviz kurundeki değişimin kullanılan net kaynağın getirisine anlamlı etkisinin olmadığı anlaşılmaktadır.

Model 3a

Tablo 3.21. : PCSE Tahmincisi

Değişkenler	Katsayı	z-istatistiği	olasılık değeri
Redkd	-0.0102	-0.10	0.919
lnFirmayas	-0.0601	-2.26	0.024
Yds	0.0278	0.74	0.458
sabit	0.3589	3.65	0.000
N	R^2	Wald χ^2 (1)	prob > χ^2
378	0.0151	5.23	0.15

Modelin tahmin sonuçlarına bakıldığında Wald testi modelin genelini anlamsız olduğu görülmektedir. Bunun yanında modelin determinasyon katsayısı (R^2) 0.0151 olarak çok düşük seviyede hesaplanmıştır. Reel döviz kuru endeksindeki değişimin ve yurt dışı satışların kullanılan net kaynağın getirisine anlamlı etkisinin olmadığı görülmektedir. Firma yaşının ise kullanılan net kaynağın getirisine % 5 anlamlılık düzeyinde negatif anlamlı etkisinin olduğu görülmektedir.

Dördüncü modelde ilk olarak reel efektif döviz kuru (REDK) endeksindeki değişimin hisse senedi getirisi üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Daha sonra modele firma yaşı ve yurt dışı satışlar kontrol değişkenleri de ilave edilmiştir. REDK endeksindeki değişimin hisse senedi getiri üzerindeki etkisi aşağıdaki modellerle incelenmiştir.

Model 4

$$Hsg_{it} = \beta_1 + \beta_2 Redkd_{it} + \mu_i + u_{it} \quad i = 1, \dots, N \quad t = 1, \dots, T$$

Model 4a

$$Hsg_{it} = \beta_1 + \beta_2 Redkd_{it} + \beta_3 firmayaşı_{it} + \beta_4 yurtdışı_{it} + \mu_i + u_{it} \quad i = 1, \dots, N \quad t = 1, \dots, T$$

Burada;

Hsg_{it} : t döneminde i firmasının hisse senedi getirisi,

$Redkd_{it}$: t döneminde REDK endeksindeki değişim,

$firmayaşı_{it}$: t döneminde i firmasının firma yaşı,

$yurtdışı_{it}$: t döneminde i firmasının yurt dışı satışları,

β_1 : Sabit katsayı,

β_{it} : t döneminde i firması için tahmin edilen regresyon katsayısı,

μ_i : Birimlerin gözlemlenemeyen spesifik etkisi,

u_{it} : Birimlerinin hatalarını içeren hata bileşenidir.

Tablo 3.22.: Sabit Birim Etkiler Tahmincisi (Model 4)

Değişkenler	Katsayı	t-istatistiği	olasılık değeri
Redkd	1.5661	3.99	0.000
sabit	0.0569	2.28	0.023
N	R ²	F(1, 335)	prob > F
378	0.0455	15.92	0.000
Sabit Birim Etkilerin Geçerliliği Testi		F(41,335)	prob>F
		0.78	0.83

Sabit birim etkili modelin tahmin sonuçlarına bakıldığında F testinde modelin genelinin anlamlı olduğu görülmektedir. Bunun yanında modelin determinasyon katsayısı (R²) 0.0455 olarak hesaplanmıştır. Reel döviz kuru endeksindeki değişimin hisse senedi getirisine % 1 anlamlılık düzeyinde anlamlı etkisinin olduğu görülmektedir. Sabit birim etkilerinin geçerliliği için yapılan F testinde ise sabit birim etkilerin geçerli olmadığı görülmektedir. Sabit birim etkili model yerine havuzlanmış EKK yöntemi kullanılmalıdır.

Tablo 3.23.: Rassal Birim Etkiler Tahmincisi (Model 4)

Değişkenler	Katsayı	t-istatistiği	olasılık değeri
Redkd	1.5670	4.04	0.000
sabit	0.0569	2.31	0.021
N	R ²	Wald χ^2 (1)	prob > χ^2
378	0.0455	16.34	0.0001
Breusch-Pagan LM Testi		$\chi^2(1)$	prob> χ^2
		0.00	1.00

Rassal birim etkili modelin tahmin sonuçlarına bakıldığında Wald testi modelin genelinin anlamlı olduğu görülmektedir. Bunun yanında modelin determinasyon katsayısı (R²) 0.0455 olarak hesaplanmıştır. Reel döviz kuru endeksindeki değişimin hisse senedi getirisine % 1 anlamlılık düzeyinde anlamlı etkisinin olduğu görülmektedir. Rassal birim etkilerinin geçerliliği için yapılan Breusch-Pagan LM testinde ise rassal birim etkilerin geçerli

olmadığı görülmektedir. Rassal birim etkili model yerine havuzlanmış EKK yöntemi tercih edilmelidir.

Tablo 3.24.: Havuzlanmış EKK Tahmincileri (Model 4)

Değişkenler	Katsayı	t-istatistiği	olasılık değeri
Redkd	1.5670	3.91	0.000
sabit	0.0569	2.41	0.016
N	R ²	F(1,376)	prob>F
378	0.0417	16.34	0.000

Not: Dirençli standart hatalar elde edilmiştir.

