

**T. C.
GAZİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
MUHASEBE-FİNANSMAN BİLİM DALI**

**DÖVİZ KURU RİSKİNDE HEDGING
VE
TÜRKİYE UYGULAMALARI**

745095

**MASTER TEZİ
145095**

**Hazırlayan
Özlem Yeşim MUTLU**

**Tez Danışmanı
Yrd. Doç. Dr. Abdurrahman OKUR**

Ankara, 2004

Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü'ne

Özlem Yeşim MUTLU'ya ait "Döviz Kuru Riskinde Hedging ve Türkiye Uygulamaları" adlı çalışma, jürimiz tarafından Muhasebe – Finansman Anabilim Dalında YÜKSEK LİSANS TEZİ olarak kabul edilmiştir.

Başkan:Prof.Dr.Mevlt KARAKAYA

ye: Yrd. Doç. Dr. Abdurrahman OKUR (Danışman)

ye: Prof.Dr.Halim ERGEN

ÖNSÖZ

Batı Avrupa, Orta ve Uzakdoğu ile Kuzey Amerika ülkelerinde gelişen döviz piyasaları, bir yabancı paranın başka bir yabancı para cinsinden belirlendiği, dünyanın en büyük finansal piyasalarıdır.

Dünyanın küreselleşme sürecinde gelişen serbest piyasa ekonomilerinde, döviz kurlarında meydana gelen dalgalanmalar ihracat ve ithalatla uğraşan işletmeleri zor durumda bırakmaktadır. Kurlardaki ani değişikliklerden olumsuz yönde etkilenen işletmelerin zararını azaltmak için, dünyanın önde gelen finansman kuruluşları tarafından riskten korunma teknikleri geliştirilmiştir.

Bu çalışmanın amacı; firmaların nakit akımlarında döviz kurlarındaki dalgalanmalar nedeniyle oluşan olumsuzlukların en aza indirilmesinde, bir yöntem olarak döviz dayalı türev araçlarının önemi vurgulamak ve söz konusu riskten korunma yönteminin pratikteki uygulamasını enerji sektöründen seçilecek sanal bir firma yardımıyla ortaya koymaktır.

Hazırlık aşamasında bana yol gösteren , değerli zaman ve yardımlarını esirgemeyen tez danışmanım Yrd. Doç. Dr. Abdurrahman OKUR'a sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

Ayrıca çalışmanın her aşamasında yardımlarını esirgemeyen değerli mesai arkadaşlarıma teşekkürlerimi iletmek isterim. Çalışmam sırasında gösterdikleri anlayış ile onlara ayırmam gereken zamandan fedakarlık eden aileme de içten teşekkürlerimi sunarım.

Özlem Yeşim MUTLU

Nisan 2004

İÇİNDEKİLER

Önsöz	i
İçindekiler	ii
GİRİŞ	1

BÖLÜM 1

Günümüz Döviz Piyasaları

1. 1. Döviz Piyasasına Genel Bir Bakış	4
1. 2. Uluslararası Para Sisteminin Gelişimi	6
1. 2. 1. Altın Standardı (1870-1930)	6
1. 2. 2. Bretton Woods Sistemi((1944-1973)	7
1. 2. 3. 1973'den Sonraki Sistemler	9
1. 2. 3. 1 Sabit Kur Sistemi	9
1. 2. 3. 1. 1 Avrupa Para Sistemi (EMS) ve Avrupa Para Birim (ECU)	10
1. 2. 3. 1. 2 Ayarlanabilir Sabit Kur Sistemi ve Sakıncaları	11
1. 2. 3. 2 Esnek Kur Sistemi	12
1. 2. 3. 3 Karma Sistemler	16
1. 2. 4. SDR-Özel Çekme Hakları	17
1. 3. Piyasanın Yapısı	18
1.3.1 Alım Satım Odası (Dealing Room)	19
1.3.2 Bankalararası (Interbank) Piyasası ve Başlıca Merkezler	19
1. 4. Piyasanın İşleyişi	20

BÖLÜM 2

Döviz Kuru ve Kur Riski

2. 1 Döviz Kuru Tanımı	22
2.2 Döviz Kurunun Belirlenmesi	23
2.2.1 Cari Hesap Modelleri	25
2.2.2 Döviz Kuruna Finansal Yaklaşımlar	25
2.2.3 Döviz Kurlarında Parasal (Monetarist) Model	26
2.2.4 Portföy Tercihi Modelleri	26

2.2.5 Dinamik Döviz Kuru Modelleri	27
2.3 Konvertibilite	28
2.4 Döviz Kurlarını Etkileyen Faktörler.....	29
2. 2. 1 Ödemeler Dengesi Yaklaşımı.....	30
2. 2. 2 Satın alma Gücü Paritesi Yaklaşımı	31
2. 2. 3. Faiz Oranları	32
2. 2. 4. Para ve Maliye Politikaları	33
2. 2. 5. Politik ve Sosyal Etmenler	34
2.5 Döviz Kur Riski	34
2. 5.1. Firma Üzerine Döviz Kuru Etkileri.....	36
2.5.1.1.İşlem Etkisi	37
2.5.1.2.Çeviri (Bilanço/Muhasebe/Dönüştürme) Etkisi	38
2.5.1.3 Ekonomik (İşletme)	38
2. 5.2 Döviz Kuru Etkilerinden Korunma Yöntemleri.....	39
2.5.2.1 İşlem Etkisinden Korunma.....	39
2. 5. 2. 1.1 Sözleşmeli Korunma Yöntemleri.....	39
2. 5. 2. 1.2 Firma Stratejileri ile Korunma	42
2.5.2.2 İşletme (ekonomi) Etkisinden Korunma Yöntemleri.....	43
2. 5. 2.2.1 Pazarlama Tekniklerini Kullanarak Korunma	44
2. 5. 2.2.2 Üretim Yöntemi Tekniklerini Kullanarak Korunma	45
2.6 Kur Riski ve Kur Sistemleri İlişkisi	47
2.6.1 Sabit Kur Sisteminde Kur Riski	47
2.6.2 Ayarlanabilir Sabit Kur Sisteminde Kur Riski.....	48
2.6.3 Esnek Kur Sisteminde Kur Riski.....	48
2.7 Kur Riskine Karşı Korunma Stratejileri.....	49

BÖLÜM 3

Döviz Kuru Riskinde Hedging

3. 1 Hedging	51
3. 2 İçsel Hedging Teknikleri.....	52
3. 2. 1 İşletmeler Arası Alacak ve Borçların Netleştirilmesi.....	53
3. 2. 2. Gelir ve Ödemelerin Çakıştırılması	53

3. 2. 3 Nakit Akışlarını Öne Alma ve Geciktirme.....	54
3. 2. 4 Kontrat Fiyatını Forward Kuru ile Ayarlama.....	54
3. 2. 5 Sözleşmede Belirtilen Döviz Cinsini Değiştirme	55
3. 2. 6 Nakit Akışlarının Bir Merkezde Toplanması.....	55
3. 2. 7 İhracat Alacaklarının Tahsil Süresinin Hızlandırılması.....	56
3. 2. 8 Döviz Üzerinden Borçlanma	56
3. 2. 9 Para Piyasaları Yoluyla Hedging	57
3. 3 Dışsal Hedging Teknikleri	58
3. 3. 1 Döviz Alacak Senetlerinin İskonto Ettirilmesi.....	59
3. 3. 2 Factoring ve Forfaiting.....	59
3. 3. 3. İhracat Kredi Sigortası	60
3. 3. 4 Döviz Forward Sözleşmeleri.....	61
3. 3. 5 Döviz Futures Sözleşmeleri.....	62
3. 3. 5. 1. Futures Sözleşmeleri ile Döviz Kur Risk Yönetimi.....	63
3. 3. 5. 2 Döviz Futures Sözleşmelerinin Fiyatlandırılması.....	66
3. 3. 6 Döviz Opsiyonları	67
3. 3. 6. 1 Opsiyon Çeşitleri	70
3. 3. 6. 2 Opsiyon Avantajları ve Dezavantajları.....	72
3. 3. 6. 3 Opsiyon Alım-Satım Stratejileri.....	73
3. 3. 6. 4 Döviz Opsiyon Pozisyonları.....	74
3. 3. 6. 5 Döviz Opsiyonlarının Fiyatlandırılması	78
3. 3. 7 Swap	81
3. 3. 7. 1 Swap İşlemleri	82
3. 3. 7. 2 Döviz Swapı.....	84
3. 4 Uluslararası Muhasebe Standartları Yönünden Hedging	86

BÖLÜM 4

Döviz Dayalı Türev Araçlarının (Dışsal Hedging Tekniklerinin)

Türkiye Uygulamaları

4. 1 Türkiye’de Döviz Dayalı Türev Araç Piyasaları	88
4. 1. 1 Tezgah Üstü Piyasalar	88
4. 1. 2 Organize Piyasalar	89
4. 1. 2. 1 İMKB Vadeli İşlemler Piyasası	90

4. 1. 2. 1. 1 İMKB Vadeli İşlemler Piyasasının Kurulması.....	91
4. 1. 2. 1. 2 İMKB Vadeli İşlemler Piyasasında Yapılan İşlemler Ve Piyasasının Mevcut Durumu.....	92
4. 2 Türkiye’de Döviz Türev Araçlara İlişkin Hazine Uygulamaları.....	93
4. 3 İzmir Ticaret Borsası.....	95
SONUÇ	96
KAYNAKÇA.....	99
EK 1.....	103
EK 2.....	124
ÖZET	125
ABSTRACT	127



GİRİŞ

Dünyanın en büyük finansal piyasası olan döviz piyasasında, bir yabancı para değeri bir başka para cinsinden belirlenmektedir. En büyük mali piyasalardan biri olduğu için de, bu piyasaların işleyiş mekanizmasının bilinmesi döviz ile faaliyet gösteren veya döviz cinsinden varlık ve yükümlülüğe sahip olan her türlü yatırımcı açısından zorunlu hale gelmektedir.

Mal ve hizmet piyasalarının arz ve talebe göre belirlendiği serbest piyasa ekonomilerinde, döviz kurlarının gelecekte ne olacağı konusundaki belirsizlik ise, ihracat ve ithalatla uğraşan işletmeleri ileriye yönelik bir çok yatırım kararının alınmasında zor durumda bırakmaktadır.

Belirsizlikten dolayı karşılaşılan döviz kuru risklerinden korunmak için, dünyanın önde gelen finansman kuruluşları tarafından riskten korunma teknikleri geliştirilmiştir. Kurlarda meydana gelen değişimlerden doğacak risklere karşı etkin koruma sağlayan bu tekniklerin başında gelen dövize dayalı türev işlemlerinin (forward, futures, opsiyon, swap sözleşmeleri) kullanılmasının bilinmesi, günümüz piyasa koşullarında son derece önemli hale gelmiştir.

Son yıllarda Türkiye’de de, özellikle 2001 Şubat ayında yaşanan ekonomik krizden sonra dalgalı kur sistemine geçilmesi, tezgahüstü piyasadaki dövize dayalı türev işlemlerinde artışa neden olmuştur. Bu kapsamda, 15.08.2001 tarihinde “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Vadeli İşlemler Piyasası” faaliyete geçmiştir. Ancak ekonomide devam eden

belirsizlik ve spot piyasadaki aşırı dalgalanmalardan dolayı, piyasa faaliyete geçmesinden kısa bir süre sonra işlemler durma noktasına gelmiştir.

Yukarıdaki açıklamalar çerçevesinde, bu çalışmanın konusunu Türkiye’de ihracat ve ithalatla uğraşan işletmelerin döviz dayalı türev araçlarını kullanarak döviz kuru riskinden korunma yolları ve Türkiye uygulamaları oluşturmaktadır.

Bu kapsamda; çalışma giriş ve sonuç bölümü hariç dört ana bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde, genel olarak döviz piyasaları ve günümüze kadar uluslararası para piyasalarının gelişimiyle ilgili açıklamalar yapılmıştır.

Çalışmanın ikinci bölümünde, döviz kuru ve döviz kuru riski tanımlanmış, ve döviz kurlarını etkileyen faktörler ile bu faktörlerin etkilerinden dolayı oluşan kurlardaki değişimlerin ortaya çıkardığı risk türleri ortaya konulduktan sonra, bu bahsedilen kur risklerinden korunma stratejileri açıklanmıştır.

Üçüncü bölümde, bir risk yönetimi olan hedging (riskten korunma) tanımlandıktan sonra, hedging tekniklerinin özellikleri ve ithalat, ihracatla uğraşan işletmelerin kullandıkları bu hedging tekniklerinin içsel ve dışsal döviz dayalı türev araçları olarak ikiye ayrıldıktan sonra detaylı olarak örneklerle kullanımları üzerinde durulmuş ve uluslararası muhasebe standartları açısından hedging işlemleri incelenmiştir.

Dördüncü bölümde, Türkiye’de döviz dayalı türev araçların işlem gördüğü tezgahüstü piyasalarda yapılan işlemler ile İMKB Vadeli İşlemler

Piyasası'nın kuruluşu, bugüne kadar yapılan işlemler, piyasanın işlemeyişinin nedenleri üzerinde durulmuştur. Ayrıca daha sonra, Hazine'nin karşı karşıya kaldığı kur riski, Borçlanma Kanunu'nun çıkarılmasından sonra kur riskinden korunmak için kullandığı türev araçları bahsedilmiştir.

Sonuç bölümünde ise, çalışmanın genel bir değerlendirilmesi yapılarak ulaşılan sonuçlar özetlenmiştir.



BÖLÜM I

DÖVİZ PİYASALARI

1.1. Döviz Piyasasına Genel Bir Bakış

Döviz piyasası, yabancı paraların alınıp satıldığı ya da bir ulusal paranın başka bir paraya dönüştürülmesine olanak veren kurumsal yapıdır. Yabancı ulusal paralar nakit biçiminde olacağı gibi banka havaleleri, ödeme emirleri, döviz poliçeleri, mevduat sertifikaları veya seyahat çekleri vs. biçiminde de olabilmektedirler. Döviz piyasasında başlıca katılımcılar büyük ticari bankalar, bankalararası (interbank) piyasada işlem yapan döviz simsarları, uluslararası şirketler, merkez bankaları ve yatırım fonlarıdır.

Bireyler, kuruluşlar ve devletler çeşitli nedenlerle farklı ülkelerin paralarını alıp satmak istemektedirler. Bu döviz arz ve taleplerinin karşılaşmasını sağlayan piyasa döviz piyasasıdır. Bu piyasalarda oluşan döviz kuru; yabancı paralar cinsinden, yabancı ülkelerde ödenebilen kaydi paradır. Döviz piyasasını oluşturan alıcı ve satıcılar çeşitli iletişim araçlarıyla birbirleriyle haberleşmekte ve piyasasının işlemesini sağlamaktadırlar. Döviz piyasaları bu yönüyle de alıcı ve satıcıların birbirleriyle doğrudan alım-satım yapmadıkları ikincil piyasa özelliği taşımaktadır. Döviz piyasasının başlıca dört fonksiyonu vardır.

- 1- Kredi sağlama,
- 2- Satın alma gücü transferi,
- 3- Döviz risklerini önleme,
- 4- Dış ticaret dengesi kurulmasına yardım.

Avrupa, Kuzey Amerika ve Avustralya –Asya olmak üzere üç ana bölgede yer alan döviz piyasaları, tek bir piyasa gibi faaliyet göstererek katılımcılara yılda 365 gün ve her gün 24 saat işlem fırsatı tanımaktadırlar. Döviz piyasalarındaki bu işlemler, gün boyunca teleks ve Reuters ekranları ve telefon ile bankalar ve finans kuruluşlarınca gerçekleştirilmektedir.¹ Dünyada bulunan döviz piyasalarının başta geleni Londra piyasasıdır. Daha sonra onu New York , Tokyo, İsviçre, Hong Kong gibi piyasalar izlemektedir.

Döviz ticareti, dövizlerin kaydi-milli para karşılığında ve taraflarca kararlaştıran döviz kuruna göre alınması veya satılmasıdır. Bu döviz alım-satımı bankalarla banka dışı işletmeler arasında ve ayrıca bankalarla Merkez Bankaları arasında meydana gelmektedir. Bankalararası döviz ticareti, genellikle yabancı bankalardaki yabancı para cinsinden muhafaza edilen mevduatlar aracılığıyla ve “dealing room” adı verilen birimlerde yapılmaktadır. Bu ticarete döviz kuru riskini minimize etmek için, döviz pozisyonlarının sınırlandırılması , döviz pozisyonu kurallarına uygunluğunun denetlenmesi, kredibilite sınırlarının korunması, değişen kredibilite ve pozisyon şartlarına yeniden uyumun sağlanmasını gözönüne alınmaktadır.

Döviz piyasasında alıcı veya satıcı olarak faaliyette bulunmanın bazı nedenleri vardır. Bunlar; ticari nedenler, para piyasalarında atıl fonların

¹ Halil SEYİDOĞLU: “Uluslararası Finans”, (İstanbul: Güzem Yayınları, 2001), 80

plasmanı ile ilgili nedenler, spekülasyon ve trader'ların, yatırımcıların faaliyetlerine ilişkin nedenler olarak sıralanabilmektedir.

1.2. Uluslararası Para Sisteminin Gelişimi

Uluslararası Para Sistemi tarihine bakıldığında, uluslararası para yönetiminde çeşitli para sistemleri denenmiştir. Bu para sistemlerini sıralamak gerekirse; ilk olarak 1870-1930 yılları arasında uygulanan "Altın Standardı, ikinci olarak 1944'den 1973 yılına kadar süren Bretton Woods Sistemi ve son olarak da halen içinde bulunduğumuz dönem olan "Karma Sistemler " gelmektedir.

1.2.1. Altın Standardı (1870-1930)

İlk para sistemi olan Altın Standardı (gold standardı) 1870'lerden 1914'de I. Dünya Savaşı'nın başlamasına kadar sürmüştür. Bu para sisteminin temel özellikleri aşağıda sıralanmaktadır.

- Her ülkenin parasının değeri belirli ağırlıkta saf altın cinsinden tanımlanmıştır.
- Altının alımı, satımı, ihracı ve ithalatı serbest bırakılmıştır.
- Bu sistemde hükümet, belirlemiş olduğu sabit fiyat üzerinden dileyen herkese altın satmış veya kendine sunulan altınları da satın almıştır.
- Dış denkleşme, otomatik gelir ve fiyat mekanizması yoluyla sağlanmıştır.

Mali sıkıntılarının az görülmesi nedeniyle 19. yüzyılda “altın çağı”nı yaşayan Altın Standardı evrensel bir sistemdir. Her ülke parasını altınla tanımladığından o yıllarda döviz piyasalarına ihtiyaç duyulmamıştır. Fakat I. Dünya Savaşı’nın çıkmasıyla birlikte ülkeler paralarının altına dönüştürülmesine bir süre ara vermiştir.

Altına dönüştürülmesine ara verildiği bu dönemde de, belli başlı paraların altına bağılılığı kaldırılarak serbest dalgalanmaları sağlanmıştır. Fakat bu sisteme alışamadığı için, savaş sona erer ermez altına dönüş başlamıştır. 1919 yılında başlamak üzere ilk olarak ABD, daha sonra da İngiltere ve diğer ülkeler olmak üzere 1928 yılına gelindiğinde altın standardına dönmüşlerdir. Fakat bu da ileride çıkacak parasal buhranların temelini atmıştır. Çünkü savaş sırasındaki enflasyonist gelişmelerden dolayı, ülkelerin göreceli rekabet güçleri değişikliğe uğramıştır. Böylece ikinci altın standardı, bu sistemin yaşayabilmesi için gereken temel koşullar ortada olmadığı için birinci altın standardı gibi başarılı olmamıştır.

1.2.2. Bretton Woods Sistemi (1944 – 1973)

İkinci Altın Standardından beklenen sonuç alınamayınca 2.Dünya Savaşı sonrası Almanya, İtalya ve Japonya gibi ülkeler yeni bir uluslararası para sistemi yaratmak için, Amerika’da Bretton Woods kasabasında toplanmışlardır. Konferansa biri ünlü iktisatçı Keynes tarafından hazırlanan “İngiliz Planı”, diğeri de Hazine Bakanı White tarafından savunulan Amerikan Planı olmak üzere iki tasarı sunulmuştur. Bu tasarılarından White planına daha yakın bir sistem benimsenmiştir.² Ayrıca, konferansta dünya ticaretinin

² M.İlker PARASIZ: “Uluslararası Finansman”, (Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları, 1994), 93

yapay sınırlamalardan uzak ve serbestçe çok yanlı işleyebilmesi için Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası (IBRD) adlı iki yeni örgütün kurulmasına karar verilmiştir.

Bretton Woods Sistemi'nin amacı, kısa dönemli dalgalanmalar karşısında sabit kurların korunabilmesini sağlamaktır. Bu sistemi uygulamak üzere 1946 yılında IMF faaliyete geçmiştir. Bu sistemin temel özelliklerini paraların konvertibilitesi, belli bir paritenin saptanması ve korunması, paritelerin gözden geçirilmesi, döviz kurlarının teklifi ve cari ödemelerde kısıtlamaların kaldırılması olarak sıralamak mümkündür.

Daha sonra, IMF bu sistemi uygulamaya koyduğunda, tüm IMF Ülkeleri (ABD dışında) kendi ulusal paralarını sabit bir kurdan Amerikan Dolarına bağlamıştır. Bunun sonucunda her ülke bir dolar paritesine sahip olmuş ve bu dolar paritesi de altına bağlanmıştır. Her ulusal paranın bir dolar paritesi olduğu ve dolar da sabit fiyattan altına bağlandığı için tüm ulusal paraların dolaylı olarak bir de "altın paritesi" bulunmaktadır. Sistemde, ulusal paraların dolar paritesi etrafında dalgalanma marjı , alt ve üst olarak yüzde bir (+% 1, -% 1) olarak sınırlandırılmıştır. Buna göre bir paranın piyasada alabileceği en yüksek değer "üst destekleme noktası"nı, en düşük değer de "alt destekleme noktası"nı oluşturmuştur. Bu iki sınır arasında piyasa kurları arz ve talep koşullarına bağlı olarak değişmiştir.

Bretton Woods Sistemi temelde bir “ayarlanabilir sabit kur sistemi”dir. Bütün diğer paraların bağlandığı bir “değer standardı” olmuştur. Dünya ülkeleri dış ödeme rezervlerini dolar cinsinden tutmuşlar ve dolar artık bir uluslararası “rezerv para” statüsüne kavuşmuştur. Ayrıca, Merkez bankalarının piyasadaki döviz alım satım işlemlerinde kullandıkları bir “müdahale parası” fonksiyonu yüklenen dolar, sahip olduğu bütün bu özellikler sayesinde “ anahtar para” statüsü kazandırmıştır.

1.2.3. 1973'ten Sonraki Sistemler

Bretton Woods Sistemi, 1973 yılında başlıca sanayileşmiş ülke paralarının dalgalanmaya bırakılmasıyla yıkıldıktan sonra, içinde bulunduğumuz dönemde, IMF'in de 1976'da belirlediği ilkeler doğrultusunda oluşan temel özelliği dalgalı kur sistemine dayalı olan uygulamalar, farklı ülkeler tarafından benimsenmiştir. Her ülke kendine uyan bir sistemi uygulamaya koymuştur. 1973'den sonra çıkan sistemleri sabit , serbest ve onların karışımı olan karma sistemler olarak sıralamak mümkündür.

1.2.3.1 Sabit Kur Sistemi

Sabit kur sisteminde, döviz kuru belli seviyeler arasında sabit tutulmaktadır. Bu sabit kur uygulaması en iyi altın para standardı geçerli olan sistemlerde işlemektedir. Sabit döviz kuru sisteminde para değeri, altına, bir başka paraya ya da bir sepete bağlanmakta ve diğer paralar karşısındaki değer değişimleri bu şekilde sağlanmaktadır. Altın standardı uygulanan sistemlerde ülkeye altın girişi ve ülkeden altın çıkışı serbest olmalıdır ve altın fiyatı arz talep dengesine göre belirlenmelidir. Para biriminin tek bir paraya bağlanması durumunda o paranın istikrarsızlığı döviz kurlarını olumsuz

etkilemektedir. Bu yüzden bir sepete bağlanması ya da altına bağlanması daha istikrarlı olmaktadır.

Bu kur sisteminde, döviz kurları belli alt ve üst sınırlar arasında sınırlı tutulmaktadır. Kurun bu sınırların dışına çıktığı durumlarda uygulanan sisteme göre hükümetler piyasadaki altın ya da döviz rezervlerine müdahale ederek kuru sınırlar arasına çekmektedirler. Türkiye’de döviz kurları, Mayıs 1981 ‘den önce siyasi kararlarla belirlenmekte iken, bu tarihten itibaren günlük kur uygulanmaya başlanmıştır.³

Sabit kur sisteminde döviz kurlarındaki istikrar Merkez Bankasının döviz piyasasına alıcı ve satıcı olarak müdahalesiyle sağlanmaktadır. Bu sistemin ülkeye empoze ettiği fiyat disiplini mevcuttur. Ayrıca, sabit kur sistemi büyük içsel şoklara aday dışa açık bir ekonomiye daha fazla istikrar sağlamaktadır.

1.2.3.1.1 Avrupa Para Sistemi(EMR) ve Avrupa Para Birimi(EURO)

İkinci Dünya Savaşı’ndan sonra uluslararası para sisteminde görülen düzensizlikler ve bu alanda yaratılan olumsuz etkiler, Avrupa’da parasal bütünleşmenin sağlanması ve ileri aşamada parasal birliğin kurulması için harekete geçilmesinde temel teşkil etmiştir. Daha sonraki yıllarda da bugün yürürlükte olan istikrarı sağlamayı amaçlayan ve bunu birlik üyesi ülkeler arasında, sabit fakat ayarlanabilir döviz kurları esasına bağlayan Avrupa Para Sistemi, 13 Mart 1979 tarihinde oluşturulmuştur.

³ Halil SEYİDOĞLU: “Uluslararası İktisat”, (İstanbul: Güzem Yayınları,1996),497

Bu sistemin getirdiği aşağıda sıralanan üç temel nokta vardır:

- Avrupa Para Sistemine katılan ülkelerin finansal işlemlerini kolaylaştırmak için ortak bir Avrupa Para Birimi yaratmak,
- Başlangıç için döviz piyasasına müdahale amacıyla ortak istikrar fonu kurmak,
- Sisteme katılan paralar, en fazla yüzde 2.25'lik bir marjla dalgalanması öngörülmekte ve sadece İspanyol Pesetası için bu oran yüzde 6 olarak belirlenmiştir.

Ağustos 1993 yılında mali piyasalarda yaşanan krizden sonra Brüksel'de olağanüstü toplanan AB Maliye Bakanları ile Merkez Bankaları Başkanları, Hollanda Florini ve Alman Marki dışındaki EMS paralarının yüzde 2. 25'lik dalgalanma marjını yüzde 15 olarak belirlemiş, Hollanda ve Alman ekonomilerinin birbirine çok bağlı olması nedeniyle de bu iki ülke parasının dalgalanma marjını yüzde 2. 25'te tutmuştur.⁴

Avrupa Para Sistemi'nin özelliği, Bretton Woods Sistemi gibi "ayarlanabilir sabit kur " sistemine dayalı olmasıdır. Sistem ilk yürürlüğe girdiğinde para birimi olarak ECU'ya karar verilmekle birlikte daha sonra, Avrupa Birliği Zirvesi'nin 1995 sonlarında Madrid'de yaptığı toplantıda ECU adı EURO olarak değiştirilmiştir.

