

T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
PARA, SERMAYE PİYASALARI VE FİNANSAL KURUMLAR
BİLİM DALI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**DÖVİZ KURUNUN TURİZM ŞİRKETLERİNİN FİNANSAL
PERFORMANSINA ETKİSİ: BIST TURİZM ENDEKSİ
ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA**

Özcan KIRIKBAŞ

2501191966

TEZ DANIŞMANI

DOÇ. DR. Mehmet Sabri TOPAK

İSTANBUL - 2022

ÖZ

DÖVİZ KURUNUN TURİZM ŞİRKETLERİNİN FİNANSAL PERFORMANSINA ETKİSİ: BİST TURİZM ENDEKSİ ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA

Özcan KIRIKBAŞ

Döviz kuru değişiminin şirket performansı üzerindeki etkisini Türkiye’de faaliyet gösteren turizm şirketleri açısından araştırmak amacıyla yapılan çalışmada, BİST Turizm endeksinde yer alan 6 şirketin 2010 – 2021 dönemine ilişkin finansal verileri kullanılmıştır. Zaman serisi analizi yönteminin uygulandığı çalışmada, şirket performansının göstergeleri olarak seçilen piyasa değeri / defter değeri oranı ve aktif karlılık oranı (ROA) kurulan modellerde bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Reel döviz kuru, özsermaye karlılığı oranı (ROE), enflasyon oranı, reel faiz oranı, reel büyüme oranı ve Türkiye’ye gelen turist sayısındaki yüzdesel değişim oranı ise modellerde yer alan bağımsız değişkenlerdir.

Analiz sonucunda reel efektif döviz kurundaki artışın uzun dönemde piyasa değeri / defter değeri oranını ve aktif karlılık oranını (ROA) negatif yönde etkilediği tespit edilmiştir. Türk Lirası’nın yabancı para birimleri karşısındaki değerinin azalması, turizm şirketlerinin performansını uzun dönemde olumlu etkilediği sonucuna varılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Döviz Kuru, Finansal Performans, Turizm Sektörü, ROA, ROE.

ABSTRACT

THE EFFECT OF EXCHANGE RATE ON THE FINANCIAL PERFORMANCE OF TOURISM COMPANIES: A STUDY ON THE BIST TOURISM INDEX

Özcan KIRIKBAŞ

In the study conducted to investigate the effect of exchange rate change on company performance in terms of tourism companies operating in Turkey, the financial data of 6 companies in the BIST Tourism index for the period 2010 – 2021 were used. In the study, in which the time series analysis method was applied, the market value / book value ratio and return on assets (ROA) ratio, which were selected as indicators of company performance, were used as dependent variables in the models. Real exchange rate, return on equity (ROE), inflation rate, real interest rate, real growth rate and the percentage change in the number of tourists coming to Turkey are the independent variables in the models.

As a result of the analysis, it has been determined that the increase in the real effective exchange rate affects the market value / book value ratio and the return on assets (ROA) negatively in the long run. It has been concluded that the decrease in the value of the Turkish Lira against foreign currencies has a positive effect on the performance of tourism companies in the long run.

Key Words: Exchange Rate, Financial Performance, Tourism Sector, ROA, ROE.

ÖNSÖZ

Türkiye’de turizm sektörü, ülke ekonomisine sağladığı doğrudan ve dolaylı katkılar nedeniyle lokomotif sektörlerden biridir. Sağladığı döviz girdisiyle, dış ticaret dengesinde önemli bir etkiye sahiptir.

Şirketlerin finansal performanslarının hangi verilerden etkilendiğini teşhis etmek yöneticilerin doğru kararlar vermesini sağlayarak başarılarını artırmalarını sağlayacaktır. Ölçülemeyen değerlerin geliştirilmesi mümkün olmadığı gibi şirketlerin zayıf yönlerini göz ardı etmesi tedbir alamamalarına ve dolayısıyla da amaçlarına ulaşamamalarına neden olacaktır. Bu çalışma, döviz kurunun turizm şirketlerinin finansal performansı üzerindeki etkisini araştırmak amacıyla hazırlanmıştır. Şirketlerin finansal performansının aktif karlılık oranı (ROA) ve piyasa değeri / defter değeri ile ölçüldüğü bu çalışmada iki farklı model kurulmuştur. Modellerde bağımsız değişkenimiz reel efektif döviz kuru iken kontrol değişkenlerimiz ise; özsermaye karlılık oranı (ROE), enflasyon oranı, reel faiz oranı, reel büyüme oranı ve Türkiye’ye gelen yabancı turist sayısındaki yüzdesel değişim oranıdır. Bu bağlamda Borsa İstanbul (BİST)’de yer alan ve turizm sektöründe faaliyet gösteren 6 şirketin, 2010-2021 yılları arasındaki finansal performans değişkenleri hesaplanarak makroekonomik verilerle ilişkileri analiz edilmiştir. Çalışma, finansal performansta yaşanan farklılıkları ortaya koyacağı ve yatırımcılara yol gösterici nitelikte olacağı için önem arz etmektedir.

Tezimin; yeğenlerim Miraç Efe Kılıç ve Metehan Kılıç’a hayatlarında vereceği kararlarda ilham vermesini umar, sürecin her aşamasında manevi desteklerini her zaman yanımda hissettiğim annem Saime Kırıkbaş ve babam İsa Kırıkbaş’a ve yüksek Lisans tezimin hazırlanmasında, ders döneminden tezimin son aşamasına kadar bilgi ve birikimlerini, emeğini esirgemeyen danışman hocam Doç. Dr. Mehmet Sabri Topak’a teşekkür ederim.

Özcan KIRIKBAŞ

İstanbul, 2022

İÇİNDEKİLER

Sayfa

ÖZ.....	ii
ABSTRACT	iii
ÖNSÖZ.....	iv
İÇİNDEKİLER	v
TABLolar LİSTESİ.....	viii
GRAFİKLER LİSTESİ.....	ix
KISALTMALAR LİSTESİ.....	x
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

DÖVİZ KURU VE DÖVİZ PİYASASI

1.1. ULUSLARARASI PARA SİSTEMİ	4
1.1.1. Altın Standardı Dönemi	5
1.1.2. Bretton Woods Sistemi	7
1.1.3. Serbest Değişken Kur Sistemi	9
1.2. DÖVİZ KURUNUN TANIMI VE TURLERİ	13
1.2.1. Nominal Döviz Kuru	14
1.2.2. Reel Döviz Kuru	14
1.2.3. Efektif Döviz Kuru	15
1.2.4. Spot Döviz Kuru	15
1.2.5. Forward Döviz Kuru	16
1.2.6. Çapraz Kur	16
1.3. DÖVİZ PİYASASI.....	17
1.3.1. Döviz Piyasasının İşlevleri	18
1.3.2. Döviz Piyasasının Başlıca Özellikleri.....	19
1.3.3. Döviz Piyasasının İşleyişi	20
1.3.4. Döviz Piyasasının Tarafları	20
1.3.5. Döviz Piyasası İşlem Türleri.....	23

1.3.5.1. Spot İşlemler	23
1.3.5.2. Vadeli Teslim (Forward) İşlemler.....	23
1.3.5.3. Döviz Gelecek (Futures) İşlemleri	24
1.3.5.4. Döviz Opsiyonları	25
1.3.5.5. Swap İşlemler	25
1.4. DÖVİZ KURUNU ETKİLEYEN FAKTÖRLER.....	26
1.5. DÖVİZ KURU RİSKİ.....	28
1.5.1. Döviz Kuru Riskinin Etki Alanları	30
1.5.2. Döviz Kuru Riskinin Şirketler Üzerindeki Etkileri	31
1.5.2.1. Ekonomik Etki	32
1.5.2.2. İşlem Etkisi	33
1.5.2.3. Muhasebe Etkisi	34
1.5.3. Döviz Kuru Riskine Karşı Korunma	37
1.5.3.1. Korunma Kavramı.....	38
1.5.3.2. Korunma Politikası	39
1.5.3.3. Korunma Oranı.....	39
1.5.3.5. Döviz Kuru Riskinden Korunma Yöntemleri	40
1.6. TÜRKİYE’DE DÖVİZ KURU SİSTEMİ VE PİYASASI	46
1.6.1. Türkiye’de Döviz Kuru Sistemi.....	47
1.6.2. Türkiye’de Döviz Piyasası.....	49
1.6.3. Türkiye’de Döviz İşlemlerinin Muhasebeleştirilmesi	50

İKİNCİ BÖLÜM

PERFORMANS VE FİNANSAL PERFORMANS

2.1. PERFORMANS VE PERFORMANS ÖLÇÜMÜ	52
2.1.1. Performans Kavramı	52
2.1.2. Performans Ölçümü, Önemi ve Amacı.....	52
2.1.3. Performans Ölçümünün İşlevleri	54
2.1.4. Performans Ölçüm Sistemleri	58
2.1.4.1. Geleneksel Performans Ölçüm Sistemleri	59
2.1.4.2. Modern Performans Ölçüm Sistemleri.....	59

2.2. FİNANSAL PERFORMANS VE GÖSTERGELERİ	65
2.2.1. Kârlılık	66
2.2.2. Verimlilik.....	68
2.2.3. Büyüme.....	69
2.2.4. Piyasa Performans Ölçüleri	71

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

DÖVİZ KURUNUN TURİZM ŞİRKETLERİNİN FİNANSAL PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN BIST TURİZM ENDEKSİ AÇISINDAN ARAŞTIRILMASI

3.1. LİTERATÜR ARAŞTIRMASI.....	73
3.2. ARAŞTIRMANIN AMACI	77
3.3. ARAŞTIRMANIN ÖNEMİ	77
3.4. EKONOMETRİK METODOLOJİ	77
3.4.1 Dickey-Fuller (DF) ve Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) Birim Kök Testi	78
3.4.2 Philips-Perron (PP) Birim Kök Testi.....	79
3.4.3 Autoregressive Distributed LAG Model – ARDL Sınır Testi.....	80
3.5. ARAŞTIRMANIN KAPSAMI, VERİ SETİ VE TANIMLAYICI İSTATİSTİKLER	82
3.6. UYGULAMA SONUÇLARI.....	86
3.6.1. Birim Kök Testleri ile Durağanlık Testi	86
3.6.2. Uzun Dönemli İlişkinin Test Edilmesi	88
3.6.2.1. ARDL Eşbütünleşme Test Sonuçları	88
3.6.3. Uzun Dönemli İlişkinin Tahmin Edilmesi.....	94
SONUÇ	98
KAYNAKÇA	101

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 3.1: Döviz Kuru Değişimi ve Performans ile İlgili Literatür	76
Tablo 3.2: Çalışma Kapsamındaki Şirketler ve Seçilmiş Finansal Verileri	82
Tablo 3.3: Değişkenler ve Açıklamaları.....	84
Tablo 3.4: Değişkenlere ait Tanımlayıcı İstatistikler	85
Tablo 3.5: Serilerin Kendi Düzeyleri İçin ADF ve PP Birim Kök Test Sonuçları.....	86
Tablo 3.6: Birinci Fark Seriler İçin ADF ve PP Birim Kök Test Sonuçları.....	87
Tablo 3.7: Model 1 İçin ARDL Model Sonuçları	89
Tablo 3.8: Model 1 İçin ARDL Sınır Test Sonuçları	90
Tablo 3.9: Model 1 İçin ARDL Modelinin Varsayım Testleri.....	90
Tablo 3.10: Model 2 İçin ARDL Model Sonuçları	92
Tablo 3.11: Model 2 İçin ARDL Sınır Test Sonuçları	93
Tablo 3.12: Model 2 İçin ARDL Modelinin Varsayım Testleri.....	93
Tablo 3.13: Model 1 Uzun Dönemli İlişki İçin FMOLS Tahminci Sonuçları	95
Tablo 3.14: Model 2 Uzun Dönemli İlişki İçin FMOLS Tahminci Sonuçları	96

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 3.1: Model 1 İçin Kurulan ARDL Modelin Katsayıların Stabilite Testi.. 91

Grafik 3.2: Model 2 İçin Kurulan ARDL Modelin Katsayıların Stabilite Testi.. 94



KISALTMALAR LİSTESİ

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AIC	: Akaike Bilgi Kriteri
BİST	: Borsa İstanbul
BYM	: Reel Büyüme Oranı (Yıllık)
BW	: Bretton Woods
ÇUŞ	: Çokuluslu Şirketler
DVZ	: Reel Döviz Kuru Endeksi
ENF	: Enflasyon Oranı (TÜFE)
FAİZ	: Reel Faiz Oranı
FASB	: Finansal Muhasebe Standartları Kurulu
GARCH	: Generalized AutoRegressive Conditional Heteroskedasticity
GMM	: Generalized Method of Moments
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
IMF	: Uluslararası Para Fonu
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
MB	: Merkez Bankası
OPEC	: Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü
OZKAR	: Özsermaye Kârlılığı
PDDD	: Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı
ROA	: Aktiflerin Karlılığı
ROE	: Özsermaye Karlılığı
ROS	: Satışların Karlılığı
TKY	: Toplam Kalite Yönetimi
TL	: Türk Lirası
TRST	: Turizm Sayısındaki Yüzdesel Değişim
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi
USD	: Amerikan Doları
WB	: Dünya Bankası

GİRİŞ

Dünyada artan küreselleşme sonucu, ticaret potansiyeli gelişmiş ve döviz kuru değişimlerinin iktisadi performans üzerindeki etkisi önem kazanmıştır. Bretton Woods sisteminin önemini yitirmesiyle beraber, pek çok gelişmekte olan ve gelişmiş ülke serbest (dalgalı) döviz kuru sistemine geçiş yapmış ve 2001 yılında Türkiye de bu ülkeler arasına dahil olmuştur. Serbest döviz kuru sistemini benimseyen ülkeler, ulusal para değerlerinde değişim yaşamaya başlamıştır. Ulusal para biriminin değer kazanması veya değer kaybetmesi döviz kuru değişimi olarak ifade edilebilir. Uluslararası faaliyet göstermeyen şirketler dahi, döviz kurlarında meydana gelen hareketlilik ve artan uluslararası ticaret nedeniyle döviz kuru etkisine maruz kalmaktadırlar. Döviz kuru değişimi, ülkenin sadece ekonomik faaliyetlerini etkilemekle kalmayıp aynı zamanda genel olarak şirketlerin performansını da etkilemektedir.

Şirket performansı, belirli bir süre sonucundaki çıktı veya çalışma sonucu olarak tanımlanmaktadır. Söz konusu sonucun, şirket görevinin veya amacının yerine getirilme derecesi olarak düşünülmesi gerekmektedir. Bu bağlamda, şirket amaçlarının yerine getirilmesi için sarf edilen çabanın değerlendirilmesi şirket performansı olarak karşımıza çıkmaktadır (Karaman, 2009:419). Şirketin belirli bir süre boyunca finansal sağlığının ölçülmesi ise finansal performans olarak adlandırılmaktadır. Finansal performansın temel amacı, finansal yöneticilere eksiksiz bilgi sağlamak olduğundan şirketler için önemlidir.

Döviz kuru değişimi şirketleri etkileyen öncüllerden birisi olarak kabul edilmektedir. Şirketler, döviz kurlarındaki değişimlerden olumlu veya olumsuz etkilenmektedir. Bu etki, kur riskine ya da kur etkisine açık olma durumu olarak adlandırılmaktadır. Döviz kurundaki değişimin kur etkisine açıklığı; işlem etkisi, muhasebe etkisi ve ekonomik etki olarak ortaya çıkmaktadır. İşlem etkisi; şirketlerin döviz cinsinden alacak ve borçlarıyla satış ve kârlılık planları üzerinde etkiyi, muhasebe etkisi; finansal tabloların birleştirilirken finansal tabloların merkez ülke para birimine dönüştürülmesini, ekonomik etki ise rekabet ve portföy etkilerini içermekle birlikte, döviz kuru değişimlerinin şirketlerin gelecekte elde

edeceği nakit akımları üzerindeki etkisini ifade etmektedir (Mutluay ve Turaboğlu, 2013:60-61).