Havuzlanmış EKK tahmincisi sonuçlarına bakıldığında F testi modelin genelini anlamlı olduğu görülmektedir. Bunun yanında modelin determinasyon katsayısı (R²) 0.0417 olarak hesaplanmıştır. Reel döviz kurun endeksindeki değişimin hisse senedi getirisine % 1 anlamlılık düzeyinde anlamlı etkisinin olduğu belirlenmiştir.

Model 4a

Tablo 3.25.: PCSE Tahmincisi

Değişkenler	Katsayı	t-istatistiği	olasılık değeri
Redkd	1.5673	3.90	0.000
lnFirmayas	0.0273	0.38	0.701
Yds	-0.0230	-0.10	0.838
sabit	-0.0429	-0.16	0.875
N	R ²	Wald χ^2 (1)	prob > F
378	0.0421	5.30	0.0014

Modelin tahmin sonuçlarına bakıldığında F testi modelin genelini anlamlı olduğunu göstermektedir. Bunun yanında modelin determinasyon katsayısı (R²) 0.0421 olarak hesaplanmıştır. Firma yaşının ve yurt dışı satışların hisse senedi getirisi üzerinde anlamlı

etkisinin olmadığı görülmektedir. Reel döviz kuru endeksindeki değişimin ise, hisse senedi getirisi üzerinde % 1 anlamlılık düzeyinde pozitif anlamlı etkisinin olduğu görülmektedir.

SONUÇ

Ekonomik birimlerin yatırım kararları alırken ve ticari faaliyetlerini sürdürürken karşı karşıya kaldıkları en büyük risk geleceği doğru tahmin edebilmektir. Bu bakımdan ekonomik dalgalanmalar, işletmeler açısından en önemli risk unsurudur. Kurlardaki değişimler, dışsal şoklar ve hükümetlerin parasal ve mali politikaları, vergi ayarlamaları, transfer harcamaları ve diğer faktörler ekonomiyi canlandırmakta ya da ekonomide gerilemeye sebep olmaktadır. Bütün bu faktörler firmaların finansal kararları üzerinde etkili olmaktadır.

Döviz kurundaki değişmelerin firmaların performanslarını etkilediği görüşüne yaygın olarak inanılır. Para birimlerindeki dalgalanmalar firmaların uluslararası faaliyetlerde bulunması ile yerli ve yabancı malların göreceli fiyatlarını ve döviz cinsinden sabit varlıkların ve yükümlülüklerin değerini değiştirerek firmaların performanslarını etkilemektedir. Özellikle yabancı para cinsinden nominal varlıklar (nakit dengesi gibi) kur riskinden korunmasız varlıklardır. Riskin yapısı ve derecesi, piyasa beklentileri ile gelecekte oluşacak satın alma gücünün yapısına bağlıdır. Başka bir deyişle beklentiler içseldir ve beklentilerin değişmesi ile de firma-sektör-piyasa getirisi etkilenmektedir.

Bu etkilere karşı firmaların aldıkları pozisyonların tersi şekilde oluşabilecek kimi olumsuzluklar, firmalara büyük mali zararlar verebilmektedir. Bu bakımdan riskin büyüklüğü, firmaların etkilere karşı izleyecekleri tutumlarda belirleyici olmaktadır. Bazı firmalar söz konusu etkilere karşı açık pozisyon bırakırlar ya da kayıtsız kalırlarken, bazı firmalar ise, etkilerden korunmak için ve bu etkilerin belirsizliklerini daha kabul edilebilir bir seviyeye getirmek için, firma içi ve firma dışı korunma yöntemlerini kullanırlar.

Döviz kurundaki değişimlerin firmalar ile ilişkisini açıklayan birçok çalışma yapılmıştır. Ulusal ve uluslararası literatüre bakıldığında döviz kurundaki değişimlerin firmalar üzerinde tahmin edildiğinden daha az etkisi olduğu yönünde bulgulara ulaşılmıştır. Araştırmalarda genellikle kurdaki değişimlerin firmalara gecikmeli olarak etki edeceği görüşüne ve uluslararası faaliyetleri daha çok olan firmaların kur değişmelerine karşı duyarlılıklarının daha fazla olduğu sonucuna varılmıştır. Bartov ve Bodnar (1994), Mutluay (2009), kurdaki değişmelerin firmaların performansları ve getirileri üzerinde gecikmeli etkileri olduğunu ileri sürmüşlerdir. Jorion (1990), Bodnar ve Wong (2003), Kıymaz (2003), Erol, Algüner ve Küçükkoçoğlu (2003), Yücel ve Kurt (2003), Gachua (2011), yurt dışı

satışları arttıkça ekonomik etkiye daha açık hale geldiği ve kur değişimlerinin firmaların getirilerine etki derecesinin dış ticaret ile doğru orantılı olduğunu ortaya koymuşlardır.