1. 2. 3. 1. 2 Ayarlanabilir Sabit Kur Sistemi ve Sakıncaları

Bretton Woods sistemi olarak bilinen bir sistemdir. Sabit kur sisteminde olduğu gibi ülke parası başka bir paraya veya bir sepete bağlanır.

⁴ Hacı Bayram BULGURLU: "Avrupa Para Sistemi ve Türkiye'de Sisteme Katılmaya Yönelik İzlenmesi Gereken Politikalar", Ankara:DPT, AETB, 1983)

Bu sepete günümüzdeki en iyi örnek SDR (Özel Çekme Hakları)'dır. Bu döviz kuru sisteminde, pariteler zaman zaman ayarlanabilmektedir.

Bu sistemde belirlenen kur uygulanan ekonomik politikalarla tutarsızca arzu edilen yönde değiştirebilmektedir. Dış ticaret üzerindeki kur belirsizliği azaltılarak ekonomik istikrara katkıda bulunmaktadır. Diğer bir açıdan ise; bir ayarlanma beklentisi (devalüasyon) yoğun spekülasyonlara yol açabildiğinden ekonomide kriz yaratmaya elverişli bir sistemdir.

Ayarlanabilir sabit kur sisteminin uygulanmaya başlandıktan sonra karşılaşılan çeşitli sorunlar vardır. Bunlar;

- Dış Denkleşme sorunu : Genelde dış denkleşmenin yükünü açık veren ülkeler üstlenir.
- Likidite sorunu : Dış açık veren ülkeler, bu açıkları yeterli dış rezerve sahip olması durumunda finanse ederler.
- Güven sorunu : Spekülatörler sayesinde ülkede devalüasyon yapılmaktadır.
- Emisyon Kazançları sorunu : Bir büyük yabancı ülke parasının uluslararası rezerv aracı olarak tutulması sonucunda bu sorun ortaya çıkmaktadır.

1.2.3.2 Esnek Kur Sistemi

Serbest döviz kuru, dalgalı döviz kuru, değişen döviz kuru olarak da isimler alan esnek döviz kuru sisteminde ülke parasının değeri serbest işleyen arz ve talep mekanizmasına bırakılmaktadır. Esnek döviz kuru sisteminde, bir ülkenin ödemeler bilançosunun açık ya da fazlaları sadece

döviz kurunun değişmesiyle giderilmekte ve ödemeler bilançosunda denge sağlanmaktadır. Döviz kuru, döviz piyasalarındaki arz talep şartlarına göre günlük olarak belirlenmektedir. Bu sistemde arz ve talepteki değişikliklere göre döviz kurlarında büyük dalgalanmalar görülebilmektedir. Bunun sonucu olarak da, ihracat ve ithalattaki değişimler yüzünden dış ticaret dengesinde önemli değişiklikler gerçekleşebilmektedir.

Esnek kur sisteminin diğer kur sistemlerine göre avantajları aşağıda sıralanmaktadır:

1. Ülkenin dış dengeyle ilgilenmeyip iç amaçlara yönelik tüm politikaları serbestçe kullanması,
2. Para politikası etkinliğini artırması,
3. Her ülkenin arzuladığı enflasyon-işsizlik oranına ulaşmak için bağımsız iç politika izlemesine izin vermesi,
4. Döviz piyasasına müdahale gerekmediğinden hükümetlerin rezerv tutmasına gerek kalmamasıdır.

Esnek kur sistemini savunan görüşleri aşağıdaki şekilde sıralanmaktadır.⁵

- a) *Ulusal paranın gerçek değeri:* Hükümetlerin belirledikleri kurlar çoğunlukla ulusal parayı aşırı değerlendirmektedir. Oysa değişken kur sistemlerinde kurlar gerçek denge değerini bulmaktadır. Bu da uluslararası kaynak dağılımının optimum biçimde yapılmasını sağlamaktadır.

⁵ Halil SEYİDOĞLU: "Uluslararası Finans", (İstanbul, 2001), 20-21

- b) *Dış denge*: Bu sistemlerde döviz talep fazlası kurlarda yükselmeye, döviz arz fazlası da kurlarda düşmeye yol açarak dengesizliği otomatik biçimde giderici sonuç doğurmaktadır. Esnek kur sistemindeki bu otomatik dengeleme mekanizmasına karşılık sabit kur sistemlerinde dış denkleşme hükümet kararlarına bağlıdır.
- c) *Dış rezerv ihtiyacı*: Sabit kur sistemlerinde kur istikrarını sağlama amacıyla döviz rezervlerine ihtiyaç vardır. Oysa bu sistemde dış denge kendiliğinden sağlandığından dış rezerve de gerek kalmamaktadır.
- d) *İç ekonomik politikalar*: Esnek kur sistemi otomatik kur değişimleri yoluyla dış denge sorununu çözümlenmektedir. O bakımdan hükümetler dış dengenin bozulma endişesi olmadan maliye ve para politikalarıyla iç ekonomik hedeflerin gerçekleştirilmesine çalışmaktadırlar.
- e) *Dış şoklar*: Yurt dışından kaynaklanan bir enflasyon veya depresyon karşısında, kurlar derhal gerekli uyumu sağlayıp ekonomiyi bu denetim dışı faktörlerin etkisinden korumaktadırlar. Sabit kur sistemlerinde, dış şoklar ülkeyi daha kolay etkilemektedir.
- f) *Kurlarda ufak değişimler*: Dalgalı kur sistemlerinde kurlar arz ve talebe göre her an ufak uyum hareketleri gösterdiğinden sabit kur sistemlerinde olduğu gibi, uzun süreler sonunda yapılacak büyük oranlı bir kur değişikliğine gerek kalmamaktadır. Böylece ekonomi büyük kur ayarlamalarının şokundan kurtulmuş olmaktadır.
- g) *Bürokrasiye gerek olmaması*: Değişken kur sistemi fiyat mekanizmasına dayalı, basit ve uygulaması kolay bir sistemdir. Kurlarla ilgili olarak hükümetin karar almasına ve denetimde

bulunmasına gerek yoktur. Böylelikle sistem gereksiz bürokrasiyi önlemektedir.

Yukarıda bu sistemi savunanlar dışında 'karşıt görüşte olanlar bulunmaktadır. Bu karşıt görüşler de aşağıdaki gibidir:

- h) *Dış ticaret ve mali akımları caydırma:* Sürekli değişen kurlar uluslararası ekonomik belirsizlik doğurarak riskleri artırmaktadır. Bu da uluslararası ticari ve mali akımları engelleyici etki yapmaktadır. Ancak kur riskine karşı vadeli piyasalarda korunma olanağı vardır. Ama bu önemli bir maliyeti gerektirmektedir. Ayrıca bazı ülkelerde bu piyasalar henüz kurulmuş dahi değildir.
- i) *Yurt içi enflasyonu artırma:* Esnek kur sistemleri enflasyonu hızlandırmaktadır. Çünkü kurlar yükselince ham madde ve gıda maddelerinin fiyatları yükselmektedir. Bu da ücretleri ve sanayide maliyetleri artırmaktadır. Oysa kurlar düşünce ücretlerde ve öteki girdilerde bir düşme olmamaktadır. Dolayısıyla döviz kurlarının fiyatlar üzerindeki etkisi tek yönlüdür; bu da artış doğrultusundadır.
- j) *Esnekliklerin düşük olması:* Döviz kurlarındaki ufak bir değişimin dış dengeyi sağlayabilmesi için döviz arz ve talep esnekliklerinin yüksek olması gerekmektedir. Bu esnekliklerin değerinin yüksek olmadığı durumlarda belirli bir dış dengesizliği giderebilmek üzere çok büyük kur değişmelerine gerek vardır. Hatta, eğer esnekliklerin değeri Marshall – Lerner koşulunu sağlayamıyorsa (ihracat ve ithalat esneklikleri toplamı 1'den büyük değilse) kur değişimi dış dengenin oluşumuna hiç katkı yapmamaktadır.
- k) *İstikrar bozucu spekülasyon:* Sabit kur sistemini savunanlar değişken kur sisteminin istikrarı bozucu spekülasyona yol açacağını, bunun da

kurlardaki istikrarsızlığı hızlandıracağını iddia etmektedirler. Ancak bununla ilgili bir kanıtları yoktur. Esnek kur savunucuları ise bu sistemde spekülâtör davranışlarının istikrar bozucu değil, istikrar sağlayıcı olduğunu ileri sürmektedirler. Ayrıca serbest kur sistemi savunucularına göre, 1973' ten sonraki dönemde 1960'lardaki gibi büyük mali istikrarsızlıkların yaşanmamış olması bu sistemin sanıldığı kadar sakıncalı olmadığını göstermektedir.

1.2.3.3 Karma Sistemler

Sabit ve esnek kur sistemlerinin belirli özelliklerinin birleşmesiyle elde edilen uygulamalardır. Bu uygulamalar aşağıda sıralanmaktadır:

- a) *Yönetimli Dalgalanma*: Kur dalgalanmaları merkez bankaları gözetimi altında ve döviz piyasalarındaki arz ve talebe göre belirlenmektedir. Merkez bankaları tarafından kısa aralıklarla iç ve dış piyasadaki gelişmelerine bağlı olarak değiştirilmektedir.
- b) *Geniş Marjlı Pariteler*: Bu uygulamalarda ulusal paranın sabit paritelere bağlılığı devam etmekte, fakat parite etrafındaki dalgalanmaların sınırları yükseltilmektedir.
- c) *Parasal Birlikler*: Aynı coğrafi alanda bulunan bir grup ülkenin ulusal paralarını sabit kurlardan birbirine bağlayıp, grup dışındakilerin paralarına karşı dalgalanmaya bırakmaları biçimindeki uygulamalardır.

1. 2. 4 SDR (Özel Çekme Hakları)

1960'lı yıllarda dünya ticareti hızla genişlemiş ve aynı yıllarda altın üretimi durgunlaşmıştır. Merkez bankalarının döviz rezervlerinin artışı sadece ABD'nin ödemeler dengesinin açık vermesiyle mümkün olabilmektedir. Bu gerçekten hareketle, ABD'nin ödemeler dengesi açık vermediği takdirde uluslararası likidite darlığı oluşacağından ve bunun tehlikeli boyutlara varacağından korkulmaktadır. Birkaç yıllık bir hazırlık aşamasından sonra IMF üyesi ülkeler SDR'yi oluşturmaya karar vermişlerdir. Olağan Çekme Haklarının aksine SDR bir kredi biçimi değil, mevcut altın ve dolar rezervlerini ele alabilecek döviz rezervleridir. . Bu nedenle SDR sadece merkez bankaları ile IMF arasında veya iki merkez bankası arasında işlem gören bir uluslararası döviz birimidir. Prensip olarak SDR döviz piyasalarında alınıp satılmaz. Ayrıca bir dış ödeme ve piyasalara müdahale vasıtası değildir.⁶

Oynadığı rol, SDR hakkına sahip olan merkez bankalarına diğer bir üye merkez bankasından döviz satın alma yetkisini vermesidir. Karşılıksız olarak yaratılan bir rezerv imkanıdır. Üye ülkelere tahsisi IMF Yönetim Kurulu tarafından yapılmaktadır. Bir üye ülke ödemeler dengesi açığı ile karşılaşılrsa SDR hakkını IMF'in belirlediği bir döviz ile değiştirebilmektedir. Böylece açık, SDR'nin kendisi ile değil, onun karşılığında alınan döviz ile finanse edilmektedir.

İlk kurulduğundan beri bir uluslararası rezerv türü olarak kabul edilen SDR, ulusal paraların dalgalanmaya bırakıldığı dönemde, büyük ölçüde

⁶ Saniye GÜMÜŞELİ: "Döviz Kuru ve Faiz Oranı Risklerinden Korunma Teknikleri", (Ankara:1994), 18

değerini koruyan bir para niteliğine sahip olması nedeniyle, uluslararası mali işlemlerde önemli bir hesap birimi olarak görev yapmaktadır.

1. 3 Döviz Piyasasının Yapısı

Döviz piyasası, ya doğrudan telefon hatları ile ya da broker'lar aracılığı ile işlemleri gerçekleştiren bankalararası bir piyasadır. Bu piyasa -da Broker'lar, belli bir döviz satın almak isteyen bankaya satıcı durumda olan bir banka, satmak isteyenine de alıcı bulmaktadırlar.

Döviz piyasasında Merkez Bankası, diğer bankalar ve yatırım faaliyetinde bulunan kişi ve kuruluşlar faaliyette bulunmaktadır. Bu kuruluşları aşağıda kısaca tanıtmak gerekirse;

a) *Merkez Bankası:* İlk olarak döviz piyasasında ticari bankaların, hazinenin, idari kuruluşların, yabancı merkez bankalarının ve uluslararası kuruluşların döviz arz ve talep işlemlerini karşılamaktadır. İkinci olarak da, piyasada piyasa oluşturma (market-maker) rolünü üstlenerek değişken döviz kurlarını dengeleyerek veya ulusal paradaki değer kaybı ya da kazancını engelleyerek döviz piyasasına müdahalede bulunmaktadır.

b) *Diğer bankalar:* Döviz piyasasına müşterileri için aracılık yapmak için katılmaktadırlar. Bu piyasada faaliyet gösteren bankaların amacı; her bir döviz cinsinden istenilen düzeyde bulundurarak bankanın net döviz pozisyonunu yönetmek ve kur farklarından, kambiyo komisyon ücretlerinden, kendi hesaplarında tuttıkları müşteri mevduatlarından kâr elde etmektir.

c) *Yatırım faaliyetinde bulunan kişi ve kuruluşlar:*Döviz piyasasına uluslararası ticaret ve direkt yatırım için katılmaktadırlar. Kur riskinden korunmak amacıyla bu piyasada faaliyet göstermektedirler.

1. 3. 1 Alım Satım Odası (Dealing Room)

Tüm dünyada döviz pariteleri, faiz oranları parasal haber ve yorumlar Reuters ekranlarından izlenebilmektedir. Bunun yanında Reuters ekranı aracılığıyla hem ülke içindeki hem de başka ülkelerdeki döviz alım-satımı ve diğer döviz işlemleri online sistemiyle yapılmaktadır. Bu online işlemlerin yürütüldüğü merkeze “dealing room” denmektedir. Döviz piyasalarına girişi sağlayan bu bölüm aynı zamanda önemli bir kâr merkezidir.

1. 3. 2 Bankalararası (Interbank) Piyasası ve Başlıca Merkezler

Döviz Piyasası, yaklaşık 12 ana merkez ve sayısız küçük merkezde alıcı ve satıcıların paralarının dünya çapında işlem gördüğü bir ağıdır. Döviz piyasasının çekirdeği, alım-satım (dealing) işlemlerinin çoğunun yapıldığı bankalararası piyasasıdır. Adından da anlaşılacağı gibi bankalararası piyasası birbirleriyle sürekli olarak alım-satım (dealing) yapan ticari bankalardan oluşmaktadır.

Bankalararası pazarda, işlemlerin büyük bir bölümünü gerçekleştiren ve döviz kurlarını etkileme gücü olan finansal araçlara piyasayı oluşturan bankalar (market-makers) denilmektedir. Bu niteliği kazanabilmek için iyi isim (good name) sahibi olmak gereklidir. Bunun da temelinde güçlü sermaye,

uluslararası faaliyet ağı, uzman personel ve son derece gelişmiş teknik donatım vardır.

1. 4 Döviz Piyasasının İşleyişi

Döviz piyasasının en önemli fonksiyonu, uluslararası ticaret ve sermaye akımlarının gerçekleştirilmesidir. Bu piyasayı diğer mal ve hizmet piyasalarından ayıran aşağıda belirtildiği gibi bazı temel farkları vardır:

- a) Alıcı ve satıcılar mal piyasalarındaki gibi yüz yüze gelmemektedirler. Onlar aracı durumundaki banka, banka dışı mali kuruluşlar ya da gerçek kişiler vasıtasıyla işlemlerini gerçekleştirmektedir.
- b) Belirli bir borsa biçiminde örgütlenmiş piyasalar değildir.
- c) Evrensel nitelikteki piyasalardır. Herhangi bir ulusal piyasada ortaya çıkan gelişmeden tüm diğer merkezler anında haberdar olmaktadır.
- d) Dünyada hiç kapanmayan bir piyasadır. Kıtalar arasındaki saat farkları nedeniyle 24 saat içerisinde dünyadaki döviz piyasalarından hiç değilse birisi açıktır.
- e) Tam rekabet piyasalarına oldukça yakın piyasalardır. Ancak bu piyasalara hükümet müdahalelerinin minimum düzeylerde olduğu varsayılırsa mümkündür.⁷

⁷ Halil SEYİDOĞLU: “Uluslararası Finans”, (İstanbul, 2001), 82

Döviz piyasalarında anında teslim (spot) ve vadeli işlemlerden (forward transactions) oluşan iki tür işlem vardır. Bu işlemler aşağıda açıklanmaktadır:

1. *Spot İşlemler:* Spot işlem, iki taraf arasında yapılan ve bir dövizin spot alış veya satış anlaşması ayrıntılarının telefon veya teleks aracılığı ile belirlenerek sonuçlandırılmasını öngören ve dövizlerin iki tarafın hesaplarına giriş valör tarihlerinin bu anlaşma tarihinden iki iş günü sonrası valörü (settlement date) ve anlaşma tarihindeki kur üzerinden gerçekleştirildiği işlem türüdür. Söz konusu işlemlerin gerçekleştiği piyasaya spot piyasa adı verilmektedir. Döviz piyasalarında yapılan işlemlerin üçte ikisini oluşturmaktadırlar. Bu işlemlerin uygulanmasında veri bir paranın yabancı bir para karşısında işlem anındaki değerine de spot kur denmektedir.

2. *Vadeli İşlemler:* Bu işlemler, ileri tarihte teslimi söz konusu olan herhangi bir varlığın (mal, döviz, faiz); vadesinin, fiyatının, miktarının bugünden belirlenip sözleşmeye bağlandığı işlemlerdir.⁸ Vadeli işlem sözleşmelerinde tarafların, sözleşme tarihinde sözleşme hükümlerini yerine getirme yükümlülüğü vardır. Eğer vade tarihinde oluşan fiyat, kontrat fiyatından yüksekse kontrat sahibi kâr etmekte, eğer fiyat düşükse, alışveriş daha yüksek olan kontrat fiyatından yapılacağından kontrat sahibi zarar etmektedir.⁹

⁸ Murat SAVAŞ: "Modern anlamda dış borç yönetimi", (Ankara: Hazine Müsteşarlığı Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi, 1996), 67

⁹ Miray MÜMİNOĞLU: "Yeni Mali Ürünler ve Türkiye'de Uygulanması İçin Gerekli Düzenlemeler", (Ankara: TBB Yayın No. 184), 8

Bölüm 2

DÖVİZ KURU VE KUR RİSKİ

2. 1 Döviz Kuru Tanımı

Döviz kuru, genel bir ifade ile, bir ulusal para ile yabancı para arasındaki değişim oranıdır. Bu oran uluslararası işlemlerde kullanılmaktadır. Döviz kurunu iki farklı şekilde de tanımlanmak mümkündür. Bunlardan biri yabancı para birimi başına ulusal para miktarı olarak tanımlanmasıdır. Buna “ dolaysız kotasyon” denmektedir. Diğer ise, bir birim ulusal para karşılığı olan yabancı para miktarıdır. Ona da “dolaylı kotasyon” denilmektedir.¹⁰

Kısa dönemde aktif fiyat olan döviz kurundaki bir yükselme, bir birim döviz ile değiştirilen ulusal para miktarının arttığını, bir başka deyişle dövizin değer kazandığını veya ulusal paranın değer kaybettiğini ifade etmektedir. Döviz kurundaki bir düşme ise, dövizin değer kaybettiği veya ulusal paranın değer kazandığı anlamına gelmektedir.

Döviz kurlarında % 90’ı aşan bir aylık değişme beklenilmemekte, ancak % 10’dan daha azı öngörülebilmektedir. Spot döviz kurundaki cari değişimler ani sıçrama gösterebilmektedir.

¹⁰ Halil SEYİDOĞLU: a. g. e, 289

Yüksek enflasyon yaşayan ülkelerin paraları değer kaybetmektedir. Uzun dönemde iki ülkenin arasındaki döviz kuru değerindeki düşüş, iki ülkenin enflasyon oranları arasındaki farka eşittir.

Daha uzun dönemde , yurtiçi faiz oranlarının yurt dışı faiz oranına göre yüksekliği, yabancı paranın beklenen değerlenme oranına eşittir. Bununla birlikte, günlük bazda ilişki belirsizdir.

Döviz kurundaki aylık değişmelerle aylık ticaret bilançosu arasındaki ilişki zayıftır. Öte yandan uzun dönemde sürekli ticaret bilançosu açığı olan ülkelerin parası değer kaybetme eğilimindedir. Buna karşılık uzun dönemde ticaret bilançosu sürekli fazla veren ülkelerin parası değerlendirilmektedir.

Para arzı hızla artan ülkelerin paraları, para arzı yavaş artan ülkelerin paralarına karşı değer kaybetmektedir. Para talebi hızla artan ülkelerin paraları, para talebi yavaş artan ülkelerin paralarına göre değerlendirilmektedir.

11

2. 2 Döviz Kurunun Belirlenmesi

Döviz kurunun belirlenmesini iki grup olarak ele alınabilir. Bunlardan biri kurun mal ve hizmetlerle belirlenmesi, diğeri ise finansal yaklaşımlarla belirlenmesidir. Bu yaklaşımlardan önce döviz kuru oluşumunu ele alırsak bu oluşumu açıklayabilmek için döviz arz ve talebinin özelliklerini bilmek gerekmektedir.

¹¹ M. İlker PARASIZ: "Para Banka ve Finansal Piyasalar", (Bursa: Ezgi Kitabevi yayınları 5. Basım), 538

Döviz talebi, bir ülkenin yabancı ülkelere yapacağı ödemelere bağlı olarak, yabancı ülke parasına olan talep olarak ifade edilmektedir.

Bu döviz talebini belirleyen etkenler de aşağıda sıralanmaktadır:

- Diğer ülkelerden yapılacak ithalat
- Diğer ülkelere yapılacak borç ödemeleri
- Diğer ülkelere yapılacak yatırım miktarı

Ancak bunların dışında, döviz talebi döviz kuruyla ters orantılıdır. Kur yükseldikçe döviz talebi azalmaktadır. Döviz kuru düştükçe (TL ile satın alınabilecek döviz miktarı eskiye göre arttığından) ise döviz talebi artmaktadır. Talep edilen döviz miktarının döviz kuru yükseldiğinde azalmasının nedeni en önemli döviz talep nedeni olan ithalat ile açıklanabilmektedir. Döviz kuru yükseldikçe, ithal mallarının fiyatı yükseldiğinden, daha az ithal malı satın alınmak isteneceğinden, talep edilen döviz miktarı da azalmaktadır.

Döviz arzı, birinci derecede ülkenin ihraç mallarına olan talebe bağlı olarak gelişmektedir. Ülkenin ihraç mallarına olan talep arttıkça söz konusu ülkenin döviz arzı artacaktır. Döviz arzı, döviz kuru ile aynı yönlü bir ilişki içindedir. Döviz kuru yükseldikçe o ülke mallarının dış fiyatının düşmesi sonucu, ihracat yükselmekte, buna bağlı olarak döviz girişi artmaktadır. Netice olarak da döviz arzı artacaktır.

Ayrıca döviz arzı, ülkenin mal ve hizmet ihracatı yanında yabancı ülkelere yapılacak dış borç alımları ve yabancıları ülkeye yapacakları yatırım miktarında da bağlıdır.

2. 2. 1 Cari Hesaplar Modelleri

Bu grupta kurun belirlenmesinde cari işlemler temel alınmış olup, sermaye hareketleri dikkate alınmamıştır. Bu grubun en temel modeli satın alma gücü paritesidir. Satın alma gücü paritesi mutlak ve nispi açıdan incelenmektedir. Mutlak yaklaşımda döviz kuru, ülkenin fiyat indeksinin yabancı ülke fiyat indeksine bölünmesiyle ($E=P/P^*$) bulunmaktadır. Nispi yaklaşımda ise kurdaki değişim ülkelerin satın alma gücü paritelerindeki değişimin farkına ($e=p-p^*$) eşittir. Oluşan döviz kuru enflasyon farkı kadar değişmiyorsa enflasyonun yüksek olduğu ülkenin parası değerine göre reel olarak değer kazanmaktadır. Böylece ithalat artmakta, dış ödemeler dengesi açığı büyümektedir.¹²

2. 2. 2 Döviz Kuruna Finansal Yaklaşımları

Günümüzde döviz hareketliliğinin büyük bölümü finansal işlemlerden kaynaklanmaktadır. 60 ve 70'li yıllarda döviz piyasalarının gelişimiyle, sermaye hareketlerinde önemli bir artış gözlenmiştir ve bu artışla birlikte döviz kurunun belirlenmesinde sermaye hareketlerini de içeren finansal yaklaşımlar gündeme gelmiştir. Bu yaklaşımların temelinde, kur değişimleri, faiz arbitrajından kaynaklanmaktadır.

¹² Tolga BAŞARMIŞ: “Döviz Kuru Modelleri”, (Eskişehir: T. C. Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2000) , [www. geocities. com/tolgabasarmis/dkriski. htm](http://www.geocities.com/tolgabasarmis/dkriski.htm)

2. 2. 3 Döviz Kurlarında Parasal (Monetarist) Model

Bu modele göre döviz kurunun oluşumu öncelikle para piyasasındaki dengenin sonucudur. Döviz kuru resmi rezervler bilançosuna bağlıdır. Monetarist modele göre en önemli unsur para talebi olmakla birlikte döviz kuru para arz ve talebine bağlanmakta ve para stokları, reel gelirleri ve faiz oranları ülkeler arasındaki nispi değişimler cinsinden ifade edilmektedir. Bunları formüle edersek;

$M = P \cdot L(Y, i)$ Burada M para arzını, L para talebini, P ülkenin iç fiyat düzeylerini, Y reel geliri, i faiz oranları ifade etmektedir. Parametrelerin (*)'lı durumları yabancı ülke için ilgili büyüklükleri göstermek üzere gerekli işlemleri yaparak $E = P/P^*$ eşitliğinde yerlerine koyduğumuzda;

$$E = \frac{M}{M^*} \cdot \frac{L(Y^*, i^*)}{L(Y, i)} \quad \text{formülü yardımıyla döviz kuru belirlenmektedir.}$$

2. 2. 4 Portföy Tercihi Modelleri

Günümüzde döviz kuru belirlenmesinde oldukça önemli bir yer teşkil etmektedir. İşlem yapanlar varlık portföylerinden sağlayacakları faydayı maksimize etmek amacıyla bu varlıklar arasında değişim yapacaklarını kabul etmektedirler. Bu yüzden varlıkların arbitrajında döviz piyasaları çok sık kullanılmakta buna bağlı olarak döviz kurları oluşabilmektedir. Bu modele göre döviz kuru iç ve dış faiz oranları, iç ve dış varlıkların risk düzeyleri,

ulusal para stoku, toplam servet ve eldeki varlıkların yabancı para cinsinden değerine bağlıdır.

$$E=f(i, i^*, r, r^*)W / F$$

olarak gösterebileceğimiz formülde (i) faiz oranlarını, F (r) risk düzeyleri, W toplam serveti, (F) yabancı para cinsinden varlıkların net değerini ifade etmektedir. Görüldüğü gibi bu modelde döviz kuru parasal ve finansal varlıkların arz ve talebini etkileyen faktörlerce belirlenmektedir.