2001 yılında Türkiye'nin tamamen serbest değişken kur sistemini benimsemesiyle yaşanan gelişmelerin makro düzeyde etkisi detaylı bir şekilde incelendiği halde, mikro düzeydeki etkilerine y6nelik 7alışmaların daha sınırlı kaldığı g6zlemlenmiştir. Bu eksiklikten yola 7ıkılarak yapılan bu 7alışmada, Türkiye'de d6viz kuru değişimi ile finansal performans arasındaki ilişkinin araştırılması ama7lanmıştır. Bu kapsamda, Borsa İstanbul'da pay senedi işlem g6ren, turizm sekt6r6nde faaliyet g6steren ve verilerinin tamamına ulaşılabilen 6 şirket araştırma kapsamına alınmıştır. Turizm sekt6r6, 6zellikle Türkiye ekonomisinde 6nemli bir rol oynamaktadır ve 6lke ekonomisinin b6y6mesi a7ısından bir7ok faydası bulunmaktadır. Diğer gelişmekte olan 6lkelerde de turizm sekt6r6 lider konumdadır. D6viz kuru değişimi 6l76t6 olarak reel efektif d6viz kurundaki değişim; finansal performans g6stergesi olarak da aktif k6rlılık, 6zsermaye k6rlılığı ve piyasa değer / defter değer oranı ele alınmıştır. 7alışmanın sonucunda elde edilecek bulgulardan hareketle, d6viz kuru değişimi ile finansal performans arasındaki ilişkinin anlaşılarak hem şirketlere hem de yatırımcılar a7ısından fayda sağlayacağı d6ř6n6lm6ştir.

7alışmanın birinci b6l6m6nde d6viz kuru ve d6viz piyasası konu edinilerek; uluslararası para sistemi, d6viz kurunun tanımı ve t6rleri, d6viz kurunu etkileyen fakt6rler, d6viz kuru riski ve d6viz kuru riskine karşı korunmaya y6nelik bilgiler verilmiş ve Türkiye'deki d6viz kuru ve d6viz piyasasının g6ncel durumu hakkında a7ıklamalar yapılmıştır.

7alışmanın ikinci b6l6m6nde, performans ve finansal performans konu edinilerek; finansal performans 6l76m6n6n anlaşılmasına y6nelik k6rlılık, verimlilik, b6y6me ve piyasa performans 6l76leri hakkında teorik bilgiler sunulmuştur.

7alışmanın 676nc6 ve son b6l6m6nde ise 7alışmaya y6nelik; literat6r araştırması, araştırmanın amacı, araştırmanın 6nemi, araştırmanın kapsamı, veri seti ve araştırma modeli hakkında bilgilere yer verilmiştir. 2010-2021 d6nemi arasında

Borsa İstanbul’da pay senetleri işlem gören ve turizm sektöründe faaliyet gösteren 6 şirketin, finansal performansındaki ilişki ampirik olarak araştırılmıştır. Araştırmanın devamında; ekonometrik yöntemler ile elde edilen bulgular, şekiller ve tablolarla gösterilerek değerlendirilmiştir. Sonuç kısmında ise ekonometrik analizler vasıtasıyla ulaşılan sonuçlar iktisadi açıdan yorumlanmış ve gelecekteki çalışmalar için önerilerde bulunulmuştur.



BİRİNCİ BÖLÜM

DÖVİZ KURU VE DÖVİZ PİYASASI

1.1. ULUSLARARASI PARA SİSTEMİ

Ulusal ilişkilerde para olarak adlandırılan meta, uluslararası ilişkilerde yabancı para olarak tanımlanır. Para üç temel fonksiyonu olan; ölçü birimi, değişim aracı, tasarruf aracı olma işlevlerini uluslararası ekonomik ilişkilerde de ifa etmektedir. Para ve yabancı para arasındaki ilişki uluslararası para sistemindeki değişimlere bağlı kalmıştır. Uluslararası para sistemi altın veya gümüş gibi değerli metale bağlandığı dönem, farklı ulusların paraları arasındaki değişim oranı yani döviz kuru, her ulusal paranın sahip olduğu altın veya gümüş miktarıyla belirlenmiş ve paralardaki altın veya gümüş miktarı değişmediği sürece döviz kurları sabit olmuştur. Zaman içerisinde paranın konvertibl olması ve finansal enstrümanların artmasıyla döviz kurları döviz piyasasında fiyatlanarak ülkelerin küresel ekonomideki göreceli önemine ve ulusal para politikalarına göre şekil almaya başlamıştır. Döviz kurlarındaki değişim ülkelerin tüm uluslararası ilişkilerini etkilemiş ve ülkeler bu etkileri minimize edecek önlemler arayışıyla uluslararası para sistemini ortaya çıkarmışlardır (Savaş, 2010:12-13).

Uluslararası para sistemi, farklı ülkelerin birbirlerine karşı olan ödemelerini yerine getirmeyi sağlayan işlem ve kurumlar bütünüdür. Ulusal paraların değerli madenlerden basıldığı geçmiş dönemlerde bir ülke parasının diğer ülke parasına dönüşümünde teknik sorunlar bulunmamaktaydı. Aynı dönemlerde değerli madeni paraların eritilerek külçe halinde diğer ülkeye gönderimi teknik sorunları ortaya çıkarmıştır. Kâğıt paranın sisteme dahil olmasıyla yine teknik sorunlar baş göstermiş ve zamanla kaydi paranın da sisteme girmesiyle teknik sorunlar daha da artmıştır. Bu teknik sorunlar genellikle; denkleştirme, likidite, güven ve belirsizlik olarak sıralanabilir (Bulut, 2005:69).

İyi işleyen uluslararası para sistemi, iyi işleyen dünya ekonomisi anlamına gelmektedir. Dış ticaret, uluslararası kredi işlemleri ve uluslararası yatırım iyi işleyen uluslararası para sistemine sahip ise ilişkili ülkeler ekonomik kaynaklarını

etkin şekilde harcama ve en yüksek milli gelir düzeyine erişme imkanına sahip olurlar. İnsanların nasıl tek başlarına yaşaması mümkün olmadığı gibi ulusların da diğer uluslardan kendini soyutlayarak kendi ekonomisiyle yaşaması olanaksızdır. Tüm ülkeler, dünya ekonomisinde oyuncu olmak, ülkesinde üretimi olmayan veya üretim fiyatı yüksek olan ürünlere sahip olmak, yabancı sermaye piyasalarına girmek ya da kredi gücünü artırmak, teknolojik ve bilimsel gelişimin takipçisi olmak isterler. İyi bir uluslararası para sistemi tüm bu olanakları sağlar (Savaş, 2010:13).

Uluslararası para akışını sağlamak için birçok farklı uygulamalar günümüze kadar değişime uğrayarak bugünkü halini almıştır. Güncel sistemi anlayabilmek için bugüne kadar yaşanan değişimleri bilmek faydalı olacaktır. Altın standardı, 1870'li yıllarda ilk düzenli para sistemi olarak uygulanmıştır. Birinci Dünya Savaşı'nın başlamasıyla altın standardı kesintiye uğramış ve 1933'lerden sonra tamamıyla sona ermiş fakat uluslararası finansal ilişkilerde önemli rol oynamaya devam etmiştir. Kısa bir dönem sonra 1944 yılında Bretton Woods (BW) sistemi uygulanarak uluslararası finansal ilişkilerde önemli rol oyuncusu olmuştur. Uluslararası para akışı 1971 yılına kadar bu sistemle sağlanmaya çalışılsa da bu zamandan sonra dünya yeni bir sistem uygulanmaya başlamıştır. 1973 yılından günümüze kadar çeşitli para sistemi mevcut olmasıyla birlikte dünyadaki parasal sisteme serbest değişken kur sistemi egemen olmuştur (Oksay, 2001:21-22).

1.1.1. Altın Standardı Dönemi

Altın standardı sisteminin başlangıç tarihi ile ilgili farklı görüşler yer almaktadır. Fakat altın sikkelerin 17. ve 18. yüzyıllarda ağırlıklı olarak kullanımda olduğu bilinmektedir. İlk olarak sistem İngiltere'de uygulanmaya başlanmıştır. 19. yüzyıl sonu ve 20. yüzyıl başlarında birçok ülke altın standardına geçiş yapmıştır. Bu geçişin iki önemli nedeni, insanların istediği vakit altın ihraç ve ithal etmeleri ile tedavüldeki kâğıt paraların istenilen vakit altına dönüştürülmesidir. Altın standardı sisteminde, ülkelerin karşılıklı para birimleri arasındaki oran altına göre belirlenirdi. Örneğin, 1914 senesinde 1 Amerika Birleşik Devletleri (ABD) doları 0,052 ons altın; İngiliz sterlini ise 0,257 ons altın olduğundan 1 sterlin 4,94 ABD dolarına denk gelmekteydi (Bulut, 2005:70).

Altın standardı, bazı zamanlarda uluslararası ödemelerle ilgili olarak oluşan zorluklara rağmen 1971 yılına kadar egemen olmuştur. Birinci Dünya Savaşı'ndan önceki 20 yıl sistemin en parlak dönemi olduğu söylenebilir. Bu esnada sanayileşmiş olan ülkelerin birçoğu ulusal paralarını altına bağlamış ve uluslararası platformda ödemelerin altın ile yapılması yaygınlaşmıştır (Bulut ve Demirel, 2012:14-15).

Bu dönemde, sisteme yön veren önceden belirlenmiş kural ve metotlar bulunmuyordu. Bununla birlikte, hükümetler dış ticaret yapmak ve ihtiyaç halinde ödünç para bulmak amacı ile iyi ilişkilere sahip olduğu ülkelerin uygulamalarını benimseyerek bazı genel ilkeler meydana gelmiştir. Ticari banka ve merkez bankaları bu dönemde kurulmaya başlamıştır. Merkez Bankası (MB) aracılığıyla çıkarılan kâğıt paralar ve ticari bankaların itibari paraları ile altın para birlikte kullanılmaktaydı. Ayrıca faiz oranı, borç senet alım ve satımı, rezerv-mevduat oranı gibi para politikası araçlarının kullanımı da bu dönemde başlamıştır.

Altın standardı sisteminin temel özellikleri aşağıdaki gibidir (Savaş, 2010:43- 44):

- Ulusal para biriminin belirli bir miktar altın ile belirlenmesi,
- Ulusal paranın altın değeri belirlendiği sabit fiyat üzerinden alım ve satımının MB ya da hazine tarafından yapılması,
- Altının, darphanelerde altın paraya dönüştürülmesi ve para olarak serbestçe kullanılması,
- Altının serbestçe ithal ve ihraç edilmesi,
- Bu sistemin kurallarını yerine getiren ülkeler arasında ulusal paraların değişim oranı olan döviz kurunun, sabit olması ve ulusal paraların altın miktarı ile olan karşılığı değişmedikçe döviz kurunun da aynı kalmasıdır.

Altın para sistemi denildiğinde belli bir ağırlığı ve ayarı olan altın sikkelerin, ulusal ve uluslararası ödemelerde kullanılması ve paranın tüm fonksiyonlarını yerine getirmesi düşünülmektedir. Altın sisteminde, serbest dış ticarete ödemeler dengesinde oluşacak herhangi bir açık ya da fazlalığın kendiliğinden yok olacağını savunan bir görüş vardır. Apaçık akdedilmemiş olsa da sıkı sıkıya uyulan

antlaşmaların olduğu bir sistemdir. Bir ülkenin, altın standardı sistemini kabul ettiğini söylemesi için ulusal parasının değerinin altın cinsinden belirlediğini, altının yurda girişı ve çıkışı hususunda hiçbir engelin bulunmadığını, altın ile ulusal parası arasındaki değişim fiyatına koşulsuz izin verildiğini belirtmesi yeterlidir. Böylelikle, ulusal paralar arasındaki paritelerin de belirlenmesi mümkündür (Bulut ve Demirel, 2012:15).

Birinci Dünya Savaşı'nın başlamasıyla birlikte birçok ülke, ulusal paralarının altın ile olan ilişkisine son vermiş ve kâğıt para kullanımı yaygınlaşmıştır. Savaş esnasında yaşanan yüksek oranlı enflasyon yüzünden savaş öncesine ait değişim oranlarına ulaşamamıştır. 1919-1925 yıllarında dünyada dalgalı döviz kuru uygulamaları artarak gelişmiş ülkelerin paraları dalgalanmaya bırakılmıştır. 1931 yılına kadar dalgalanma ve belirsizlikleri azaltmaya yönelik uğraşlar olsa da savaşın ülke ekonomisine verdiği zarardan dolayı bunlar etkili olamamıştır. 1931-1940 yıllarında altın standardı dışındaki uygulamalar söz konusu olup, döviz kurları hükümetler tarafından dalgalanmaya bırakılmış ancak kontrol altında tutulmuştur. Diğer yandan İkinci Dünya Savaşı'nın başlamasıyla birlikte altın standardına dönüş imkânı ortadan kalkmış ve ülkeler dünyada ticareti geliştirip istikrar sağlayacak yeni bir uluslararası para sistemi arayışına girmişlerdir (Bulut, 2005:72-75).

1.1.2. Bretton Woods Sistemi

Temmuz 1944'te New Hampshire, BW'de bir araya gelen 44 ülkenin temsilcileri Uluslararası Para Fonu (IMF) anlaşmasının maddelerini hazırlayarak imzalamışlardır. İki savaş arasındaki olumsuz ekonomik olayları hatırlayan müttefik devlet büyükleri, tam bir istihdam ile fiyat istikrarı sağlayacak ve aynı zamanda ülkelerin uluslararası ticarete kısıtlama olmadan dış dengeye ulaşmalarını sağlayacak uluslararası bir para sistemi tasarlamak istemişlerdir. Sistem, dolar karşısında sabit döviz kuruna bağlı ve 1 ons altının değişmez fiyatı, 35 dolar olan BW Anlaşması ile kurulmuştur. Üye ülkeler resmi uluslararası rezervlerini büyük ölçüde altın veya dolar varlıkları biçiminde tutmuşlar ve MB'na resmi fiyat üzerinden altın satma hakkına sahip olmuşlardır. Bu nedenle sistem, temel rezerv para birimi olarak dolar ile bir altın değişim standardıdır (Krugman vd., 2012:519).

BW sisteminde amaçlanan hedeflere varmak için dünya ekonomik durumunu iyileştirme ve kontrol görevi olan iki yeni örgüt kurulmuştur. Bunlardan ilki olan IMF'nin amacı, para ihtiyacı bulunan ülkelere kısa vadeli finansman sağlamaktır. IMF'nin görevleri, döviz kurunda istikrar sağlamak, uluslararası parasal iş birliğini özendirmek, çok taraflı ödemeler sistemi oluşturmak, uluslararası ticareti geliştirmek olarak ifade edilebilir. Kurulan diğer örgüt ise Dünya Bankası (WB) resmi adıyla Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankasıdır. WB'nın belirli süreli ve daimî olmak üzere iki amacı vardır. Belirli süreli amacı, İkinci Dünya Savaşı'nda hasara uğramış ülkelere yardım ederek yeniden inşa edilmesini sağlamak; daimî amacı ise üye ülkelerdeki yatırımları özendirmek ve ülkelere ihtiyacı olan finansman desteğinde bulunmaktır (Yalçiner, 2012:23-25).

IMF sistemi veya öngörmüş olduğu kur düzenlemelerinden ötürü ayarlanabilir sabit kur sistemi olarak da bilinen BW Sistemi temel özellikleri aşağıdaki gibidir (Oksay, 2001:30-31):

- Anlaşmaya dahil olan tüm ülkeler ulusal paralarını sabit kur üzerinden dolar paritesi denilen ABD dolarına bağlamıştır. ABD doları ise 1 ons altının 35 \$ denk geldiği altına bağlanmıştır.
- ABD, yabancı ülkelerin merkez bankalarına altın konvertibilitesi sağlamıştır. Federal Rezerv Bank, diğer ülkelerin merkez bankalarına arz edecekleri dolar karşılığında, sabit fiyat üzerinden altın satma taahhüdü vermiştir. Böylelikle, her ülke ulusal parasını dolara bağlamış; dolara da altın konvertibilitesi verildiğinden dolayı ulusal paralar dolaylı yoldan altına bağlı olmuştur.
- Her ülkenin ulusal parası, dolar paritesi içerisinde alt sınır ve üst sınır açısından %1'lik dalgalanmaya müsaade etmiştir. Daha yüksek değişimlerin olması durumunda MB piyasada dolar alım ve satımı yaparak müdahale edebilmiştir. Bununla beraber, ödemeler bilançosunda büyük bir dengesizlik olması sonucunda IMF'nin onayı ile üye ülkeler ulusal paralarını dolara göre devalüe edebilmişlerdir.