Bu çalışmada döviz kurundaki değişimlerin firma performansı üzerine etkileri araştırılmıştır. Kurlarda meydana gelen değişmeler, firmaları ekonomik, işlem ve muhasebe etkisi olmak üzere 3 yönden etkilemektedir: *Ekonomik etki*, döviz kurunda meydana gelen dalgalanmaların firmanın gelecek nakit akımlarının net bugünkü değerini etkileme derecesi olarak tanımlanmaktadır. Başka bir deyişle firmaların kazançları üzerindeki etkisi ile ilgilidir. Bu etki uzun vadeli ve çoklu işlemler üzerinde oluşmaktadır. *İşlem etkisi*, döviz kuru değişimlerinin, firmaların yabancı para cinsinden alacak ve borçları ile satış ve karlılık planları üzerindeki etkisidir. İşlem etkisi tarafların fiyat ve ödeme koşulları üzerinde anlaşmaya vardıkları andan itibaren etkisini gösterir ve öngörülemeyen kur değişiklikleri olduğu zaman firmaların kur riski ile karşı karşıya kalmasına neden olur. *Muhasebe etkisi ise*, yabancı para ile gösterilmiş varlıkların ve kaynakların ülke parası değerinde değişmeler sonucunda işletmenin defter değerindeki değişmedir. Başka bir ifadeyle, döviz kurlarındaki değişme sonucunda konsolide finansal tablolardaki bir değişme olarak tanımlanır.

Çalışmada ilk olarak Borsa İstanbul 100 Endeksi'nde işlem gören, imalat ve ticaret sektöründe faaliyet gösteren 42 firma belirlenmiştir. Söz konusu firmaların yıllık finansal tablolarından ve faaliyet raporlarından yararlanılarak firmaların performansını ölçmede belirleyici olan aktif karlılığı, öz sermaye karlılığı ve kullanılan net kaynağın getirisi değerleri ve firma yaşı ile ihracat payları hesaplanmıştır. Aynı zamanda www.finet.com internet adresinden temin edilen günlük kapanış fiyatlarından faydalanılarak firmaların hisse senedi getirileri hesaplanmıştır. Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi'nden günlük REDK alınmış ve EVIEWS 7 paket programı kullanılarak günlük kurlar yıllığa çevrilmiştir. REDK endeksindeki değişim ise $(Y_t - Y_{t-1}) / Y_{t-1}$ formülü kullanılarak hesaplanmıştır.

Çalışma da tahmin yöntemi olarak panel veri analizi kullanılmıştır. Analiz kapsamında dört model oluşturulmuştur. Birinci modelde, reel efektif döviz kuru (REDK) endeksindeki değişimin aktif karlılığı üzerindeki etkisi; ikinci modelde, REDK endeksindeki değişimin öz sermaye karlılığı üzerindeki etkisi; üçüncü modelde, REDK endeksindeki değişimin kullanılan net kaynağın getirisi üzerindeki etkisi; dördüncü modelde ise REDK endeksindeki değişimin hisse senedi getirisi üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Daha sonra her modele firma yaşı ve yurt dışı satışlar kontrol değişkenleri ilave edilmiştir. Sabit birim etkili model ve rassal birim etkili model olmak üzere iki modelin tahmin sonuçları değerlendirilmiştir. Sabit birim

etkili model ile rassal birim etkili model arasında geçerlilik testi için Hausman spesifikasyon testi yapılmıştır. Panel veri regresyonundaki temel varsayımların testi için rassal birim etkili modellerde geçerli olan Leneve, Brown ve Forsythe'nin heteroskedasite (değişen varyans) testi, otokorelasyon için LM ve düzeltilmiş LM testi, birimler arası bağımlılığın sınanması için ise Pesaran testi kullanılmıştır.

Sonuç olarak, reel döviz kuru endeksindeki değişimin aktif karlılığına, öz sermaye karlılığına ve kullanılan net kaynağın getirisine istatistiksel olarak anlamlı etkisinin olmadığı bulgusuna ulaşılmıştır. Ancak, reel döviz kurundaki değişimin hisse senedi getirisi üzerinde % 1 anlamlılık düzeyinde pozitif anlamlı etkisinin olduğu görülmüştür. Ayrıca, kurulan tüm modellerde firma yaşının ve yurt dışı satışlar kontrol değişkenlerinin firma performansı üzerinde anlamlı etkisinin olmadığı gözlenmiştir. Sadece kurulan üçüncü modelde firma yaşının kullanılan net kaynağın getirisine % 5 anlamlılık düzeyinde negatif anlamlı etkisinin olduğu görülmüştür.