2. 2. 5 Dinamik Döviz Kuru Modelleri

Diğer modellerin eksiklerini giderebilmek için daha sonra ortaya atılmış teorilerdir. Mal ve finans piyasalarının birlikte ele alan ve döviz kuru oluşumunun psikolojik boyutunu inceleyen çalışmalar yapılmıştır. Bu çalışmalar, döviz kurlarının aşırı tepki teorisi reel sektör ve finans sektör modellerinin sentezini oluşturmuştur.

Döviz kurlarındaki istikrarsızlığı reel piyasaların ve finans piyasalarının uyum sağlama süreleri arasındaki farklılık ile açıklamıştır. Kısa dönemde finans piyasalarının daha çabuk dengeye gelmesi ve faiz oranları paritesine göre döviz kurlarının belirlendiği uzun dönemde ise, reel sektör dengesi ve satın alma gücü paritesi ile döviz kurları belirlendiği kabul edilmektedir. Kısa dönemli bir finansal değişiklik sonucu aşırı tepki gösteren döviz kuru uzun dönemde mal ve hizmet hareketlerinin etkisiyle döviz kurları dengeye ulaşacaktır.

Spekülatif kabarcıklar teorisi, gerçekleşen döviz kuru ile olması gereken potansiyel döviz kuru arasında farklılıklar olacağı varsayımına dayanmaktadır. Bireyler dövizin değer kazanacağı beklentisiyle hareket ederek döviz taleplerini artırmaktadırlar. Böylece döviz ekonomik dengelerin gerektirdiğinden daha değerli bir hal almış olmaktadır. Ancak ekonomik göstergelerin açıklanmasıyla beklentiler tersine dönmekte ve kurlar hızla değer kaybetmektedir.

Görüleceği üzere; mal ve hizmetler sektörünün, finansal piyasaların, bireylerin psikolojik beklentilerinin ve farklı ekonomik değişkenlerin döviz kurlarının belirlenmesindeki önemi ve etkileri farklı model ve yaklaşımların oluşmasına neden olmuştur.¹³

2. 3 Konvertibilite

Hızlı giden paritelerde, pariteler sık fakat küçük oranlı olarak ayarlanmaktadır. Sürünen (kayan) paritelerde, pariteler yılda %30'u geçmeyecek şekilde küçük oranda fakat devamlı olarak ayarlanmaktadır. Gelişme yolundaki ülkeler için en uygun döviz kuru sistemi esneklik kazandırılmış sabit döviz kuru sistemidir.

Konvertibilite, bir ülke ulusal parasının döviz piyasasında serbestçe öteki ülke paralarına dönüştürebilme özelliğidir. Konvertibilitenin uygulanabilmesi için, ilk şart o ülkede serbest döviz piyasasının olmasıdır. İkinci bir şartı da, herkesin serbestçe döviz işlemi yapabilme hakkı olması ve döviz fonlarının ihraç ve ithalinin serbest olmasıdır.

¹³ www.geocities.com/tolgabasarmis/dkriski.htm

Konvertibl özelliğine sahip paralar, uluslararası ödemelerde kullanılmamaktadır. Çünkü konvertibl paraların uluslararası ödemelerde kullanımları o ülkelerin dünya ekonomisindeki ağırlıklarıyla ilgilidir.

2. 4 Döviz Kurlarını Etkileyen Faktörler

1971 tarihinden itibaren sabit kur sisteminden esnek kur sistemine geçilmeye başlanmıştır. Arz ve talep koşullarıyla belirlenen döviz kurlarındaki kısa dönemli dalgalanmalar sonucu kur riskine karşı koruma oluşmuştur.

Spot döviz piyasaları; çok yüksek işlem hacmine sahip ve ağırlıklı olarak özel bankalarla Merkez Bankalarının döviz alıp sattığı piyasalardır. Spot piyasalarda döviz kotasyonları iki şekilde verilmektedir. Örneğin dolar/euro paritesi ya 0. 59 şeklinde ya da $110. 59 = 1. 694$ şeklinde verilmektedir.

Döviz piyasalarında yer alan forward kuru ileriki bir tarihte teslimi yapılacak bir dövizin bugünden belirlenen kur değerini gösterir.

Döviz fiyatlarını beş ana etmen belirlemektedir;

1. Ödemeler dengesi yaklaşımı
2. Satın alma gücü paritesi yaklaşımı
3. Faiz oranları
4. Para ve maliye politikaları
5. Politik ve sosyal etmenler

2. 4. 1 Ödemeler Dengesi Yaklaşımı

Döviz kuru bir yabancı paranın ulusal para cinsinden fiyatıdır. Bu da söz konusu yabancı paranın (ulusal para cinsinden) arz ve talebine bağlıdır. Bu kapsamda döviz arz ve talebi tam olarak belirlenebilirse, döviz kurlarını belirleme olanağı da elde edilmektedir.

Geleneksel yöntemle göre, tüm döviz gelir ve gideri doğuran işlemler ödemeler bilançosuna kaydedilmektedir. Ülkelerin belirli bir zaman dilimi içinde birbirleri ile gerçekleştirdikleri ekonomik işlerin sistematik bir kaydı olarak tanımlanan ödemeler dengesi, döviz kurunu belirlemede büyük öneme sahiptir. Dış ticaret dengesi olarak ifade edilen, ülkenin sattığı ve aldığı mal tutarı arasındaki olumlu ya da olumsuz fark döviz uzmanlarınca duyarlılıkla izlenmektedir. Cari işlemlerin açık vermesi, dış borçların artış göstermesi ve sermaye girişimindeki azalma eğilimi gibi gelişmeler, ülke parasını olumsuz yönde etkilemektedir .

Bir ülke, dışarıdan satın aldığından daha fazla mal satıyorsa, dış ticaret dengesinde fazlalık oluşmaktadır. Bu durum, yabancıların ülkenin mallarını alabilmek için ülke parasına talebini artırmakta ve ülke parasını yabancı piyasalarda değerinin artmasına neden olmaktadır. Diğer taraftan da ödemeler dengesinde arz talepten fazla olacağından, ülke parası yabancı piyasalarda değer kaybetmektedir .

2. 4. 2 Satınalma Gücü Paritesi Yaklaşımı

Döviz kurlarının fiyatlar üzerindeki etkisini ve fiyatların döviz kurlarını nasıl ayarlayabileceğini gösteren bu yaklaşım 1920'li yıllarda İsveçli ekonomist Gustav Cassel tarafından öne sürülmüştür. Bu teori çeşitli paralar arasındaki ilişkiyi açıklamaya yarayan başlıca teorilerden biridir. Satınalma gücü paritesi yaklaşımında; döviz kurlarındaki uzun vadeli değişiklikler, ülkelerin enflasyon oranları arasındaki uluslararası düzeyde farklılıkların etkisi altında bulunmaktadır.¹⁴

Bu yaklaşım aşağıdaki örnekle açıklanabilir;

Bir malın fiyatının New York'ta 4 \$,Almanya'da 2 EURO olduğunu varsayarsak, Dolar/Euro pariteleri $1 \$ = 0.5 \text{ EURO}$ veya $1 \text{ EURO} = 2 \$$ şeklinde oluşur. Bu malın fiyatı Almanya'da aynı kalırken, enflasyon sonucu New York'ta iki katına çıkarsa, New York'ta daha önce 4 \$ vererek aldığımız malı ancak 8 \$'a alabiliriz. Bu da doların alım gücünün %50 düşmesi demektir. Bu durumda Dolar/Euro paritesi 0.25'te oluşur.

Satın alım gücü paritesi, ülkedeki genel enflasyon oranı veya fiyat değişikliklerini ele almaktadır. Bir ülkede enflasyon oranı diğer ülkelere göre daha hızlı ise, bu ülke parasının diğer paralar karşısında değer kaybedeceği kabul edilmektedir.

Eğer bir ülke, ticari işlemlerde bulunduğu ülkelerden daha yüksek bir enflasyon yaşamakta ise, ihracatı dış ülkelere daha az rekabet gücüne sahip olurken ithalatı iç ürünlerle fiyat açısından daha yüksek bir rekabet

¹⁴ David F. SCOTT, J. D. MARTIN, J. W. PETTY, A. J. KEOWN : "Basic Financial Management", (New Jersey: Prentice-Hill Inc. , Fourth Edition, 1988), 764

gücüne sahip olmaktadır. Ülkenin dış ticaret dengesinde ortaya çıkan açık, ülke parasının spot döviz kuru üzerinde aşağı doğru bir baskı oluşturmaktadır.

2. 4. 3 Faiz Oranları

Faiz oranları ile döviz kurları arasındaki ilişkiyi bulmak için, önce faiz oranlarının enflasyon ile ilişkisini kurmak gerekmektedir. Enflasyon oranları ile faiz arasında çok yakın bir ilişki vardır.

Fiyat artışları göz önünde bulundurulduğunda, faizler nominal ve reel diye ikiye ayrılmaktadır. Piyasada gözlemlenen veya ilgililerce kote edilenler nominal faizlerdir. Nominal faizlerden enflasyon oranı düşürülünce reel faiz oranı elde edilir ki bu oran tasarrufçuya sağlanan gerçek getiriyi ifade etmektedir.¹⁵

Faizlerle enflasyon arasındaki ilişkiler üzerindeki öncü çalışmalarıyla tanınmış yazar Irwin Fisher'di . Bu nedenle adı geçen ilişkilere Fisher Etkisi (IFE) denmektedir. Fisher Etkisi'ne göre, nominal faiz oranları reel faiz oranı ile enflasyonun kombinasyonudur. Örneğin Türkiye'de eğer gerekli nominal faiz %30 ve beklenen enflasyon oranı %20 ise Fisher denklemine göre reel faiz oranı %10 olacaktır.

¹⁵ Halil SEYİDOĞLU : a. g. e. , 147

Öyleyse iki ülke ele aldığımızda, bu iki ülkedeki enflasyon oranı aynı ve A ülkesindeki faiz oranları B ülkesinden %5 fazla ise, yatırımcılar daha yüksek reel getiri elde edecekleri için A ülkesinde yatırım yapmaktadırlar.

Fisher Etkisi'ne göre spot kurlarda beklenen değişme ilgili ülkelerin faiz oranları farkına eşittir. Ömek olarak Bolivya ve A. B. D. 'yi ele alırsak, IFE' ye göre eğer A. B. D. 'de faiz oranları Bolivya'dan %5 daha düşük ise, gelecekte Pezo'nun değerinde %5 düşüş olacaktır. Pezo'daki bu düşüş Pezo'nun değer kaybetmesini göstermektedir. Enflasyon A. B. D. 'de daha düşük olduğu için nominal faiz oranı A. B. D. 'de Bolivya'dan %5 düşüktür. Bu durumda tüketiciler A. B. D. mallarını daha çok tercih etmektedirler. Bu da A. B. D. Doları'na talebi arttırmasına. Böylelikle, dolar güçlü para olurken Pezo zayıf para olmaktadır.

2. 4. 4 Para ve Maliye Politikaları

Bu politikalar da döviz kurlarını etkileyici niteliktedir. Para arzındaki artış genelde döviz kurunu ters bir biçimde etkilemektedir. Vergi oranlarını değiştirme, vergi iadeleri gibi mali düzenlemeler de o ülke sakinlerinin satın alma güçlerini olumlu ya da olumsuz yönde etkilemektedir. Sözgelimi veri bir ülke uzunca bir süredir deflasyon yaşıyorsa düşürülen vergi oranlarının ulusal paranın değerini olumlu olarak etkilemesi beklenmektedir. Buna karşılık, yüksek enflasyon yaşayan ülkelerde ise tam zıt bir politikanın aynı sonucu doğurması olasıdır.¹⁶

¹⁶ Saniye GÜMÜŞELİ :a. g. e. , 84-85

2.4.5 Politik ve Sosyal Etmenler

Döviz kurunu etkileyen etmenler arasında tahmin ve değerlemesi en güç olanları politik ve psikolojik etmenlerdir.

Politik ve psikolojik etmenler, sermaye hareketlerine sebep olarak döviz kurları üzerinde etki yapmaktadırlar. Bu etkileme sürecinde bazı paralar üzerinde oluşan belirli imajlar önemli rol oynamaktadırlar. Örneğin İsviçre Frangı sığınak paradır. Bu da onun bir ölçüde kuvvetli para olduğunu göstermektedir.

Ayrıca altın ve petrol pazarlarındaki gelişmeler, gelişmekte olan ülkelerin borçları, pazarı oluşturan bankaların beklentileri, döviz pozisyonları, çeşitli söylentiler döviz kurunu belirleyen diğer etmenler arasında belirtilmektedirler.

2. 5 Döviz Kuru Riski

Döviz kuru riskini (foreign exchange risk) doğru bir şekilde açıklayabilmek için öncelikle bu kavram ile bağlantılı olan döviz kuru etkisine açık olma (foreign exchange exposure) kavramını açıklamak gerekmektedir.

17

¹⁷Arzu Gök KILIÇ: "Döviz Dayalı Türev Araçlar ve Kamu Borç Yönetimi Kapsamında Kullanılabilirliği ", (Ankara: Hazine Müsteşarlığı YayınlanmamışUzmanlık Tezi, 2002), 15

Kur etkisine açık olma; yabancı para cinsinden varlık veya yükümlülüğe sahip olan ya da yabancı para ile işlem yapan kişi ve kuruluşların nakit akımlarının kur değişmelerinden etkilenmesidir. Örneğin, ithalat ve ihracat , dış ülkelerden borç para alınması, alınan paraların geri ödenmesi, dış ülkelerde yatırım yapılması ve bu ülkelerden lisans alınarak üretim yapılması gibi, bir ülkede yapılan işlemlerin belirli bir bölümü yabancı ülkelerle ilişkilidir. Bu işlemlerin gerçekleştirilebilmesi için ulusal para ile birlikte yabancı paralara da ihtiyaç duyulmaktadır. Bununla birlikte, uluslararası işlemlerde ulusal paraların yabancı paralara çevrilmesi ve bu çevrilme düzeyi, yeni sorunların ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Bu bağlamda, ulusal para ve yabancı paraları içeren işlemlere kur etkisine açık olan işlemler denilmektedir.¹⁸

Döviz kuru riski ise, döviz fiyatlarında beklenmeyen değişimlerin yarattığı risk türüdür. Bu dövizdeki beklenmeyen değişiklikler kur etkisine açık olan söz konusu kişi ve kuruluşların nakit akımlarını olumsuz yönde etkilemektedir. Çünkü belli bir zamanda spot kurlarda meydana gelen değişim bilanço değerleri ya da kâr veya zarar rakamları üzerinde etkili olmaktadır. Bilanço değerleri ya da diğer bir ifade ile nakit akımlarının olumsuz etkilenmesi ise, döviz cinsinden varlıkları ile yükümlülüklerinin miktar ve vade bakımından uyumsuz olması sonucunda ortaya çıkmaktadır. Örneğin, ithalat yapan bir firma açısından bakıldığında, ithalattan kaynaklanan yabancı para cinsinden yükümlülüğünü karşılayacak miktarda döviz varlığı mevcutsa, yabancı paranın değer kazanması sonucunda yükümlülük nedeniyle ortaya çıkacak olan kazanç ile telafi edilebileceğinden herhangi bir risk söz konusu olmayacaktır. Bu durumda, firma gerçekte kur etkisine açık olmakla birlikte, kur riski ile karşı karşıya bulunmamaktadır.

¹⁸ Zeyyat HATİPOĞLU: "Ayrıntılı İşletme Finansı", (İstanbul: SEDOK Yayınları, 1995), 413

Kur değişmeleri ÷lkedeki genel fiyat artışlarının bir nedeni olarak, firmaların üretim maliyetleri ve satış fiyatları ile ilgilidir. Kurlardaki değişmeler, iç piyasada yabancı rakip malları yerli mallar karşısında daha ucuz (kurun düşmesi) veya daha pahalı (kurun yükselmesi) duruma getirerek de yurtiçi firmaları etkilemektedir.

Bir firmanın döviz kur riski ile karşı karşıya kalması için kur değişmelerinin etkisi altında (foreign exchange exposure) bulunması ya da mutlaka uluslararası faaliyet göstermesi gerekmemektedir. Yerel paranın, yabancı paralar karşısında değerinin değişmesi ulusal firmaların faaliyetlerini olumlu veya olumsuz şekilde etkileyebilmektedir.¹⁹

İşletmelerde yöneticilerin temel amacı;

- Döviz kuru değişimlerinin etkisini belirlemek,
- Bu etkileri işletmenin karı, net nakit akımları ve piyasanın değerini maksimum yapacak şekilde yönetmektir.

Kur riski, döviz kurunda tahmin edilemeyen değişmeler dolayısıyla firmanın borç, alacak, net nakit akımları ve piyasa değeri üzerinde ortaya çıkan değişmeleri ifade etmektedir.

2. 5. 1 Firma Üzerine Döviz Kuru Etkileri

Dış ticaret işlemleri olan işletmelerin etkilenebileceği üç tür döviz kuru riski bulunmaktadır. Söz konusu riskler; işlem etkisi, çeviri (muhasebe) etkisi ve ekonomik etki olarak sıralanmaktadır.²⁰

¹⁹ H. Ayşe Eyüpoğlu AKSEL: Risk Yönetim aracı olarak Futures Piyasaları :Yapısı, işleyiş mekanizmaları ve bazı ÷lke örnekleri (Ankara: SPK Yayını:21, 1995), 22

²⁰ Arthur I. STONEHILL ve Michael H. MOFFET: "International Financial Management", (London:International Thomson Pub. Company, 2nd Edition, 1997), 136

2. 5. 1. 1 İşlem Etkisi

İşletmelerin yabancı para biriminden mal ve hizmet alım satımı durumunda, bu işlemlerin tutarı spot parite baz alınarak yerel para birimi ile ifade edilirse işletmeler kredi riskine maruz kalmaktadır. Direkt olarak yerli para ile ölçülen ve fiili para değişimine neden olan ödemelerden meydana gelen likidite riski olarak da tanımlanmaktadır.²¹

İşlem riskini diğer bir şekliyle ifade edersek; firmanın önceden üstlenmiş olduğu ve halen geçerli bulunan ödemelerinde, kur değişimleri sonucu ortaya çıkan değişimleri ifade etmektedir.

Bir firmaya ait mal, hizmet ithal ve ihracı yabancı paraya bağlı borç ve alacakları, yabancı sermaye yatırımları gibi bütün işlemleri kısa sürelidir. Önceden tahmin edilemeyen kur değişimleri kur riski doğurmaktadır.²²

Risk, yabancı bir para birimi üzerinden mal ya da hizmet alım işleminin gerçekleştiği gün ve ödemenin yapılacağı vade arasında ortaya çıkmaktadır. Bu risk kâr veya zarar hesabında görülmektedir.

Kuruluşların veya devletlerin gelirleri başka bir döviz cinsinden ve giderleri diğer bir döviz cinsinden olursa işlem riski ortaya çıkmaktadır.

²¹ Niyazi ERDOĞAN: "Uluslararası işletmelerde Mali Risk Yönetimi&Çağdaş Finansman Teknikleri", (Ankara, 1993), 10

²² James C. Van HOME: "Financial Management and Policy", (New Jersey:Prentice Hall Inc. ; 11th Edition, 1998), 655

2. 5. 1. 2 Çeviri (bilanço/muhasebe/ dönüştürme) Etkisi

Çeviri riski, işletmenin yabancı para biriminden belirlenmiş olan aktif ve pasif kalemlerinin yerel para cinsinden değerlerinin, bir muhasebe dönemine kadar geçen zamanda, döviz kurundaki değişimlerden dolayı ve herhangi bir fiziki işlem olmaksızın değişmesi riskini ifade etmektedir.²³

Çok uluslu şirketler için dönüştürme etkisi farklı ülkelerdeki şubeler, bilançolarını yerel ülkenin ulusal parası ile tutmaktadırlar. Dolayısıyla yıl sonunda şubelerin bilançoları ana merkezde birleştirilip şirketin konsolide bilançosu elde edilirken yerel bilançoları ana ülke parasına dönüştürmek gerekmektedir.

2. 5. 1. 3 Ekonomik (İşletme) Etkisi

Bir işletmenin nakit akışı üzerindeki toplam döviz kuru riskini ifade etmektedir. Bu risk, rekabetin neden olduğu bir risktir ve bir işletmenin belli bir ülkeden mal alma ya da mal satma kararından kaynaklanmaktadır.

Ekonomik risk, ihracat ve ithalat işlemi yapan işletmeler için "aktif ekonomik risk", iç pazarda işlem yapan işletmeler için "pasif ekonomik risk" olarak ifade edilmektedir.²⁴

²³ H. Ayşe Eyüpoğlu AKSEL:a. g. e. , 23, C. Arthur WILLIAMS ve Richard M. HEINS:"Risk Management and Insurance", (New York :McGraw-Hill Inc. , Sixth Edition, 1989), 711

²⁴David WINSTONE: Derivatives: Hedging with futures, forward, options&swaps (England: Chapman -Hall, 1995), 10

Başka bir deyişle, tahmin edilemeyen döviz kuru değişimlerinin gelecekteki satışları, fiyatlar ve maliyetler üzerindeki etkileri dolayısıyla, firmanın bugünkü piyasa değerinde yol açtığı değişimleri ifade eder. Daha uzak bir gelecekte ortaya çıkacak nakit akımındaki değişimlerdir.²⁵

2. 5. 2 Döviz Kuru Etkilerinden Korunma Yöntemleri

Döviz kuru etkilerinden korunmak için, işlem etkisinden ve işletme etkisinden korunma yöntemleri olmak üzere iki yöntem kullanılmaktadır.

2.5.2.1 İşlem Etkisinden Korunma

İşlem etkisine dayalı kur riskinden korunmak için sözleşmeli korunma ve firma stratejileri ile korunma yöntemleri uygulanmaktadır.

2.5.2.1. 1 Sözleşmeli Korunma Yöntemleri

a) *Vadeli Sözleşmelerle Korunma:* İhracat durumunda; döviz cinsinden faturalandırılan ihracat sözleşmeleri ihracatçı firma açısından fazla pozisyon yaratır. İhracatçı firma, vadeli sözleşmeyle mallarını sattığı zaman TL cinsinden kendini garanti altına almış olmaktadır. İhracatçılar genellikle faturaları döviz cinsinden ödemeyi tercih etmektedirler. İhracatçı kendi varolan müşteri portföyünü döviz kuru riskinden vadeli işlem sözleşmesiyle

²⁵Paul OSEL: "Managing Foreign Exchange Risk", New African Nov2000, Issue 390 , 41

korunarak muhafaza etmektedir. ²⁶Eğer yabancı paranın değeri düşerse veya yükselirse kur riski önlenmiş olmaktadır.

Fakat vadeli sözleşmelerin bu avantajı yanında dezavantajları da vardır. Örneğin yükselen bir dolar kurundan firma faydalanamamaktadır. Diğer bir dezavantajı da, ödeme ihracatçıya zamanında yapılmazsa veya malın bir bölümü yurtdışındaki alıcı tarafından reddedilirse, ihracatçı vadeli sözleşmenin koşullarını yerine getirmek için elinde yeterli dolar olmadığı için o an geçerli olan kurdan piyasadaki dolar satın almak zorundadır.

b) Anında Teslim Piyasası ile Korunma: Bu korunma yöntemi önce anında teslim piyasasının kullanılmasını, sonra da bir ödünç alma veya verme işlemini gerektirmektedir. Örneğin, ithalat bedelinin karşılığını dolar ödeyecek olan bir Türk firması, önce bugünkü anında teslim piyasasında TL ile dolar alır. Sonra ödeme zamanına kadar bu dolarları ya Amerikan Hazine bonosuna, devlet tahviline veya Eurodolar piyasasına yatırmakta ve süresi dolunca da mal bedelini ödemektedir. ²⁷

c) Opsiyon Sözleşmeleriyle Korunma: Opsiyon sözleşmelerinde, eğer vade sonunda piyasadaki kurlar işlemci açısından uygunsa; sözleşme uygulanmaz ve uğranılacak kayıplar yalnızca sözleşme primi ile sınırlıdır. Bu yönüyle opsiyon sözleşmeleri esnek sayılmaktadır. Ulusal para opsiyonları borsada veya tezgahüstü piyasada işlem görmektedir. Fakat borsa opsiyonları döviz cinsi, miktarı ve vadesi yönünden standart olmasından dolayı farklılık arz etmektedir.

²⁶Michael VASSAMI: "Foreign Exchange Uncertainty can be ended using forward contract", Hudson Valley Business Journal , Vol. 8 Issue 26, 27/04/98, 52

²⁷Halil SEYİDOĞLU: "Uluslararası Finans", (Ankara: Ezgi Kitabevi Yayınları, 1994), 215

d) *Gelecekteki İşlem Piyasasında Korunma*: Gelecek işlem sözleşmeleri, borsaya bağlı standart sözleşmeleridir. Bu borsalarda marj sistemi geçerlidir. Sözleşme satın alındığında bir tür güvence parası (ilk marj) ve onun yanında yürütme marjı alınmaktadır. Kurdaki değişimlerden dolayı meydana gelen azalışlar ve artışlar sözleşme sahibine her an ödenecek biçimde marj hesabına yatırılmaktadır.

Gelecek işlem piyasalarının kullanılışı çok kolaydır. Dövizle ödeme yapacak olan yani açık pozisyona sahip olan bir firma ilgili döviz üzerinden vade ve miktar yönünden en yakın bir gelecek sözleşmesi satın almaktadır. Bir döviz geliri sağlayacak fazla pozisyona sahip olan bir firma ise, en yakın vade ve miktara sahip bir gelecek sözleşmesi satışı yapmaktadır.

e) *Swap Piyasası Yoluyla Korunma*: Kur riskini önlemek için genelde izlenen yöntem bir ulusal paraya bağlı kredinin diğer bir ulusal paraya bağlı krediye dönüştürülmesi amacıyla uygulanan ulusal para swaplarıdır.

Bu yöntemin aşamaları;

- Borcun ana parası anlaşmaya varılan bir kurdan (anında teslim kurundan) değiştirilmesi,
- Her faiz ödeme tarihinde faizlerin değiştirilmesi,
- Swapın vadesi sonunda ana paranın, çoğunlukla başlangıçtaki kur üzerinden geriye verilmesidir.²⁸

²⁸ Halil SEYİDOĞLU: "Uluslararası Finans", (Ankara: Ezgi Kitabevi Yayınları, 1994), 218

Swapta amaç, faiz oranları ile döviz kurlarında kaydedilen dalgalanmaların yarattığı riski minimize etmektir.²⁹ Ancak, swap sözleşmesi tüm faiz ödemesini kapsayacak biçimde düzenlenebileceği gibi, vadeli piyasada bu fark için de bir koruma işlemi yapılabilir.

f) *Resmi Kredi Sigortası Kuruluşları*: İhracat alanında ortaya çıkacak kur risklerine karşı güvence sağlayan kuruluşlar vardır. Bu kuruluşların amacı ihracatı teşvik etmektir. Örneğin; Türkiye'de Eximbank bu görevi üstlenmiştir.

2. 5. 2. 1. 2 Firma Stratejileri ile Korunma

a) *Ödemeleri Öne Alma veya Geciktirme*: İşletmelerin gelirleri, giderleri, borç ve alacakları hem sağlam dövizlere (hard currency) hem de zayıf dövizlere (soft currency) bağlıdır. Sağlam dövizlere bağlı olan kısım değer kazanırken zayıf dövizlere bağlı olan kısım kaybetmektedir.

Ödemeleri öne alma veya geciktirme yöntemini kullanırken uygulanan stratejide iki yol benimsenmektedir. Birinci yol olarak, zayıf yabancı para ile nakit girişleri azaltılırken ya da öne alınırken, ikinci olarak da borç ve ödemeler zayıf paraya doğru kaydırılmakta ve bu parayla yapılacak ödemelerin geciktirilmesine çalışılmaktadır. Bu yöntem genellikle zayıf paralarda uygulanmaktadır. Sağlam ve değeri yüksek paralarda ise tam tersi uygulanmaktadır.