- Dolar, tüm paralara karşı bağlandığından değer standı haline gelerek; uluslararası ödemeler, borçlar ve alacaklar dolar ile tartılmıştır. Başka taraftan, merkez bankaları kurları sabit tutmak amacıyla dolar alım ve satımı yaparak, doları müdahale parası haline getirmiştir.
- Ayrıca ülkeler merkez bankalarındaki dış rezervlerini dolar ile saklamışlardır.

Böylelikle, dolar rezerv para özelliğine de sahip olmuştur. 1944 yılında, BW'de kurulan sistem 1968 yılına kadar sorunsuz bir şekilde işlemiş ancak yaklaşık 25 yılın sonunda bazı sorunlar ortaya çıkmıştır. BW Sistemi, ABD'nin yeterli miktarda altına sahip olması ve cari açığın, uluslararası likidite ihtiyaçlarını gidermesi üzerine kurulu olan bir sistemdir. 1965 yılından sonra ABD'nin cari açıklarının yükselmesi dolara karşı bir güven sorunu oluşturmuştur. BW'de onaylanan ayarlanabilir sabit kur sistemi, 1971 ve 1973 yıllarında yaşanan devalüasyonlar sonucunda çöküşe geçmiş ve dolar altın ilişkisi sona ermiştir. (Karluk, 2009:645).

1.1.3. Serbest Değişken Kur Sistemi

Aralık 1971'de Smithsonian Anlaşması ile dolar bir ons altının 1/38'ine devalüe edilmişti ve diğer para birimleri, dolar karşısında aynı oranla yeniden değerlendirilmişti. Aylarca süren yeni sabit döviz kuru sistemi arayışlarından sonra, dünya resmi olarak 1973'te serbest değişken döviz kuru sistemine dönmüştür (Shapiro, 2010:114).

1973'ten önce BW sisteminin zayıflıkları, birçok ekonominin serbest değişken döviz kuru sistemini savunmasına neden olmuştu. Serbest değişken kur sistemi lehine dört ana görüş belirtilmiştir. İlk olarak, serbest değişken döviz kuru sisteminin, ulusal makroekonomik politikacılara ekonomilerini yönetmede daha fazla özerklik sağlayacağını ifade edilmişti. İkinci olarak serbest değişken kur sisteminin, BW düzenlemelerinin asimetrisini ortadan kaldıracığı tahmin edilmiştir. Üçüncü olarak serbest değişken kurların parite değişikliklerine ve sabit döviz kurları altında spekülasyon saldırılarına yol açan temel dengesizlikleri hızla ortadan kaldıracığı belirtilmiştir. Dördüncü olarak aynı döviz kuru hareketlerinin

büyük ve kalıcı ayrılıkların dış dengeden çıkmasını önleyeceği iddia edilmiştir (Krugman vd., 2012:549).

Ancak sistem, 1970'lerin ortasındaki ilk zamanlarından bu yana, dövizde olağanüstü ve uzun vadeli dalgalanmalar nedeniyle, aşırı değer yüksekliği veya değer düşüklüğü yaratarak savunucuların görmeyi umduğu istikrar seviyesini sağlamamıştır.

Genel olarak, 1970 ve 1980'ler ABD dolarının ticaret ortaklarına karşın egemen olduğu yıllardır. Zaman içinde dünyanın finansal piyasalarındaki sarsıntılara bakıldığında, sabit ve değişken döviz kuru dönemlerinin kesin olarak karşılaştırılmasının makul bir şekilde yapılamayacağı açıkça görülmüştür. Aynı zamanda, 1970 ile 1980'li yılların çeşitli açılardan BW döneminden daha çalkantılı geçtiği söylenebilir. Şimdiye kadar işleyen serbest değişken kur sisteminin ana özellikleri şunlardır (Copeland, 2005: 26-29):

- ABD'nin 1980'lerin sonuna kadar ikiz açık probleminden dolayı cari açığı 100 Milyar doları aşmıştır. Aksine hem Japonya hem de Batı Almanya söz konusu dönemde çoğunlukla cari fazlalığa sahip olmuşlardır.
- Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü (OPEC) karteli tarafından, 1973-1974 ve 1979'da ham petrol fiyatında iki büyük artış olmuştur. İlk şok, petrol ithal eden ülkelerin mali ve para politikalarıyla bağdaştırılmış ve enflasyonun hızlanmasına yol açmıştır. Buna karşın, ikinci şok ABD'de barındırılmayarak, ABD'de kısa ve keskin bir durgunluğa yol açarken, Avrupa'da daha uzun süreli ekonomik durgunluğa sebebiyet vermiştir. 1984'ten 1990'ların sonuna kadar süren görece petrol fiyatlarındaki düşüş, kısmen doların değerindeki düşüşle bir ölçüde maskelendiği için çok daha az dikkat çekmiştir. Bununla birlikte, dünya finansal piyasaları üzerindeki etkisi özellikle de ABD bankacılık sisteminin istikrarı üzerindeki etkisi önemli olmuştur.
- Derinleşen ve henüz çözülmemiş olan uluslararası borç krizi vardı. 1970'lerde ve 1980'lerin başında büyük OPEC petrol fazlası, başta Latin Amerika olmak üzere üçüncü dünya ülkelerinin hükümetlerine borç olarak

geri dönmesi batı ticari bankalarda kısa vadeli mevduatlara yol açtı. Fakat, kesin olmayan nedenlerden dolayı, 1980'lerin başında enflasyon söz konusu olduğundan nominal faiz oranları yüksek kalmıştır. Sonuç olarak yüksek reel faiz oranları, dolar kurunun yükselmesi ve diğer zorlaştırıcı faktörlerle birlikte çok sayıda ülkenin borçlarını karşılayamadığı bir durum oluşmuştur. Borç krizinin küresel ölçekteki etkisi, halen finansal piyasalarda pay edilmektedir.

- 1980'lerde ABD finansal sisteminde yaşanan krizle devletin borç verme ile ilgili problemleri bir krizle daha da kötüleşmiştir. Kaynağın sebebi her ne olursa olsun, ABD yerel tarım sektörü, yüksek maliyetli petrol üreticileri, belki de en önemlisi, tasarruf ve ev kredisi sektöründe borçlarını ödeyemeyenlerin artması, Latin Amerika'ya borç veren bankalar arasında başarısızlık oluşturmıştır.
- Ekonomik güç dengesi açısından savaş sonrası eğilimler gözle görülür biçimde hızlanmıştır. 1980'lerin ortasına gelindiğinde, Avrupa Birliği ticaret bloğu olmasına rağmen, Japonya dünyanın en büyük ticaret ülkesi ve aynı zamanda Japonya dünyadaki en büyük kreditör haline gelmiştir. Pay senedi piyasasındaki büyüklüğü, finansal kurumları ve yönettiği fonlar ile birçok açıdan dünyanın finansal piyasalarına hâkim olmuştur. Ancak 1990'larda bu eğilim Hong Kong, Malezya, Singapur, Tayvan, Tayland ve hepsinden önemlisi Çin ile artan Doğu Asya ekonomilerinin gölgesinde kalmıştır.
- Uluslararası sermaye hareketliliğinin büyümesi, teknolojik gelişmeyi, uluslararası ticaret ve sanayinin artması ve sermaye piyasalarının tüm büyük finans merkezlerinde serbest bırakılmasını sağlamıştır.
- Geçmişte yaşanan gelişmelerden veya başka nedenlerden dolayı finansal piyasaların çoğunda dalgalanma büyük ölçüde artmıştır. Bu artış, eşi benzeri görülmemiş bazı durumlarda oynaklığın diğer finansal piyasalarla karakterize edildiği de unutulmamalıdır. En göze çarpanı, Ekim 1987'de Dünya Borsa Krizi'ni kuşatan dönemde pay senedi piyasalarıdır.

- Bahsedilen 1980’li ve 1990’lı dönemlerin sonucu olarak, türev finansal araçlar ticarete büyük genişleme sağlamıştır. Sadece mevcut türev araçların ticaret hacminde kullanım açısından büyük bir artış olmamış, yani forward ve future sözleşmelerinde de artış sağlanmamıştır. Son birkaç yıl, şaşırtıcı derecede çeşitli yeni araçların, özellikle geniş ve hala genişleyen bir dizi farklı tür sözleşmelerin ortaya çıkmasına tanık olmuştur. Bunlar; Spot kur opsiyonları, Forward işlemlerde opsiyonlar, Bono opsiyonları, Borsa endeks opsiyonları vb.dir. Artan çeşitlilikteki araçlarla, döviz piyasalarındaki daha önemli kuruluşların özellikle de hazinenin döviz riskinin büyük bir kısmını koruma altına alması ile muhtemelen kâr getirmesi beklenen çokuluslu şirketler (ÇUŞ) için daha önemli hale gelmiştir.

Serbest döviz kurunu uygulayan ülkeler, sosyal ve ekonomik durumlarına en uygun döviz kuru sistemini tercih etme özgürlüğünü yakalamışlardır. Dünya genelinde çeşitli döviz kuru sistemleri uygulanmış; sabit döviz kuru sistemi yanında serbest değişken döviz kuru sistemleri de yaygın olarak kullanılmaya başlanılmıştır. Sabit döviz kurunu uygulayan ülkeler, milli paralarını yabancı para birimine bağlayabildikleri gibi yabancı para sepetine de bağlayabilmişlerdir. Serbest değişken döviz kuru sistemini benimseyen ülkeler ise ulusal paralarını dalgalanmaya bırakmışlar, ulusal paralarının değerleri de serbest piyasa tarafından belirlenmiştir. Diğer bir sistem Avrupa Ekonomik Topluluğu örneği gibi, bir takım ülkenin bir araya toplanarak, para birimlerinin birbiri arasındaki değişimine belirli oranlarda sınırlama çizimleri, grup dışında ise serbest hareket etmeleri tarzında uygulanmıştır. Bu çerçevede uygulanan son bir döviz kuru sistemi de kurun belirlenen oranlarda ayarlanmasına izin veren, sürünen dalgalanma sistemidir (Yalçınar, 2012:30).

1.2. DÖVİZ KURUNUN TANIMI VE TÜRLERİ

Bir ülkenin ekonomik faaliyetleri sonucunda ödemeler nakit para ve kaydi para şeklinde yapıldığı gibi uluslararası ödemelerde finansman ilişkileri de nakit para ve kaydi para olarak gerçekleşmektedir. Nakit para efektif, kaydi para ise döviz olarak ifade edilmektedir (Yıldız, 1988:5).

Yabancı paralara verilen isim olarak ifade edilen döviz, Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar'da "*efektif dahil yabancı parayla ödemeyi sağlayan her nev'i hesap, belge ve vasıtalar*" şeklinde tanımlanmaktadır (Doğukanlı, 2001: 55).

Döviz kuru ise bir fiyattır ve herhangi bir malın fiyatıyla farklılık göstermektedir. Örneğin bir mal fiyatındaki değişimi, mala olan arz ve talep ile mala yakın olan ikame malın fiyatındaki değişimler oluştururken, döviz kurundaki değişimi ilk olarak uluslararası ticarete konu olan mal ve hizmetler ve daha sonra diğer piyasaları da etkileyen ekonomideki global değişiklikler oluşturur (Karluk, 2003:371-372).

Döviz kuru, doğrudan kotasyon ve dolaylı kotasyon yöntemleri ile belirlenir. Bir birim ulusal paranın yabancı para değerine karşılığı dolaylı kotasyon, bir birim yabancı paranın ulusal para değerine karşılığı doğrudan kotasyon olarak adlandırılmaktadır. Mesela, $1\text{₺}=1/6\$$ olması dolaylı kotasyona, $1\$=6\text{₺}$ olması ise doğrudan kotasyona örnek verilebilir (Ardıç ve Yılmaz, 2006:153).

Doğrudan kotasyon Avrupa yöntemi, dolaylı kotasyon ise Amerikan yöntemi olarak da bilinmektedir. Döviz kurları uluslararası platformda doğrudan kotasyona göre açıklanır. Fakat İngiltere, İrlanda ve Yeni Zelanda dolaylı kotasyon kullanan ülkelerden bazılarıdır (Seyidoğlu, 2003:86).

Bu kısımda döviz kuru türleri olan; nominal döviz kuru, reel döviz kuru, efektif döviz kuru, spot döviz kuru, forward döviz kuru ve çapraz döviz kuru ile ilgili bilgiler verilecektir.

1.2.1. Nominal Döviz Kuru

Yabancı para biriminin ulusal para cinsinden ifadesine nominal döviz kuru adı verilmektedir. Bu bağlamda, çift yanlı döviz kurları nominal döviz kurları olmaktadır (Bulut ve Demirel, 2012:46).

Nominal döviz kuru, dünya genelinde gazetelerde günlük olarak belirlenerek finansal piyasalarda forex piyasası olarak adlandırılır. Döviz piyasası olarak da bilinen forex piyasası, alıcı ve satıcıların döviz işlemleri gerçekleştirdiği piyasalardır. Nominal döviz kurları, bir merkez banka tarafından belirli bir süre için sabitlenebilir.

1.2.2. Reel Döviz Kuru

Nominal kurların belirli bir zaman içerisinde ülke dışı fiyat düzeyi ile yurtiçi fiyat düzeyine göre düzeltilmesi sonucu oluşan kur, reel döviz kuru olarak adlandırılmaktadır (Ertem, 2015:44).

Diğer bir ifadeyle, enflasyon ölçümlerinden arındırılmış nominal döviz kuruna reel döviz kuru denilmektedir (Salem Press, 2018:175). Reel döviz kuru, dış ülke enflasyon oranının milli para ile değerinin milli para değeri ile gösterilen yurtiçi enflasyon oranına bölünmesi ile ortaya çıkmaktadır. Yani, reel döviz kuru nominal döviz kurunun dış ülke enflasyon oranıyla çarpılarak yurtiçi enflasyon oranına bölünmesiyle hesaplanabilir (Bulut, 2005:35).

Buradan yola çıkarak; belirli bir zaman içerisinde yurtiçi enflasyon oranının dış ülkeden büyük olması durumunda reel döviz kuru nominal döviz kurundan daha düşük olacaktır. Bu durum paranın yapay olarak aşırı değerlemesi anlamına gelerek ülkenin uluslararası pazarlardaki rekabet gücü azaltacaktır. Aksine, dış ülke enflasyon oranının yurtiçi enflasyon oranından büyük olması durumunda ise reel döviz kuru nominal döviz kurundan daha yüksek olacaktır. Böylelikle milli para düşük değerlendirilerek ülkenin uluslararası pazarlardaki rekabet gücünde artış sağlanacaktır (Seyidoğlu, 2007:359-360).

Reel döviz kurundaki değişim, hem uluslararası pazardaki rekabet gücünü gösterirken hem de ülkenin başka bir ülke karşısındaki asgari geçim seviyesini de göstermektedir. Reel kurdaki yükseliş diğer ülkelerin asgari geçim seviyesinde nispi artışa neden olurken reel kurdaki düşüş ise söz konusu ülkedeki yaşama maliyetinin diğer ülkelere oranla yükseldiği söylenebilir. (Bulut ve Demirel, 2012:47).

1.2.3. Efektif Döviz Kuru

Ulusal paranın satın alma gücü o parayla satın alınabilen mal, hizmet ve mali değerlerle ilişkilidir. Bu da döviz kurunun dolaysız kotasyonda tabi olmasını gerektirir. Bu yüzden, sabit döviz kuru sistemlerinde ulusal paranın satın alma gücünün hesaplanması kolay bir işlem olmaktadır. Fakat, döviz kurlarının serbest bırakıldığı sistemlerde ulusal para bazı para birimlerine karşı değer artışı yaşarken, bazı para birimlerine karşı değer düşüşü yaşamaktadır. Bu durumda, ulusal paranın satın alma gücünün hesaplanması ihtiyacı doğar. Efektif döviz kuru, ülke dış ticaretinde görece büyük bir paya sahip olan ülkelerin paralarıyla ortaya çıkan kurlarının ağırlıklı ortalamasına eşit olmasıdır. Efektif döviz kurunun ülke ekonomisi için anlam ifade edebilmesi için sadece bu şekilde hesaplanması gerekir (Ertem, 2015:43-44).