Çalışma sonuçları literatür ile karşılaştırıldığında, Mutluay araştırmasında REDK'nin işletmenin performansı üzerine etkilerini incelemiş ve performans ölçütü olarak üç aylık bilanço dönemlerinde Kullanılan Net Kaynağın Getirisi (ROCE) baz almıştır. Analiz sonucunda sadece 3 işletmenin performansının, REDK değişimlerine duyarlı olduğu tespit edilmiştir. Fakat döviz kurundaki değişimlerin işletme performanslarını gecikmeli olarak etkileyebileceği düşüncesiyle modeline bir dönem gecikme daha eklemiş ve analiz sonucunda REDK değişimlerinden bir dönem gecikmeli olarak etkilenen işletmelerin sayısı 22'ye çıkmıştır. Buna göre REDK endeksindeki bir birimlik artışın (azalış) işletmelerin ROCE oranlarını ortalama 1,96 azalttığı (arttırdığı) ifade etmiştir. Bu yönüyle, bu çalışma ile ters düşmektedir. Koutmos ve Martin (2003), Almanya, Japonya, İngiltere, ve ABD olmak üzere dört büyük ülkenin verilerini kullanarak yaptıkları çalışmayı destekler niteliktedir. Çalışmalarının sonucunda kurlardaki artış ve azalışların hisse senedi getirilerini etkilediği sonucuna ulaşmışlardır. Yine Muller ve Verschoor (2007) yaptıkları çalışmada döviz kurundaki değişimlerin çok uluslu firmaların hisse senedi getiri oynaklığı ile pozitif ilişkili olduğu ve para krizi mevcut olduğunda hisse senedi getiri değişkenliği üzerinde önemli bir etkisinin olacağını ortaya koymuşlardır. Doğru ve Receptoğlu (2013) tarafından yapılan çalışmada ise Türkiye'de hisse senedi getirisi ile Euro/TL ve Dolar/TL döviz kurları arasındaki uzun ve kısa dönem ilişkileri, aylık verilerle doğrusal ve doğrusal olmayan eş bütünleşme yaklaşımı çerçevesinde analiz etmişlerdir. Çalışmalarının sonucuna göre

Türkiye’de hem 1990-2013 arası dönemde hem de 2001-2013 dönemde döviz kurları ve hisse senedi getirileri eş bütünleşik olarak hareket ettiğini ve uzun dönem elastikiyetleri bütün dönemler ve döviz kurları için anlamlı ve pozitif olduğuna ulaşımlardır. Buna göre döviz kurlarında meydana gelen yüzde birlik artışların hisse senedi getirilerinde yüzde 0.5 ile yüzde 1.8 arasında arttırması beklenmektedir. Söz konusu çalışmalar kur değışimlerinin hisse senedi getirisini etkilemesi bakımından bu çalışmayı destekler niteliktedir.

KAYNAKÇA

KİTAPLAR

Ahn, M. J., Falloon, W. D. (1991), **Strategic Risk Management, How Global Corporations Manage Financial Risk For Competitive Advantage**, First Edition, Mc-Graw Hill, U.K.

Akdiş, M. (2001), **Para Teorisi ve Politikası**, Beta, İstanbul.

Akdoğan, N. ve Tenker, N. (2001), **Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri**, Gazi Kitabevi, Ankara.

Baltagi, B. H. (2005), **Econometric Analysis of Panel Data**, 3. Basım, John Wiley&Sons Inc, İngiltere.

Belkaoui, A. (1991), **Multinational Management Accounting**, Quorum Books, New York.

Bennett, D. (1988), **Managing Foreign Exchange Risk**, Financial Times Prentice Hall, New York, London, San Francisco.

Blake, D. (2000), **Financial Market Analysis**, British Library Cataloguing in Publication Data Other Wiley Editorial Offices, Second Edition.

Buckley, A. (2000), **Multinational Finance**, Prentice Hall, Fourth Edition.

Bodart V. ve Reding, P. (1999), **Exchange Rate Regime, Volatility and International Correlation on Bond and Stock Markets**, Journal of International Money and Finance, Vol. 18.

Ceylan, A. (2003), **Finansal Teknikler**, Ekin Kitabevi, Bursa.

Chambers, N. (1998), **Türev Piyasalar**, Avcıol Yayınları, İstanbul.

Copeland, L. S. (2000), **Exchange Rates and International Finance**, Financial Times Prentice Hall, Third Edition, Great Britain.

Çağlar, Ü. (2002), **Dünya Ekonomisi**, Alfa Yayınlar, Bursa.

- Doğukanlı, H. (2012), **Uluslararası Finans**, Karahan Kitabevi, Adana.
- Dönmez, Ç. A., Başaran, Y., Doğru, G., Yılmaz, M. K., Uğur. S., Kartallı, Y. ve Ugan, G. (2002), **Finansal Vadeli İşlem Piyasasına Giriş**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İstanbul.
- Eiteman, D., K., Stonehill, A. ve Moffett, M. , H. (2001), **Multinational Business Finance**, Ninth Edition, Addison Wesley.
- Gujarati, D. N. (2004), **Basic Econometrics**, Mcgraw-Hill Companies, 4. Basım.
- Hughes J. E. ve Macdonald, S. B. (2002), **International Banking Text and Cases**, First Edition, Addison Wesley Series in Finance.
- Erdoğan, N. (1994), **Uluslararası İşletmelerde Mali Risk ve Yönetimi ve Çağdaş Finansman Teknikleri**, Mü-ka Yayıncılık, Ankara.
- Ertek, T. (2006), **Temel Ekonomi**, Beta, İstanbul.
- Ertürk, E. (1994), **Döviz Ekonomisi**, Der Yayınları, İstanbul.
- Ertürk, E. (1996), **Uluslararası İktisat**, Ekin, İstanbul.
- Gökçe, Ü. (2004), **İktisat II Uluslararası İktisat Para Banka**, Gökçe Kitabevi, Ankara.
- Griffiths, A., ve Wall, S. (1999), **Applied Economics**, Financial Times Prentice Halls, Eighth Edition, UK.
- Gümüşeli, S. (1994), **Döviz Kuru ve Faiz Oranı Risklerinden Korunma Teknikleri**, Ankara.
- Hsiao, C. (2003), **Analysis of Panel Data**, Cambridge University Press, Cambridge.
- Hughes, J.E. ve Macdonald, S.B. (2002), **International Banking Text and Cases**, Addison Wesley Series in Finance, New York.
- İyibozkurt, E. (2001), **Uluslararası İktisat**, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa.
- Karan, M. (2011), **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetim**, *Gazi Kitabevi*, Ankara.