²⁹ Yalçın KARATEPE : "Türev Piyasaları Futures-Opsiyon-Swap", (Ankara:A. Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayını, Yayın No. 587, 2000), 147

Firmalar bu yöntemi uygulayarak kur değişimlerinden meydana gelen işlem riskini önleme de sınırlı ölçüde başarılı olabilmektedirler.

b) Ulusal Para ile Faturalandırma: Bu yöntemde ihracatçı veya ithalatçı firmalar satış faturasını kendi ulusal para cinsinden düzenlemektedirler. Ulusal para ile faturalandırma sadece bunu uygulayan tarafın riskinin bir bölümünü çözümlenmektedir. Örneğin, bir ihracatçı firma faturayı kendi parasına göre düzenletirse işlem riskini yok etmektedir. Fakat satış hacmi kur değişimlerinden etkileneceği için işletme riskini önleyememektedir. Bu yöntemde risk, bir taraftan diğer tarafa aktarıldığı için bir tarafta risk yok edilmişken diğer taraf risk ile karşı karşıya gelmektedir.

c) Yeniden Faturalandırma Merkezleri: Bu merkezler bazı büyük ihracatçı şirketler ve özellikle çok uluslu işletmelerin yurtdışındaki belirli yöresel paralarda kurdukları şubelerdir. Örneğin, Çok Uluslu Amerikan Şirketi olan General Electric, Orta Doğu'daki satışlarını yönetmek için Abu Dabi'de böyle bir merkez kurmuştur. Kayıtlarında bu bölgeye yönelik satışları merkeze dolarla satılmış göstermektedir. Merkez de maliyet fiyatına belli bir kâr marjı ekleyerek bölgedeki dağıtıcılara kendi ulusal paraları cinsinden satış yapmaktadır. Tüm satışlar bir merkezde toplandığı için kur riskini yönetmek kolaylaşmaktadır.

2. 5. 2. 2 İşletme (Ekonomi) Riskinden Korunma Yöntemleri

İşletme etkisinden korunmak için aşağıda bulunan pazarlama ve üretim yöntemi teknikleri kullanılmaktadır.

2. 5. 2. 2. 1 Pazarlama Tekniklerini Kullanarak Korunma

a) *Piyasa Seçimi:* İhracatçının vermesi gereken karar, hangi piyasalara ihracatın yapılacağı ve her piyasaya ne ölçüde pazarlama desteği sağlanacağıdır. Kur değişimleri sayesinde ülkenin geleneksel olarak ihracatta bulunduğu piyasalarda satışlar artırılmaya çalışılmaktadır. Örneğin ABD Doları değer kazandığı zaman Amerika firmaları diğer ülke ihracatçı firmaları karşısında pazar kaybına uğramalarına neden olmaktadır. Hatta bu durumdan Türk ihracatçı firmaları da faydalanmaktadır .

Dikkat edilmesi gereken diğer bir konu, ülke içindeki piyasa bölümleridir. Bir yabancı ülkede yüksek gelirli sınıflara kaliteli mal satan bir ihracatçı o ülke parası dışı değer kaybına uğrasa fazla etkilenmemektedir.

b) *Fiyatlandırma Stratejisi:* Yurt dışına mal satışı yapan bir firma, ulusal para gelirlerini maksimum yapmak için marjinal maliyetini marjinal gelire eşitleyerek ortaya çıkan fiyatı malına koymaktadır. Fakat bir ihracatçının karı, genelde vadeli döviz kuruna bağlıdır. Dolayısıyla, gelecekteki elde edilecek gelirlerin ulusal para ile bugünkü gerçek değerini hesaplamak gerekmektedir.

Dikkat edilmesi gereken diğer bir nokta ise, fiyat ayarlamalarının sıklığıdır. Kur değişimleri karşısında sık sık fiyat ayarlamaları yapmak ya da çok sık olmamak kaydıyla istikrarlı fiyat politikasını izlemek her ikisi de yanlıştır. Burada önemli olan fiyatları belirlerken ölçek ekonomileri ve tüketicilerin fiyat duyarlılığı gibi etkenleri göz önünde bulundurmaktadır. ihracatçı firmalar, yurt dışındaki müşterilere yurtiçi alıcılardan farklı fiyat listeleri uygulamaktadır. Devalüasyondan sonra da, firmalar iç piyasaya

yönelik ithal fiyatların artışına paralel olarak bir fiyat artışı veya piyasadaki paylarını genişletmek için fiyatlarını sabit tutmak gibi fiyat stratejileri uygulamaktadırlar.

c) *Tanıtma Stratejisi*: Firmalar, kur değişmelerini göz önüne alarak reklam ve tanıtımlarını yapmalıdırlar. Örneğin devalüasyondan sonra dış piyasaya tanıtım yapan bir firma, reklam için harcadığı her doların gelirlerini artıracakını görecektir.

Tanıtım bütçesinin ülkeler arasındaki dağıtımı ve kur değişimleri dikkate alınarak tanıtıma yönelik kararlar alınmalıdır.

d) *Ürün Stratejisi*: Kur değişmelerine karşılık firmalar ürün stratejilerini değiştirme yolunu da seçmektedirler. Bu ürün stratejileri; yeni mal çıkartılması, malda kalite farklılaştırılması ve tamamen başka nitelikteki mal icat edilmesidir. Örneğin, kur değişmelerine karşı eğer yeni mal çıkartılmasını uygulayacaksak, ana ülke parasının devalüe edilmesinden hemen sonraki dönem en uygun zamandır.³⁰

2.5.2.2.2 Üretim Yöntemi Tekniklerini Kullanarak Korunma

Pazarlama yöntemleriyle önlenemeyen kur riskleri için aşağıda belirtilen yollar izlenmektedir.

³⁰ Halil SEYİDOĞLU: "Uluslararası Finans", (Ankara: Ezgi Kitabevi Yayınları, 1994), 226

a) *Girdilerin Değiştirilmesi*: Ulusal paranın dış değer artışlarından dolayı artan maliyetleri düşürmek için, üretimde kullanılan yerli girdi payının azaltıp yabancı girdinin oranının artırılmasıdır. Uzun dönemde ise kapasite artırılırken yeni üretim tesisleri için, farklı ülkelerin girdileri birbiri yerine ikame edebilecek şekilde proje hazırlanmaktadır.

Türkiye'den bir örnek vermek gerekirse; ulusal paranın aşırı değerlendirildiği dönemlerde, imalatçı firmalar maliyetlerini düşürmek için ithal ham madde ve parçalar kullanmışlardır.

b) *Üretim Tesisler Arasında Kaydırılması*: Bu stratejiyi genelde dünya çapında üretim yapan çok uluslu şirketler uygulamaktadırlar. Örneğin Ford ve General Motors gibi Amerikan çok uluslu şirketleri üretim tesislerini Amerika dışında çeşitli ülkelere yaymışlardır. Böylece dolar yükselince üretim, Amerika'daki fabrikalardan bu merkezlere aktarılmaktadır.

c) *Kuruluş Yerini Değiştirme*: Yabancı ülke parasının değer kaybı durumunda, üretim tesislerinin üçüncü ülkelere kaydırılması da bir çözüm olmaktadır. Ancak üretim tesislerinin yer değiştirilmesinde, üretimin emek yoğunluğunu ve o ülkelerdeki ekonomik ve mali politikaları da göz önünde bulundurmak gerekmektedir.

d) *Verimliliğin Yükseltilmesi*: Piyasasına girilen ülke parasının değer kaybı ya da ana ülke parasının değer artışları, rekabet gücünü azaltacağından yerli üreticileri verimliliği yükseltici önlemlere ağırlık vermeye yöneltmektedir.³¹

³¹ Halil SEYİDOĞLU :a. g. e., 227

2. 6 Kur Riski ve Kur Sistemleri İlişkisi

Kur riski, yabancı para ile olan bütün işlemlerde yabancı paranın ulusal para karşısında değer kaybetmesi veya değer kazanması sonucu ortaya çıkabilecek zararları tanımlamaktadır.

Uygulanan kur sistemi ile kur değişimi yakından ilgilidir. Kur sistemleri genel olarak üç şekilde incelenmektedir.

2. 6. 1 Sabit Kur Sisteminde Kur Riski

Döviz kurunda yapılan bir değişiklik ayarlanabilir sabit döviz kurunda etki yaratmaktadır. Devalüasyon, ödemeler bilançosunu pozitif yönde etkilemektedir. Ulusal para kayıpları (devalüasyon), ülkenin ihracatını artırıp, ithalatını azaltarak IS eğrisini sağa doğru kaydırmaktadır. Devalüasyon, ödemeler bilançosu açığını gidermek amacıyla yapılmaktadır.

Sabit kur sistemini benimseyen ülkelerde, kurlar ya bir büyük ülke parasına ya da belirli para sepetlerine (SDR veya özel olarak oluşturulan) bağlanmış olup hükümet müdahaleleriyle sabit kurlar devam ettirilmektedir. Sabit kur sisteminde cari kurdan dış ödeme açığının (fazlasının) bulunması, hükümet müdahalelerinin ulusal parayı yapay olarak aşırı değerlenmiş (eksik değerlenmiş) bir para durumuna getirmiş olmasının sonucudur.³²

³² Halil SEYİDOĞLU: a. g. e., 68

Sabit kur sisteminde döviz kurları uzun süre sabit tutulduğundan, devalüasyon ve revalüasyon uygulandığında döviz kurlarında büyük oranlarda değişiklik meydana gelmektedir.

2. 6. 2 Ayarlanabilir Sabit Kur Sisteminde Kur Riski

Ayarlanabilir sabit kur sisteminde, sabit bir fiyat düzeyi varsayımında maliye politikası etkilidir. Döviz kurlarındaki ayarlama ve esnekliklere bağlı olarak etkinliğin yönü ve büyüklüğü belirlenmektedir.

Sabit kur sisteminde, dış dengesizlik sorununu çözümleyebilmek için kur . ayarlamaları (exchange rate adjustment) yöntemi uygulanmaktadır. Kur ayarlamaları, açık veren ülkelerde hükümet kararlarıyla, döviz kurlarının yükseltilmesi (devalüasyon; ulusal paranın dış değerinin düşürülmesi), fazla . veren ülkede de düşürülmesi (revalüasyon) biçiminde olmaktadır.

2. 6. 3 Esnek Kur Sisteminde Kur Riski

Cari döviz kurundan döviz talebi döviz arzını aşacak olursa (dış ödeme açığının olması), kurlar yükselmeye başlamaktadır. Kurlar yükseldikçe yabancı mallar pahalılaşacağı için ithalat, başka bir deyişle döviz talebi düşmektedir. Diğer taraftan kurlardaki artış ülkenin ihracatını özendirmekte ve döviz gelirlerini yükseltmektedir.

Döviz arz ve talebi eşitleninceye kadar kurlardaki yükselme de devam eder. Bu süreç döviz arz talebi eşitlenince (dış denge sağlanınca) son bulmaktadır. Buradan da anlaşılacağı üzere döviz kurlarının oluşumu bu sistemde döviz piyasasındaki arz ve talebe bırakılmaktadır. Eğer tam tersi döviz arzı fazlaysa da kurlar düşecektir. Kurlar düştükçe ithalat yani döviz talebi artmaktadır. Bu süreç de yine döviz arz –talep dengesi sağlandığında son bulmaktadır.

2. 7 Kur Riskine Karşı Korunma Stratejileri

Kur riskine karşı korunmak için tam korunma, korunmadan vazgeçme ve esnek korunma stratejileri olarak üç ana strateji aşağıda sıralanmaktadır.

a) *Tam Korunma Stratejisi:* Bu stratejinin dayandığı varsayım, kur değişimlerinden doğacak zararın korunma araçlarının maliyetinden yüksek olmasıdır. Esnek kur sisteminde kur değişimlerinden doğacak zararların boyutları tam olarak tahmin edilemediğinden, spekülative kâr amacı gütmeyen işletmelerin bu stratejiyi seçmeleri en mantıklı olanıdır.

Günümüzde, Türkiye'de de uygulanmaya başlanan ve "türev ürünler" diye adlandırılan korunma araçları tam korunmayı seçmiş olan işletmelerce kullanılmaktadır.

b) *Korunmadan Vazgeçme Stratejisi:* Bu stratejinin dayandığı varsayım, kur riskinden doğacak olan zararların korunma araçlarının maliyetinden düşük olması beklentisidir. Dolayısıyla kur riski olduğu gibi kabul edilip, korunma araçlarıyla riski ortadan kaldırma gereği kalmamaktadır.

Özellikle sabit kur ve ayarlanabilir sabit kur sisteminin uygulandığı ülkelerde, kur değişimlerinin fazla olmayacağı veya sınırlı olabileceği düşüncesiyle bu strateji uygun görülebilmektedir.

Ancak, bu stratejinin esnek kur sisteminde uygulanması büyük riskler taşımaktadır. Çünkü esnek kur sisteminde, her an kur dalgalanmalarının gerçekleşme olasılığı daha yüksek olmaktadır.

Yine, sürekli olumsuz yönde kur değişiklikleri yaşayan Türkiye gibi ülkelerde korunmadan vazgeçme stratejisi çok riskli olup, tam korunma stratejisinin seçilmesi daha uygun görülmektedir.

c) *Esnek Korunma Stratejisi*: Bu strateji diğer iki stratejinin orta yolu şeklinde uygulanmaktadır. Bu stratejiye göre, tam korunma doğrultusunda karar verilebilmesi için bazı şartların varlığına bakmak gerekmektedir. Bunlar;

- Açık pozisyon tutarının büyük olması,
- Olumsuz kur değişikliği olasılığının yüksek olması,
- Korunma araçlarının maliyetinin olası kur riski zararından düşük olması.

Bu şartların ters yönde oluşması düşüncesinde ise, korunmadan vazgeçme stratejisinin uygulanması yoluna gidilmektedir.

BÖLÜM 3

DÖVİZ KURU RİSKİNDE HEDGING

3. 1 Hedging(Riskten Korunma)

Hedging, döviz ve para piyasalarında gelecekteki kur riski ve fiyat hareketlerinden korunmak için yapılan vadeli işlemlerdir. Başka bir şekilde ifade etmek gerekirse, riski azaltmak için cari piyasada sahip olduğu pozisyon karşısında futures, opsiyon ya da forward piyasalarında tam tersi pozisyonu almasıdır.³³

Hedging bir risk aktarma veya bir risk önleme işlemidir. Uygun risk aktarımı için hedger nakit durumuna yatkın aracı seçme durumundadır. Amerikan Emtia Futures İşlem Komisyonu'nun resmi hedge tanımı da bu şekildedir. Bu tanıma göre bir hedge nakdi duruma ekonomik olarak uygun futures kontrat pozisyonları içermeli ve bunlar söz konusu şirketin normal ticari faaliyetlerinden kaynaklanan riskleri azaltacak şekilde düzenlenmelidir.

³⁴ Riskten korunmak isteyen (hedger), peşin ya da spot pazardaki pozisyonunu finansal futures pazarında ekonomik olarak uygun bir başka pozisyonla dengeleyen ve böylece faiz ve kur riskini aktaran kişi veya kurumdur. Bir hedgerin amacı; şu anki pozisyonda veya beklenen pozisyonda futures, forward veya opsiyon piyasalarından birinde karşı pozisyon alarak geçici olarak riski azaltmaktır.

³³ Scott MCMURRAY: "the lost art of Hedging", Institutional Investor Journal, Dec. 2000

Vol. 24 Issue 12,

63

³⁴ İhsan ERSAN: "Finansal Türevler futures&options&swaps", (Literatür Yayıncılık, 1998), 72

Dünyanın yaşanan küreselleşme sürecinde gelişen serbest piyasa ekonomilerinde, döviz kurlarında meydana gelen dalgalanmalar ihracat ve ithalatla uğraşan işletmeleri, kurlardaki ani değişiklikler olumsuz yönde etkilemektedir. İşletmelerin bu yönde oluşan zararını azaltmak için, dünyanın önde gelen finansman kuruluşları tarafından hedging teknikleri geliştirilmiştir. Aşağıda bu hedging tekniklerinin özelliklerini sıralamak mümkündür:

1. Döviz oranındaki değişikliği de gözönüne alırsak hedging tekniklerinin kullanımı maliyetsizdir.
2. Hedging teknikleri, ihracatçı ve ithalatçıların planladıkları zaman diliminden daha kısa bir zaman dilimi için vardır.

Hedging teknikleri, içsel ve dışsal hedging teknikleri olarak ikiye ayrılmaktadır. Fakat içsel teknikler, daha çok firma içi nakit akımına yönelik olduğu için daha çok ithalat ve ihracatçı firmalar dışsal hedging teknikleri olan opsiyon, forward, futures ve swap gibi teknikleri kullanmaktadırlar.

3.2 İçsel Hedging Teknikleri

Firmalar döviz kuru dalgalanmalarından korunmak için kendi içlerinde bazı uygulamalara gitmektedirler. İçsel hedging teknikleri olan bu uygulamalar aşağıda sıralanmaktadır:

3. 2. 1 İşletmeler Arası Alacak ve Borçların Netleştirilmesi

İşletmeler arası alacak ve borçların netleştirilmesi (netting) tekniğinde, grup işletmelerde aynı veya paralel dövizlerdeki dönem sonu bağlı işletmeler arası borçlar, önceden belirlenen hesap dönemleri sonu itibariyle biri diğerine karşı kapatılmakta ve böylece brüt tutarların ödenmesine sadece borçlu olunan dövizdeki net bakiyenin riske karşı hedge edilmesi ve vadesinde ödenmesi gerekmektedir. Birinin alacağı ile diğerinin borcunun eşleştirilmesine “netleştirme” denilmektedir.³⁵

Netleştirme ağırlıklı olarak iki şekilde yapılmaktadır. Bunlardan biri iki taraflı netleştirme diğeri ise çok taraflı netleştirmedir. Çok taraflı netleştirme, iki taraflı netleştirmeden biraz daha karmaşık olmakla birlikte; çok taraflı netleştirmede grup içi borçluluk ve ödeme ilişkisi bulunan ikiden fazla bağlı işletmeyi kapsamakta olduğu için netleştirme işlemlerinin bir merkezden yürütüldüğü grup hazinesi kullanılmaktadır.

3. 2. 2 Gelir ve Ödemelerin Çakıştırılması

Ana işletme bünyesindeki merkez hazine, grup içi bağlı işletmelerin kişisel ödeme ve gelirlerini çakıştırabilmek için, her bir bağlı işletmenin nakit akış bütçelerini toplar ve bunları her bir döviz cinsi için tek bir grup nakit bütçesi haline getirir. Böylece, bağlı işletmelerin kişisel döviz işlemlerinin tarihleri, herhangi bir anda ve herhangi bir belirli döviz için oluşabilecek aşırı açığı, diğer bir deyişle baskıyı minimize edecek şekilde değiştirebilir. Daha sonra ise, bağlı işletmelere ödemelerin veya tahsilatların yapılacağı kesin günler bildirilmektedir.

³⁵ Thomas W. McRAE: “International Business Finance”, (İngiltere: John Wiley&Sons Ltd, 1996), 79

3. 2. 3 Nakit Akışlarını Öne Alma ve Geciktirme

Bir yatırımcı nakit akışlarının zamanlamalarını değiştirmek ve değer kaybetmesi beklenen döviz cinsinden belirlenmiş alacakların tahsilini hızlandırarak veya borçlarını geciktirerek bu işlemi gerçekleştirmektedir. İşletmeler, değer kazanması ihtimali olan döviz cinsinden dolayı fazla kur kaybına neden olmamak için borçların geri ödemesini hızlandırmaktadırlar. Forward kontratlarının kullanılmadığı zamanlarda bu yöntem kullanılmaktadır.

Öne alma veya geciktirme yöntemi ile vergileri geciktirme ve açık pozisyon yaratma imkanı mümkündür.

3. 2. 4 Kontrat Fiyatını Forward Kura Göre Ayarlama

İhracatçı ile ithalatçı arasında yapılan bir kontratta belirlenen fiyat ihracatçının ülke parasına göre belirlenirse, ihracatçı ülke parasının fiyatı forward döviz kuruna göre oluşacaktır. İmzalandığı gün ile ödemenin yapılacağı gün arasındaki döviz kurunda meydana gelen değişiklikler kontrat fiyatına yansıtılmaktadır. Eğer altı ay sonra bir ödeme söz konusu ise, altı aylık forward döviz kuru baz alınarak fiyatlanmaktadır.

İhracatçı işletme bu yöntemi, ülke para cinsinden fiyatlandırılan standart olmayan kontratlarda kullanmaktadır. Böylece üretilen malların fiyatları sürekli olarak değiştirilememektedir.

3. 2. 5 Sözleşmede Belirtilen Döviz Cinsini Değişirme

Döviz cinsinden kontratı olan bir işletme, dövizdeki bir değişmeden dolayı kendi parası yönünde kâr edeceğini düşünüyorsa, kontrattaki döviz cinsini değiştirebilmektedir.

İşletmeler, bu tekniği çok dikkatli bir şekilde uygulamalıdır. Çünkü eğer faturada para cinsi sık sık değiştirilirse, bu değişimden ithalatçı işletmeler olumsuz yönde etkilenmektedir. Bazen sözleşmede belirtilen döviz cinsinin değişmesi ihracatçı tarafından kullanılarak fiyat değişimine gidildiğinde, eğer ithalatçı bu değişimin farkında değilse, ihracatçının karının yükselmesine neden olacaktır. Bu nedenle çoğu zaman ithalatçılar kendi ulusal paraları cinsinden faturalandırılmak istemektedirler.

3. 2. 6 Nakit Akışlarının Bir Merkezde Toplanması

Bu yöntem genellikle grup işletmeleri tarafından kullanılmaktadır. Bu yönetimin kullanımında amaç, hem nakit hareketlerinin bir merkezden yönetilmesi hem de tek bir yerde hesap tutulmasıdır. Havuz sayesinde ihtiyaç fazlası olan nakit fonları, nakit sıkıntısında olan işletmelere ödünç olarak verilmektedir. Nakit sıkıntısında olan işletmelere havuzdan nakit sağlanacağı için bağlı işletmeler arasındaki gidip gelen fonlar azaltılmış olacaktır.

Ayrıca işletmeler, bu yöntemi kullanarak finansal kurumlardan aldıkları kredi anapara ve faiz ödemelerini azaltmaktadırlar. Ek olarak, döviz kur risk yönetimi tek elden yürütülmektedir.

3. 2. 7 İhracat Alacaklarının Tahsil Süresinin Hızlandırılması

Alıcıların çok çeşitli bir coğrafi dağılım gösterdiği durumlarda, ihracat işlemlerinden doğacak alacakların tahsilindeki gecikmeleri önlemek amacıyla kullanılan bir yöntemdir. Ancak, günümüzde döviz kurunda görülen ani ve şiddetli dalgalanmalar, yüksek faiz oranları ve finansal piyasalara zaman zaman konulan piyasa kısıtlamaları, işletmelerin dış ticaret işlemlerinden doğan alacaklarının tahsilindeki gecikmeleri daha riskli ve daha maliyetli bir duruma getirmektedir.

İhracat alacaklarının tahsilinin hızlandırılması amacıyla, bankalararası bir bilgisayar ağı oluşturulmuştur. SWIFT denilen bu ağ sayesinde işletmelerin ve bankaların döviz işlem talimatları, banka hesap durumları, idari mesajlar vb. bilgiler bankalar arasında anında, çalışma saatlerine bağlı kalmadan New York, Londra, Tokyo gibi finans merkezlerinde 24 saat olmak koşuluyla transfer edilmektedir.

3. 2. 8 Döviz Üzerinden Borçlanma

Finans kurumlarının belli bir faiz oranı karşılığında, işletmelere geçici bir süre kullanması için verdiği nakit fon avansıdır. Sözkonusu nakit fon avansı iki şekilde verilmektedir;

- Sabit bir dönem için sabit faiz oranıyla avans verilmesi,
- Sabit bir dönem için piyasa faiz oranlarına göre değişen bir faiz oranı üzerinden avans verilmesidir.

Bir döviz kur riski yönetim aracı olan döviz üzerinden borçlanmada, bir işletme ihracat ve diğer işlemlerden işletmeye gelecek nakit girişlerine yönelik beklentilerinden dolayı yabancı para ile borçlanmaktadır. Beklentilerinin gerçekleşmesiyle oluşan nakit akışları, yabancı para cinsinden alınan borcun anapara ve faiz ödemelerinde kullanılmaktadır.

3.2.9 Para Piyasaları Yoluyla Hedging

İşletmenin para piyasalarını kullanarak aktif ve pasifindeki döviz kuru riskine karşı açık pozisyonlarını dengeleyerek, riski sıfırlamaya ya da azaltmaya yönelik bir bilanço içi hedging tekniğidir.

Bir örnek vermek gerekirse; kirası USD üzerinden ödenmek üzere, aylık kirası USD 10. 000'den bir işyeri kiralandığı ve kiranın her üç ayda bir ödeneceği varsayılırsa, bu tür kira sözleşmesinde TL'nin USD karşısında değer kaybetmesi sonucunda, ödenecek kiranın TL karşılığının yükselme riski, yani döviz kuru riski mevcuttur. Bu riski bir yıl süreyle "hedge" etmenin en basit yöntemlerinden biri; USD'ları spot döviz piyasasında bugünden satın alarak, USD 30. 000 tutarında üçer aylık döviz tevdiat hesabına yatırmaktır. Satın alınan USD'ların bir yıla kadar vadeli hesaplarda para piyasasında

değerlendirilmesinden dolayı bu hedging yöntemine “para piyasası yoluyla hedge” denir.³⁶

Döviz kuru riskinden korunmada, bu yöntemin geçerli olabilmesi için ulusal paranın faiz getirisinin, döviz değer kazanma oranı ve vade süresince kazanılan faiz getirisi toplamından daha düşük olması gerekmektedir. Bu stratejinin seçimi döviz kurlarıyla ilgili beklentiye bağlıdır. Hedger, döviz kuruyla ilgili hedge yaptıktan sonra döviz kurlarını takip etmek zorunda kalmayacaktır.

3. 3 Dışsal Hedging Teknikleri

Dışsal hedging teknikleri, diğer bir deyişle dövizde dayalı türev araçları genellikle bilanço dışı hedging teknikleridir. Dışsal hedging tekniklerinin uygulanabilmesi çoğunlukla ilgili piyasaların varlığına bağlı olmakta ve bir banka ya da finansal kuruluşun aracılığını gerektirmektedir.³⁷

Dışsal hedging teknikleri, işletme dışı finansal kurumların varlığını ve çoğunlukla organize olmuş borsalarda ya da borsa dışı piyasalarda (Tezgahestü Piyasalar) düzenlenmiş kontratların kullanımını gerektirmektedir. Bununla birlikte, türevsel ürünlerinde 1970’li yıllardan beri görülen büyüme ve gelişme, finansal piyasalara çok önemli bir nitelik kazandırmıştır.³⁸

³⁶ Laurent L. Jacque , “Management and Control of Foreign Exchange Risk”, Kluwer Academic Publishers, 1996 , 236

³⁷ H. Ayşe Eyüpoğlu AKSEL: a. g. e., 29

³⁸ Roger MILLS: “ Hedging , Derivatives and Risk Management”, Manager Update, Volume:6, No. 2, Winter 1994, 35

3.3.1 D viz Alacak Senetlerinin İskonto Ettirilmesi

Bu teknik sadece ihracatçı işletmeler tarafından kullanılmaktadır. Bir ihracatçı işletme ithalatçıya tanımış olduğu kredili satış bedeli karşılığında aldığı döviz alacak senedini bir bankaya iskonto ettirmek suretiyle nakit sağlamaktadır. İhracatçı işletme vadesinden önce senedi nakde çevirdiği için nakde çevirdiği an ile vadesi arasında oluşacak döviz kurundaki dalgalanmalara karşı kendini korumuş olacaktır.