1.2.4. Spot Döviz Kuru

Banka mevduatları değişim oranının iki tarafın kabul ettiği cari piyasa fiyatı ile işlem görerek anlaşma sağlanan döviz kurlarına spot döviz kurları denilmektedir. Bu sağlanan anlaşma da spot işlem olarak adlandırılmaktadır (Krugman vd., 2012:326). Ödeme araçlarında belirli bir dövize ilişkin farklı vadelerde farklı fiyatlar olduğundan dolayı aynı dövize ait birden çok kur fiyatı görmek mümkündür. Spot döviz kuru, alış kuru ve satış kuru olarak fiyatlanabilir. Özetleyecek olursak; spot döviz kuru, bir para biriminin güncel işlem gördüğü fiyatı ile diğer para birimi karşısındaki değeridir. (Yalçiner, 2012:208).

1.2.5. Forward Döviz Kuru

Döviz fiyatları bazen 30 gün, 90 gün, 180 gün ve hatta birkaç yıl sonra olabilen işlem tarihini belirtir. Bu işlemlerde kote edilen döviz kurları forward döviz kurları olarak adlandırılır. Örneğin, 30 günlük forward işlemde 1 Nisan tarihinde 100.000 £ için 155.000\$ anlaşma sağlanarak 1 Mayıs tarihinde pound başına 1,55\$ olmaktadır. Genellikle bu forward kur, spot kurdan ve diğer gelecek vadelere uygulanan kurlardan farklı olmaktadır. Gelecekteki bir tarihte, bugün kabul edilen forward kurda dolar için pound satmayı talep ettiğinizde “*Forward pound sattı*” ve “*Forward dolar satın aldı*” olarak söylenebilir. Dövizlerin fiilen el değiştirileceği gelecekteki tarih valör tarihi veya işlem tarihi olarak ifade edilir (Krugman vd., 2012:327).

Spot kurlar ile forward kurlar arasındaki farkı etkileyen birçok etmen bulunmaktadır. İlgili iki ülkedeki kısa süreli faiz oranları bu etmenlerin en önemlisidir. Faiz oranı düşük olan ülkenin parası, faiz oranı yüksek olan ülkenin parası karşısında faiz farkı ölçüsünde forward piyasada yüksek kur ile işlem görür. Aksine, faiz oranı yüksek olan ülkenin parası faiz oranı düşük olan ülkenin parası karşısında forward piyasada faiz farkı ölçüsünde düşük kur ile satılır (Seyidoğlu, 2011:222).

1.2.6. Çapraz Kur

Para birimleri arasındaki kur hesaplamaya yardımcı olan çapraz kur, genel olarak iki farklı para biriminin üçüncü farklı bir para birimi karşısındaki değeri şeklinde ifade edilebilir. Ülkeler ticari işlemlerinde kullanmak üzere genellikle uluslararası değişim aracı olarak kullanılan para birimiyle kendi ulusal para birimi arasında sürekli kur hesaplaması yaparlar. BW Para Sistemi ile USD’ye yüklenen değer standardı fonksiyonu çapraz kur hesaplamalarında USD kullanımını yaygınlaştırmıştır. Tüm para birimlerinin USD karşısındaki değerinin bilinmesi, farklı iki para birimine ait değişim oranının kolaylıkla hesaplanmasını sağlamaktadır. Böylelikle, USD diğer farklı iki para biriminin kur hesaplanmasında aracı görevi görmektedir. Örneğin, 1 Kore Won’u = 1,9520 \$ ve 1 Vietnam Dong’u

= 1,4650 \$ olduğu biliniyorsa çapraz kur 1,3324 olarak bulunur (Yalçıner, 2012:206).

1.3. DÖVİZ PİYASASI

Uluslararası işlemlerin hacmi, 60 yılı aşkın süredir önemli ölçüde gelişim göstermektedir. Uluslararası ticaret ve yatırımın büyüklüğü, yabancı paraların alış ve satışının yapılabilirliği olmadan mümkün olmayacaktır. Ödeme aracı olarak, Amerikan dolarını kabul etmeyen ülkeler olduğu için yabancı paralar hem satılabilir hem de satın alınabilir olmalıdır. Yatırımcılar, turistler, ithalatçılar ve ihracatçılar dolarlarını yabancı paralara karşı ve tersine yabancı paraya sahip olanlar da dolara karşı paralarını değış tokuş yapabilmelilerdir. Döviz ticareti, temel fonksiyonu uluslararası ticaret ve yatırımın kolaylaştırmasını sağılayan döviz piyasalarında gerçekleşmektedir. Dolayısıyla, uluslararası finansal yönetimin temel olarak anlaşılması yönüyle döviz piyasasının işleyiş ve mekaniğı hakkında bilgi sahibi olmak önem taşımaktadır (Shapiro, 2010:265).

Döviz piyasası, mal ve hizmet piyasalarına nazaran bazı temel farklara sahiptir. Bunlardan biri, farklı ulusal paraların birbirine çevrilmesini sağılayan örgüt veya kurumsal bir yapının olmasıdır. Döviz piyasası, döviz arz eden satıcılar, döviz talep eden alıcılar ve aracı kurumları bünyesinde bulundurması ile bir piyasanın ana özelliklerine de sahiptir. Arz ve talebin karşılaşmasından döviz kuru meydana gelir ve ticari bankalar, döviz piyasasının temel aracı kurumlarıdır. Büyük bankaların çoğı, müşterilerine döviz alım ve satım hizmeti sağılamaktadır. Bu hizmet, kurulmuş kambiyo departmanlarında genellikle döviz işlemleri yaparak gerçekleştirilmektedir. Ayrıca, bankalar dışında başka mali kurumlar da döviz piyasasında aracı kurum olarak görev alabilirler. Bunlar, döviz ticareti yapan şirketler ile gerçek kişilerdir. Ülkemizde döviz büfeleri olarak da bilinen döviz ticarethaneleri, döviz ticareti yapan şirketlere, ayaklı piyasa olarak isimlendirilen Tahtakale piyasasının alıcı ve satıcıları da gerçek kişilere örnek verilebilir (Ertem, 2015:31).

Döviz piyasası, coğrafik olarak küresel niteliğe sahiptir. Dünyanın her yerinde, her iş gününde ve her saatinde işlem görmektedir. Bu yüzden döviz

piyasası en likit, diğer bir ifadeyle en derin finansal market olarak akseptans edilmektedir. Dünyada önemli döviz piyasalarının biri işlem gününü sonlandırırken, bir diğeri işlem gününe başlayabilmektedir (Bulut ve Demirel, 2012:36).

1.3.1. Döviz Piyasasının İşlevleri

Bir ulusal paranın farklı bir para birimine dönüştürülmesi döviz piyasası veya kambiyo borsasında gerçekleşmektedir. Döviz alışının ve döviz satışının yapılarak döviz kurunun da ortaya çıktığı piyasa, döviz piyasası olmakta ve döviz piyasası haricindeki kambiyo işlemleri ise bankalarda gerçekleşmektedir. Döviz piyasası, belirli bir mekâna sahip değildir. Başka bir ifadeyle, döviz piyasasını oluşturan organizasyon döviz alan ve döviz satan kişi ve kurumların birbirleriyle ilişkilerinden meydana gelmektedir. Telefon, telsiz veya teleks ile döviz alıcı ve satıcıları birbirleri ile iletişim kurabiliyorsa, piyasanın oluştuğu söylenmektedir. Döviz piyasalarının başlıca dört işlevi bulunmaktadır (Karluk, 2009:498):

- **Kredi Sağlama:** Uluslararası ticaret yaparken gereksinim duyulan krediler buradan temin edilmektedir.
- **Satın Alma Gücü Transferi:** Hizmet ve mal ithalatı gerçekleştiğinde, malın diğer ülkeye nakledilmesi gereklidir.
- **Döviz Risklerini Önleme:** Döviz kuru değişimlerinde ortaya çıkan riskler, döviz piyasasında yok edilebilmektedir. Arbitraj, herhangi bir ülke parasının tüm dünyada aynı değere sahip olmasını sağlayarak döviz kurunun oluşmasına fayda sağlamaktadır.
- **Dış Ticaret Dengesinin Zaman İçinde Kurulmasına Yardımcı Olma:** Tam rekabet piyasa özelliklerini barındıran döviz piyasası aynı zamanda tam rekabet piyasasına en yakın piyasa türüdür. Döviz piyasasına herhangi bir müdahalede bulunulmadığında piyasa tam rekabet koşulu ile gerçekleşir. Piyasada birbiri üzerinde pay edebilir etki yapamayacak miktarda düzenli yapıda döviz arzı ve döviz talebi vardır. Bundan başka, döviz piyasası hareketliliğe sahiptir. Döviz arzında ve döviz talebinde bulunanlar döviz kuru haricinde başka faktörlerden etkilenmemektedirler.

1.3.2. Döviz Piyasasının Başlıca Özellikleri

Yukarıda sıralanan döviz piyasasının işlevlerinden sonra başlıca özellikleri ise aşağıdaki gibi olmaktadır (Yalçın, 2012:214-216):

- **Evrenseldir:** Döviz piyasası belirli bir coğrafi alana veya ülkeye sınırlandırılmamış, ülke sınırlarını aşan, dünyanın her yerinde işlem gören evrensel niteliğe sahiptir.
- **Örgütlenme Yoktur:** Döviz piyasası dünya çapında işlem gördüğü için belirli kurallara göre oluşmuş iktisadi bir yapı değildir. Çoğunlukla kendi işleyişini kendisi organize etmektedir. Kısacası, döviz piyasaları belirli merkezlerde kurulmuş ve örgütlenmiş bir yapıya sahip olan piyasalar değildirler.
- **Alıcı ve Satıcı Yüz Yüze Gelmez:** Piyasalar genellikle alıcı ve satıcıların buluşarak alışveriş yapması ile rasyonel fiyatın meydana geldiği yerlerdir. Döviz piyasası ise elektronik iletişim ağı ile birbirine bağlanarak kendi işyerlerinden faaliyet gösteren katılımcıların meydana getirdiği bir piyasadır. Bu yüzden, döviz piyasalarında taraflar karşılaşmadan işlem yapabilmektedir.
- **Bankalar Arası Piyasadır:** Kişiler, aracılar, bankalar ve merkez bankaları döviz piyasasının tarafları olmasıyla birlikte, işlemlerin çoğu bankalar arasında gerçekleştiğinden döviz piyasası bankalar arası görünüme girmektedir. Bu görünüm ile piyasa elektronik bir piyasa olmaktadır.
- **İşlem Gören Varlıklar Aynı Yapıdadır:** Döviz piyasasında işlem gören varlıklar konvertibiliteye sahip paralardır. Ağırlıklı olarak uluslararası likiditeye sahip para birimleri alım satıma tabiidir. Her ülke piyasasında işlem gören dövizler homojen olup nitelik farkı bulunmamaktadır.
- **Kesintisiz Bir Piyasadır:** Var olan bilgilerin eksiksiz ve en hızlı şekilde döviz kurlarına yansması döviz piyasasını işleyiş olarak mükemmel piyasa yapmaktadır. Bunun nedeni, piyasanın kesintisiz çalışmasıdır. Uzak Doğu'dan Avrupa ve Kuzey Amerika'ya kadar başlıca finansal merkezler

zincirleme olarak çalışmaktadır. Böylece, döviz kurları 24 saat boyunca kote edilmektedir. Döviz piyasası, hiç kapanmayan, fiyatın sürekli yenilendiği piyasa olmaktadır.

- **Tam Rekabete Yakın Piyasadır:** Devlet müdahalelerinin en düşük düzeyde olduğu düşünülürse, döviz piyasaları tam rekabet koşullarına büyük ölçüde uyum sağlamaktadır. Piyasadaki alıcı ve satıcının çok sayıda olması, piyasaya giriş ve çıkışların serbest olması, işlem gören varlıkların niteliklerinin açık olması ve tüm tarafların piyasa gelişmelerini izlemesi ve bilgi sahibi olması tam rekabet piyasasının özelliklerini gösterir. Fiyatın belirlenmesi hususunda MB'nin müdahalesi ve fiyat oluşumunda taraflardan birinin ağırlığının baskın olduğunun paydılması ise tam rekabet piyasa koşullarını deaktive etmektedir.

1.3.3. Döviz Piyasasının İşleyişi

Genellikle tezgâh üstü piyasalarda gerçekleşen döviz piyasaları işleyiş bakımından organize piyasalardan farklıdır. Spot döviz işlemlerinin iki temel yöntemi vardır. İlk yöntem, alış fiyatı işlem platformuna girilir ve bu alım fiyatı başka bir kurumun satış fiyatı ile eş olduğunda işlem gerçekleşir. İkinci yöntem ise aracı kuruluşun istediği miktarda alış fiyatını bir diğer aracı kurumun sistemine gönderilmekte ve iletilen alım satım emirleri kurumların karşılıklı olarak anlaştıkları fiyat seviyesinde gerçekleşmektedir.

Döviz piyasasında spot işlemler kaldıraç etkisini kullanabilmektedir. Şöyle ki, bankanın var olan platformu üzerinden işlem yapmak isteyen yatırımcı bankanın verdiği işlem sınırları üzerinden kaldıraç etkisinden yararlanabilir.

Örneğin, yatırımcı hesabında sahip olduğu nakit ile hesabındaki nakdin 100 katına kadar işlem yapabilmektedir.

1.3.4. Döviz Piyasasının Tarafları

Döviz piyasasının işlemcileri, bankalar ve banka dışı mali işlemciler, dış ticaret ve dış yatırım işlemleri yapan kişi ve şirketler, spekülâtörler ve arbitrajcılar,

merkez bankaları ve hazine, döviz brokerları ve enflasyondan korunmaya çalışan tasarrufçular olmak üzere aşağıdaki gibidir (Ertem, 2015: 15):

- **Bankalar ve Banka Dışı Mali İşlemciler:** Bankalar, döviz piyasasının temel aracı kurumlarıdır. Ticari bankalar genel itibariyle döviz alım ve satımı, döviz transferi, akreditif açma gibi dış ticaret işlemleriyle ilgilenmektedirler. Ticari bankalar çoğunlukla döviz işlemlerini bankaların ayrı bir bölümü olan kambiyo departmanında gerçekleştirirler. Ticari bankalar haricinde halk tarafından döviz büfesi olarak bilinen anında teslim döviz alım satım işlemleri yapan banka dışı mali kurumlar da bulunmaktadır. Banka ve banka harici mali işlemciler alış fiyatından daha yüksek satış fiyatına döviz satarlar ve kâr yapmak için çabalamaktadırlar. Bu işlemcilerin fazla olması rekabeti meydana getirirken alış ve satış kurları marjında daralmaya yol açmaktadır. Bu durum, mal piyasalarında olduğu gibi döviz piyasasında da etkinliğin sağlanmasına yardımcı olmaktadır. Bankaların döviz ticareti yapabilmeleri için yabancı paralardan oluşan stok bulundurma ihtiyaçları vardır.
- **Dış Ticaret ve Dış Yatırım İşlemleri Yapan Kişi ve Şirketler:** İthalatçılar ve ihracatçılar ticaret yaptıkları için döviz piyasasının temel işlemcileri arasındadırlar. Bununla birlikte dolaylı ve dolaysız sermaye yatırımcıları, ÇUŞ ve turistler hem ticari hem de yatırım işlemlerini yapmak amacıyla döviz piyasasını kullanmaktadırlar. Söz konusu kişilerin döviz piyasasını kullanmaları gerekli olmakla beraber, ana ticaret ve yatırım işlemleri açısından arızı bir özelliğe sahiptirler.
- **Spekülatörler ve Arbitrajcular:** Piyasada doğrudan işlem yaparak kazanç elde etme amacı güden kişilerdir. Döviz ticareti ile ilgilenenler alış ve satış kuru farkından yararlanarak kâr elde etmeye çalışmaktadırlar. Spekülatörler, kazançlarını döviz kurundaki bekledikleri değişimden, arbitrajcular ise döviz kurunun aynı andaki değişik piyasalardaki fiyat farklarını kullanarak sağlamaktadır. Spekülasyon ve arbitraj işlemlerinin çoğunluğu büyük bankalar tarafından ve bankalar adına bu konuda uzman işlemciler tarafından gerçekleştirilmektedir. Bu durum, bankaların hem

döviz alım satımı yaptıkları hem de spekülâtör ve arbitrajcı olarak çalıştıklarını göstermektedir.