- Karlık, R. (2002), **Uluslararası Ekonomi**, Beta, İstanbul.
- Kaya, F. (2011), **Uluslararası Finansman** , *Beta, İstanbul.*
- Kondak, N. (2002), **İşletmelerde Finansman Sorunu ve Çözüm Yolları**, Der Yayınları, İstanbul.
- Krugman P. R. ve Obstfeld, M. (2000), **International Economics Theory and Policy**, **Addison-Wesley Publishing**, Fifth Edition, USA.
- Mengütürk, M. (1995), **International Finance**, Literatür Yayıncılık, Second Edition, İstanbul.
- Oksay, S. (2001), **Döviz Kuru ve Ödemeler Bilançosu Politikaları:Türkiye**, Beta, İstanbul.
- Öçal, T. ve Çolak, F. (1999), **Finansal Sistem ve Bankalar**, Nobel, Ankara.
- Özdemir, M. (1997), **Finansal Yönetim**, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Parasız, İ. (2005), **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa.
- Parasız, İ. ve Yıldırım, K. (1994), **Uluslararası Finansman Teori ve Uygulama**, Ezgi Kitabevi, Bursa.
- Parlakkaya, R. (2003), **Finansal Türev Ürünleri ile Mali Risk Yönetimi ve Muhasebe Uygulamaları**, Nobel, Ankara.
- Salvatore, D. (1990), **International Economics**, Third Edition, New York.
- Seyidoğlu, H. (1997), **Uluslararası Finans**, Güzem, İstanbul.
- Seyidoğlu, H. (1999), **Uluslararası İktisat**, Güzem, İstanbul.
- Shapiro, A. , C. (2006), **Multinational Financial Management**, Eighth Edition, John Wiley Sons.
- Uzunoğlu, S. (1997), **Para ve Döviz Piyasaları**, Literatür Yayıncılık.
- Wooldridge, J. M. (2002), **Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data**, The

Mit Press, Londra.

MAKALELER

Adler, M. ve Dumas, B. (1984), "Exposure to Currency Risk: Definition and Measurement", **Financial Management**, Vol: 13, No: 2.

Ahtiala P. ve Orgler, Y. E. (1999), "The Value of Invoice Currency Choice in a Volatile Exchange Rate Environment", **Multinational Finance Journal**, Vol: 3, No: 1.

Aggarwal, R. ve Soenen, L. A. (1989), "Managing Persistent Real Changes in Currency Values: The Role of Multinational Operating Strategies", **Columbia Journal of World Business**, Vol: 24, No: 3.

Altınkemer, M. (1995), "Kur Faiz İlişkisi Üzerine Bir Çalışma", **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü**.

Azim Özdemir, K. ve Şahinbeyoğlu, G. (2000), "Alternatif Döviz Kuru Sistemleri", **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği**.

Bartov, E. ve Bodnar, G. M. (1994), "Firm Valuation, Earning Expectations and The Exchange Rate Exposure Effect", **The Journal of Finance**, Vol: 49, No: 5.

Bartram, S. M. (2004), "Linear and Nonlinear Foreign Exchange Rate Exposures of German Nonfinancial Corporations", **Journal of International Money and Finance**, Vol: 23, No: 4.

Başçı, S., "Vadeli İşlem Piyasası Aracı Olarak Swap'ın İşleyişi ve Finansal Piyasalardaki Kullanımları", **Gazi Üniversitesi Endüstriyel Sanatlar Eğitim Fakültesi Dergisi**, Yayın No: 11, No: 12.

Beck, N. ve Katz, J. N. (1995), "What To Do (And Not To Do) With Time Series Cross-Section Data", **American Political Science Review**, No: 89.

Bodnar, G. M. Ve Wong, M. H. F. (2003), "Estimating Exchange Rate Exposures: Issues Model Structure", **Financial Management**, Vol: 32, No:1.