3.3.2 Factoring ve Forfaiting

Uluslararası ticarete döviz kuru riskinden korunmak amacıyla oldukça sık kullanılan bir nakit yönetim tekniği olan factoring, işletmelerin hem kısa vadeli işletme sermayesi ihtiyaçlarının karşılanmasında, hem de ihracat işlemlerine ilişkin olarak birden çok döviz cinsinden beklenen gelirler üzerinde döviz kurlarının değişmesi sonucu ortaya çıkabilecek riskleri azaltmada kullanılabilmektedir.³⁹

Factoring, uluslararası ticarete döviz kuru riskinden korunmada çok sık kullanılan bir tekniktir. Çünkü işletmelerin hem kısa vadeli işletme sermayesi ihtiyaçlarını karşılamakta hem de ihracat işlemlerinde döviz kuru değişiminden dolayı elde edilecek gelirler üzerinde meydana gelebilecek riskleri azaltmaktadır. Başka bir deyişle bu teknik, kısa süreli bir ihracat finansman tekniğidir.

³⁹ Paul J. BEEHLER: "Contemporary Cash Management", (USA :John Wiley & Sons. Inc. , 1978), 246

Forfaiting, mal ve hizmet ihracından doğan ve belli bir ödeme planına göre tahsil edilecek olan alacakların vadesinden önce bir banka ya da bu alanda uzmanlaşmış bir finansman kuruluşu tarafından satılarak tahsil edilmesi işlemidir.⁴⁰

Sabit faizli ve genellikle orta-uzun süreli bir finansman tekniği olan forfaiting, ihracatçıyı vadesinden önce tahsil ettiği için alacağını, vadesine kadar ortaya çıkabilecek döviz kuru riskinden korumuş olmaktadır.

Factoring ve forfaiting teknikleri, birbirinden çok farklı değildir. Her ikisinde de işletme, ihracat sözleşmesinin yapılmasıyla malın teslimi arasında geçen sürede doğabilecek döviz kuru riskiyle karşı karşıya gelmektedir.

3.3.3 İhracat Kredi Sigortası

Bir ihracatçının müşterilerinin ödemede bulunmaması halinde karşılaştığı zararları teminat altına alan bir sigortadır. Bu sigortanın diğer sigortalardan farkı, genel anlamdaki sigortada örneğin ihracat yapan firmanın ihraç ettiği mal sigortalanırken ihracat kredi sigortasında ise, ihraç ettiği malın bedeli sigortalanmaktadır.

İhracat kredi sigortasından yararlanabilmek için ihracatçı firmanın müşterisine kredili satış yapması gerekmektedir. Çünkü bu sigorta alacağın tamamen tahsiline kadar geçen süredeki doğabilecek zararları teminat altına almaktadır.

⁴⁰ Halil SEYİDOĞLU: “Uluslararası Finans”, (İstanbul, 2001), 364

İhracat kredi sigortası ekonomik, ticari ve politik riskleri garanti altına almaktadır. Döviz kuru riski de bir ekonomik risk olduğundan ihracat kredi sigortasıyla o da garanti altına alınmaktadır. Örneğin bir Türk işletmeci kredili ihraç ettiği mal bedelini 3 ay sonra USD olarak alacaksa, bu arada USD TL karşısında devalüe edilecek olursa, devalüeden dolayı doğacak zararlar ihracat kredi sigortası kapsamındadır ve İhracat Kredi Sigortası Kurumu tarafından da karşılanmaktadır.

3.3.4 Döviz Forward Sözleşmeleri

Döviz forward sözleşmeleri; gelecekte belirlenen zamanda belirli fiyattan belirlenen miktarda döviz satın alınması için yapılan özel bir işlemdir. Forward sözleşmelerinin özelliklerini sıralamak gerekirse;

- Bütün şartların devredilmesi mümkün olan özel bir işlemdir.
- İhmal riski var.
- Nakit akımı yok.
- Aradakinin karından dolayı genelde sözleşme yapmak maliyetli olmaktadır.
- Teslimattan önce takas işlemi yapılmaz.
- Devredilen sözleşmeden fiyat değişikliği veya kalite riski olmaz.
- Sözleşmelerin taahhüt tarihi ile yükümlülüklerini yerine getirme tarihleri farklıdır.
- Belli bir fiyattan alma veya satma taahhüdü, teslim ve ödeme, vadede gerçekleşmektedir.
- Sözleşmenin kâr ya da zararı vade bitiminde saptanmaktadır.⁴¹

⁴¹ Robert W. KOLB: "Futures Markets", (New York: Third Edition, 1991), 499

Döviz forward sözleşmelerinde, bir dövizin piyasa fiyatı ile forward sözleşme fiyatı birbirinden farklıdır. Aralarında oluşan bu fark, kambiyo piyasalarında para birimleri arasında faiz oranları farkını yansıtmaktadır. Eğer sözleşme fiyatı piyasa fiyatından yüksekse prim, düşükse iskonto söz konusudur.⁴²

3.3.5 Döviz Futures Sözleşmeleri

İlk olarak 1972 yılında uygulanmaya başlanan döviz futures sözleşmeleri, organize olmuş borsalarda, belirli zamanda verilen miktar için dövizdeki değişimler dikkate alınarak alıcı ve satıcı arasında düzenlenen sözleşmelerdir. Dünyadaki belli başlı futures piyasaları, Chicago Board of Trade (CBOT), New York Futures Exchange (NYFE), Chicago Merchantile Exchange (CME), Singapur'da, Singapore International Monetary Exchange (SIMEX), Philadelphia Stock Exchange, Kanada'da Toronto Stock Exchange, Londra'da London International Financial Futures Exchange (LIFFE) olarak sıralanmaktadır.

Döviz kurları üzerine futures kontratlarının sürekli gelirleri vardır. Bu sürekli gelir faiz oranıdır. Dolayısıyla bu kontratlar değerlendirilirken nakit akımları dikkate alınarak kontrat fiyatı belirlenmektedir.

- Standart şartlar dahilinde takas üzerinden ticareti yapılmaktadır.
- İhmal riski yoktur.

⁴² Joseph D. Kozioł, "Principles, practices and strategies for the financial markets", John Wiley & Sons, 1991, 5

- Sözleşmenin performansını garanti etmek için fiyat değişikliklerine bağlı olarak günlük nakit akımları vardır.
- Düşük maliyetlidir.
- Likidite ile takas üzerinden sözleşme ticareti yapılmaktadır.
- Standart sözleşme ile istenilen güvenlik arasındaki farklara dayalı olarak bir risk mevcuttur.⁴³

Finansal futures kontratlarının ana özelliği, yatırımcıya ilerideki bir tarihte gerçekleşecek bir işlem için faiz oranı ve döviz kurunu sabitleştirmesidir. Futures sözleşmesinde taraflar birbirine karşı değil, piyasanın takas işlemlerini gerçekleştiren Takas Merkezi'ne karşı sorumludur. Futures sözleşmelerinde, borcun ödenmemesi durumunda takas odası aldığı depozito ve marjınla ödemeleri yapmaktadır.

3.3.5.1 Futures Sözleşmeleri ile Döviz Kur Risk Yönetimi

Futures ile yapılan hedging potansiyel kayıplardan oluşan riski azaltmayı sağlamaktadır. Başka bir ifadeyle, futures yapılan hedging sayesinde hedgeri elinde bulunan nakitinde meydana gelecek dalgalanmanın çoğunu engellemektedir.⁴⁴ Ayrıca, fiyat değişikliklerinden oluşan riskin kontrol edilmesini sağlamaktadır.

Futures sözleşmeleri, gerektiğinde nakit pozisyonunu sağlamak için, araç olarak kullanılmaktadırlar. Çünkü futures sözleşmeleri daha az maliyetlidir. Spekülatörler, nakit araçlarını pazarlamak için futures sözleşmelerini geçici olarak kendi pozisyonlarında doğacak riskleri ayarlamak için kullanılmaktadırlar. Spekülasyon sözleşmenin fiyat değişikliğinden futures

⁴³ Robert W. KOLB: a. g. e. , 170

⁴⁴ Robert T. DAIGLER: "Financial Futures & Options Markets", (USA: HarperCollins College Publishers, 1993), 35

sözleşmesinin kâra kadar olan alımını (uzun pozisyon) veya satımını (kıs a pozisyon) içermektedir.

Futures sözleşmesi, spot ürün üzerine geliştirilmiş veya türetilmiş bir sözleşmedir. Söz konusu sözleşme, belli nitelikteki ve belli miktardaki bir malın veya mali bir enstrümanın, gelecekteki önceden belirlenmiş herhangi bir tarihte, yine önceden teslimini hükme bağlayan yasal bir sözleşme niteliği taşımaktadır.

Gelecek işlemi sözleşmelerinde kullanılan dövizler sınırlı sayıdadır. Örneğin, gelecek döviz işlemleri borsasında kullanılan dövizler İngiliz Sterlini, Avustralya Doları, Kanada Doları, Japon Yeni, İsviçre Frankı'dır. Her dövize bağlı sözleşmelerin de minimum bir alt sınırı vardır. İşlem hacmi ancak bu miktarların tam katları biçiminde olabilir.⁴⁵

Uluslararası Para Piyasasında, günlük en yüksek ve en düşük kur değişimleri için belirlenmiş sınırlar vardır. Bunun amacı, değişimler karşısında piyasada istikrarın bozulmasını engellemektir. Böylece ani bir olayın etkisi yavaş yavaş atlatılmaya çalışılmaktadır.

Bu tür işlemleri yapan alıcı ve satıcılar aracılık hizmeti karşılığında borsaya bir komisyon öderler. Ayrıca borsa açısından bir tür güvence parası niteliğinde olmak üzere sözleşmenin belirli bir oranı kadar yatırılan bir marj vardır.

⁴⁵ Halil SEYİDOĞLU: "Uluslararası Finans", (İstanbul, 2001), 169-170

Kurlardaki değişme ile birlikte, sözleşmenin temsil ettiği dövizin ulusal para karşılığında yükseliş ve düşüşler ortaya çıkar. Kurdaki bir düşme karşısında, sözleşmenin toplam değeri belirli bir sınırın altına inerse, aradaki farkın sözleşme sahibi tarafından günlük olarak marj hesabına ödenmesi gerekir. Bu yükümlülük yerine getirilmediği takdirde sözleşme otomatik olarak iptal edilmiş sayılır ve borsa zararı yatırılan ilk marjdan karşılar. Kurdaki yükselme dolayısıyla ortaya çıkan kazançlar da yatırımcıya peşin olarak ödenir veya faizli olarak marj hesabında tutulur. Her gün yapılan bu hesaplaşmaya “gündelik denkleştirme” sistemi denir. Günlük denkleştirme dolayısıyla sözleşmeler adeta her gün yenilenmiş olmaktadır. ⁴⁶

Gelecek sözleşmelerinin istenen miktar ve süre için yapılamaması dolayısıyla bu tür işlemler ithalatçı, ihracatçı ve dış yatırımcı gibi ticari ve mali ihtiyaç sahipleri bakımından çok kullanışlı değildir. Fakat taşıdıkları standart özellikler, bu piyasaları özellikle spekülâtörler açısından oldukça çekici bir duruma getirir. Gerçekte profesyonel spekülâtörlerin asıl faaliyette bulundukları piyasalar bunlardır. Spekülâtörler ilgili dövizlerin kurlarıyla ilgili bekleyişlerine göre bu sözleşmeleri alır veya satarlar. Böylece bir gelecek işlemi sözleşmesi ait olduğu teslim tarihine kadar bir çok kez el değiştirir. Bir tek işlemcinin başından sonuna kadar sözleşmeyi saklayıp vade sonunda döviz tahsil etmesi sık rastlanan bir durum değildir.

Ayrıca gelecek döviz işlemi sözleşmelerinin süresi dolduğunda, örneğin alış sözleşmesi sahibine gerekli miktar, döviz olarak değil, ulusal para olarak ödenmekte, işlemci bu para ile gerekli döviz anında teslim piyasasından satın almaktadır. Döviz satış sözleşmelerinde de teslim yine dövizin o günkü kurdan ulusal para karşılığının ödenmesi biçiminde yapılmaktadır.

⁴⁶ Öztin AKGÜÇ: “Finansal yönetim”, 1994 İstanbul Muhasebe Enstitüsü Yayın No. 63, 719

3.3.5.2 Döviz Futures Sözleşmelerinin Fiyatlandırılması

Serbest piyasalarda tüm ürün fiyatları temel arz ve talep güçlerinin etkileşimi ile belirlenmektedir. Özellikle etkinlik düzeyi yüksek olan piyasalarda spot fiyatların belirlenmesi, haberlerin beklentileri, beklentilerin alma ve satma kararlarını etkilemeleri ve alma ve satma kararlarının da piyasada fiyatları değiştirmesi şeklinde gerçekleşmektedir. O nedenle arz ve talep güçleri, spot ürün fiyatlarını etkileyen en önemli mekanizmadır. Tüm spot ürünlerin fiyatları piyasadaki arz-talep koşullarına bağlı olarak değişmekle birlikte farklı ürünlerde arz ve talebi etkileyen koşullar farklı olmaktadır.

Futures sözleşmeleri spot ürünlerden türetilmiş olduklarından, futures piyasalarında özellikle spekülasyon amaçlı faaliyet göstermeyi düşünen aktörlerin, altta yatan spot ürünün arz-talep güçlerini yakından tanımaları önemli bir zorunluluktur. Bu nedenle döviz futures sözleşmeleri üzerine spekülasyon yapmayı düşünen bir kişinin, spot kurların belirlenme kuramı ile yakından aşina olması gerekmektedir.

Bütün döviz futures işlemlerine kotasyon ABD Doları karşılığı yapılmaktadır. Bu, futures işlemi yapılan para biriminin vadesindeki ABD Doları karşılığını göstermektedir.

Futures fiyatlarını, gelecek vadedeki spot piyasalara olan arz ve talep oluşturmaktadır. Bu nedenle de bu fiyatların belirlenmesinde spot ürünün ileri vadeye taşıma maliyeti ve arbitraj faktörleri önemli rol oynamaktadır.

3.3.6 Döviz Opsiyonları

Döviz opsiyonu, yabancı parayı önceden belirlenen fiyattan gelecekteki bir tarihte alma veya satma hakkıdır. İlk döviz opsiyon anlaşması Kanada doları için 1982 yılında Montreal Borsasında yapılmıştır.

Döviz opsiyonları, alıcı ve satıcı arasında yapılan kontrat gereği, opsiyon alıcısına bir döviz diğer bir döviz karşılığında belirli bir süre içinde önceden belirlenen bir fiyat ve tutar üzerinden alma veya satma hakkı veren döviz işlemleridir.⁴⁷ Opsiyonlarda söz konusu döviz alma veya satma hakkını kullanmak (opsiyonu uygulamak), kontratı satın alan tarafa aittir. Opsiyon kontratı alan taraf, ilgili döviz ilerde alma veya satma hakkını satın almakta ve bu hak, alıcıya opsiyonu uygulama veya uygulamama esnekliğini sağlamaktadır.⁴⁸

Genel bir ekonomik kavram olarak “opsiyon”; iki taraf arasında düzenlenen, taraflardan birine belli bir bedel karşılığında, kararlaştırılmış fiyatta ve tayin edilmiş vade sonunda ya da söz konusu vadenin içinde herhangi bir tarihte belli miktarda bir varlığı (mal, döviz, menkul kıymet v. b.) satın alma ya da satma hakkı veren; diğer tarafa, aldığı bedel karşılığında sözü edilen hakkın kullanılması durumunda ilgili varlığı belirtilen şartlarda satma ya da satın alma yükümlülüğü getiren bir sözleşme olarak tanımlanabilir.⁴⁹ Bu söylediğimizi farklı bir şekilde ifade etmek gerekirse; alım opsiyonu alan taraf opsiyonunu kullandığı zaman, karşı tarafın üzerine opsiyon yazılı varlığı teslim edeceğine dair bir güvence, satım opsiyonu alıcısı ise opsiyonunu kullandığı zaman karşı tarafın varlığı alabilecek nakit paraya sahip olacağına dair güvence istemektedir. Bu da sözleşmeyi satan

⁴⁷ Robert T. DAIGLER: a. g. e. , 13

⁴⁸ Tülin AKKUM: “Döviz Opsiyonları ve Opsiyon Fiyatlama Modelleri”, I. Ü. İşletme Fakültesi Dergisi, C:29, S: 1/Nisan 2000, 47

⁴⁹ Frank J. FABOZZI, Frank G. ZARB: “ Handbook of Financial Markets”, 1981, 545

tarafın alım opsiyonlarında varlığı teslim etme yükümlülüğü, satım opsiyonlarında da varlığı alabilecek nakit paraya sahip olma zorunluluğundan kaynaklanmaktadır.

Opsiyon satıcıdan teminat olarak her zaman nakit para alınmamaktadır. Örnek vermek gerekirse, bir örtülü alım opsiyonu satan yatırımcı opsiyona konu olan yabancı paraya sahip olduğundan, bu yabancı parayı bloke etmesi istenmektedir. Opsiyonun vadesi dolmadan yatırımcının bu yabancı parayı satmasına izin verilmemektedir. Eğer alım opsiyonu kullanılırsa, yatırımcı bloke ettiği yabancı paraları vererek opsiyondan doğan yükümlülükleri yerine getirmiş olmaktadır. Opsiyon vadesi dolduğunda da kullanılmazlarsa, yabancı para opsiyon sözleşmesini satmış olan tarafa iade edilmektedir.⁵⁰

Amerikan tipi opsiyonlarda, opsiyon sahibi, satın alma ya da satma hakkını kontratın düzenleme tarihinden itibaren vade bitimine kadar olan süre içerisinde istediği bir günde uygulamaya koyabilmektedir. Avrupa tipi opsiyonlarda ise, opsiyon sahibince, satın alma ya da satma hakkı ancak vade sonunda kullanılabilir.⁵¹

Opsiyonlar, alım ve satım opsiyonu olmak üzere iki çeşittir. Alım opsiyonu, sahibine belirli bir tarihe kadar belirlenen fiyattan belli malı alma hakkı vermektedir. Her opsiyon için bir alıcı ve bir satıcı vardır. Alım opsiyonunda ise; satıcı alıcıdan bir ödeme almaktadır ve satıcı alıcıya böylece belirli tarihe kadar belli bir fiyattan belirlenen malı alma opsiyonu vermektedir. Satım opsiyonu ise; sahibine belirli bir tarihe kadar belirlenen fiyattan belli malı satma hakkı vermektedir. Satım opsiyonunda da; satıcı alıcıdan satım

⁵⁰ David A. DUBOFSKY: "Options and Financial Futures" (New York: McGraw-Hill Inc. , , 1992), 11

⁵¹ Robert J. SCHWARTZ , Clifford W. SMITH: "The Handbook of Currency and Interest Rate Risk Management", (New York: New York Institute of Finance, 1990), 613

opsiyonu için ödeme almaktadır ve sonra alıcı belirli bir zaman dahilinde belli bir fiyattan belirlenen malı satıcıya satma hakkı vermektedir.

Prim, opsiyon satanın üstlendiği fiyat riskinin bedelidir ve peşin olarak ödenmektedir. Bu bedel sağlamış olduğu bu hizmet karşılığında opsiyonu satın alan tarafından opsiyonu satan tarafa ödenmektedir. Opsiyon primi, opsiyonu satanın riskine bağlı olarak belirlendiği gibi, ek olarak arz-talep koşullarına da göre belirlenmektedir. Opsiyon vadesi uzadıkça opsiyon satan açısından opsiyonun riskini artırmaktadır. Bu nedenle uzun vadeli opsiyonların primleri de kısa vadeli opsiyonlarından daha yüksek olmaktadır.

Opsiyonun işlem fiyatı ya da uygulama fiyatı (strike price), opsiyon sözleşmesinde önceden belirlenen ve opsiyon işleme konulduğunda söz konusu varlık için ödenecek alım ya da satım fiyatıdır.⁵²

Alım opsiyonu sahibi, opsiyon süresi boyunca sözleşme fiyatından malı almakla yükümlüdür. Opsiyonu satan aynı zamanda opsiyonu yazan kişi ve opsiyonu satmak da opsiyonu yazmak olarak bilinmektedir. Eğer alım opsiyonu sahibi bu opsiyonun yarattığı avantajlara sahipse buna “ opsiyon uygulaması” adı verilmektedir. Alım opsiyonu uygulanıyor denilirse opsiyon sahibi opsiyon sözleşmesinin haklarına sahip olduğu anlaşılmalıdır. Opsiyon satıcısının herhangi bir hakkı olmayıp, opsiyon kullanıldığı takdirde söz konusu ürünü karşı taraftan satın alma ya da satma yükümlülüğü vardır.⁵³

Nakit pozisyonda; döviz oranları yükseldiği zaman alım opsiyonu almak ya da satım opsiyonu satmak gerekmektedir. Tam tersi olarak da;

⁵² Yalçın KARATEPE: “Türev Piyasaları”, (Ankara:A. Ü Siyasal No. 587, 2000), 74

⁵³ H. Ayşe Eyüpoğlu AKSEL:a. g. e., 32

döviz oranları düştüğü zaman satım opsiyonu almak ya da alım opsiyonu satmak gerekmektedir.

Eğer bir hedger döviz kuru riskini azaltmak için aracı olarak opsiyonu seçtiyse vereceği bir sonraki karar opsiyon hedgelerinin sabit hedge veya oransal hedge mi olup olmadığıdır. Sabit hedge amacı, hedge pozisyonunda olabilecek maksimum kaybı sınırlamak ya da minimum getiriği garantilemektedir.

Önemli opsiyon hedging noktalarını sıralamak gerekirse;

- Eğer hedge edilecek çoksa; hedge aracı olarak opsiyonu kullanmak daha iyidir.
- Simetrik olmayan ve belirsiz durumlar için opsiyonların hedge aracı olarak kullanılması daha uygundur.
- Minimum getiriği garantilemek için, opsiyon hedgeleri daha uygundur.
- Opsiyon hedgelerini sigorta araçları olarak düşünmek gerekmektedir.

3.3.6.1 Opsiyon Çeşitleri

Amerikan Opsiyonu: Alıcıya, opsiyonun vadesinden önce herhangi bir günde opsiyonu kullanma hakkı vermektedir.

Avrupa Opsiyonu: Alıcıya, ancak opsiyonun vadesinin dolduğu gün opsiyonu kullanma hakkı vermektedir.

Kârda opsiyonlar(in the money options): Opsiyonun işlem fiyatı alım opsiyonunda döviz kurunun piyasa fiyatının altında, veya satım opsiyonunda piyasa fiyatının üstünde ise opsiyon karlı durumdadır. Bu özellikteki bir opsiyon, hemen uygulandığında kâr elde edilecek olan opsiyonu belirtmektedir.

Alım opsiyonunda uygulama fiyatı, o anki piyasa fiyatının (peşin kurun) altında ise, opsiyon uygulandığı takdirde opsiyon alıcısı kâr elde edebilmektedir. Bu koşullarda alım opsiyonu, "kârda" özelliğine sahip bir opsiyondur. Opsiyon alıcısı, sözkonusu döviz opsiyonu uygulayarak düşük kurdan (uygulama fiyatı) satın alarak ve hemen daha yüksek piyasa kurundan satarak kâr elde etmektedir.

Satım opsiyonunda uygulama fiyatı, o anki piyasa fiyatının üzerinde ise, opsiyon uygulandığı takdirde opsiyon alıcısı kâr elde edebilmektedir. Bu koşullarda, satım opsiyonu da "kârda" özelliğine sahiptir. Alıcı, sözkonusu döviz opsiyonu uygulayarak yüksek kurdan (uygulama fiyatı) satarak ve hemen daha düşük piyasa kurundan alarak kâr elde etmektedir.

Zararda Opsiyonlar (out of the money options): alım opsiyonunda işlem fiyatı döviz kurunun piyasa fiyatının üstünde veya satım opsiyonunda piyasa fiyatının altında ise opsiyon zarardadır. Alım opsiyonunda uygulama fiyatı, o anki piyasa fiyatının üzerinde ise, satım opsiyonunda ise uygulama fiyatı piyasa fiyatının altında ise, opsiyonlar "zararda" özelliğine sahiptir ve gerçek değerleri yoktur. Doğru kıyaslamanın yapılması için opsiyonun Avrupa ya da Amerikan türü olduğuna dikkat edilmelidir.

Başabaş Opsiyonlar(at the money options): Opsiyonun işlem fiyatı döviz kurunun piyasa fiyatına yaklaşık olarak eşit ise opsiyon başabaş durumdadır. Amerikan türü "başabaş" opsiyonlarda, uygulama fiyatı cari piyasa fiyatına, Avrupa türü opsiyonlarda ise uygulama fiyatı vadeli kura eşittir. "Başabaş" opsiyonların gerçek değerleri yoktur.

3.3.6.2 Opsiyon Avantajları Ve Dezavantajları

Opsiyonun avantajları ve dezavantajları aşağıdaki şekilde sıralanmıştır:⁵⁴

Avantajları:

- Son derece esnek araçlardır, istenilen ödeme planları için değişik kombinasyonlar yapılabilmektedir.
- Çoklu gerçekleşme fiyatı ve teslimat tarihleri mevcuttur.
- Dinamik hedging stratejileri kullanılarak nötr risk durumları yaratılabilmektedir.
- Birçok sözleşme oldukça likittir.

Dezavantajları:

- Primler, çok değişken bir piyasada kayıp edilebilmektedir.
- Primler, değişken piyasa şartlarında artmaktadır.
- Dinamik bir hedging işlem masraflar açısından bakıldığında pahalı olabilmektedir..
- Satış pozisyonunda marjlar gerekmektedir.

⁵⁴ Öztin AKGÜÇ: "Finansal yönetim", 1994 İstanbul Muhasebe Enstitüsü Yayın No. 63, 724

- Değişken piyasalarda alış satış fiyatlarındaki farklılık artabilmektedir.

3.3.6.3 Opsiyon Alım-Satım Stratejileri

Opsiyon piyasalarında işlem yapan yatırımcılar, opsiyon sözleşmesinden kaynaklanan risklerini ortadan kaldırabilmek için en çok aşağıda bulunan hedge pozisyonlarını kullanmaktadırlar.

- Örtülü alım (covered): Hisse senedi al, alım opsiyonu sat.
- Korumalı (protective) satım: Hisse senedini al, satım opsiyonunu al.
- Hisse senedi fiyatının düşme olasılığına karşı hisse senedini garanti altına alabilmek için satım opsiyonu alınmaktadır. Eğer satım opsiyonun işlem fiyatından hisse senedi fiyatı daha düşük olursa yatırımcı satım opsiyonunu kullanmaktadır.
- Açığa Korumalı (protected short) : hisseyi açığa sat, alım opsiyonu satın al.Oran (ratio) hedges : İki şekilde olmaktadır.
- Spreadler : Bir opsiyon alınırken başka bir opsiyonun satılmasıdır.
- Straddle ve strangle :Straddle, aynı işlem fiyatı ve vadesi olan hem alım hem de satım opsiyonun bulunması; strangle da ise vadeleri aynı işlem fiyatları farklı (alım işlem fiyatı >satım işlem fiyatı) alım ve satım opsiyonlarının bir arada bulunmasıdır.