- **Merkez Bankaları ve Hazine:** MB ve hazine, döviz piyasasını kâr elde etmek için değil, ülkenin döviz rezerv eksiklerini piyasadan temin etmek, fazlasını piyasada satmak ve ülkenin ulusal parasının değerini arzu edilen yön ve ölçüde etkilemek gayesiyle kullanılmaktadırlar. MB'nin uyguladığı müdahaleleri ülkenin kur politikası ile ilişkilidir. Şayet ülke istikrarlı bir kur politikası benimsiyorsa, ani dalgalanmalara karşı önlemler alır. Fakat, hükümetlerin bazen kısa süreli yabancı sermayeyi ülkeye çekmek için aşırı değerlenmiş kur politikası benimsemek gibi kur istikrarı elde etmekten başka amaçları da olabilmektedir.
- **Döviz Brokerları:** Alıcı ve satıcıyı bir araya getirerek işleme taraf olmadan aracılık eden ve hizmet karşılığında taraflardan komisyon alarak kazanç sağlayan kimseye broker denilmektedir. Brokerın görevi herhangi bir anda, hangi bankaların, hangi yerel paranın alıcısı hangi yerel paranın satıcısı olduğunu bilmek ve öğrenmektir. Yani, broker tarafından müşteriye hızlı bir şekilde karşı taraf bulma imkânı yaratılır. Prensip olarak alım satım işlemlerinde tarafların kimliği mutabık oluncaya dek gizli tutulmaktadır. Bu gizlilik kısa süreli fiyat tavsiyelerini etkilememek içindir. Alıcı ve satıcılar, hızlı ve gizli kalmak istemelerinden dolayı döviz brokerlarını tercih etmektedirler.
- **Enflasyondan Korunmaya Çalışan Tasarrufçular:** Türkiye gibi yüksek enflasyona sahip ülkelerde gelir düzeyi düşük bireyler kazançlarının reel değerini, enflasyona karşı muhafaza etmek için harcama zamanı gelinceye dek paralarını daha güvenli gördüğü yabancı paralara çevirebilmektedir. Esasında, bu olayın enflasyon yüzünden yerli paranın değer biriktirme aracı olarak işlev görmemesi demek daha uygundur. Bu olayın bir ileri aşaması olan enflasyonun daha yüksek olması durumunda ise yerli paranın değişim ile değer birimi olarak kullanılma işlevi geçersiz olacaktır. Bu durumun sonucu olarak bireyler de paranın tüm bu işlevleri için kısa ya da az çok uzun vadeli döviz kullanmaya yönelebilmektedirler.

1.3.5. D v z Piyasası    em Türleri

D v z piyasasında    emler spot    emler ve türev ara  lar olarak bilinen varlıklar üzerinde gerçekleşmektedir. Türev ara  ların hacmi spot    emlere göre düşük olsa da b   k mali merkezlerde epey canlı piyasaya sahiptir. D v z  zerindeki türev ara  lar vadeli teslim    emler, d v z gelecek    emleri, d v z opsiyonları ve swap    emlerden meydana gelmektedir. Bu    emlerdeki sözleşmelerin değerindeki değişim d v z piyasa koşullarına bağlı olarak de i ti i için mali türev ara  lar da denilmektedir (Seyidoğlu, 2003:180).

1.3.5.1. Spot    emler

Anında teslim olarak da adlandırılan spot    emler, alınıp satılan paraların ilke olarak anla ma anında teslimine dayanmaktadır. Anlaşmaya varıldığı anda, taraflardan birinin dövizi, diğerinin de karar verilen kur üzerinden bunun karşılığında milli parayı vermesi durumu daha çok nakit d v z    emlerinde olmaktadır.  nterbank d v z piyasasında ise, hesaptan hesaba havale şeklindeki anlık    emlerin ödeme ve teslim tarihi normal olarak anlaşılan tarihi takip eden iki    günü içerisinde olmaktadır. Dünyada bankalar arası dolar ödemelerinin çoğu valör tarihinde CHIPS denilen bir sistem vasıtasıyla gerçekleşmektedir. Sistemin merkezi New York'ta olup, dünyada d v z   lemi yapan birçok ülkenin dahil olduğu fon transferini sağlamaktadır. CHIPS sayesinde, dolar fonları bir bankadan diğer bankaya çok hızlı, uygun fiyata ve hızlı şekilde ge i i sağlamaktadır (Ertem, 2015:38-39).

1.3.5.2. Vadeli Teslim (Forward)    emler

D v z piyasalarında    emler anında teslim olabildiği gibi geleceğe yönelik vadeli de gerçekleşebilmektedir. Vadeli teslim    emlerinde, d v z alım satımına ilişkin sözleşme bugünden yapılırken, d v z teslimi ve ödeme ise sözleşmede yazan ileriki bir tarihte yapılmaktadır. Bu tarih, genellikle bir yıldan kısa bir süredir. Vadeli teslim d v z kuru, vadeli teslim sözleşmelerinde uygulanacak kura verilen isimdir. Vadeli teslim d v z kurları çoğunlukla 30, 60, 90, 180 gün şeklinde kote

edilmektedir. Döviz piyasasında, vadeli teslim kuru anında teslim kurundan düşükse, aradaki fark vadeli kur iskontosu olarak ifade edilmektedir. Aksine, vadeli teslim kuru anında teslim kurundan yüksekse, bu farka vadeli teslim primi adı verilmektedir. Bunların yanı sıra, vadeli teslim kuru ile anında teslim kurunun birbirine eşit olması halinde ise oluşan döviz kuru düz kur olarak ifade edilmektedir (Ardıç ve Yılmaz, 2004:156-157).

1.3.5.3. Döviz Gelecek (Futures) İşlemleri

Standart miktar ve kaliteye sahip, fiyatı önceden belirlenmiş bir varlığın gelecekte belirli bir tarihte teslim etme veya teslim almaya yönelik yasal sözleşmelere futures sözleşmeler denilmektedir. Futures sözleşmenin yapıldığı varlık, fiziksel bir mal olabileceği gibi finansal bir ürün de olabilmektedir. Bu sözleşmeler, mal-emtia futures ve finansal futures olarak ikiye ayrılmaktadır. Futures sözleşmelerin gerek taraflara gerekse de ekonomiye olan katkısı, riski en aza indirmektir. Taraflar, piyasada fiyat dalgalanmalarından oluşabilecek riski minimize etmektedirler. Futures sözleşmeler temel olarak aşağıdaki özelliklere sahiptir (Ertem, 2015:53-56):

- Futures sözleşmeler organize borsalarda alınıp satılırlar,
- Sözleşmeye konu olan kıymetin özellikleri, miktarı ve vadesi standartlaştırılmıştır,
- Borsaların belirlediği kıymet ve standartlar haricinde futures sözleşmeleri yapılamaz,
- Fiyat anlaşmanın yapıldığı tarihte belli olur,
- Futures sözleşmelerinde yükümlülük alan (long) ve satan (short) taraflarındadır,
- Takas merkezi tarafından oluşturulan teminat oranları kapsamında, sözleşmenin yapıldığı andan vade bitimine veya pozisyonun kapatıldığı tarihe kadar günlük piyasa değişimleriyle ilişkili olarak taraflar arasında nakit transferi olabilir.

- Döviz gelecek işlemlerinde taraflar takas merkezine sorumlu olduğu için taraflardan birinin ödeme yapmaması ya da yükümlülüklerini yerine getirmemesi öbür taraf için sorun teşkil etmemektedir.

1.3.5.4. Döviz Opsiyonları

Geleceğe yönelik bir piyasa olan döviz opsiyonu; döviz ile pay senedi, faiz sözleşmesi, maden gibi bir kıymeti fiyatı daha önceden belirlenmiş ve gelecekteki bir tarih için alıcısına alma veya satma hakkını sunan sözleşmelerdir. Bu bakımdan opsiyonlar, alıcısına hak sağlamak fakat yükümlülük altına sokmamaktadır. Alma hakkı sağlayanlar “*call*”, satma hakkı tanıyanlar ise “*put*” olarak ifade edilmektedir. Döviz opsiyonları, ileriki bir tarihte anlaşılan fiyat üzerinden döviz alım ya da döviz satış hakkı tanıyan sözleşmeler olduğundan dolayı belirli bir borsaya bağlı olarak işlem görmektedir. Alınıp satılan döviz miktarı süre ve fiyat bakımından standardize edilmiştir. Standart özelliklere sahip oldukları için sözleşme süresi içinde kolaylıkla el değiştirmesine olanak sağlamaktadır.

Döviz opsiyon işlemi yapmak isteyen kişinin, öncelikle sözleşmeyi borsaya kayıtlı olan satıcılarla imzalaması bir mecburiyettir. Satıcıların müşteriye opsiyon sözleşmesi satması durumunda, müşteri belirli bir miktar döviz belirlili fiyat üzerinden satma veya satın alma hakkına sahip olmaktadır (Karluk, 2009:512).

1.3.5.5. Swap İşlemler

Belirli bir miktar dövizin, iki farklı teslim tarihi ile hem alınması hem de satılması işlemine döviz swapı denilmektedir. Alım ve satım işlemi aynı banka veya brokerla birbirine bağlı olarak gerçekleşmektedir. Anlaşma, aynı karşı taraf ile tek işlem biçiminde yapıldığı için kur riski söz konusu değildir. Anında teslim döviz işlemi karşılığında vadeli işlem yapılması biçiminde olan döviz swaplarına vadeli karşılığında anında teslim swapları adı verilmektedir. Yabancı paralara kısa süreli olarak yatırılan fonları kur riskine karşı korumak amacıyla piyasada ilk olarak döviz alımı daha sonra da bununla rabıtalı olarak vadeli döviz satış işleminin yapılması döviz swapını örneklemektedir. Bunun yanı sıra, döviz swapları vadeli işlem karşılığında vadeli işlem olarak da yapılabilmektedir. Örneğin, üç ay vadeli satın

alınacak dövizin, altı ay sonra satılması olarak ifade edilebilmektedir. Buradaki amaç, üç ay sonra dövizde faiz artışı olacağını düşünerek yüksek kâr kazanma beklentisi olabilmektedir. Buna dayanarak üç ay içerisinde döviz geri ödeme süresi gelene kadar faize yatırarak yüksek faiz geliri elde etmeyi beklemektir (Ertem, 2015:39-40).

1.4. DÖVİZ KURUNU ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Döviz işlemlerinde; yatırımcı, piyasa işlemcileri ve yöneticilerin ilgilendiği temel konu sözleşmeler ya da döviz kurları değil döviz kurlarının gelecekte ne olacağı ile ilgilidir. Kur tahmini yapmak ve risk yönetmek için döviz kurları arasındaki yapısal faktörlerin ve mekanizmaların bilinmesi gerekmektedir. Döviz kurları sadece ekonomik faktörler tarafından belirlenmediği için özellikle esnek kur sistemini uygulayan ülkelerde döviz kuru tahmin etmek kolay olmamaktadır. Ekonomik faktörler haricinde politik faktörler ve insan davranışları da döviz kurunu etkilemektedir. Politik faktörler; hükümet tarafından uygulanan ekonomi politikası, politik sistemin belirsizlik seviyesi, düzenleyici kurumlar ve MB tarafından takip edilen düzenleyici politikalar, MB'nin döviz piyasasına müdahaleleri şeklinde ifade edilmektedir. İnsanların davranışları ise gelecekte açıklanacak ekonomik gösterge değerlerinin insanlar tarafından farklı algılanıp değerlendirilmesi, piyasa işlemcilerinin geçmişte yaşanan olaylardan etkilenmesi ve geçmişte yaşanan olayların geleceğe yansıtacağı beklentisi olarak açıklanabilmektedir. Döviz kurunu etkileyen ekonomik faktörler aşağıdaki gibidir (Uzunoglu, 2007:14-23):

- **Ödemeler Dengesi:** Döviz kuru tahmininde ödemeler dengesi önemli bir gösterge olarak incelenmektedir. Eğer bir ülkenin ödemeler dengesi cari fazla veriyorsa yani olumlu yönde değişim gösteriyorsa uluslararası rezervler artış sağlar ve/veya dış borçlarda azalma görülür ki bu da ulusal para üzerinde olumlu etkiye yol açmaktadır. Eğer ülkenin ödemeler dengesi, cari açık veriyorsa yani olumsuz yönde değişim gösteriyorsa uluslararası rezervlerin azalması ve/veya dış borçlarda artış görülür ve ulusal paranın değer kaybetmesine yol açmaktadır.

- **Ekonomik Büyüme:** Ekonomik büyümenin döviz kuru üzerindeki etkisinin çözümlenmesi için büyümenin kaynağının incelenmesi gerekmektedir. Büyümenin kaynağı, iç tüketim ve bütçe açıklarından meydana geliyorsa ülkenin ithalatında artış oluşacak ve bu sefer dövize olan talep artacaktır. Fakat, büyüme yatırımlar ve bilhassa yabancı yatırımlar ile ihracattan oluşuyorsa, bu durumda ulusal para değer kazanabilecektir. Bu sebeplerden dolayı ekonomik büyüme esas alınarak döviz kuru tahmini yapmaya çalışanlar, büyümenin kaynaklarını ve büyümenin nasıl sağlandığını çözümlemelilerdir.
- **Para Arzı ve Enflasyon:** Para arzının gereksiniminin üzerinde artması halinde enflasyonist baskıya sebep olduğu bilinmekte olup, enflasyon da döviz kuru üzerinde etki yapmaktadır. Enflasyona sahip bir ülke, parasının değerini yabancı paralar karşısında düşürmemekte ısrar ederse, ihracatı azalabilecek ve ithalatı artış gösterebilecektir. Sonuç olarak, dış ticaret açığının artması, ulusal para değerinin düşürülmesine kadar giden bir duruma neden olabilmektedir.
- **Diğer Ekonomik Göstergeler:** İşsizlik oranı, vergi oranlarındaki değişimler gibi birçok ekonomik indeks, ülke ekonomisinin performansını sergilemesi bakımından önemli olmaktadır. Bu indeksler, ekonomik performansın arttığına işaret ediyorsa neticede ulusal paraya olan arz ve talep ile yabancı paraya olan arz ve talep üzerindeki etkilerin incelenmesi gerekmektedir.
- **Nisbi Faiz Oranları:** Döviz piyasalarında geleceği farklı olarak tahmin etmeye çalışanlar spekülörler ve arbitrajcılar olarak temelde iki gruptan oluşmaktadır. Spekülörler, spot oranlarındaki değişim beklentisi doğrultusunda, forward sözleşmelerini kullanarak alıp satma işlemi yaparken, arbitrajcılar, faiz oranlarındaki farklılıklar doğrultusunda, forward sözleşmelerini kullanarak alıp satma işlemi yapmaktadırlar. Kısacası, yüksek faiz oranına sahip paralar diğer paralara göre değerlendirilme yöneliminde olup yatırımcıların birçoğu getiri oranı yüksek faizli parayı satın alarak, bu paraya talep artışı sağlamış olacaklardır.