- Boudoukh, J., Richardson M. ve Whitelaw, R. F. (1994), "Industry Returns and The Fisher Effect", **The Journal of Finance**, Vol: 49.
- Central Banks of Barbados (2007), "Foreign Exchange and Settlement Risk Management Guideline", No: 3.
- Chang, E. C. ve Wong, K. P. (2003), "Cross-Hedging with Currency Options and Future", **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol: 38, No: 3.
- Crowder, W. J. (1994), "Foreign Exchange Market Efficiency and Common Stochastic Trends", **Journal of International Money and Finance**, Vol: 13, No: 5.
- Çağlayan, E. (2009), "OECD Ülkelerinde Satın Alma Gücü Paritesi: Panel Eş Bütünleme Yaklaşımı", **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi**, Cilt: 26, Sayı: 1.
- Çiftçi, F. ve Yıldız, R. (2013), "Dış Ticarete Kur Riski Yönetimi: Temsili Bir Türk Dış Ticaret Firması İçin Uygulama Örnekleri", **Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, Cilt: 5, Sayı: 9.
- Dhanani, A. (2003), "Foreign Exchange Risk Management: A Case in The Mining Industry", **The British Accounting Review**, Vol: 35, No: 1.
- Dhasmana, A. (2013), "Real Effective Exchange Rate and Manufacturing Sector Performance: Evidence from Indian Firms", **MPRA Paper**, Working Paper No: 412.
- Doğru, B. Ve Receptoğlu, M. (2013), "Türkiye’de Hisse Senedi Fiyatları ve Döviz Kuru Arasında Doğrusal ve Doğrusal Olmayan Eş Bütünleşme İlişkisi", **Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**.
- Doidge, C., Griffin J. ve Williamson R. (2005), "Measuring The Economic Importance of Exchange Rate Exposure", **Journal of Empirical Finance**, Vol: 13, No: 4-5.
- Doğan, Z. (2013), "Kur Değişmelerinin İşletmeler Üzerindeki Olumsuz Etkileri ve Bu Etkilerin Yönetimine İlişkin Bir Alan Çalışması", **Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitü Dergisi**, Sayı: 6.

- Dominguez, K. M. E. ve Tesar, L. (2001), "Exchange Rate Exposure", **NBER Working Paper Series**, Working Paper: 8453.
- Ersan, İ. (1988), "Bankalarda Döviz Yönetimi", **Türkiye Bankalar Birliği Yayınları**, No: 150.
- Erol, Ü. (1994), "Futures Piyasaları: Teori ve Pratik", **Türkiye Bankalar Birliği**, Yayın No: 190.
- Eun C. S. ve Resnick, B. G. (1988), "Exchange Rate Uncertainty, Forward Contracts, and International Portfolio Selection", **The Journal of Finance**, Vol: 43, No: 1.
- Froot K. A., Scharfstein D. S. ve Stein, J. C. (1993), "Risk Management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies", **The Journal of Finance**, Vol: 48, No: 5.
- Grainger, G. , J. (1993), "Accounting for Foreign Operations 19th Century Contributions to the Accounting Literature", **The British Accounting Review**, Vol: 25, No: 2.
- Grant R. and Soenen, L. (2004), "Strategic Management of Operating Exposure", **European Management Journal**, Elsevier Ltd. Printed in Great Britain, Vol: 22, No: 1.
- Grunfeld Y. ve Griliches Z. (1960), "Is Aggregation Necessarily Bad?", **Review of Economics and Statistics**.
- Hausman, J. A. (1978), "Specification Tests In Econometrics", **Econometrica**, No: 46.
- Hildreth, C. (1950), "Combining Cross-Section Data and Time Series", **Cowles Commission Discussion Paper: Statistics**, No: 347.
- Humpage, Owen F. (2003), "Government Intervention in The Foreign Exchange Market", **Working Papers of The Federal Reserve Bank of Cleveland**.
- Hyun-Han, S. ve Soenen, L. (1999), "Exposure to Currency Risk by Us Multinational Corporations", **Journal of Multinational Financial Management**.
- İlter, B. ve Deveci, A., "Uluslar Arası Pazarlama", **Anadolu Üniversitesi Yayını**, No: 2921.

- İşgüden, B. (2008), "Risklerden Korunma Aracı Olarak Futures (Vadeli İşlem) Sözleşmeleri", **Mevzuat Dergisi**, Sayı: 122.
- İşleyen, İ. , S. (2011), "Döviz Kuru Riskini Azaltmanın Etkin Yolu Forward İşlemleri", **Mali Çözüm Dergisi**, Sayı: 105.
- Jorion, P. (1990), "The Exchange Rate Exposure of US Multinationals", **Journal of Business**, V: 63, No: 3.
- Karamollaoğlu, N. ve Yazgan, M. E. (2014), "Firm Exit and Exchange Rates: An Examination With Turkish Firm-Level Data", **Koç University-TÜSİAD Economic Research Forum Working Paper Series**, Workin Paper: 1411.
- Karapınar, A. (1988), "Yabancı Paralı Finansal Tabloların Çevirisi ve Kullanılan Yöntemler", **Mevzuat Dergisi**, Sayı: 10.
- Karatepe, Y. (2000), "Türev Piyasaları", **Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayını**, Yayın No: 587.
- Kaygusuzoğlu, M. (2011), "Finansal Türev Ürünlerden Forward Sözleşmeleri ve Muhasebe İşlemleri", **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt: 25, Sayı: 2.
- Kıymaz, H. (2003), "Estimation of Foreign Exchange Exposure: An Emerging Market Application", **Journal of Multinational Financial Management**, Vol: 13, No: 1.
- Koutmos, G. ve Martin, A. D. (2003), "Asymmetric Exchange Rate Exposure: Theory and Evidence", **Journal of International Money and Finance**, Vol: 22, No: 3.
- Kuh, E. (1959), "The Validity of Cross-Sectionally Estimated Behavior Equations in Time Series Applications", **Econometrica**, No: 27.
- Lastrapes W., D. ve Douglas Mcmillin, W. (2004), "Cross Country Variation in The Liquidity Effect: The Role of Financial Effects", **The Economic Journal**, Vol: 114, No: 498.
- Malindretos, J. (1995), "Hedging Preferences and Foreign Exchange Exposure Management", **Multinational Business Review**, Emerald Group Publishing, UK, Vol: 3 , No: 2.