3.3.6.4 D v z Opsiyon Pozisyonları

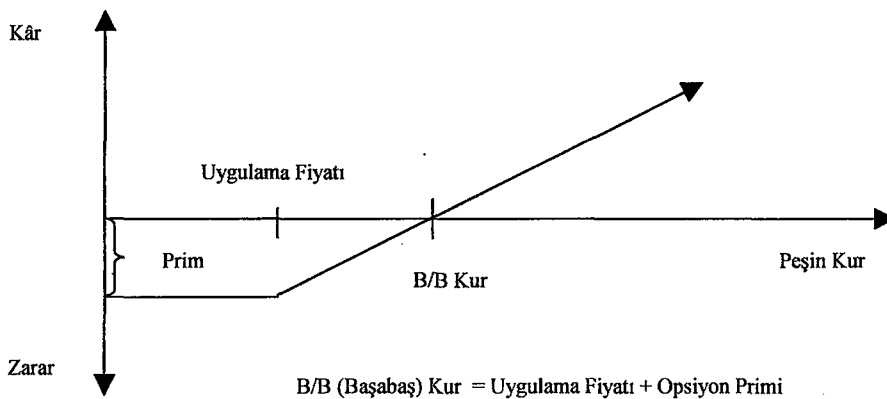
D v z opsiyonlarında aŗaŗıda sıralanan d rt t r pozisyon yaratılmaktadır. Bu pozisyonlar birer hedge t r  olup, d v z kuru riskinden korunmada kullanılmaktadırlar.

1. Alım opsiyonunda uzun pozisyon
2. Alım opsiyonunda kısa pozisyon
3. Satım opsiyonunda uzun pozisyon
4. Satım opsiyonunda kısa pozisyon

1- Alım Opsiyonunda Uzun Pozisyon

Bu pozisyon alım opsiyonu satın alınarak yaratılmaktadır. Alım pozisyonunda uzun pozisyonunda alım opsiyonunu satın alanın opsiyonla ilgili k r/zarar profili aŗaŗıdaki şekildedir:

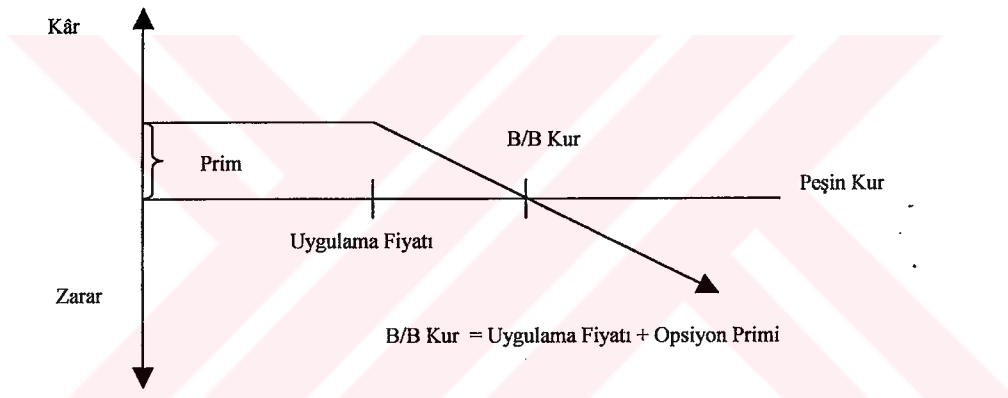
şekil 3.1: Alım Opsiyonunda Alıcının Uzun Pozisyon ile K r/Zarar Profili



2- Alım Opsiyonunda Kısa Pozisyon

Alım opsiyonunda kısa pozisyon opsiyonu satmakla (kontratı düzenlemekle) yaratılmaktadır. Opsiyonu satan tarafın opsiyonla ilgili kâr/zarar profili aşağıdaki şekildedir:

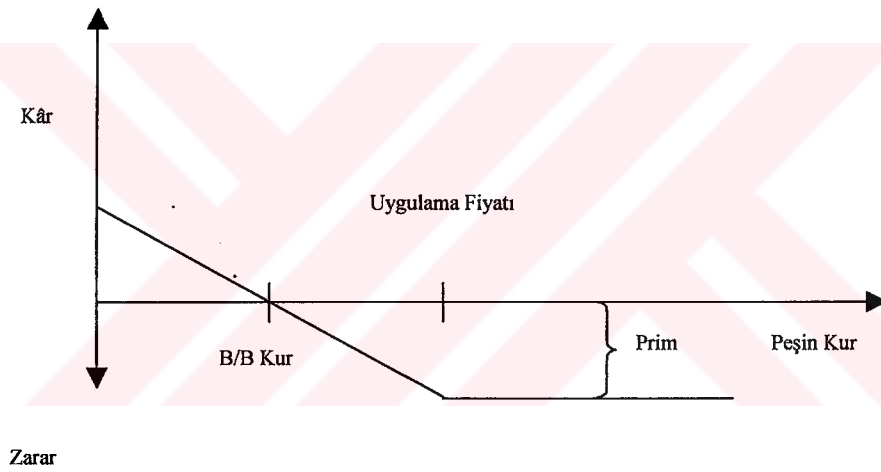
Şekil 3.2: Alım Opsiyonunda Satıcının Kısa Pozisyon ile Kâr/Zarar Profili



3- Satım Opsiyonunda Uzun Pozisyon

Satım opsiyonu almakla yaratılan opsiyon pozisyonudur. Alıcının opsiyonla ilgili kâr/zarar profili şu şekildedir:

Şekil 3.3: Satım Opsiyonunda Alıcının Uzun Pozisyon ile Kâr/Zarar Profili

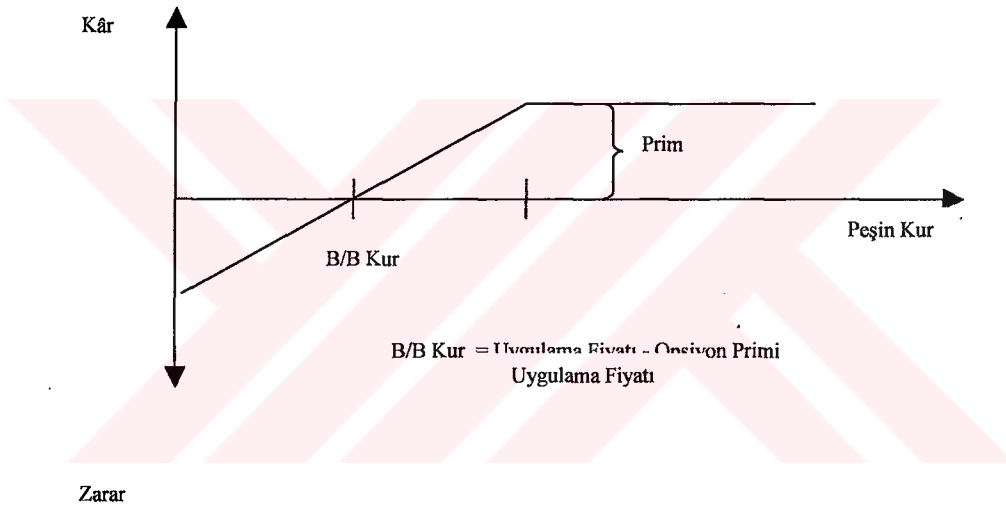


$$B/B \text{ Kur} = \text{Uygulama Fiyatı} - \text{Opsiyon Primi}$$

4- Satım Opsiyonunda Kısa Pozisyon

Satım opsiyonu satmakla (kontratı düzenlemekle) yaratılan opsiyon pozisyonudur. Satıcının opsiyonla ilgili kâr/zarar profili şu şekildedir:

Şekil 3.5: Satım Opsiyonunda Satıcının Kısa Pozisyon ile Kâr/Zarar Profili



Şekillerden görüldüğü üzere, aynı opsiyonda uzun ve kısa pozisyonu olan alıcı ve satıcının başabaş kurları aynı iken, kâr/zarar profilleri birbirinin zıttıdır.

3. 3. 6. 5 Döviz Opsiyonlarının Fiyatlandırılması

Opsiyon fiyatının oluşmasında gerçek değer (intrinsic value) ve zaman değeri (time value) olmak üzere iki önemli bileşenin etkisi vardır, Opsiyon değeri (fiyatı), bu değerlerin toplamı olarak belirlenmektedir.

Gerçek değer, opsiyonun alındıktan sonra uygulandığı takdirde, elde edilecek kârı belirtmektedir. Gerçek değer kavramının anlaşılabilmesi için, opsiyonların "kârda" (in-the-money), "başabaş" (at-the-money) ve "zararda" (out-of-the-money) sıfatlarının tanımlanması gerekmektedir.

Opsiyon fiyatı, opsiyonun gerçek değeri ve zaman değerinin toplamına eşittir. Gerçek değerini opsiyon fiyatından çıkarılması, zaman değerini vermektedir. "Başabaş" ve "zararda" opsiyonlarda gerçek değer sıfır olduğundan, zaman değeri opsiyon primine eşittir.

Opsiyon fiyatının belirlenmesinde önemli olan faktörler şunlardır:

Opsiyonun vadesi: Vade ne kadar uzun ise, opsiyon fiyatı o kadar fazla olmaktadır. Opsiyon fiyatının, opsiyonun vadesi yaklaştıkça azalması "zaman aşımı (time decay)" olarak tanımlanmaktadır. Opsiyon vadeye yaklaştıkça, başlangıca kıyasla zaman değerini daha hızlı kaybetmektedir. Zaman değeri, vadeye kadar kalan sürenin karekökü ile doğru orantılı olup, vadeye yaklaştıkça zaman değeri hızla yitirileceğinden, opsiyon fiyatı gerçek değere yaklaşacaktır. Vadede zaman değeri sıfır olduğundan, opsiyon fiyatı gerçek değeri kadardır.

Peşin kur ve uygulama fiyatı: Amerikan türü opsiyonlarda uygulama fiyatının peşin kurlarla karşılaştırılması gerekmektedir. Opsiyonun "zararda" özelliği arttıkça, opsiyon primi azalmakta, "kârda" özelliği arttıkça, prim yükselmektedir.

Dövizler arasındaki faiz oranı farkı - Vadeli kur: Dövizlerin faiz oranları arasındaki fark da opsiyon primini etkilemektedir. Herhangi bir dövizin vadeli piyasadaki iskonto veya primi, dövizler arasındaki net faiz farkından hareket edilerek, döviz kuru farkı ya da swap oranı olarak ifade edilmektedir. Iskonto ve primin, döviz kuru farkı şeklinde belirlenerek, primli durumda peşin kura döviz kuru farkının ilave edilmesi veya iskontolu durumda ise peşin kurdan döviz kuru farkının çıkarılması ile bulunan kur, vadeli döviz kurunu belirtmektedir. Döviz kuru farkı (swap oranı), vadeli kur ile peşin kur arasındaki pozitif veya negatif farkı oluşturmaktadır.

$$\text{Swap oranı} = \frac{\text{Peşin döviz kuru} \times \text{Faiz farkı} \times \text{Vadeli işlemin gün sayısı}}{360 \times 100}$$

Vadeli Kur = Peşin Kur $\pm$ Swap Oranı
şeklinde hesaplanmaktadır.

Faizlerin yükselmesi veya düşmesi sonucunda dövizler arasındaki faiz farkının değişmesi, swap oranını dolayısıyla vadeli kuru etkileyecektir. Avrupa türü opsiyonlarda uygulama fiyatı vadeli kurla kıyaslandığından, vadeli kurdaki değişmelere göre opsiyonun "kârda", "başabaş" veya "zararda" olma özelliğinde değişiklikler olabilecektir. Bu değişiklikler sonucunda, opsiyon primlerinde yükseliş veya düşüşler görülecektir.

Dövizlerin faiz oranları: Opsiyonlarda prim peşin ödendiğinden, opsiyon alıcısı primi, faiz geliri sağlayacak yatırım araçlarına yönlendirmek alternatifini değerlendirememektedir. Peşin ödenen primin fırsat maliyetinin, diğer bir deyişle alıcının alternatif faiz gelirinin hangi düzeyde olduğu da, opsiyon primini etkilemektedir. Primin ödendiği dövize ait faiz oranları (ya da risksiz faiz oranı) ne kadar yüksek ise, primin o kadar düşük olması, alıcının alternatif yatırımları değerlendirememesinden ötürü zarar etmesini önleyecektir. Dolayısıyla primin ödendiği dövizin faiz oranı ne kadar düşük olursa, opsiyon primi o denli yüksek olmaktadır.

Döviz kurlarındaki değişkenlik: Değişkenlik (volatility), döviz kurlarının belli bir dönem aralığında değişimi ya da dalgalanması olarak tanımlanmakta olup, fiyat hareketlerinin yönü hakkında bilgi vermemektedir.

Tüm faktörler arasında, opsiyon priminin belirlenmesinde en önemli etken döviz kurlarındaki değişkenliktir. Değişkenliğin, ya da fiyat hareketlerinin fazla olması, diğer bir deyişle döviz kurunun sık sık düşüp yükselmesi ya da düşüş veya yükselişlerin büyük olması, alıcının opsiyonu uygulama olasılığını da arttıracığından, opsiyon primini yükseltmektedir.

Değişkenliğin kullanılmasında önemli olan güçlük, opsiyonun vadesi süresince beklenen değişkenliğin (expected volatility) bilinmesidir. Ancak bu parametrenin geleceğe yönelik doğru ölçümü olanaksızdır. Bu nedenle değişkenliğin hesaplanmasında Geçmişteki Değişkenlik (Historical Volatility) ve Öngörülen Değişkenlik (Implied Volatility) yöntemleri kullanılmaktadır.

3.3.7 Swap

Swap piyasaları, borçların değış tokuşunun yapıldığı piyasalardır. Swap işlemini döviz yönünden ele alırsak, bu işlem peşin ve vadeli döviz piyasalarını birleştirerek aralarında bir köprü kurmaktadır. Swap işlemleri, ilk olarak döviz piyasalarında kullanılmıştır.

Döviz kuru denetimlerine ilişkin düzenlemelerden uzaklaşmak, yabancı parayla borçlanmanın maliyetini azaltmak veya uzun süreyle yabancı para üzerinden borçlanma olanaklarını arttırmak; swap işlemlerinin döviz piyasalarında daha çok kullanılmasının nedenleri arasında yer almaktadır.⁵⁵

Döviz (para) swapları, anaparalarının değışimini içermektedir. Bu swapların kullanımında iki amaç sözkonusu olmaktadır. Birincisi, istenen para cinsinden kaynak bulunmaması halinde başka para cinsinden kaynak bulunup bunun istenen para cinsine dönüştürülmesini sağlamak, ikincisi ise istenen para cinsi yerine daha düşük faizli başka bir para cinsinden kredi sağlanıp, istenilen para cinsine çevrilmesiyle kaynak maliyetini azaltmaktır.

İlk döviz swapı işlemi 1977 yılında Londra'da düzenlenmiştir. Takip eden iki yılda swap piyasası önemli bir gelişim göstermemiş, ancak 1981 yılında Salomon Brothers'ın Dünya Bankası ile IBM arasındaki döviz swapına aracılık etmesinden sonra bu işlemlere duyulan ilgi ve güvenirlilik artmıştır. Aynı yıl, yine Londra'da ilk faiz swapı antlaşmasının da gerçekleştirilmesinden sonra piyasada işlem hacmi hızla artmış, 1982 yılı

⁵⁵ Öztin AKGÜÇ: "Finansal yönetim", 1994 İstanbul Muhasebe Enstitüsü Yayın No. 63, 690-691

sonlarında yaklaşık 5 milyar dolar mertebelerinde bulunan toplam swap işlemleri hacmi, 1990 yılı sonlarında 2,5 trilyon dolar mertebelerine ulaşmıştır.⁵⁶

Swap işlemlerinin koşullarını aşağıdaki şekilde sıralamak mümkündür:

1. *Taraflar:* İşletmeler, finansal kuruluşlar, devlet kurumları vb.
2. *Tutar:* 10 milyon USD – 100 milyon USD arası. Diğer yabancı para birimlerinde de buna eşdeğer olması gerekmektedir.
3. *Para Birimleri:* Bütün yabancı para birimleri kullanılmaktadır.
4. *Vade:* Orta vadeli işlemler olup, vade süresi 3-10 yıl arasını kapsamaktadır.
5. *Fiyatlama:* Görüşmeler yoluyla saptanmaktadır.
6. *Komisyon ve diğer masraflar:* 0, 0010-0, 0025 arasında değişmektedir.

3.3.7.1 Swap İşlemleri

Swap sözleşmesi tarafları, gerçek ve tüzel kişilerdir. Ancak bir risk yönetim tekniği olan swap işlemleri, daha önce belirtilen risklerin algılayıcıları tarafından da kullanılmaktadır. Bununla birlikte yalnızca spekülasyon amaçlı olarak da, bu işlemlerin yaygın olarak kullanıldığı bilinmektedir.

Herhangi bir nedenle belirli bir riskten kurtulmak veya varolan riskin yönünü değiştirme arzusu içinde olan taraflar, bu tür işlemleri yapmaktadır.

⁵⁶ [http://yunus.hacettepe.edu.tr/~halit/Vadeli%20Piyasa%20Islemleri%20\(Notlar\).doc](http://yunus.hacettepe.edu.tr/~halit/Vadeli%20Piyasa%20Islemleri%20(Notlar).doc)

Spekülatif amaçlı olarak bu işlemleri yapanlar ise swap işlemlerinden kâr elde etmeyi arzulamaktadırlar.

Swap işlemleri, tarafların işlemlere yönelik iradelerini açıkça belirttikleri bir sözleşme ile meydana gelmektedir. Genellikle taraflardan biri doğrudan bir banka olabildiği gibi, bazen bankalar tarafları bir araya getiren aracı kurumlar olarak görülmektedir.

Genellikle swap işlemlerine taraf olan kişi ve kuruluşlar aşağıda sayılanlar olmakla birlikte tüm gerçek ve tüzel kişiler bu işlemlere taraf olabilmektedirler. Swap piyasaların en önemli aktörleri bankalardır. 1990'larla birlikte bankalar swap piyasalarda rollerini arttırmışlardır.

Swap işlemleri, ihracat işlemi yapan ve döviz kuru dalgalanmalarından dolayı döviz kuru riskiyle karşı karşıya gelen işletmeler açısından çok önemlidir. Çünkü, aktif getiri oranını yükseltmek, kaynak kullanım maliyetlerini düşürmek, risk yönetimi, arbitraj ve alım-satım alanlarında kullanılmaktadır. Özellikle döviz swap'ında, her iki taraf işlem sona erdiğinde değiştirdikleri ana paraları belirlenen kur üzerinden geri aldıkları için, kur değişikliklerinden doğacak riske karşı taraflar tamamıyla korunmuş olacaklardır.

3. 3. 7. 2 Döviz Swapı

Swap sözleşmeleri dövizler üzerinden de yapılabilir. Bu tür swaplar, döviz swapları olarak bilinmekte olup, faiz ve döviz riskinin yönetiminde kullanılmaktadırlar. Döviz swapları, bir para birimindeki ödemelerin diğer para birimindeki ödemelerle takas edilmesidir. Birçok finansal kuruluş işlerinin önemli bir bölümünü bu swapların düzenlenmesine ayırmaktadırlar.

Teknik olarak, döviz swapları bir para biriminden belirlenmiş borçların diğer bir para birimi tarafından belirlenmiş borçların ana miktarının takas edilmesi işlemidir. Firmalar ilerideki nakit akış zorunluluklarını swap ederek borçlarını bir para biriminden diğer istenilen bir para birimine çevirebilmektedirler. Bu yolla bir Amerikan firması olan A firması Japon yeninden borçlandığı faiz oranlarını bir B firmasıyla takas ederek dolar borcuyla tamamen risksiz bir pozisyon alabilmektedir. İki tarafın borçlanması paralel faiz ve anapara ödeme programına sahip olacağından arada bir problem olmayacaktır.

Her iki tarafta aldıkları paradaki efektif faiz oranı olan tüm maliyetlerle ilgileneceklerdir. Faiz oranı ilerideki faiz ve anapara ödemelerini bugünkü değere eşitleyen iskonto oranı olarak belirlenecektir. Döviz swapları faiz swaplarından birçok hususta ayrılabilir da temel ayrıldıkları nokta anapara miktarlarının vade zamanında önceden belirlenmiş döviz kurundan değişiminin yapılmasıdır. Bu nedenle, swap sözleşmeleri uzun periyotlu vadeli döviz sözleşmeleri gibidir, buradaki gelecekteki kur bugünkü spot kurdur.

Genel olarak döviz swap'ı üç ayrı aşamayı kapsamaktadır. İlk aşamada, iki taraf arasında eşit değerde fakat farklı paralarla ihtiyaç çıktığında ana paralar takas edilmektedir. İkinci aşamada ise, swap'ın vadesi süresince faiz ödemeleri periyodik olarak değiştirilmektedir. En son aşama olan üçüncü aşamada da swap'ın sonunda ana paralar takas edilmektedir.

Örnek vermek gerekirse, bir Türk firması Japonya'da yatırım yapmak istemektedir. Bir Japon firması da, Türkiye'de bir otomobil fabrikası kurmak istemektedir. Her iki işletme de, yatırım yapacakları ülkenin parasına ihtiyaç duymaktadırlar. Her iki taraf kendi ülkelerinde yüksek kredibiliteye sahiptir. Dolayısıyla daha düşük maliyetle borçlanabilmektedirler. Swap sayesinde iki işletme de kendi ülkelerinde kendi paraları ile borçlanmakta, daha sonra da bu borçları değiştirebilmektedirler.

Türk işletmesi Türkiye'de TL üzerinden tahvil çıkartırken, Japon işletme de Japonya'da Yen üzerinden tahvil ihraç etmektedir. Böylece Japon işletme Yen, Türk işletme TL sağlamış olmaktadır. İki taraf arasında swap anlaşması yapılması nedeniyle, borç süresince Türk işletmesi Yen'in anaparası ve faizini ödemektedir. Japon işletme de, TL üzerinden anapara ve faiz ödemektedir. Bu şekilde iki işletme de ihtiyaç duydukları dövizleri en uygun şekillerde sağlamış olmaktadır.

3. 4 Uluslararası Muhasebe Standartları Yönünden Hedging

IAS 32 ve IAS 39 hedging işlemleriyle ilgili uluslararası muhasebe standartlarıdır. IAS 32’de içsel ve dışsal olarak ayırdığımız hedging tekniklerinden içsel hedging tekniklerin(bilanço içi finansal araçlar) sunumuna ilişkin esaslar belirlenirken, IAS 39’da finansal araçların muhasebeleştirilmesine, değerlemesine ve finansal araçlara ilişkin bilgilerin kamuya açıklanmasına ait ilkeleri belirlemektir.

IAS 32 no’lu standartta bilanço içi ve bilanço dışı finansal araçlar ile ilgili olarak fiyat riski (döviz riski, faiz oranı riski, piyasa riski) tanımlanmış, kamuyu aydınlatma yükümlülükleri bu risklerin boyutunun anlaşılmasını sağlamaya yönelik olarak düzenlenmiştir. Gelecekte beklenen işlemlerin hedge edilmesine ilişkin bilgilerin kamuya açıklanması da kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinden biridir.

İşletmeler, gelecekte beklenen işlemleri hedge etmek için finansal araç kullandıklarında; işlemin gerçekleşmesinin beklendiği ana kadar olan zaman dilimini içerecek şekilde beklenen işlemlerin tanımını, hedge araçlarının tanımını, ertelenen veya bilanço dışı kazanç veya kayıpların miktarı ile kazanç veya kayıp olarak kayıtlara yansıtılması beklenen döneme ilişkin bilgileri açıklamakla yükümlüdürler.

IAS 39 no’lu standartla türev araçlar dahil tüm varlık ve yükümlülüklerin bilançoya yansıtılması ilke olarak getirilmiştir. Finansal varlık ve yükümlülükler ilk olarak elde etme maliyetleri üzerinden kayıtlara

yansıtılacak, sonrasında tüm finansal varlıklar gerçek değerleri ile değerlendirilecektir. Bu ilkeyle bilanço dışı türev araçların bilançoya taşınması ve finansal varlık ve yükümlölüklerin gerçek değerleri ile değerlendirilmesi sağlanacaktır.



BÖLÜM 4

DÖVİZE DAYALI TÜREV ARAÇLARININ (DIŞSAL HEDGING TEKNİKLERİNİN) TÜRKİYE UYGULAMALARI

4. 1 Türkiye’de Döviz Dayalı Türev Araç Piyasaları

Tezgah üstü ve organize olmak üzere iki adet döviz dayalı türev araç piyasası vardır. Uygulanmakta olan türev araçları da bu piyasalarda işlem görmektedir.

4. 1. 1 Tezgahüstü Piyasalar

Türkiye’de tezgahüstü piyasalarda yapılan işlemlerin büyüklüğü veya koşulları gibi bazı istatistiki verilere ilişkin yeterli bilgi mevcut değildir. Fakat bankalar başta olmak üzere kur riski ile karşı karşıya bulunan özel ve kamu sektörü kuruluşları özellikle Türk Lirası konvertibilite hakkını kazandıktan sonra forward ve swap işlemlerini kullanmışlardır. Kamu sektörü için bir örnek vermek gerekirse, Ankara Büyükşehir Belediyesi 1991 yılında metro yapımının finansmanı için Japon sermaye pazarında 8,5 milyar JPY tutarında, 5 yıl vadeli % 8, 4 kupon faizli bir tahvil ihracı gerçekleştirmiş ve bu tahvili ABD doları swapına tabi tutarak JPY kur riskini ABD Doları kur riskine dönüştürmüştür.⁵⁷

Şubat 2001 krizinden sonra dalgalı kur politikasına geçilmesiyle de birlikte, bazı bankalar günlük gazetelere verdikleri ilanlarda, değişik vadeler için verdikleri forward kotasyonlarından işlem yapacak müşteriler aramışlardır. Ayrıca, TCMB nezdindeki Döviz ve Efektif Piyasaları bünyesinde bankaların kendi aralarında forward ve swap yapmalarına olanak tanınmıştır. Bu çerçevede, 2001 yılında 124 milyon ABD Doları tutarında TL/ Döviz swap işlemi gerçekleştirilmiştir.⁵⁸

4. 1. 2 Organize Piyasalar

Türkiye’de organize piyasalardaki işlem gören türev araçları 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’na göre düzenlenmiştir. (Ek 1) Bahsi geçen Kanun’un 4487 sayılı Kanun(Ek 2) ile 22. maddesinin (j) bendinde Sermaye Piyasası Kurulu “ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövizde dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri dahil her türlü türev araçların niteliklerini, alım ve satım esaslarını, bu işlemlerin işlem göreceği borsalar piyasalarda çalışacakların denetim, faaliyet ilke ve esasları ile yükümlülüklerini, teminatlar, takas ve saklama sistemi konularındaki esas ve usulleri düzenlemek” ile yetkilidir.

Bu Kanun hükümleri çerçevesinde, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından 23. 02. 2001 tarih ve 24327 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren “ Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Yönetmeliği” çıkarılmıştır. Daha sonra da tüm vadeli ve opsiyon sözleşmelerinin işlem göreceği bir borsanın İzmir’de kurulması için çalışmalara başlanmış ve Bakanlar Kurulu’nun 10. 9. 2001 tarih ve 2001/3025 sayılı kararı ile “Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Anonim Şirketi”

⁵⁷ İhsan ERSAN: 1998, 204

ünvanı ile İzmir’de bir vadeli işlem ve opsiyon borsasının kurulmasına karar verildiği 19 Ekim 2001 tarih ve 24558 sayılı Resmi Gazete’de ilan edilmiştir.