- **Satınalma Gücü Paritesi (PPP):** Farklı ülkelerin nisbi satınalma gücünün ölçümü anlamına gelen Satınalma Gücü Paritesi, farklı ülkelerde bulunan aynı malların fiyatlarının Amerikan dolarına dönüştürülmesi ile ölçülmektedir. Bu kuram, malların ucuz olduğu ülkeden pahalı olan ülkeye ihraç edilmesi ile gerçekleştirilebilir. Böylelikle, söz konusu mal ucuz olduğu ülkeden satın alınarak pahalı olan ülkede satış yapılacak ve kazanç elde edilecektir. Bununla birlikte, farklı ülkelerdeki mal fiyatının aynı olması durumunda arbitraj kazancı sağlanamaz ve bu durum da “*Tek Fiyat Yasası*” olarak bilinir. Basit olarak tek fiyat yasası, döviz oranının mal başına pound fiyatının mal başına dolar fiyatına bölünmesi ile sonucun eşit olması gerektiğini savunmaktadır.
- **Sermaye Arz ve Talebi:** Yatırımcılar, çoğunlukla fırsat buldukları ülkelere sermayeyi yönlendirmekte, faizin düşük olduğu ülkelere faizin yüksek olduğu ülkelere sermaye transferinde bulunmaktadır. Fakat yatırımcılar daima yüksek faiz ve kazanç etkisiyle yatırım yapmamaktadırlar. Uluslararası rekabet niteliklerini korumak amacıyla düşük vergi oranlarına sahip, ucuz enerji fiyatı olan, pazara yakın, tarife ve kotalardan korunan ülkelere yönelmektedir. Bilhassa ticari işlemler, kısa vadede sermaye arz ve talebini etkileyebilirler. Bankalar arası piyasalarda büyük miktarda işlemler küçük spread’lerle gerçekleşirken, küçük ticari işlemlerde büyük spread’ler söz konusu olabilmektedir. Sermaye arz ve talebindeki anlık değişimler bankalar arası piyasada faiz oranlarını etkilemesi nedeniyle döviz kurlarında artış ve azalışa sebep olabilmektedir. Döviz kuru tahmini yapmak isteyen kişiler yukarıda sıralanan faktörlerin yanında sermaye arz ve talebini, giriş ve çıkışını da göz önünde bulundurmalarıdır.

1.5. DÖVİZ KURU RİSKİ

Döviz, devalüasyon ile risk bakımından benzer olup eğer devalüasyonun ölçümü ve zamanlaması kesin olarak bilinseydi risk yaratmazdı. Zayıf para birimi, güçlü para biriminden daha az riskli olabilmektedir. Amerikan dolarının değer para birimi olarak işlev görmesi gibi güçlü para birimi kişi ve şirketlerin borçlarının belirtilmesi için kullanıldığında risk oluşturmaz. Kısaca, beklenen döviz kuru

değişimleri tahmin edilebilmektedir. Risk veya belirsizlik, beklenmeyen döviz kuru değişimi gibi rastlantısallık sorunu olmaktadır (Adler ve Dumas, 1984:42).

Uluslararası finansal yönetimin ana konularından olan döviz kuru riski ve döviz kuru riskine açık olma yıllardır tanım karışıklığı yaşayarak birbirlerinin adına kullanılmaktadır. Riske açık olma, varlıkların, kaynakların veya faaliyet kârlarının reel milli para birimi ile değerlerindeki değişimlerin, beklenmeyen döviz kuru dalgalanmalarına yönelik duyarlılıktır. Döviz kurundaki dalgalanma tahmin edilebilirse risk teşkil etmemektedir. Döviz kuru riski ise beklenmeyen döviz kuru dalgalanmalarının neden olduğu varlık, kaynak veya faaliyet kârının milli para birimi ile değerinin varyans ile ölçülebilmektedir. Riske açık olma duyarlılık ile, risk ise varyans ile önem taşımaktadır. Riske açıklık olmadığı takdirde döviz kuru riski de söz konusu olmayacaktır (Doğukanlı, 2001:145-146).

Bir şirket, sahip olduğu döviz varlığı ve döviz yükümlülüğü arasında fark varsa diğer bir ifadeyle döviz pozisyonu açık olduğu vakit kur riski ile karşı karşıya gelmektedir. Eğer döviz alacağı, döviz borçlarından fazlaysa şirket uzun veya alacaklı pozisyonu elinde bulundurmaktadır. Uzun pozisyona sahip bir şirket, diğer bir ifadeyle döviz varlıkları döviz yükümlülüklerinin üzerindeyse, dövizin değeri yükselmesi durumunda bundan kazançlı olacak, dövizin değeri düşmesi durumunda ise kayıp ortaya çıkacaktır. Aksine, döviz borçları döviz alacaklarını aşıyorsa kısa ya da borçlu döviz pozisyonundan söz edilmektedir. Fakat, döviz pozisyonu ister alacaklı ister borçlu olsun şirket hep bir kur riski ile karşı karşıya kalacaktır. Diğer bir taraftan, döviz borç ve alacakları eşit ise kapalı döviz pozisyonunun olduğu söz edilmekte ve şirket kur riski ile karşılaşmamaktadır.

Döviz kurunda beklenmeyen dalgalanmalar, dış ticaret ve parasal işlemlerle uğraşan şirketlerin yabancı paraya bağlı alacak, borç, gelir ve harcama akımlarının yerel para biriminde değişime neden olarak, şirketlerin net kârlılığı ile piyasa değerinde değişim yaratmaktadır. Beklenmeyen kur dalgalanmaları dış piyasaya yönelik katılımcıları etkilemesinin yanı sıra, iç piyasaya yönelik faaliyet gösterenleri de etkilemektedir. Döviz fiyat değişimleri, ülke genel fiyat artışlarının bir nedeni olarak şirketlerin üretim maliyetleri ve satış fiyatları ile iç içe olmaktadır. Bundan başka, kurlarda yaşanan dalgalanmalar, yerli malları rakip mallar

karşısında daha pahalı ya da daha ucuz konuma getirerek yurtiçi şirketleri de etkilemektedir. Şirket yöneticileri, proaktif davranarak kur dalgalanmalarına karşın gerekli düzenlemeleri yapmakta, şirketin zarar görmemesi üstelik bu durumdan kazanç sağlaması için tedbirler aldığı anda kur riski minimize edilebilmektedir (Seyidoğlu, 2003:246).

1.5.1. Döviz Kuru Riskinin Etki Alanları

Dış ticaret, banka işlemleri, uluslararası piyasalardan kaynak kullanan şirketler ve ÇUŞ'larda döviz kuru riskinin etki alanları söz konusu olmaktadır. Bunların hangi biçimde etkili olduğu aşağıda kısaca açıklanmıştır (Doğukanlı, 2001:147-149):

- **Dış Ticaretteki Döviz Kuru Riski:** Döviz kurunda muhtemel bir düşüş yaşandığında ihracat bakımından döviz kuru riski oluşmaktadır. İhracatın vadeli veya vadesiz olmasına göre ihracatta döviz kuru riski iki şekilde gerçekleşmektedir. Vadesiz ihracatta döviz kuru riski, mal için fiyat önerisinin verildiği andan, anlaşmanın fiilen gerçekleşmesine kadar sürerken vadeli ihracatta ise malın fiyat önerisinin verildiği andan vadenin bitimine kadar geçen süreyi kapsamaktadır. Elbette, vadeli ihracatta, döviz kuru riskinin daha büyük olacağı kaçınılmazdır. İthalat açısından döviz kuru riski ise döviz kurunun yükselmesi durumunda meydana çıkmaktadır. Vadesiz ithalatta risk daha küçük, vadeli ithalatta risk daha büyük olmaktadır.
- **Bankaların İşlemlerinde Döviz Kuru Riski:** Bankalar döviz pozisyonlarını dengede tutabildiği taktirde herhangi bir döviz kuru riskiyle karşılaşmazlar. Bu duruma karşılık, döviz açığı veya döviz fazlası durumunda, döviz kuru riski meydana gelmektedir. Bu riskler kredi riski, kur riski ve likidite riski olarak ifade edilmektedir. Kredi riski, verilen veya alınan borçlarda ödeme güçlüğüne yaşanmasını; kur riski, döviz alım satımında bankanın döviz aktif ve pasif dengesini sağlamasını; likidite riski ise nakit girişlerinin nakit çıkışlarını karşılamaması sonucunda ödeme güçlüğüne meydana gelmesi olarak ifade edilmektedir.

- **Uluslararası Piyasalardan Kaynak Kullanan Şirketlerin Karşılaştıkları Riskler:** Dış ticaret işlemleri boyunca döviz kredisi kullanmak normaldir. Borcun vade bitimine kadar döviz kurundaki değişimler hem faiz ödemelerinin hem de ana para ödemelerini ulusal para cinsinden değerini etkilemektedir. Döviz kurundaki dalgalanma, döviz fiyatının yükselmesi yani milli paranın değer kaybı yaşanması durumunda borç milli para birimi cinsinden artış yaşamaktadır.
- **ÇUŞ'ların Karşılaştıkları Döviz Kuru Riski:** ÇUŞ'ların karşılaştığı döviz kuru riskleri, diğer şirketlerin karşılaştığı döviz risklerine göre daha kapsamlı olmaktadır. ÇUŞ birçok döviz ile farklı memleketlerde doğrudan yatırım yapan kuruluşlar olduğu için döviz kurundaki dalgalanmaların bu bağlı kuruluşların nakit akışları ve şirket değeri üzerine etkisi söz konusudur. Ek olarak, bu kuruluşların döviz ile borç ve alacakları da döviz kuru dalgalanmalarından etkilenmektedir. ÇUŞ'ların bir diğer etkilenme alanı finansal tablolar olmaktadır. Döviz kuru riski, bağlı kuruluşların finansal tablolarının ana ülke parasına çevirim sırasında ortaya çıkmakta ve çevirimi veya muhasebe etkisi olarak adlandırılmaktadır.

1.5.2. Döviz Kuru Riskinin Şirketler Üzerindeki Etkileri

Son yarım yüzyıldır parasal ilişkiler iktisadi faaliyetlerin bütün yönlerini tesir edebilecek şekilde uluslararası bir niteliğe sahip olmuştur. Küçük ya da orta boy ölçekli şirketlerin dahi dış müşterilerinin ya da ham madde tedarikçilerinin olmaması nadir bir durum özelliği kazanmıştır. Birçok büyük şirketin parasal ilişkilerinde, bu uluslararası yön daha baskındır. Çünkü bu büyük şirketlerin yabancı alıcı ve satıcılar ile yaptıkları ticari işlemlerin yanı sıra, yabancı finansman kaynaklarına erişebilmekte ve söz konusu şirketler yurtdışında da yatırımlara sahip olmaktadır. Ticari bankalar, bireysel ve kurumsal portfolyo yatırımcıları da şirketler gibi yüksek kazanç sağlamak amacıyla dış pazarlara açılmışlardır. Fakat farklı ülkelerdeki yerleşik kişileri içine alan işlemler, ulusal nitelikteki işlemlere göre farklı risklerle karşı karşıyadır. Uluslararası ticaretle uğraşan şirketlerin karşılaşılabileceği riskler çoğunlukla kur riski, faiz riski ve ülke riski olarak ifade edilebilmektedir. Bu çalışmada daha çok kur riski üzerinde durulacaktır. Risk,

çoğunlukla olumsuz durumların meydana gelme ihtimalini içinde bulunmaktadır. Finans alanında risk, varlık ve kaynakların değeri üzerinde kestirilemeyen değişkenlikle alâkalı olup, yatırım gelirinin belirli bir ortalama düzeyin altına düşme ihtimali risk için kullanılan bir kıstastır. Bu da yatırımın istenilen değerinden sapma ihtimaliyle ölçülmektedir. Başka bir deyişle, bir yatırımın arzu edilen değerden sapma ihtimali ne kadar yüksekse yatırım o kadar riskli sayılmaktadır (Seyidoğlu, 2003:245-246).

Döviz kurundaki dalgalanmaların, şirketler üzerine etkileri genel olarak ekonomik etki, işlem etkisi ve muhasebe etkisi şeklinde üç başlık altında incelenmektedir.

1.5.2.1. Ekonomik Etki

Ekonomik etki, döviz kurundaki beklenmedik değişimleri, nakit akışlarını ve şirket üzerine yapacağı etkiyi belirlemektedir. Beklenen nakit akışları üzerindeki ekonomik etki kısa vadede, orta vadede, orta vadede ve uzun vadede olmak üzere dört farklı düzeyde incelenebilmektedir. Kısa vadede ekonomik etki, bir yıllık faaliyet bütçelerinde bulunan nakit akışlarının, döviz kurlarındaki beklenmedik değişimlerden dolayı azalması veya artması; orta vadede, 2-5 yıllık faaliyet bütçelerinde beklenmedik döviz kuru değişimlerinin beklenen nakit akışları üzerindeki etkiyi; orta vadede, döviz kurunda beklenmedik değişimler yaşandığında şirketler faktör fiyatları ile düzenleme yapamayacakları için döviz kuru riskine açık olmayı; uzun vadede ekonomik etki ise beş yılın üzerinde dengesizlik olduğunda döviz kurunda beklenmedik değişimlerin şirketlerin beklenen nakit akışlarını etkilemesi olarak ifade edilmektedir (Doğukanlı, 2001:150).

Faaliyet etkisi, stratejik etki, rekabet etkisi olarak da isimler verilen ekonomik etki, beklenmeyen döviz kuru değişimlerinin gelecekteki satışlar, fiyatlar ve maliyetler üzerindeki etkileri yani piyasa değerinde meydana gelen değişimleri konu edinmektedir. Bu etki işlem ve dönüştürme etkilerine nazaran bir ekonomik şirketin uzun vadeli sağlığı için daha önemli olmaktadır. Faaliyet etkisi, gelecekte keyfi olarak belirlenen bir süre boyunca şirketin nakit akımlarındaki değişimlerin

tahmin edilmesi esasına dayandığı için niteliği gereği sübjektif olmaktadır. Söz konusu etki muhasebe süreçlerinden ziyade ekonomik gelişmelerden meydana gelmektedir (Seyidoğlu, 2003:260).

Döviz kurunun ekonomik etkisi, şirketlerin tüm faaliyetlerini etkilediğinden dolayı sadece finansal yöneticilerin değil, diğer tüm şirket yöneticilerini de ilgilendirmektedir. Ekonomik etkiden korunmak için belirlenecek güçlü bir strateji şirketin kazancını, ulusal para birimi karşısında korumaya yönelik uzun vadeli faaliyetler düzenlemeler barındırmalıdır. Bu etkinin yönetimi uzun vadeli pazarlama stratejileri, üretim stratejileri ve finansal stratejilerin oluşturulmasını gerekli kılmaktadır (Doğukanlı, 2001:158).

Kısaca, döviz kurlarındaki beklenmedik değişimin, şirket değeri üzerindeki etkisi ekonomik risk olarak ifade edilebilir. Döviz kurlarındaki değişimden şirketlerin gelecekteki nakit akımlarının ne kadar etkilendiği ve buna paralel şirket değerinde oluşan değişime ekonomik risk adı verilmektedir. Bu risk, yalnız finansal açıdan olmayıp, şirketlerin uzun vadede pazarlama, üretim, tedarik gibi diğer fonksiyonlarında da etki göstermektedir. Ekonomik riskin etkisi şirketlerin yaptığı uluslararası işlemler ile ilgili olduğu kadar faaliyet gösterilen şirketin dışa açıklık düzeyi ile de ilgili olmaktadır (Doğanay, 2016:152).

1.5.2.2. İşlem Etkisi

Bir şirketin dövize bağlı ithalat ve ihracat sözleşmesi yapması durumunda ya da döviz aktif ve pasifler arasında açık pozisyon olduğunda işlem etkisi meydana gelmektedir. Döviz kurundaki bir dalgalanma, şirketin planladığı nakit akımını değiştirerek şirketin hedeflediği kazancı kayba çevirebilmektedir. Satışların genellikle yabancı para ile yapıldığı, aksine maliyetlerin ise ulusal para birimi cinsinden yapıldığı şirketlerde işlem etkisi önem kazanmaktadır. Örneğin, turizm sektöründe seyahat eden ve konaklama yapan kişilerin büyük bir bölümü yabancı olduğu için döviz yolu ile ödeme yaptıklarında bu sektörde faaliyet gösteren şirketler açısından risk unsuru yüksek olmaktadır (Kutukız, 2005:200-201).