- Marston, R., C. (1996), "The Effects of Industry Structure on Economic Exposure", **NBER Working Papers**, No: W5518.
- Moffett, M., H. ve Karlsen, J. K. (1994), "Managing Foreign Exchange Rate Economic Exposure", *Journal of International Financial Management Accounting*, Vol: 5, No: 2.
- Melvin M. ve Norrbin, S. C. (2013), "The Foreign Exchange Market", **International Money and Finance**, Elsevier Inc, Eighth Edition, USA.
- Muller, A. ve Verschoor F. C. (2007), "The Asian Crisis Exchange Risk Exposure of US Multinationals", **Managerial Finance**, Vol: 33, No: 9.
- Mumcu Akan, D. (2010), "Uluslararası Döviz Kuru Sistemlerinin Geleceği: Bretton Woods'a Geri Dönülebilir Mi?", **Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı: 2.
- Noreiko G. ve Solga D. (1999), "International Business Machines: A Case in Economic Exposure and Exchange Rate Movements", **International Trade Journal**, Vol: XIII, No: 4.
- Nydhal, S. (1999), "Exchange Rate Exposure, Foreign Involvement and Currency Hedging of Firms: Some Swedish Evidence", **European Financial Management**, Vol: 5, No: 2.
- Özcan, B. (2012), "Satın Alma Gücü Paritesi G7 Ülkeleri İçin Geçerli mi?", **Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 30, Sayı: 2.
- Özhan, T. (2012), "Türkiye İçin Optimum Döviz Kuru Rejiminin Belirlenmesine Yönelik Bir Uygulama", **Marmara Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı: 1.
- Öztürk, N. ve Bayraktar, Y. (2010), "Döviz Kurlarını Açıklamaya Yönelik Yeni Yaklaşımlar", **Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt: 11, Sayı: 1.
- Sayılğan, G. (1995), "Finansal Risk Yönetimi", **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, Sayı: 1, Cilt: 50.
- SPK (2007), "Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmeleri", **SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları**.

Srinivasulu, S., L. (1981), "Strategic Response to Foreign Exchange Risks", **The Columbia Journal of World Business**, Vol: 16, No: 1.

Swanson P. E. ve Caples Stephen C. (1987), "Hedging Foreign Exchange Risk Using Forward Foreign Exchange Markets: An Extension", **Journal of International Business Studies**, Vol: 18, No: 1.

Tomlin, B. ve Fung, L. (2010), "The Effect of Exchange Rate Movements on Heterogeneous Plants: A Quantile Regression Analysis", **Bank of Canada Working Paper**.

TÜİK (2008), "Satın Alma Gücü Paritesi Sorularla Resmi İstatistikler Dizisi - 4", **Türkiye İstatistik Kurumu**.

Yıldız, R. (1988), "Bankacılıkta ve Dış Ticarete Döviz Pozisyonlarının Kur Riskine Karşı Korunması", **Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları**.

TEZLER

Ağcaer, A. (2003) **Dalgalı Kur Rejimi Altında Merkez Bankası Müdahalelerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Bir Çalışma**, T. C. Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara.

Alperen, S. (1991), **Döviz Kuru Riski ve Risk Yönetimi Üzerine Bir İnceleme: Türkiye Örneği**, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.

Arslan, C. (2005), **Döviz Kuru Riski ve Yönetimi**, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara.

Atılğan, Ö. (2011), **Türkiye’de Uygulanan Döviz Kuru Politikaları ve Reel Döviz Kurunun Dış Ticaret Üzerine Etkisi**, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.

Bolat, B.A.(2009), **Firma Performansını Etkileyen Faktörlerin Yapısal Eşitlik Modeli İle İncelenmesi**, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul.

- Ceyhan, C. (2013), **Türev Ürünler ve Riskten Korunma**, Okan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.
- Çapçioğlu, B. (2001), **Döviz Kuru Riski Yönetimi ve Firma Bazında Türkiye Uygulaması**, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.
- Çetenak, E.H. (2012), **İşletme Grubu İlişkisinin Firma Performansına Etkisi: İMKB’de Bir Uygulama**, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, Adana.
- Çiçek, S. (1996), **Türkiye’de Döviz Kuru Sistemleri ve Politikalarının İhracata Etkileri (1980–2004)**, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İzmir.
- Çufadar, Ü. (2010), **Türkiye’deki Döviz Piyasasının Katılımcıları ve Katılımcıların Piyasadan Beklentileri**, Atılım Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara.
- Diñçer, N. (2005), **Döviz Kuru Dalgalanmalarının Asimetrik Etkileri: Türkiye Örneği**, Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü Uzmanlık Tezi, Yayın No: 2682.
- Ersan, E. (2008), **International Fisher Effect: A Reexamination Within The Co-Integration and Frameworks**, A Thesis Submitted to The Graduate School of Social Sciences of Middle East Technical University.
- Gachua, N. F. (2011), **The Effect of Foreign Exchange Exposure on A Firm’s Financial Performance: A Case of Listed Companies in Kenya**, A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of The Requirements for The Degree of Master Business Administration (Corporate Management) of The School of Business KCA University.
- Hayta, T. (2009), **Küçük ve Orta Boy İşletmelerde Döviz Kuru Riski Yönetimi**, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.
- Karakaya, A. (2004), **Mülkiyet Yapısının Firma Performansına Etkisi**, Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, Trabzon.