Yukarıda bahsedilen mevcut düzenlemelere ek olarak Sermaye Piyasa Kanunu ve 4487 sayılı Kanun çerçevesinde 15 Ağustos 1997 tarihinde İstanbul Altın Borsası Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası kurulmuştur. Ancak “ Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkındaki Yönetmelik “ uyarınca İzmir’de kurulan borsa faaliyete geçinceye kadar bu piyasanın eski düzene göre faaliyetlerine devam edeceği hüküm altına alınmıştır. Şu anda mevcut olan diğer bir organize türev piyasası ise 15 Ağustos 2001 tarihinde faaliyetine başlayan ve dövize dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin işlem gördüğü İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Vadeli İşlemler Piyasası’dır.

4. 1. 2. 1 İMKB Vadeli İşlemler Piyasası

Vadeli İşlemler Piyasası Müdürlüğü, para ve sermaye piyasalarında işlem yapan yatırımcılara ve portföy yöneticilerine hem riskten korunma imkanı sağlamak, hem de etkin bir portföy yönetimi imkanı sunmak amacıyla 3 Mayıs 1994’de kurulmuştur.⁵⁸ 1995 yılından itibaren teorik çalışmalara başlanmış, piyasa katılımcıları için eğitim programları düzenlenmiştir. İşlemlerin elektronik ortamda gerçekleşmesi ilkesi benimsendiğinden de 1997 yılında da yazılım çalışmalarına başlanmıştır. Bugün bu çalışmalar tamamlanmış durumdadır.

⁵⁸ www.tcmb.gov.tr

⁵⁹ www.imkb.gov.tr/vadeli_islemler.htm

4.1.2.1.1 İMKB Vadeli İşlemler Piyasasının Kurulması

Döviz dayalı vadeli işlem (futures) sözleşmelerinin işlem gördüğü İMKB Vadeli İşlemler Piyasası'nın kurulmasını, 2001 yılı Şubat ayında dalgalı kur sistemine geçilmesi ile birlikte döviz kurlarının gelecekte alacakları değerlere ilişkin artan belirsizliği ve döviz üzerine vadeli işlem sözleşmelerinin işlem göreceği piyasanın açılması çalışmaları hızlandırmıştır. Bu doğrultuda, 15 Ağustos 2001 tarihinde, TL/Dolar vadeli işlem sözleşmeleri Borsa salonu ortamında işleme açılmıştır.

Merkez Bankası tarafından 15.05.2001 tarihinde açıklanan 2001 Yıllık Para Politikası Raporunda, dalgalı kur rejimi altında dış ticaret işlemleri, görünmeyen kalemler ve sermaye hareketlerinden kaynaklanan döviz arz ve talebine taraf olan işletmelerin karşı karşıya kaldıkları kur riskini etkin bir şekilde yönetebilmeleri ve döviz fiyatlarındaki aşırı hareketlerin piyasa kuralları çerçevesinde dengelenebilmesi için vadeli piyasaların işlerlik kazanması büyük önem taşıdığı belirtilmektedir. Ayrıca TCMB Döviz ve Efektif Piyasalarında bankaların kendi aralarında işlem yapabilecekleri bir forward ve swap piyasalarının olduğunu ve Sermaye Piyasa Kurulu tarafından yayımlanan Yönetmelik ile çeşitli finansal enstrümanlar üzerinden düzenlenmiş vadeli sözleşmelerin işlem göreceği piyasalara ilişkin mevzuat altyapısının hazırlanmış olduğu ek olarak belirtilmiştir.

Piyanın hukuki altyapısını oluşturan İMKB Vadeli İşlemler Piyasası İşlem ve Üyeliğine İlişkin Yönetmelik ile İMKB Vadeli İşlemler Piyasası Takas Merkezi Üyeliği ve İşlemlerine İlişkin Yönetmelik 19. 07. 2001 tarih ve 24467 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir.⁶⁰

⁶⁰ www.imkb.gov.tr/piyasalar/vadeli.htm

4.1.2.1.2 İMKB Vadeli İşlemler Piyasasında Yapılan İşlemler ve Piyasanın Mevcut Durumu

Piyasada işlem gören vadeli işlem sözleşmeleri , nakit TL uzlaşma esasına dayalı, USD ve Euro döviz kurları üzerine düzenlenmektedir. Piyasada 10:00-14:00 arasında tek bir seans yapılmakta olup, kapanış aralığı, normal seansın son 15 dakikasıdır. Uzlaşma fiyatı adıyla geçen fiyat, kapanış aralığında gerçekleşen en az 5 işlemin miktar ağırlıklı ortalamasıdır. Kapanış aralığında 5'ten az işlem olmuşsa, zaman sınırı olmaksızın gerçekleşen son 5 işlemin miktar ağırlıklı ortalaması alınmaktadır.

Piyasada yapılan vadeli işlem sözleşmelerinin büyüklükleri, Amerikan Doları vadeli işlem sözleşmeleri için 10, 000 Dolar, Euro vadeli işlem sözleşmeleri için 10, 000 Euro, günlük fiyat marjları %20 ve sözleşme başına alınan teminat ise sözleşme büyüklüğünün %12'si olarak belirlenmiştir. Piyasasının içinde bir kısa veya bir uzun pozisyon almak için, Euro sözleşmeleri için 2 milyar TL , Amerikan Doları sözleşmeleri için ise 1, 750 milyon TL tutarında (sözleşme büyüklüğünün % 12'si) başlangıç teminatı yatırmak gerekmektedir. Başlangıç teminatının en az % 30'u nakit TL olarak tutulmak zorundadır. Nakit dışı teminat olarak döviz ve dövize endeksli tahviller kabul edilmektedir. Diğer taraftan, bir vadede uzun diğer vadede kısa pozisyon alınması durumunda spread (yayılma) pozisyonu oluşmakta, spread pozisyonları için ise 1 milyar TL teminat alınmaktadır. Sürdürme teminatı ise başlangıç teminatının %80'i olarak belirlenmiştir. Piyasamızda tüm takas işlemleri ve teminat takibi Takasbank tarafından yapılmaktadır. Piyasanın işleyiş esaslarına ilişkin düzenlemeler EK 1'de yer alan 189 nolu Genelge'de yer almaktadır.

İMKB Vadeli işlemler Piyasasının faaliyete geçtiği 15.08.2001 tarihinden itibaren yalnızca 15.08.2001-29.08.2001 döneminde Ek 2’de yer alan tabloda görüleceği üzere, her biri 100. 000 ABD Doları olan 26 adet sözleşme işlem yapılmıştır. Ancak, bu işlemlerin tamamı Eylül 2001 vadeli sözleşme üzerinde gerçekleşmiştir. 29.08.2001 tarihinden sonra Ocak ayına kadar piyasada herhangi bir işlem gerçekleşmemiştir. Telefonla emir kabulünün başladığı 3 Ocak 2002 tarihinden sonra da, Ocak ayı içinde toplam 4 sözleşmenin alınıp satıldığı 2 adet işlemin gerçekleşmiştir.⁶¹ Ancak, yapılan işlemlerin spekülasyon amaçlı olması, spot döviz piyasasının sağlıklı çalışmaması, ekonomideki genel belirsizlik ve gerekli altyapının hazır olmaması nedeniyle kurulan bu piyasa uzun süreli çalışmamıştır.

4. 2 Türkiye’de Döviz Dayalı Türev Araçlara İlişkin Hazine Uygulamaları

Hazine, yabancı para cinsinden yapılan borçlanmaların anapara ve faiz geri ödemelerinde, döviz kurunun değişmesine paralel olarak kur riskiyle karşı karşıya gelmektedir.

Hazine tarafından doğrudan finanse edilen konsolide bütçe (genel ve katma bütçeli kuruluşlar) borç stokunun TL ve yabancı para yapısı incelendiğinde bu kur riski daha iyi görülebilmektedir. 2003 yılı Aralık ayı itibariyle 108, 7 milyar ABD Doları tutarında ulusal para cinsinden ve 93, 9 milyar ABD Doları tutarında yabancı para cinsinden ve yabancı paraya endeksli olmak üzere, Hazine’nin toplam borç stoğu t 202, 6 milyar ABD Dolarıdır. (282, 9 katrilyon TL). Yabancı para borç stokunun 63, 4 milyar ABD Doları dış borç stokundan, 17, 7 milyar ABD Doları iç piyasada ihraç edilen döviz cinsinden borçlardan ve 12, 8 milyar ABD Doları iç piyasada

⁶¹ M. K. YILMAZ: “Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri”, (İstanbul:DER Yayınları, 2002)

ihraç edilen dövize endeksli borçlardan oluşmaktadır. Bu rakamlar, Hazine'nin toplam borç stokunun % 46'sının döviz kuru riskiyle karşı karşıya kaldığını göstermektedir.

Hazine'nin karşı karşıya bulunduğu döviz kuru riski, kur etkisine açık olan yabancı para yükümlülüklerinin kurlarda meydana gelecek değişme sonucunda Hazine için ilave maliyet yaratacak şekilde artmasıdır.

Hazine'nin tüm yabancı para yükümlülüklerinin istatistiki verilerde ABD Doları cinsinden olmasından dolayı, borç portföyünde bulunan dövizlerin ABD Doları karşısındaki değişmelerine bağlı olarak toplam borç miktarının değişiklik göstermektedir.

Hazine'nin karşı karşıya bulunduğu bu döviz kuru riskini yönetmesi için Borçlanma Kanunu çıkartılmıştır. Bu kanunla Hazine'ye risk yönetimine dayalı aktif borç yönetimi konusunda yetki verilmiştir. Borçlanma Kanunu; Hazine'ye iç ve dış borç yükümlülüklerinden kaynaklanan döviz kuru riskin yönetilmesi amacıyla herhangi bir sınırlama olmaksızın her türlü finansal aracın kullanılmasına olanak sağlamıştır.

Hazine, dövize dayalı türev araçlarını sınırlı olarak kullanarak kullanabilmektedir. Bunun da ilk nedeni, Hazine'nin ve TL'nin yurtdışı piyasalardaki kredibilitesi, ikinci nedeni ise, türev araçların kendi özelliğinden kaynaklanmaktadır. Türev araçlarının kendi özelliğini biraz açmak gerekirse, örneğin tezgah üstü piyasalarda işlem gören swap, forward ve opsiyon sözleşmeleriyle yükümlülük altına giren karşı tarafın bu yükümlülüğünü yerine getirememesi riskidir.

4. 3 İzmir Ticaret Borsası

1970 yıllarından itibaren gelişmiş ölkelerde yaygın olarak kullanılan vadeli işlemler, Türkiye’de ilk kez pamuk üzerine 1980’li yılların sonunda İzmir Ticaret Borsası’nda vadeli işlemler borsası oluşturulmasıyla uygulanmaya başlanmıştır.

İzmir Ticaret Borsası’nda, Türkiye’nin en önemli tarım ürünleri olan pamuk, çekirdeksiz kuru üzüm ve kuru incir olmak üzere 160’ı aşkın ürün alınıp satılmaktadır. Her zaman ilk ticaret borsası olma özelliğini korumak üzere abone sayısını ve işlem hacmini artırma yönünde çalışmalar yapmaktadır.

Bu borsa mal piyasası üzerine olmasına rağmen, pamuğun geleneksel ticari işlemlere konu olması ve fiyat dalgalanmalarına (volatility) uygunluk göstermesi riske karşı korunma ve spekülasyona olanak sağlayacak bir özellik taşıdığından finans sektörünün ilgisini çekmektedir.

SONUÇ

Döviz ile faaliyet gösteren veya döviz cinsinden varlık ve yükümlülüğe sahip olan kişi ve kuruluşlardan olan ihracat ve ithalatla uğraşan işletmeler, döviz kurlarında meydana gelen dalgalanmalar sonucunda zarar edebilmektedirler. Bu nedenle, değişken kur sisteminin benimsendiği ekonomilerde döviz kurlarının gelecekte ne olacağı konusunda var olan belirsizlik, kur riskinden korunmayı çok önemli hale getirmektedir. Bu kapsamda, kurlarda meydana gelen değişimlerden doğacak risklere karşı yoğun koruma sağlayan dövize dayalı türev araçları riskten korunmak için kullanılmaktadır.

Türkiye, türev piyasaları bakımından gelişmiş ülkelerin gerisindedir. Türk finansal sisteminde bu pazarların gelişmesi ve yatırımcılar tarafından kabul edilmesi açısından belli koşullar gerektirmektedir. Bu koşullardan bazıları teknik alt yapı gerektirmekte, bazıları ise Türk ekonomisi açısından makro düzeydedir. .

Esas olarak forward, futures (vadeli işlem), opsiyon ve swap sözleşmeleri olmak üzere dört türe ayrılan dövize dayalı türev araçların, bir ekonomideki kur etkisine açık işletmelere, risk yönetimi imkanı sunmaktadır.

Ihracat ve ithalatla uğraşan işletmeler, döviz kurlarında meydana gelen dalgalanmalardan istemeseler de iyi veya kötü yönde etkilenmektedirler. Genelde bu etkilenme işletmenin zararına sonuçlandığı

için, döviz kurlarının gelecekte ne olacağı belirsizliği kur riskinden korunmayı çok önemli hale getirmektedir. Bu kapsamda, kurlarda meydana gelen değişimlerden doğacak risklere karşı etkin koruma sağlayan dövize dayalı türev işlemleri (dışsal hedging teknikleri) risk yönetim aracı olarak yoğun bir şekilde kullanılmaktadır.

Türkiye’de ithalat ve ihracatla uğraşan işletmelere yardımcı olmak amacıyla 15. 08. 2001 tarihinde kurulan İMKB Vadeli İşlemler Piyasası’nda özellikle futures işlemleri yapılmıştır. Ancak, yapılan işlemlerin spekülasyon amaçlı olması, spot döviz piyasasının sağlıklı çalışmaması, ekonomideki genel belirsizlik ve gerekli altyapının hazır olmaması nedeniyle kurulan bu piyasa henüz istenilen düzeyden çok uzaktadır. Aynı tarihlerde T. C. M. B forward yapmaya başlamış fakat başarısızlıkla sonuçlanmıştır.

Türkiye’de işletmelerin, genellikle kur riskinden korunmak için içsel hedging tekniklerini kullanmayı tercih etmektedirler. Bunun nedenlerini aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür:

1. İşletmeler, türev araçları hakkında yeterli bilgi sahibi değildirler.
2. Piyasanın önemli bir unsuru olan ve kaçınılan riski üstlenecek olan spekülâtörler yeterli düzeyde değildir.
3. Futures piyasaları gelecekte üzerine anlaşılan bir sözleşme fiyatı üzerinde yapılır. Ancak Türkiye’ de kronik hale gelen yüksek enflasyon gelecekteki fiyatın belirlenmesini son derece zorlaştırmaktadır.
4. Türkiye’de yıllardır devam eden istikrarsız ekonomi ve yüksek politik risk de türev piyasalarını olumsuz etkilemektedir. Çünkü, en ufak bir ekonomik veya politik olay kolayca ekonominin

bütününü etkileyerek, döviz kurlarında ani artışlara veya azalışlara neden olmaktadır.

5. Yüksek dalgalanma (volatility) sözleşmelerin fiyatlarının yüksek olmasına neden olmaktadır. Nitekim Türkiye'deki istikrarsız ekonomi ve yüksek politik risk dalgalanmanın da yüksek olmasına neden olmakta bu da hedging maliyetlerinin yüksek olmasını beraberinde getirmektedir.

Yukarıdaki bahsedilen nedenlerden dolayı, IMKB bünyesinde kurulan Vadeli İşlemler Piyasası işlevini tam olarak yerine getirememektedir. Ayrıca söz konusu olumsuzluklar Türkiye'de döviz kuru riskiyle karşı karşıya olan işletmeleri, uygulaması daha kolay olan içsel hedging tekniklerini yoğun olarak kullanmalarına neden olmaktadır.

Globalleşmenin hızla yayıldığı bu süreçte dünya ülkeleri ile Türkiye'nin entegrasyonu en kısa zamanda sağlanmalıdır. Bu hedefe ulaşmanın yollarından biri de türev piyasalarının gelişmesini sağlayacak ortamın yaratılmasıdır.

Gelişen dünya ticaretinde, sabit kur sisteminden esnek kur sistemine geçilmesi sonrasında gündeme gelen kur riski ve buna ilave olarak fiyat değişkenliği riski, öncelikle ithalatçı ve ihracatçı firmalar olmak üzere tüm dünya firmalarını risk yönetimine ağırlık vermek zorunda bırakmıştır. Etkin bir risk yönetim aracı olan vadeli işlemler piyasaları da Türkiye'deki önemini giderek arttırmaktadır. Ancak vadeli işlemler piyasalarının daha iyi ve etkin bir şekilde çalışabilmesi için ekonominin daha sağlıklı bir hale gelmesi şarttır.

KAYNAKÇA

AKKUM Tülin, "Döviz Opsiyonları ve Opsiyon Fiyatlama Modelleri ", İ. . İşletme Fakültesi Dergisi, C:29, S: 1/Nisan 2000

AKSEL Dr. H. Ayşe Eyüpoğlu, Risk Yönetim aracı olarak Futures Piyasaları :Yapısı, İşleyiş mekanizmaları ve bazı ülke rnekleri, SPK Yayını:21, , 1995, Ankara

BAşARMIş Tolga, "Döviz Kuru Modelleri", T. C Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir 2000)

BEEHLER Paul J. : " Contemporary Cash Management", USA , John Wiley & Sons. Inc. , 1978

BİSHOP Paul ve DIXON Don, Foreign Exchange Handbook , McGraw-Hill Inc. , New York , 1992

BULGURLU, Hacı Bayram. Avrupa Para Sistemi ve Türkiye'de sisteme katılmaya yönelik izlenmesi gerekli politikalar. Ankara: DPT. AETB, Ekim 1983

DAIGLER Robert T. , "Financial Futures & Options Markets", USA, HarperCollins College Publishers, 1993

DUBOFSKY David A. , "Options and Financial Futures" , New York: McGraw –Hill Inc. , , 1992

ERDOğAN Niyazi, Uluslararası İşletmelerde Mali Risk Yönetimi&Çağdaş Finansman Teknikleri , Ankara, 1993

ERSAN İhsan: "Finansal Türevler futures&options&swaps", Literatür Yayıncılık, 1998

FABOZZI Frank J. , ZARB Frank G. , " Handbook of Financial Markets", 1981

GEISST Charles R. , A Guide to the Financial Markets, St. Martvis Pres, New York, 1982

GÜMÜŞELİ Saniye, Döviz kuru ve faiz oranı risklerinden korunma teknikleri, 1994-Ankara

HATİPOĞLU, Zeyyat, Ayrıntılı İşletme Finansı, SEDOK Yayınları, İstanbul, 1995

HOME James C. Van, "Financial Management and Policy", New Jersey, Prentice Hall Inc. , 11th Edition, 1998

<http://www.hirc.hacettepe.edu.tr/dic.htm>

KARATEPE Yalçın, "Türev Piyasaları Futures-Opsiyon-Swap", Ankara, A. Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayını, Yayın No. 587, 2000

KILIÇ Arzu Gök, Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi, Hazine Müsteşarlığı, Ankara, 2002.

KOLB Robert W. : "Futures Markets" , New York, Third Edition, 1991

MCMURRAY Scott, " the lost art of Hedging", Institutional Investor Journal, Dec. 2000 Vol. 24 Issue 12

McRAE Thomas W. : "International Business Finance", İngiltere, John Wiley&Sons Ltd, 1996

MILLS Roger: " Hedging , Derivatives and Risk Management", Manager Update, Volume:6, No. 2, Winter 1994

MÜMİNOĞLU, Miray, Yeni Mali Ürünler ve Türkiye'de Uygulanması İçin Gerekli Düzenlemeler, Ankara :TBB Yayın No. 184, 1994

PARASIZ, M. İlker, Uluslararası Finansman,Modern Makroe ekonominin Temelleri, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa, 1994

PARASIZ, M. İlker, Para,Banka ve Finansal Piyasalar, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa, 1997

SAVAŞ, Murat , "Modern anlamda dış borç yönetimi", Yayınlanmamış uzmanlık tezi, Hazine Müsteşarlığı, Ankara, 1996

SCHWARTZ Robert J. , SMITH Clifford W. , " The Handbook of Currency and Interest Rate Risk Management", New York, New York Institute of Finance, 1990

SCOTT David F. , MARTIN J. D. , PETTY J. W. , KEOWN A. J. : "Basic Financial Management", New Jersey, Prentice-Hill Inc. , Fourth Edition, 1988

SEYİDOĞLU Halil, Uluslararası İktisat , , Güzem Yayınları, İstanbul, 1996

SEYİDOĞLU Halil, "Uluslararası Finans", İstanbul, 2001

STONEHILL Arthur I. ve MOFFET Michael H, "International Financial Management", London:International Thomson Pub. Company, 2nd Edition, 1997

VASSAMI Michael, "Foreign Exchange Uncertainty can be ended using forward contract" , Hudson Valley Journal, Vol. 8 Issue 26, 27/04/98

WINSTONE David, Financial Derivatives: Hedging with futures, forward, options&swaps, England:Chapman –Hall, 1995.

YILMAZ M. K. , "Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri", DER Yayınları İstanbul, 2002



EK 1**Genelge No:189****İMKB VADELİ İŞLEMLER PİYASASI'NIN İŞLEYİŞ ESASLARI****I. GENEL ESASLAR****1. 1 İŞLEM GÖREN SÖZLEŞMELER**

Nakit TL uzlaşma esasına dayalı, USD/TL ve Euro/TL döviz kurları üzerine düzenlenmiş vadeli işlem sözleşmeleri.

1. 2 SEANSLAR

İşlemler gün içinde yapılacak tek bir seansta gerçekleşecektir.

1. 2. 1 Normal Seans

Normal seansta, işlemler, fiyat ve zaman önceliğine göre emirlerin eşleşeceği sürekli müzayede yöntemi ile gerçekleşecektir.

1. 2. 2 Kapanış Aralığı

Kapanış aralığı, normal seansın son 15 dakikasıdır.

1. 3 İŞLEM SAATLERİ

Piyasa'da işlemler her gün saat 10:00-14:00 arasında yapılacaktır. Saat 12:00-13:00 arasında öğle tatili olacaktır.

Başlangıç 1. Bölüm	Öğle Tatili - 1. Bölüm Bitiş	Başlangıç 2. Bölüm	Bitiş 2. Bölüm	Uzlaşma Fiyatı İlanı
10:00	12:00	13:00	14:00	14:15

İşlem saatleri Borsa Yönetim Kurulu tarafından değiştirilebilir.

1. 4 UZLAŞMA FİYATI VE HESAPLANIŞI

Uzlaşma fiyatı kapanış aralığında gerçekleşen en az 5 işlemin miktar ağırlıklı ortalamasıdır. Kapanış aralığında 5'ten az işlem olmuşsa, zaman sınırı olmaksızın gerçekleşen son 5 işlemin miktar ağırlıklı ortalaması alınır. Uzlaşma fiyatı hesaplaması için yeterli sayıda işlem olmamışsa hesaplanan uzlaşma fiyatı uzlaşma komitesinin uygun görüşü alınarak ilan edilir.

Normal seansta hiç işlem olmaması durumunda ise bir önceki seansın uzlaşma fiyatı en son uzlaşma fiyatı olarak alınır. Yukarıdaki kriterlere uygun

hesaplanmış uzlaşma fiyatı, gerekli görüldüğünde uzlaşma komitesi tarafından normal seansın bitimini takiben en geç 15 dakika içinde değiştirilebilir.

Döviz vadeli işlem sözleşmelerinin son işlem günü vade bitim tarihinden bir gün önceki iş günüdür. Sözleşmenin son işlem gününde TCMB tarafından 15:30'da açıklanan gösterge niteliğindeki USD ve Euro döviz kurları, vade bitim tarihinde uzlaşma fiyatı olarak ilan edilir ve vade bitim tarihindeki takas işlemleri de bu fiyat üzerinden yapılır. Borsa Yönetim Kurulu son işlem günü ile vade bitim tarihini aynı gün olacak şekilde belirleyebilir. "

1. 5 UZLAŞMA KOMİTESİ

İlk İMKB Genel Kurul Toplantısı'na kadar Vadeli İşlemler Piyasası Müdürlüğünden 7 Borsa uzmanı Borsa Başkanlığı tarafından uzlaşma komitesi olarak seçilecektir.

Diğer taraftan ilk Genel Kurul'da piyasa üyeleri ve Borsa uzmanları arasından seçilecek 12 adaydan, Borsa Yönetim Kurulu tarafından üçü İMKB uzmanı, diğer üçü piyasa uzmanı olmak üzere altı kişilik "Uzlaşma Komitesi" oluşturulacaktır. Komitenin Raportörlüğü Vadeli İşlemler Piyasası Müdürlüğü tarafından yapılacaktır. Borsa Yönetim Kurulu, gerekli gördüğü durumlarda Genel Kurul'da seçilen adaylar arasından olmak kaydıyla yeni bir kişiyi atayabilir veya komitede yer alan birini görevden alabilir.

Uzlaşma Komitesi sistem tarafından hesaplanan uzlaşma fiyatını gerek görürse seansın bitiminden sonraki 15 dakika içinde değiştirme yetkisine sahiptir. Gerekirse Borsa Başkanlığınca bu süre değiştirilebilir.

Uzlaşma komitesi en az iki kişi ile toplanır ve kararları oy çokluğuyla alır, oyların eşit olması durumunda Komite Başkanı'nın olduğu tarafın görüşü kabul görür.

Uzlaşma komitesi gerek görüldüğünde uzlaşma fiyatının değiştirilmesinde aşağıdaki yöntemleri veya komite tarafından belirlenecek diğer yöntemleri kullanabilir.

- Uzlaşma fiyatının hesaplanmasına konu olan 15 dakikalık kapanış aralığının 30 dakika veya daha uzun bir süreye çıkarılması,
- Uzlaşma fiyatının hesaplanmasına konu olan minimum işlem adedinin daha az veya daha fazla sayıda tespit edilmesi,
- Kapanış aralığında gerçekleşen en yüksek ve en düşük fiyatlı işlemlerin hesaplama dışında tutulması.

Ayrıca yeterli miktarda işlem olmaması durumunda, uzlaşma komitesi bekleyen emirleri, diğer vadelerde gerçekleşen fiyatları ve spot fiyatı dikkate alarak yeni bir uzlaşma fiyatı belirleyebilir.

2. PİYASANIN İŞLEYİŞİ

2. 1 SÖZLEŞME BÜYÜKLÜĞÜ

Piyasa'da sözleşme büyüklüğü, vadeli işlem sözleşmesi fiyatı ile sözleşme çarpanının çarpılması ile hesaplanır. Piyasa'da sözleşme büyüklüğü, vadeli işlem sözleşmesi fiyatı ile sözleşme çarpanının çarpılması ile hesaplanır. USD/TL üzerine düzenlenecek sözleşmelerin büyüklükleri 10, 000 USD; Euro/TL üzerine düzenlenecek sözleşmelerin büyüklükleri ise 10, 000 Euro olacaktır

Örneğin USD/TL kuru 1, 400, 000 iken sözleşme değeri $1, 400, 000 \times 10, 000 = 14$ milyar TL olacaktır

2. 2 FİYAT ADIMI

Fiyat adımı, her sözleşme için bir defada gerçekleşebilecek en küçük fiyat değişimidir. Dövizde dayalı vadeli işlem sözleşmelerinde alış ve satış emirleri TL cinsinden verilir.

Amerikan Doları ve Euro üzerine düzenlenecek vadeli işlem sözleşmelerinde fiyat adımı 1000 TL olarak belirlenmiştir. Bu durumda her fiyat adımının değeri $1000 \times 10, 000 = 10$ milyon TL olacaktır.