Şirketler, döviz üzerinden anlaşmaya varmaması halinde işlem etkisi ortaya çıkabilmektedir. Döviz üzerinden mal, hizmet ve ürün ithal ve ihracı, dövizle ilişkili borç ve alacaklar, yabancı sermaye yatırımları işlem etkisine neden olabilecek durumlara örnek olarak verilebilmektedir. Beklenmeyen kur değişimlerine bağlı olarak sözleşme ile sınırlandırılmış işlemlerden meydana gelecek kâr ve zararlar, şirketin gelecekteki nakit akımlarını etkileyeceğinden dolayı işlem etkisi ekonomik etkinin bir parçası konumunda olmaktadır. Ekonomik etkiden farklı olarak bahsedilen işlemlerin vadesi kısa olup sözleşmesi yapılmış ya da anlaşmaya varılmış özelliğindedir (Seyidoğlu, 2003:247-248).

Bütünsel olarak temel alınan bir para birimi yahut birden çok sözleşmeye bağlı alacaklar ve yükümlülüklerden oluşan sabit nakit girişleri ile nakit çıkışları arasındaki fark hesaplanarak işlem etkisi belirlenebilir. Bu etkiye yol açan işlemlerin bir kısmı, şirketin bilançosunda alacaklar ve yükümlülükler olarak bulunurken, geleceğe yönelik alım ve satışlarla ilgili sözleşmelerden ortaya çıkabilecek bazı işlemler şirketin bilançosunda bulunmayabilir. ÇUŞ'larda tüm bağlı kuruluşların her biri için ayrı olarak yabancı para biriminden işlem etkisi belirlenmeli ve bunlar toplanarak ana şirket bakımından net işlem etkisi hesaplanmalıdır (Doğukanlı, 2001:161).

1.5.2.3. Muhasebe Etkisi

Dönüştürme etkisi olarak da bilinen muhasebe etkisi daha çok ana merkezinin dışında olup kendisine bağlı şirketleri olan ÇUŞ'larda oluşmaktadır. Bu şirketler faaliyetlerini yabancı ülkelerde, yabancı ülkeye ait para birimi ile yürüterek bilançolarını da aynı yabancı para türünden hazırlamaktadır. Ardından, yabancı ülkede olan şubeler ile ana ülkedeki ÇUŞ bilançoları birleştirilmektedir. Muhasebe etkisi, bağlı şirketlerin bilançolarında yabancı paralarla kayıt altına alınan gelir, gider, borç ve alacak kalemlerinin ana ülke parasına çevrilmesinde ne tür bir yol takip edileceği, hangi kurun uygulanacağı gibi konuları barındırmaktadır (Seyidoğlu, 2003:270).

ÇUŞ, finansal tablolarını tüm bağlı ortaklarının finansal tablolarını birleştirerek oluşturmaktadır. Bağlı şirketler finansal tablolarını bulunduğu ülkenin

yerel para cinsinden tutarak hazırlamakta ve bu finansal tabloların birleştirilebilmesi için ÇUŞ'un yerel para birimine çevrilmesi gerekmektedir. Döviz kurları zaman içinde değiştiğinden, bağlı ortaklığın finansal tablolarının farklı bir para birimine çevrilmesi döviz kuru hareketlerinden etkilenmektedir. ÇUŞ'ların konsolide finansal tablolarının, kur dalgalanmalarına maruz kalması muhasebe etkisi olarak adlandırılmaktadır. Özellikle konsolide gelir tablosunda raporlama para birimine çevrilen bağlı ortakların kazançları, değişen döviz kurlarına tabi olmaktadır. Kazançları çevirmek için ÇUŞ'lar Finansal Muhasebe Standartları Kurulu (FASB) tarafından oluşturulan bir süreç kullanmaktadır. Çeviri için geçerli kurallar FASB tarafından 52 nolu standartta belirlenmiştir. Bazı ÇUŞ'ların muhasebe etkisine maruz kalma düzeyi diğerlerine göre daha yüksek olup, ÇUŞ'ların muhasebe etkisine maruz kalma düzeyi aşağıdaki unsurlara bağlı olmaktadır (Madura, 2012:327):

- Yabancı iştirakler tarafından yapılan işlerin oranı,
- Yabancı iştiraklerin konumu,
- Kullanılan muhasebe yöntemleri. Ana şirketler, bağlı kuruluşların bilançolarını yerli para cinsinden birleştirirken ÇUŞ'lar döviz türünden tutulan hesapları, yerli paraya dönüştürmekten kaynaklanan bazı hatalar yapma veya şüphe edilen sonuçlara ulaşma riskiyle karşı karşıya gelebilmektedir.

Bununla birlikte, ÇUŞ'lar yabancı ülkelerdeki bağlı kuruluşların faaliyetlerine bağlı olarak yaptıkları dönüştürme işlemlerinden dolayı da kur riski ortaya çıkmaktadır. Bu bağlı kuruluşlar esasında ÇUŞ bilançosu üzerinde dönüştürme etkisi yaratmaktadır. Dış ülkelerde bulunan bağlı kuruluşların bilançolarının tutulduğu para birimi, ana ülkedeki şirketin kullandığı referans paradan farklı olduğu durumda, muhasebe etkisi önemli olmaktadır. Özetle, referans para ile yabancı ülkede kullanılan para arasındaki kur değişimi, şirketin konsolide bilançosu üzerinde etkili olmaktadır.

Döviz kurunda dalgalanma, döviz türünden bilançoğa kayıtlı borçlu ve alacaklı işlemlerin cari kur üzerinden referans para ile karşılık geldiği fiyatı

etkilemektedir. Bu değişimden dolayı dönüştürme etkisi oluşturmakta olup, daha önceki yıllara ait ve o yılki kur üzerinden çevirim yapıldığı için böyle bir risk teşkil etmemektedir. Hangi işlemlerin cari kurdan, hangi işlemlerin ise tarihi kurdan, referans para birimine dönüştürüleceğı ve dönüşümden meydana gelen kazanç ve kayıpların ne zaman dikkate alınacağı gibi konular dönüştürme yönünden anlaşmazlık doğurmaktadır. Bu konuda temel olarak kullanılan yöntemler aşağıdaki gibidir (Seyidoğlu, 2003:273-274):

- Cari Kur/Tarihi Kur Yöntemi (Current/Non Current Method) 1976'dan önce ABD'de de kullanılan cari kur/tarihi kur yöntemi, dönüştürme uygulamalarından en eskilerinden birisidir. Cari borçlu ve cari alacaklı değerler, bilançonun hazırlandığı tarihte geçerli kurdan çevrilmektedirler. Cari olmayan borçlu ve alacaklı değerler ise tarihi kurdan diğer bir ifadeyle, yapıldıkları ya da satın alındıkları kurdan işleme tabii olmaktadır. Gelir gider cetveli çoğunlukla kayıt dönemi içindeki ortalama bir kurdan ya da biliniyorsa işlemin gerçekleştiğı tarihteki gerçek kurdan düzenlenmektedir. Cari dönemdeki borçlu ve alacaklı hesaplar, kur değişmelerinin dönüştürme etkisine açıkken, geçmiş yıllara ait işlemler için dönüştürme etkisi söz konusu değildir. Diğer taraftan, uzun vadeli borçların çeviriminde bugün bir geri ödeme gerekli olmadığından dolayı cari kur uygulanmamaktadır.
- Parasal/Parasal Olmayan İşlemler Yöntemi (Monetary/Non Monetary Method) Parasal/parasal olmayan işlemler yöntemi, parasal ve fiziki alacaklı veya borçlu işlemler arasındaki farklılığa sahiptir. Alacak hakkı sağlayan, ödeme borcu doğuran veya sabit bir döviz tutarını simgeleyen işlemler, parasal özellikteki işlemlere örnek olmaktadır. Nakit, alacaklı, borçlu hesaplar ve uzun vadeli borç şeklinde parasal işlemler, cari kur üzerinden çevirim yapılırken; envanterler, sabit varlıklar, uzun vadeli yatırım araçlarına benzer şekilde fiziki araçlar da tarihi kurlardan işleme tabi tutulmakta, gelir-gider cetveli ise parasal olmayan varlıklar haricinde, temel alınan süre içindeki ortalama kurlara göre çevirime tabi tutulmaktadır. Fiziki varlıkların alım-satımları ve amortismanlar ait oldukları bilanço dönemlerindeki kurlardan işlem görerek satılan malların maliyeti ile satışlara farklı kur uygulanmaktadır.

- Zaman Ayırımı Yöntemi (Temporal Method) Zaman ayırımı yönteminde envanterler tarihi kurdan dönüşüm yapılmakta, fakat, eğer bilançoda cari piyasa değerlerinden gösterim yapıldıysa bunlar da cari kurdan dönüştürülmektedir. Bu yöntemde, çevirme kuru maliyet değerlendirme yöntemine (tarihi değer ya da piyasa değeri) göre belirlenmektedir. Gelir-gider tablosu ise kayıt dönemindeki kurların ortalaması alınarak hazırlanmaktadır. Bununla birlikte, satılan malların maliyeti, bilanço kalemlerinin amortisman giderlerinden meydana geliyorsa, tarihi kur uygulanmaktadır.
- Tümünden Cari Yöntemi (All Current Method) 1982'den beri ABD'de uygulanan basit bir yöntemdir. Bu yöntemde, bilanço ve gelir-gider cetvelinin tüm kalemlerinde cari kur üzerinden dönüşüm yapılmaktadır. Şirketin döviz üzerinden alacakları, döviz üzerinden borçlarını geçiyorsa milli paranın dış değer düşürümü (devalüasyon) zararlar, aksine milli paranın dış değer artırımını (revalüasyon) ise kazançla neticelenmektedir. Tümünden cari yöntemin biraz farklı uygulamasında, net duran varlıklar harici bütün alacaklı ve borçlu kayıtlar cari kur üzerinden dönüştürülmektedir.

1.5.3. Döviz Kuru Riskine Karşı Korunma

Uluslararası faaliyetlerde bulunan şirketler için döviz kuru etkilerinden korunmak giderek daha önemli bir boyut kazanmıştır. 1970 yıllarının başlarında, BW sisteminin dağılması ve dünyanın önemli para birimleri dalgalanmaya başladığında dahi özellikle daha az istikrarlı para birimleri ile ticarete bulunan şirketler açısından kur etkilerinden korunma yaygınlaşmıştır. ÇUŞ'ların hem büyüklük olarak hem de coğrafi çeşitliliğindeki artıştan dolayı döviz kurundaki beklenmeyen derecedeki büyük ve sık kur hareketleri riskten korunma için ivme sağlamıştır (Swanson ve Caples, 1987:75).

Finansal performansın döviz kuru hareketlerinden etkilenme düzeyi, döviz kuru riski olarak tanımlanmaktadır. Döviz kuru hareketleri, çokuluslu bir şirketin nakit akımlarını etkilediği için finansal performans ve şirket değeri üzerinde etkiye sahip olabilmektedir. ÇUŞ'lar çeşitli döviz kuru riskine nasıl maruz kaldıklarını

belirlemek için operasyonlarını yakından takip etmelidirler. Finansal yöneticiler, ÇUŞ'ların kur dalgalanmalarına maruz kalmalarının nasıl ölçüleceğini anlamalıdır; böylece operasyonlarını bu maruziyetten nasıl koruyacağını ve nasıl korunacağını belirleyebilirler. Bu şekilde, ÇUŞ değerlerinin döviz kuru hareketlerine karşı duyarlılığını azaltabilirler (Madura, 2012:311).

Döviz kuru riskine maruz kalan bir şirket, söz konusu riski gidermek için korunma araçlarına başvurmak ya da korunma araçlarına başvurmamak üzere iki stratejiye sahiptir. Şirket korunma araçlarına başvurmama stratejisini seçtiğinde, döviz kuru dalgalanmalarının kendi tahmin ve beklentisi doğrultusunda gerçekleşeceğine inanmaktadır. Böylelikle, şirket açık pozisyon politikasıyla risk üstlenmekte, yani spekülatif bir davranış sergilemektedir. Şirketin bugünkü tahminleri kendi lehine olursa, kur dalgalanmalarından herhangi bir etkiye maruz kalmayacaktır. Fakat, şirketin bugünkü tahminleri aleyhine gerçekleşirse, kur dalgalanmasının ve net döviz pozisyonunun büyüklüğüne bağlı olarak zarar elde edecektir. Bu yüzden, şirketin çeşitli finansal ya da operasyon tekniklerle kur riskinden korunma stratejisini seçerek kur riskini yok etmesi beklenmektedir (Çiftçi ve Yıldız, 2013:96).

Döviz kuru riski yönetimi sadece şirketin kâr etkisi bakımından değil, şirketlerin varlıklarını sürdürebilmesi yönünden de önemli olmaktadır. Döviz kurlarında, faizlerde, mal fiyatlarında beklenmeyen değişimler görülmektedir. Söz konusu beklenmeyen değişimler karşısında şirket önlemlerini alarak hazırlıklı bulunmalıdır. İyi üretim tekniklerinin, teknolojinin, ucuz işgücünün, devlet teşviklerinin ya da güçlü pazarlama takımına sahip olmanın sağladığı üstünlükler; hızlı değişimler yaşayan ve küreselleşmeye devam eden yeni dünya düzeninde şirketler için yeterli gelememektedir. Bu sebeple, döviz kuru riski yönetiminin öneminin farkına varılarak buna uygun teknikler kullanılmalıdır (Sayılğan, 1995:328).

1.5.3.1. Korunma Kavramı

Döviz kuru riskinden-döviz kurundaki oluşabilecek olası bir olumsuz değişimden korunmaya, kur riskinden korunma adı verilmektedir. Tanımdan

anlaşılacağı üzere, kur riskinden korunma spekülasyonun tam karşısı bir işlem türü olmaktadır. Anında teslim ve vadeli döviz piyasalarında yapılabilen kur riskinden korunma işlemi, ithalatçılar ve ihracatçıların çok fazla faydalandığı bir işlem çeşididir (Ünsal, 2005:477).

Döviz kuru başta olmak üzere faiz oranı ve fiyatlarda oluşabilecek değişimlerden kaynaklanan kayıpların riskini, kârı en az etkileyecek şekilde azaltan korunma yöntemine hedging ismi verilir. Diğer bir ifadeyle hedging, nakit piyasalarda bulunan bir pozisyonda meydana gelen risklerden diğer piyasalarda pozisyon alarak korunma işlemidir. Hedging teriminin en yakın Türkçe karşılığı korunma iken Türkçe literatürde “*hedging*” ve “*hedge*” terimlerinin de aynen kullanıldığı görülmektedir (Karluk, 2009:508).

Kur riskinden korunma işlemi belirsizliğin ve dolayısıyla da döviz kuru riskinin egemen olduğu gerçek yaşamda şirketlerin ve yatırımcıların risklerini telafi ve minimize ederek uluslararası mal ve yatırım hareketlerini desteklemektedir. Kur riskinden korunma işleminin olmadığı bir dünyada gerek uluslararası mal hareketleri gerekse de uluslararası yatırım hareketleri daha az gerçekleşmektedir (Ünsal, 2005:478).

1.5.3.2. Korunma Politikası

Şirketler hedging işlemi ile döviz kurları, faiz oranları, pay senedi ve ticari ürünlerin beklenmeyen fiyat değişimlerinden kaynaklanacak zararlardan korunmayı amaçlarlar. Riskten korunma düzeyi şirketin korunma politikalarına bağlı olarak değişecektir. Riskten korunma işlemi risk miktarı, şirketin risk alma anlayışı ve gelecekteki fiyat beklentileri ile ilişki olduğundan, korunma politikası tüm riskler için hedging ya da bazı riskler için hedging olarak karşımıza çıkmaktadır (Çürük, 2015:80).