- Koçak, S. (2006), **Döviz Kurundaki Değişikliklerin Ekonomik Etkileri**, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Kahramanmaraş.
- Küçük, S. (2012), **Uluslararası Finansal Piyasaların ve Forex Piyasalarının Gelişimi: Türkiye'deki Durumu**, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Adana.
- Melal, O. (2011), **Dış Ticarete Döviz Kuru Riskinden Korunma Teknikleri Nuro Holding A.Ş. De Bir Uygulama**, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Eskişehir.
- Meslekî Eğitim ve Öğretim Sisteminin Güçlendirilmesi Projesi (2007), **Türev Piyasa Araçları**, Ankara.
- Mutlu, Ö. Y. (2004), **Döviz Kuru Riskinde Hedging ve Türkiye Uygulamaları**, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi, Ankara.
- Mutluay, H. (2009), **Döviz Kuru Değişimlerinin Firma Performansına Etkileri: Türkiye Örneği**, Mersin Üniversitesi Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Mersin.
- Nazlı, A., T. (2006), **Döviz Kuru Riski Yönetim Tekniklerinin Türkiye'de Uygulanabilirliği ve Uygulayıcıların Eğitiminin Önemi**, Gazi Üniversitesi Dış Ticaret Eğitimi Anabilim Dalı Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara.
- Özdemir, L., M. (2005), **İşletmelerde Döviz Kuru Riskinden Korunma (Hedging)Yöntemleri: İMKB'de İşlem Gören İmalat İşletmeleri Üzerine Bir Araştırma**, Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Afyon.
- Sever, E. (2004), **Döviz Kuru Rejimleri ve Ekonomik Etkileri Bakımından Türkiye'de Uygulanan Döviz Kuru Politikalarının Analizi**, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul.
- Sökmen, A.G. (2013), **Çalışma Semayesi Yönteminin Firma Performansı Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul'a Kote Edilmiş İmalat Şirketleri Üzerine Bir Araştırma**, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, Adana.

- Şen, İ. (2010), **Türev Ürünlerden Swap, Forward, Futures, Opsiyon İşlemleri ve Türkiye’de Vergilendirmelerinin Analizi ve Değerlendirilmesi**, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara.
- Şendur, Y. (2014), **Forex Piyasaları ve Türkiye Uygulamaları**, Osmaniye Korkut Ata Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Osmaniye.
- Şükrüoğlu, D. (2008), **Eşanlı Panel Veri Modelleri ve Bir Uygulama**, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul.
- Tekbacak, S. (2010), **Opsiyonlar ve Döviz Opsiyonlarının Merkez Bankalarında Döviz Kuruna Müdahale Aracı Olarak Kullanımı**, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara.
- Topuz Eker, D. (2013), **Sürdürülebilir Rekabet Avantajı ve Pazar Odaklılık: Pazar Odaklılık Firma Performansı İlişkisinde İçsel Pazarlamanın Rolü**, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul.
- Tunaboşlu, N. (2008), **Döviz Kuru Riski Firma Değeri İle İlişkisi: İMKB Şirketleri Üzerine Bir Uygulama**, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara.
- Yıldıran, M. (2003), **İhracat Yapan İşletmelerde Kur Riski Yönetimi ve Denizli Bölgesinde Değişik Ölçekli Firmalarda Uygulama**, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, Isparta.
- Yılmaz, S. (2013), **21 No’lu Türkiye Muhasebe Standardı Kapsamında Kur Farklarının Muhasebeleştirilmesi ve Finansal Tabloların Çevrilmesine İlişkin Uygulama**, İstanbul Aydın Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.
- Zanbak, M. (2008), **Döviz Kuru Riski Analizi: Türkiye Üzerine Ampirik Bir İnceleme**, Akdeniz Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Antalya.
- Zeynel, E. (2008), **Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Üzerine Bir Uygulama**, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Isparta.

YARARLANILAN İNTERNET ADRESLERİ

www.bddk.org.tr

www.baskent.edu.tr

www.bigpara.com.tr

www.borsamania.net

www.centralbank.org.tr

www.cumhuriyet.com.tr

www.denetimnet.net

www.ekodialog.com

www.ekonomikorumlar.com

www.ekonomiturk.blogspot.com

www.etsg.org.tr

www.finansrisk.com

www.gcmforex.com.tr

www.isyatirim.com.tr

www.mevzuatdergisi.com.tr

www.spk.gov.tr

www.tcmb.gov.tr