Örneğin dövizde dayalı vadeli işlem sözleşmelerinde fiyat marjının %20 ve USD/TL kurunun 1, 400, 000 TL seviyesinde olduğu düşünülürken, aşağı/yukarı doğru her iki yönlü 560 (= (1, 680, 000-1, 120, 000) / 1000) adet fiyat adımı olacaktır.

2. 3 SÖZLEŞME VADELERİ

Sözleşme vadeleri olarak en yakın ay ve Mart döngüsünün ilk ayıdır. Dövizde dayalı vadeli işlem sözleşmelerinde aynı anda 2 değişik vadede sözleşme işlem görür. Bu durumda yıl boyunca işlem görecektir sözleşmeler aşağıdaki gibi olacaktır.

Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran
Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran
Mart	Mart	Haziran	Haziran	Haziran	Eylül
Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
Eylül	Eylül	Aralık	Aralık	Aralık	Mart

2. 4 SON İŞLEM GÜNÜ VE VADE BİTİM TARİHİ

Vadeli işlem sözleşmelerinde son işlem günü, ayın sondan üçüncü iş günüdür. Bir vadeli işlem sözleşmesinin son işlem gününü takip eden iş gününde, 2. 3'te belirtilen döngü de dikkate alınarak bir sonraki vadeli işlem sözleşmesi işleme açılır.

Örneğin Ocak ayının sondan üçüncü iş gününde Ocak sözleşmesi işleme kapatılırken ardından gelen ilk iş gününde (Ocak ayının sondan ikinci işgünü) Şubat sözleşmesi işleme açılacaktır. Yine aynı şekilde Şubat ayının sondan üçüncü iş gününde Şubat sözleşmesi işleme kapatılırken ardından gelen ilk iş gününde (Şubat ayının sondan ikinci iş günü) Mart sözleşmesi işleme açılacaktır. Sözleşme vadeleri tüm yıl boyunca bu sistem dahilinde devam edecektir.

2. 5 GÜNLÜK FİYAT HAREKET LİMİTLERİ (FİYAT MARJLARI)

Günlük fiyat hareket limitleri $\pm$ %20 olarak belirlenmiştir. Fiyat limitlerinin hesaplanmasında kullanılacak baz fiyat ise bir önceki seansın uzlaşma fiyatıdır. Üst fiyat limiti bir üst fiyat adımına alt fiyat limiti ise bir alt fiyat adımına yuvarlanır.

Söz konusu fiyat marjı gerek görüldüğünde Borsa Başkanlığı tarafından ertesi gün için artırılabilir azaltılabilir veya tamamen kaldırılabilir.

Piyasanın ilk işlem gününde ve takip eden günlerde, uzlaşma fiyatı açıklanincaya dek TCMB tarafından bir önceki gün açıklanan gösterge kuru baz fiyat olarak alınacaktır.

2. 6 SÖZLEŞMELERDE İŞLEMLERİN DURDURULMA ESASLARI

Herhangi bir işlem gününde bir vadeye ya da sözleşme türünün tüm vadelerine ait işlemler, Borsa Yönetim Kurulu kararıyla durdurulabilir, aynı şekilde işlemlerin tekrar başlatılması kararı da Borsa Yönetim Kuruluna aittir. Bu yetki piyasa etkinliğinin korunması amacıyla Borsa Başkanlığına devredilmiştir.

3. EMİRLER

3. 1 EMİRLERİN BORSAYA İLETİLMESİ VE İŞLEME SOKULMASI

Piyasa'da işlem yapan aracı kuruluşların temsilcileri, üye merkez ofisi ve Borsa binasındaki üye ofisindeki terminaller veya telefonla emirlerini iletirler.

İlgili sözleşmelerde yer alan emirler fiyat ve emir bazında derinlik ekranlarından takip edilir. Ayrıca ilgili sözleşmelerde yer alan emirler

içerisinde bilgisayar tarafından belirlenen alımda ve satımda en iyi beş adet fiyat kademesindeki emirler (derinlik bilgileri) veri dağıtım ekranları (Reuters, Telerate, BDP vb.) aracılığıyla anında üyelere iletilir.

Bilgi dağıtım firmalarının ekranlarında ilgili Pazara iletilen emirler içerisinde en iyi alış ve satıştan işlem olması durumunda sonraki bekleyen en iyi alış veya satış otomatik olarak ekrana gelir.

3. 2 EMİRLERİN GEÇERLİLİĞİ

Piyasa'ya iletilen emirlerin süresi en fazla günlük olabileceken, şarta bağlı emirler iptale kadar geçerli ve/veya tarihli olarak girilebilir. Normal seans içinde verilen emirler seans sonuna kadar geçerlidir.

3. 3 EMİR DEĞİŞİKLİĞİ

Piyasa'ya iletilen emirlerden karşılanmamış olanlar ile kısmen karşılanmış emirlerin karşılanmayan kısımları değiştirilebilir. Emrin fiyatı azaltılabilir veya arttırılabilirken, emrin miktarı sadece azaltılabilir. Emrin fiyatındaki değişiklik zaman önceliğinin kaybedilmesine neden olurken, miktarın azaltılması emrin önceliğini etkilemez.

3. 4 EMİR İPTALİ

Piyasa'ya iletilen emirlerden karşılanmamış olanlar ile kısmen karşılanmış emirlerin kalan kısımları iptal edilebilir. Seans bitimi ile uzlaşma fiyatı ilanına kadar geçen süre içinde (14:00-14:15) emir iptali yapılması mümkün değildir.

3. 5 EMİRLERİN GERÇEKLEŞTİRİLMESİ

Sistemde her sözleşmede yer alan iki karşıt emrin eşleşmesi, o sözleşmede verilmiş emirler arasında fiyat ve zaman öncelikleri göz önünde bulundurularak alımda en yüksek fiyatlı, satımda en düşük fiyatlı emirlere öncelik verilerek sağlanır.

Aynı fiyatlı emirlerde zaman önceliği uygulanır. Piyasa'da bir alım veya bir satım emriyle birden fazla karşıt emri aynı anda karşılamak mümkündür.

3. 6 EMİR TÜRLERİ VE GEÇERLİLİK SÜRELERİ

Emir türleri ve geçerlilik süreleri aşağıda yer almaktadır.

a. Tamamı gerçekleşmezse iptal edilen piyasa emri (Market/Fill or Kill):
Herhangi bir fiyattan emrin tümünü eşleyecek miktarda karşı emir varsa işlemler gerçekleşir, aksi takdirde emir tamamen iptal edilir.

Örnek: A sözleşmesinde satış tarafında 1, 200, 000 TL fiyatla 15 adetlik emir bulunmaktadır. Bu türden, 18 adetlik bir alış emri girilirse bu emir tamamen iptal edilir, çünkü girilen 18 adet alış emri tamamen karşılanamamıştır

b. Tamamı gerçekleşmezse iptal edilen en iyi fiyatlı piyasa emri (Market/Fill or Kill/At Best Price): Herhangi bir fiyattan emrin tümünü eşleyecek miktarda en iyi fiyattan karşı emir varsa işlemler gerçekleşir, aksi takdirde emir tamamen iptal edilir.

Örnek: A sözleşmesinde satış tarafında şu emirler bulunmaktadır:

1, 200, 000 fiyatlı 8 adet,
1, 201, 000 fiyatlı 10 adet,

Bu türden, 18 adetlik bir alış emri girildiğinde emir iptal edilir. Çünkü en iyi fiyat seviyesi olan 1, 200, 000 TL'dan sadece 8 adet satış vardır ve alıcı tarafın 18 adetlik alış emrini tüm olarak karşılamamaktadır.

c. Gerçekleşmeyen kısmı iptal edilen piyasa emri (Market/Fill and Kill): Piyasanın karşı tarafında bulunan her fiyat seviyesi ile eşleşir, eşleşemeyen kısım iptal edilir.

Örnek: A sözleşmesinde satış tarafında 1, 200, 000 TL fiyatlı 10 adetlik bir satış olduğunu varsayalım. Alış tarafına, sözü edilen türden 15 adetlik bir alış emri girildiğinde bu emrin 10 adedi eşleşirken 5 adetlik gerçekleşmeyen bölümü iptal edilir, pasife alış olarak yazılmaz.

d. Gerçekleşmeyen kısmı iptal edilen en iyi fiyatlı piyasa emri (Market/Fill and Kill/At Best Price): Sadece piyasanın karşı tarafında bulunan en iyi fiyat seviyesindeki emirler ile eşleşir, eşleşemeyen kısım iptal edilir.

Örnek: A sözleşmesinde satış tarafında şu emirler bulunmaktadır:

1, 200, 000 fiyatlı 10 adet
1, 201, 000 fiyatlı 12 adet

Bu türden 18 adet alış emri girildiğinde alış emrinin 10 adetlik bölümü en iyi fiyat olan 1, 200, 000 TL üzerinden mevcut satış emirleri ile eşleşir. Kalan 8 adet emir ise en iyi fiyat olan 1, 200, 000 TL'dan başka satış emri kalmadığı için iptal edilir.

e. Kalanı pasife yazılan piyasa emri (Market/Keep Remainder): Piyasanın karşı tarafındaki her fiyat seviyesinden emirler ile eşleşir, eşleşemeyen kısım son eşleşme fiyatından limit emre çevrilerek maksimum lot miktarını geçmeyen bölümü pasife yazılır, geri kalan bölüm iptal edilir. Karşı tarafta hiç emir yoksa tüm emir iptal edilir.

Örnek: A sözleşmesinde satışta şu emirler bulunmaktadır:

1, 200, 000 fiyatlı 10 adet
1, 201, 000 fiyatlı 15 adet
1, 202, 000 fiyatlı 20 adet

Bu türden, 100 adetlik bir alış emri girildiğinde 45 adetlik bölüm $(10 \cdot 1200000 + 15 \cdot 1201000 + 20 \cdot 1202000)$ eşleşir. Ancak, eşleşmeyen 55

adetlik bölüm son eşleşme fiyatı olan 1202, 000 TL'dan pasife alış emri olarak kaydedilir. .

f. Kalanı pasife yazılan en iyi fiyatlı piyasa emri (Market/Keep Remainder/At Best Price): Eşleşme sadece en iyi fiyattan olur, eşlenemeyen ve maksimum lot miktarını geçmeyen bölümü son eşleşme fiyatından (mevcut en iyi fiyattan) pasife yazılır, geri kalan bölüm iptal edilir. Karşı tarafta hiç emir yoksa tüm emir iptal edilir.

Örnek: A sözleşmesinde satışta şu emirler bulunmaktadır:

1, 200, 000 fiyatlı 10 adet
1, 201, 000 fiyatlı 15 adet
1, 202, 000 fiyatlı 20 adet

Bu türden, 20 lotluk bir alış emri girildiğinde 10 adetlik bölüm eşleşir (1, 200, 000 TL fiyatla) kalan 10 lotluk bölüm ise mevcut en iyi fiyat olan 1, 200, 000 TL'dan pasif olarak alış tarafına yazılır.

g. Sisteme gönderilmesi belli bir şarta bağlı olan piyasa emri (Market/Market Contingent): Bu emrin piyasaya gönderilmesi kullanıcı tarafından tanımlanan belli bir fiyat seviyesinden (aktivasyon fiyatı) işlemlerin gerçekleşmesine bağlıdır. Alış emirleri için aktivasyon fiyatı veya daha yüksek, satış emirleri için aktivasyon fiyatı veya daha düşük bir fiyattan işlemler gerçekleşiyorsa, emir sisteme gönderilir. Aktif hale gelen emir karşı tarafta bulunan ve o seans için tanımlanan fiyat marjları içinde kalan tüm pasif emirler ile eşleşir. Gerçekleşmeyen ve maksimum lot miktarını geçmeyen bölümü son işlem fiyatından pasife yazılır, karşı tarafta hiç emir yoksa emir iptal edilir. Bu tür emirlerde fiyat hareket limitleri dışında da emir

girilmesi mümkündür, çünkü bu tür emirler tarihli veya iptale kadar geçerli olarak da girilebilir.

Örnek: A sözleşmesinde bu emir türünden şu emir sisteme girilir:

Alış 10 adet Fiyat:Piyasa Aktivasyon Fiyatı:1, 202, 000

Sistemde mevcut satış emirleri:

1, 201, 000	fiyatlı 5 adet
1, 202, 000	fiyatlı 5 adet
1, 203, 000	fiyatlı 5 adet

X aracı kurumu 7 adet piyasa fiyatından alış emri girerek 1, 201, 000 fiyat seviyesinden 5, 1, 202, 000 fiyat seviyesinden ise 2 adetlik işlem yapar. Bu noktada şartlı emrimizin aktivasyon fiyatı olan 1, 202, 000 TL'dan işlem gerçekleştiği için şartlı emrimiz aktif hale gelir ve şu işlemler gerçekleşir;

1, 202, 000 TL fiyatla 3 adet	eşleşir
1, 203, 000 TL fiyatla 5 adet	eşleşir

1, 203, 000 TL fiyatla 2 adetlik alış emri pasif olarak kaydedilir.

h. Sisteme gönderilmesi belli bir şarta bağlı olan en iyi fiyatlı piyasa emri (Market/Market Contingent/At Best Price): Bu emrin piyasaya gönderilmesi kullanıcı tarafından tanımlanan belli bir fiyat seviyesinden (aktivasyon fiyatı) işlemlerin gerçekleşmesine bağlıdır. Alış emirleri için aktivasyon fiyatı veya daha yüksek, satış emirleri için aktivasyon fiyatı veya daha düşük bir fiyattan işlemler gerçekleşiyorsa emir sisteme gönderilir. İşlemler sadece en iyi fiyat seviyesinden gerçekleşir. Gerçekleşmeyen ve maksimum emir miktarını geçmeyen bölüm son işlem fiyatından pasife yazılır, karşı tarafta hiç emir yoksa emir iptal edilir.

Örnek: A sözleşmesinde bu emir türünden şu emir sisteme girilir:

Alış 10 adet Piyasa fiyatından Aktivasyon Fiy. :1, 202, 000

Sistemde mevcut satış emirleri:

1, 201, 000 TL fiyatla 5 adet
1, 202, 000 TL fiyatla 5 adet
1, 203, 000 TL fiyatla 5 adet

X aracı kurumu 7 adet piyasa fiyatından alış emri girerek 1, 201, 000 fiyat seviyesinden 5, 1, 202, 000 fiyat seviyesinden ise 2 adetlik işlem yapar. Bu noktada şartlı emrimizin aktivasyon fiyatı olan 1, 202, 000 TL'dan işlem gerçekleştiği için şartlı emrimiz aktif hale gelir ve şu işlemler gerçekleşir;

1, 202, 000 TL'dan 3 adet eşleşir
1, 202, 000 TL'dan 7 adet pasif olarak alış tarafına kaydedilir

i. Tamamı gerçekleşmezse iptal edilen limitli emir (Limit/Fill or Kill):

Belirtilen fiyata kadar emrin tümünü eşleyecek karşı emir yoksa iptal edilir.

Örnek: Sistemde şu satış emirleri mevcuttur:

1, 200, 000 TL fiyatla 5 adet
1, 201, 000 TL fiyatla 10 adet
1, 202, 000 TL fiyatla 25 adet

Bu emir türünden, 20 adet 1, 201, 000 TL fiyat limitli alış emri girildiğinde ve sistem bu alış emrini tamamen iptal eder. Bunun nedeni, satış tarafında 1, 201, 000 TL veya daha iyi fiyattan 20 adetlik alış emrini tümünden karşılayacak satış emirlerinin bulunmamasıdır.

j. Gerçekleşmeyen kısmı iptal edilen limitli emir (Limit/Fill and Kill):

Belirtilen limit fiyata kadar piyasanın karşı tarafında bulunan fiyat seviyelerindeki tüm emirler ile eşleşir, eşleşemeyen kısım iptal edilir.

Örnek: Sistemde şu satış emirleri mevcuttur:

1, 200, 000 TL fiyatla 5 adet

1, 201, 000 TL fiyatla 10 adet

1, 202, 000 TL fiyatla 25 adet

Bu emir türünden, 20 adet 1, 201, 000 TL fiyat limitli alış emri girilir ve 5 adedi 1, 200, 000, 10 adedi 1, 201, 000 TL'dan eşleşir. Kalan 5 adet ise iptal edilir.

k. Kalanı pasife yazılan limitli emir (Limit/Keep Remainder): Limit fiyata kadar piyasanın karşı tarafında bulunan emirler ile eşleşir, eşlenemeyen kısım belirtilen fiyattan maksimum emir miktarını geçmeyecek şekilde pasife yazılır.

Örnek: Sistemde şu satış emirleri mevcuttur:

1, 200, 000 TL fiyatla 5 adet

1, 201, 000 TL fiyatla 10 adet

1, 202, 000 TL fiyatla 25 adet

Bu emir türünden, 20 adetlik 1, 201, 000 TL fiyat limitli alış emri girilir ve 5 adedi 1, 200, 000, 10 adedi 1, 201, 000 TL'dan eşleşir. Kalan 5 adet ise 1, 201, 000 TL fiyat ile pasif olarak alış tarafına yazılır .

. I. Miktarsız limitli emir (Limit/Open Quantity): Belirtilen fiyat seviyesine kadar tüm emirlerle eşleşir.

Örnek: Bir sözleşmede satış tarafında şu emirler olsun:

- 1, 200, 000 TL fiyatla 50 adet
- 1, 201, 000 TL fiyatla 100 adet
- 1, 202, 000 TL fiyatla 50 adet
- 1, 203, 000 TL fiyatla 40 adet

Bu emir türünden, 1, 202, 000 fiyatlı bir alış emri girildiğinde, satış tarafında bulunan 1, 200, 000, 1, 201, 000 ve 1, 202, 000 TL fiyat seviyesinde bulunan tüm emirler alınmış olacaktır.

m. Sisteme gönderilmesi belli bir şarta bağlı olan limitli emir (Limit/Market Contingent): Bu emrin piyasaya gönderilmesi kullanıcı tarafından tanımlanan belli bir fiyat seviyesinden (aktivasyon fiyatı) işlemlerin gerçekleşmesine bağlıdır. Alış emirleri için aktivasyon fiyatı veya daha yüksek, satış emirleri için aktivasyon fiyatı veya daha düşük bir fiyattan işlemler gerçekleşiyorsa emir sisteme gönderilir. İşlemler belirtilen fiyat seviyesine kadar olan fiyatlardan gerçekleşir. Gerçekleşmeyen ve maksimum emir miktarını geçmeyen bölüm son işlem fiyatından pasife yazılır, karşı tarafta hiç emir yoksa emir iptal edilir.

Örnek: Bir sözleşmede bu emir türünden şu emir sisteme girilir:

Alış 10 adet Fiyat: 1, 204, 000 Aktivasyon Fiyatı:1, 202, 000

Sistemde mevcut satış emirleri: 1, 202, 000 fiyatlı 5 adet
1, 203, 000 fiyatlı 5 adet
1, 204, 000 fiyatlı 5 adet

X aracı kurumu 7 adet piyasa fiyatından alış emri girerek 1, 202, 000 fiyat seviyesinden 5, 1, 203, 000 fiyat seviyesinden ise 2 adetlik işlem yapar. Bu noktada şartlı emrimizin aktivasyon fiyatı olan 1, 202, 000 TL'dan işlem gerçekleştiği için şartlı emrimiz aktif hale gelir ve satış tarafında bulunan 8 adet sözleşmeyle eşleşir. Geriye kalan 2 adetlik bölüm alış tarafına pasif olarak 1, 204, 000 TL fiyat seviyesinden kaydedilir.

n. Kapanış emirleri (On-close): Bu emirler piyasada karşı tarafta bulunan diğer kapanış emirleri ile normal seans bittikten sonra belirlenen uzlaşma fiyatından zaman önceliğine göre eşleşirler. Eşleşemeyen taraf (alış veya satış) uzlaşma fiyatından girilmiş limit emir varsa bu emirle eşleşir, yoksa iptal edilir. Bununla beraber, son işlem gününde ve herhangi bir işlem gününde işlem olmaması durumunda kapanış emirleri iptal edilir.

Örnek: Normal seans sonrasında alış ve satış tarafında şu emirler bulunmaktadır.

ALİŞ	SATIŞ
1, 199, 000 fiyatlı 50 adet	1, 200, 000 fiyatlı 10 adet
1, 198, 000 fiyatlı 30 adet	1, 201, 000 fiyatlı 20 adet
1, 197, 000 fiyatlı 70 adet	1, 202, 000 fiyatlı 30 adet

50 adet kapanış emri

35 adet kapanış emri

Burada uzlaşma fiyatı 1, 200, 000 olarak gerçekleştiğini varsayalım. Alış tarafında bulunan uzlaşma fiyatından girilmiş 50 adedin 35'i satış tarafındaki uzlaşma fiyatlı emirle eşleşir. Geriye kalan 15 adet alış emrinin 10 adetlik bölümü ise uzlaşma fiyatı olan 1, 200, 000 TL'dan girilmiş 10 adetlik satış emri ile eşleşir. uzlaşma fiyatından girilip geriye kalmış olan 5 adetlik bölüm ise iptal edilir.

o. Toplu Emirler: Emirler daha sonra girilmek üzere seans başlamadan hazırlanıp bir dosyada saklanabilir.

3. 7 MAKSİMUM EMİR BÜYÜKLÜĞÜ

Vadeli İşlemler Piyasasında maksimum emir miktarı 100 adet olarak belirlenmiştir.

4. KULLANICI YETKİ SEVİYELERİ

Vadeli İşlemler Piyasası'nda işlem yapmaya yetkili kuruluşların temsilcileri yetki seviyelerine bağlı olarak "yönetici temsilci" ve "temsilci" olmak üzere ikiye ayrılır.

Yönetici temsilci, o firma ile ilgili her pazarda/her sözleşmede işlem yapma ve izleme, diğer işlemciler tarafından girilen emirleri onaylama ve izleme, tüm emirleri iptal etme, tüm emirleri düzeltme, pozisyon takip etme ve işlemcilerine hesap tahsisi yetkisine sahiptir. Her üye için birden fazla yönetici temsilci atanabilir.

Temsilci ise o firma ile ilgili kendisine işlem yapma yetkisi verilen pazarda/sözleşmede emir girme, kendisi tarafından girilmiş emirleri düzeltme, iptal etme ve izleme yetkisine sahiptir.

Başlangıç olarak tüm kullanıcılar “yönetici temsilci” olarak belirlenmiştir. Yetki seviyelerinin ayrıştırılması aracı kuruluşun talebine bağlıdır. Aracı kuruluş tarafından belirlenen yönetici temsilci ve temsilciler Borsa tarafından sistemde tanımlanır.

Vadeli İşlemler Piyasasında yetkilendirilecek temsilci/temsilci yardımcılarının para ve sermaye piyasalarında en az 3 yıllık mesleki tecrübeye sahip olmaları şartı aranacak olup, evvelce aranan başvuru tarihinden en az bir yıl önce İMKB Hisse Senetleri Piyasası veya Tahvil ve Bono Piyasası’nda üye temsilcisi olarak yetkilendirilmiş olma şartı aranmayacaktır.

Vadeli İşlemler Piyasası’nda işlem şifreleri Üye işleri Müdürlüğü tarafından temsilciye bildirilir ve şifre değişiklikleri kullanıcı tarafından yapılır.

TCMB, Sermaye Piyasası Kurulu ve Borsamızda uzmanlık gerektiren veya daha üst kademelerde en az 3 yıl süre ile olumlu tezkiye alarak bilfiil

alışmış olanlar sadece, uygulamalı eğitime katılmalarının ardından piyasada işlem yapabileceklerdir.

5. BORSA PAYI TARİFESİ

Borsa payı yapılan her işlem tutarından yüzbinde 5 olarak alınacaktır.
T. C. M. B. piyasanın doğal üyesi olup, borsa payı ödemeyecektir.

6. KURTAJ

SPK'nın 16/01/1992 tarih ve 2 sayılı toplantısında diğer menkul kıymetler için azami onbinde 25 olarak belirlenmiş olan kurtaj oranı uygulamasına devam edilecektir.

Note: Futures Market was opened on August 15, 2001.

ÖZET

Döviz kurlarındaki dalgalanmalar sonucunda yabancı para cinsinden varlık ve yükümlülüğe sahip olan kişi ve kuruluşların nakit akımları olumsuz yönde etkilenmektedir. Döviz kuru riski olarak tanımlanan bu olgunun yönetilmesi amacıyla bazı korunma teknikleri geliştirilmiş olup, bunların başında dövize dayalı türev araçlar (forward, futures, opsiyon ve swap sözleşmeleri) gelmektedir. Bu çalışmanın amacı; firmaların nakit akımlarında döviz kurlarındaki dalgalanmalar nedeniyle oluşan olumsuzlukların en aza indirilmesinde, bir yöntem olarak dövize dayalı türev araçlarının önemi vurgulamak ve Türkiye'deki uygulamaları ortaya koymaktır.

Bu amaç çerçevesinde, ilk olarak, döviz piyasaları ve günümüze kadar uluslararası para piyasaları hakkında bilgi verilmiştir. İkinci olarak, döviz kuru ve döviz kuru riski tanımlanmış ve döviz kurlarını etkileyen faktörler ile bu faktörlerin etkilerinden dolayı oluşan kurlardaki değişimlerin ortaya çıkardığı risk türleri ortaya konulduktan sonra, bu bahsedilen kur risklerinden korunma stratejileri açıklanmıştır.

Üçüncü olarak da, bir risk yönetimi olan hedging, hedging tekniklerinin özellikleri anlatılmış ve ithalat, ihracatla uğraşan işletmelerin kullandıkları içsel ve dışsal hedging teknikleri ile uluslararası muhasebe standartları açısından hedging işlemleri incelenmiştir.

Son olarak da, Türkiye'de dövize dayalı türev araçların işlem gördüğü tezgahüstü piyasalarda yapılan işlemler ile İMKB Vadeli İşlemler Piyasası'nın kuruluşu, bugüne kadar yapılan işlemler, piyasanın işlemeyişinin

nedenleri ve Hazine'nin karşı karşıya kaldığı kur riski ve kur riskinden korunmak için kullandığı türev araçları bahsedilmiştir.

ANAHTAR KELİMELER: Döviz Piyasası, Döviz Kur Sistemleri, Kur Riski, Hedging, Swap, Forward, Futures, Opsiyon



ABSTRACT

The fluctuations in the exchange rates induce negative impacts on the cash flows of individuals and institutions whose assets and liabilities are denominated in foreign currency terms. In order to manage the prevailing risk, defined as exchange rate risk, some specific hedging techniques have been developed among which the currency derivatives such as forwards, futures, option and swaps are of primary importance. The main target of this work is to emphasize importance of exchange based derivative tools which is widespread used in minimizing the negative effects of fluctuating foreign exchange rates on firm's cash flows and to reveal the implementations in Türkiye. .

Within this framework, firstly, foreign exchange markets and international money markets until today have been discussed. Secondly, foreign exchange and foreign exchange risk have been described. Then, factors having influence on foreign exchange rates and kinds of foreign exchange risks that be constituted from the changes in the foreign exchange rates have been mentioned. In addition to this, the strategies be protected from foreign exchange risks have been explained.

Thirdly, the study clarifies definition of hedging, inherent hedging techniques and external techniques (futures, options, forwards, swaps). Furthermore, hedging transactions have been examined according to international accounting standarts.

Finally, it gives information about exchange based derivative tools that are implemented in Turkey including the establishment of IMKB Futures Market and the reasons why not work properly.

KEY WORDS:Foreign Exchange Market, Foreign Exchange Rate Systems, Exchange Rate Risk, Hedging, Forwards, Futures, Options, Swaps