1.5.3.3. Korunma Oranı

Değişken finansal ve ekonomik ortam göz önüne alındığında, finansal risk her türlü ekonomik faaliyet alanında merkezi alanda olduğu için riskten korunma işlemi önemli bir konu haline gelmiştir. Vadeli işlem sözleşmeleri, gelecekteki

işlem sözleşmeleri opsiyonlar ya da riskten korunma amaçlı kullanılabilecek türevler mevcuttur. Ayrıca, kullanılacak optimum korunma enstrümanlarının miktarının belirlenmesi çok önemli olmaktadır. Bu nedenle, optimum riskten korunma oranının hesaplanması riskten korunma sürecinde kritik bir rol oynamaktadır. Optimum riskten korunma oranı, riskten korunma amaçlı portföyün toplam değerinin değişmemesini sağlayan spot enstrümanları ile riskten korunma enstrümanlarının miktarı olarak tanımlanabilmektedir. Optimum riskten korunma oranı, spot fiyatlardaki değişiklik ile riskten korunma aracının fiyatlarındaki değişiklik arasındaki korelasyon katsayısına dayanmaktadır.,

1.5.3.4. Korunma Maliyeti

Hedging'in bir anlamı risk transferi olduğuna göre bu riski yönetmenin bir maliyet yaratacağı aşıkardır. Riski yönetmek konusunda riski yüklenmeye hazır olan kimselere ihtiyaç vardır ve bu kişiler genellikle spekülâtörler olmaktadır. Yüklenilen bu risk karşılığında spekülâtörler risk primi elde etmek isterler. Eğer banka şirket adına risk yönetimini gerçekleştiriyorsa işlem karşılığında alım-satım farkı, komisyon gibi ödemeler söz konusu olacaktır. Bu çeşit işlem giderleri korunulacak ürünün maliyetini meydana getirmektedir. Bu yüzden, korunulacak ürün seçilirken maliyeti en düşük olan ürüne yönelinmektedir (Çürük, 2015:80-81).

1.5.3.5. Döviz Kuru Riskinden Korunma Yöntemleri

Şirketler, döviz kuru etkilerinden korunmayı amaçlarken riskten çekinme, riske uyum sağlama, riskin yönlendirilmesi ve çeşitlendirme aracılığıyla riskin azaltılması yaklaşımlarını esas almaktadır. Şirketler döviz kuru etkilerinden korunmak için birtakım araç ve stratejiler kullanmaktadır. Bu araç ve stratejiler şirket içi ve şirket dışı olmak üzere aşağıdaki gibi iki grupta değerlendirilebilir (Doğanay, 2016:152).

1.5.3.5.1. Şirket içi Korunma Yöntemleri

Şirket içi yöntemlerle korunma, şirketin sahip olduğu kaynaklardan faydalanarak kur riskini minimize etmeyi içermektedir. Faturalarda döviz cinsinin

seçimi, döviz girdi ve çıktılarını aynı döviz türünden belirlemek gibi teknikler şirket içi yöntemler arasında sayılabilmektedir (Karluk, 2009:508).

Ödemeleri Öne Alma veya Geciktirme Yöntemi: Şirketlerin sahip olduğu borç, alacak, gelir ve giderler yabancı paralar cinsinden sağlam döviz veya zayıf dövizle bağlı olabilir. Sağlam dövizler zaman içinde değer kazanan, zayıf dövizler ise değer kaybeden milli paralardır. Şirketler, beklenmeyen kur değişimlerinin nakit akımları üzerindeki olumsuz etkilerinden kendini kurtarmak amacıyla ödemelerini hızlandırma ya da geciktirme yöntemini deneyebilirler. Takip edilmesi gereken strateji çift yönlüdür: Bir taraftan, zayıf döviz ile nakit girişlerinin azaltılması veya öne alınması amaçlanır, diğer taraftan da borç ve ödemelerinin zayıf döviz cinsine doğru kayması sağlanarak zayıf döviz ile yapılacak ödemelerin geciktirilmesi için uğraşılır. Kısaca, Alacak ve borçlar hızlandırılıp yavaşlatılarak kur değişimlerinin işlem riski önlenmektedir (Seyidoğlu, 2003:257).

Eşleştirme (Offset) Yoluyla Korunma: Bilançodaki bir aktif hesabın ile bu aktif hesabın niteliklerini yansıtan bir pasif hesabın eşleştirilmesi işlemine offset adı verilmektedir. Aynı vadede aynı döviz türünden borcun eşleştirilmesi şirket için risk oluşturmaz. Şirketin ihracat bedelinin döviz cinsini her zaman belirleyememesi offset yönteminin zorluklarından birisi olmaktadır. Bunun yanında, borç ve alacak vadelerinde sürekli uyum sağlamada bir zorluluk oluşturmaktadır. Zamanlama ve döviz türlerinde eşlenme sağlanmadığı koşullarda dahi miktar konusunda eşleşme sağlanmadığı için alacak ve borç arasındaki farkın da riskten korunması gereklidir (Karluk, 2009:508).

Ulusal Para ile Faturalandırma: İthalatçı ya da ihracatçı şirketler satış faturalarında ulusal paralarını kullanmayı tercih edebilirler. Bu yöntemle hareket eden bir dış ticaret şirketi, tamamıyla iç piyasaya dönük faaliyette bulunan bir yerli şirketten daha fazla riskle karşı karşıya kalmamaktadır. Fakat, her zaman ulusal para ile faturalandırma imkânına sahip olunmayabilir. Faturanın hangi para türünden düzenleneceğini genellikle ticari hayatın uygulama ve gelenekleri sağlar. Şirketin pazarlık gücü, faturalandırmada hangi para türünün kullanacağında belirli düzeyde etkili olabilir. Ulusal para ile faturalandırma yöntemini uygulayan taraf için dahi riskin bir kısmını çözümler. Örneğin, ihracatçı faturalandırmayı ulusal

para cinsinden yaparak işlem riskini yok etse bile yabancı paranın değer kaybetmesi durumunda yerli mallar pahalı olacağından dolayı şirket riski önlenemediği görülür (Seyidoğlu, 2003:258).

Döviz Sepetleri Yoluyla Korunma: Tüm aktif ya da pasifler döviz sepeti türünden belirlenmektedir. Belirli sayıdaki dövizin ağırlıklı ortalamasının hesaplanmasıyla ortaya çıkan birleşik para birimlerini barındıran sepetlerin kullanımı, riskin birden çok ürüne yayılarak döviz portföyünün riski minimize edilmektedir (Karluk, 2009:508).

Fiyatlandırma Stratejisi: Kur hareketleri karşısında fiyat stratejisi uygulamaya çalışan şirket piyasa payı ile kâr marjı arasında seçim yapma durumuyla karşı karşıya gelebilmektedir. Ulusal paranın değeri düşürüldüğünde, ihracat mallarının dış rekabet gücünde artış yaşanmaktadır. Böyle bir durumda ihracatçı için izlenecek iki yol bulunmaktadır. İhracatçı ulusal para bazında ürün fiyatını artırıp birim başına kârını artırabilmekte ya da fiyatı düşük bırakarak piyasa payını geniş tutabilmektedir. Reel kur hareketlerinin uzun sürüp sürmeyeceği beklentisi, ölçek ekonomileri, tüketicilerin fiyatlara olan duyarlılığı ve talebin fiyat esnekliği gibi etkenler bu kararın verilmesini belirlemektedir (Hayta, 2009:139).

Yeniden Faturalandırma Merkezleri: Büyük ihracatçı şirketler ile bilhassa ÇUŞ'ların yurtdışındaki belirli yöresel piyasalarda kurdukları şubelere yeniden faturalandırma merkezleri adı verilmektedir. Yöresel piyasalara mal satışından kaynaklanacak kur riski bu şubeler vasıtasıyla yapılan işlemler ile giderilmeye çalışılmaktadır. Bütün satışların yöreye ait biçimde bir merkezde toplanması, kur riski yönetiminde kolaylık sağlamaktadır. Merkezdeki çalışanlar yöreye olan satışlarda en yöntemi seçme konusunda uzmanlık kazanmakta ve bu sayede, ödemelerin hızlandırılması ya da geciktirilmesi, uygulanacak kur ve diğer kur riskinden korunma yöntemleri konusunda daha etkili karar verebilmektedirler. Böylelikle, ana şirket bunlar haricindeki kur riskleri ile meşgul olmaktadır (Seyidoğlu, 2003:259).

Para Piyasaları ile Korunma: Şirketin sahip olduğu ulusal fonları değer kazanmasını beklediği döviz spot piyasadan satın alarak borcun ödeme vadesi

gelene dek döviz cinsinden bir hesaba yatırma esasına dayanmaktadır. Yöntemin etkili olması, ulusal para türünden finansman borçlanma maliyeti söz konusu vade için döviz değer kazanma oranından küçük olması gerekmektedir (Karluk, 2009:509).

Risk Paylaşımı: Uzun süredir alıcı-satıcı ilişkisinde bulunan şirketler arasında diğer bir nakit akım yönetimi uygulaması risk paylaşımı olmaktadır. Sözleşmeli bir düzenleme olan risk paylaşımı, alıcı ve satıcı tarafın kur hareketlerinin aralarındaki ödemeler üzerindeki etkilerini paylaşmayı esas almaktadır. Para piyasalarının belirsizliklerini ve volatilitelerini kabul etmek istemeyen aynı zamanda mal kalitesi ile satıcı güvenilirliği esasına dayanan uzun süreli ticari ilişkide bulunmak isteyen iki şirketin kur riski yönetiminin yükünü aralarında paylaşmaları sakıncalı görülmemektedir (Seyidoğlu, 2003:259).

Ödünç Alma Yoluyla Korunma: Bir bankanın şirkete geçici süreli kullanması için verdiği ve bunun karşılığında faiz talep ettiği fon avansına ödünç alma adı verilmektedir. Öncelikle şirkete nakit girişi olmakta ve belirli bir süre sonunda ödünç alınan miktarla doğru orantıda nakit çıkışı ile faiz ödemesi esasına dayanmaktadır (Hayta, 2009:137).

Kaynak Yönetimi: Kaynak yönetimi, ithal edilecek olan girdilerin ihracat yapılan para türü üzerinden faturalandırılmasıdır. Böylelikle, döviz gelirleri ile döviz giderleri dengelenmektedir. Aynı tür üzerinden gelirle giderler eşitlenirse, şirket için tamamıyla riskten korunma sağlanmış olmaktadır. Fakat bu yönetimin bir sakıncası bulunmaktadır. Girdileri en ucuz ve en uygun pazarlardan elde etme prensibi her zaman geçerli olmakta, şirket malını ihraç ettiği dış pazarlardan girdisini temin etme amacı taşımaktadır. Bu dış pazarlar şirketin elde etmek istediği en ucuz girdi sahibi olamayabilmektedir. Şirket meydana gelen bu fiyat farkını sattığı malın fiyatını artırarak karşılayabilir ise kendisi için bir kayıp söz konusu olmayacaktır (Arslan, 2005:120-121).

Pazarlama ve Üretim Yönetimi Teknikleri Kullanarak: Uzun vadeli tahminler istenilen düzeyde etkin olmadığında, döviz kuru dalgalanmalarından kaynaklanacak kur riskinden korunmak amacıyla şirketler, pazarlama ve üretim

yönetimi teknikleri kullanarak çeşitli stratejiler uygulayabilmektedir. Bu yöntemler temel olarak aşağıdaki gibidir (Hayta, 2009:141-143):

- Piyasa Seçimi Kur hareketleri izlenerek, ulusal parası değer kazanan ülkelerde ihracat miktarları artırılmaya çalışılıp avantaj yaratılabilmektedir.
- Tanıtma Stratejisi Ulusal parasının değeri düşürülen ülkeler dış pazarda reklam kampanyalarına önem vererek, gerçekleşen fiyat avantajını daha etkin biçimde kullanabilmektedirler.
- Ürün Stratejisi Şirketler kur dalgalanmalarının takipçisi olarak yeni bir ürünün piyasaya sürülmesinde optimum zamanı yakalayabilmektedirler. Örneğin ulusal paranın değerinin düşürülmesinden sonra dış pazara sürülecek bir ürünün pazarlaması daha kolay olmaktadır. Ayrıca, şirketler kur dalgalanmalarına bağlı olarak fiyat farkı oluşturmada kalite farklılaştırmasına giderek ürün stratejisi belirleyebilmektedirler.
- Girdi Bileşiminin Değiştirilmesi Devalüasyon durumunda hammadde alımları yurtiçinden, revalüasyon durumunda ise yurtdışından yapılarak, maliyetlerin minimum seviyede olması sağlanmaktadır. Böylelikle şirketler fiyat avantajlarını koruyabilmektedirler.
- Kuruluş Yerini Değiştirme Ulusal parası diğer ülkelere göre değerli olan ülkelerde, üreticilerin yalnızca yabancı girdi oranını artırması fiyat avantajı sağlamayabilmekte, böyle bir durumda, şirketler ulusal parasının değeri düşürülmüş ülkelere yatırım yaparak daha fazla kâr elde edebilmektedirler.

Risk Yönetim Programı Yapmak: Döviz kuru etkisinin hangi türde olduğunun belirlenmesi, şirket hedeflerinin belirlenerek bu hedeflerdeki olumsuzlukları çözümlemede rehber olunması gerektiği, bu kurumsal hedeflerin uygulanabilir ve pay sahiplerinin değerlerini sürekli artırıcı etki yaratması gerektiği, hangi risklerden kimin sorumlu olacağı ve her bir yöneticinin değerlendirileceği kriterleri belirtmeyi, forward sözleşmelere girme kısıtlamaları gibi kur riskine açık olma yönetimi tekniklerinin kullanımıyla ilgili her türlü kısıtlamaların açıkça belirtilmesi, şirketin döviz kuru yapısını etkileyecek döviz kuru hususlarının neler olduğunun belirlenmesi ve izlenebilir bir sistem geliştirerek döviz kuru yönetim

etkinliklerinin değerlendirilmesi gibi işlemler etkili bir risk maruziyet yönetim stratejisi tasarlamak için gerekli tavsiyelerdir (Shapiro, 2010:362).

1.5.3.5.2. Şirket Dışı Korunma Yöntemleri

Mali riskler, yalnızca döviz kuru riskinden etkilenmediği için şirketler diğer risklerden korunmak için banka ve diğer mali kuruluşlardan yardım almaktadırlar. Bankalar, korunma işlemlerinde belirli bir komisyon ya da prim karşılığı risk altına girmektedirler. Bu prim, riskin düzeyine göre yüksek ve düşük olmaktadır. Bankalar gerek müşterilerinin gerekse de kendilerinin aktif-pasif bünyelerini korumak için birtakım korunma araçlarına yönelmektedirler. Bu araçlar forward sözleşmeler, futures sözleşmeler, opsiyon ve swap olarak şirket dışı korunma yöntemleri arasında sayılabilmektedir (Karluk, 2009:509).

Forward Sözleşmeleri ile Riskten Korunma: Bilhassa, işlem hacmi büyük ve kâr marjı düşük şirketlerde kur riskine karşı korunmak önemli olmaktadır. Bu yüzden, belirli bir süre sonra döviz alacak ihracatçı, kur riskini önlemek için forward sözleşmesi ile belirli bir kur üzerinden vadeli döviz satışı yapmaktadır. Aynı biçimde, belirli bir sonra ödeme yapacak ihracatçı forward sözleşmesi ile belirli bir kur üzerinden döviz alımı yapmaktadır. Böylelikle, belirli bir süre sonra ihracatçı ne kadar ulusal para alacağını, ithalatçı da ne kadar ulusal para ödeyeceğini bilmektedir. Döviz kurları ne kadar dalgalanırsa dalgalansın hem ithalatçı hem de ihracatçı döviz kuru riskinden kendisini korumuş olmaktadır (Özdemir, 2005:40-41).

Futures Sözleşmeleri ile Riskten Korunma: Futures piyasalarda uzun ve kısa olmak üzere iki tür pozisyon ile korunma sağlanmaktadır. Hedger elinde bulundurduğu sözleşmeyi bu ürünün fiyatında azalma olacağını düşünerek söz konusu varlığı kısa pozisyon ile koruma sağlamaya çalışmaktadır. Yatırımcının, gelecekteki bir tarihte belirli bir ürünü satın alması gerektiği aynı zamanda fiyatını şimdiden sabitleyerek uzun pozisyon ile korunmaya çalışmaktadır (Gözüör, 2008:82).

Opsiyon Sözleşmeleri ile Riskten Korunma: Alma opsiyonu ve satma opsiyonu olmak üzere iki tür opsiyon sözleşmesi mevcuttur. Alma opsiyonu, alıcı tarafa belirli miktardaki döviz önceden belirlenen fiyattan, belirli bir tarihe kadar satın alma hakkı sağlamakta, satma opsiyonu ise alıcı tarafa belirli miktardaki döviz önceden belirlenen fiyattan, belirli tarihe kadar satma hakkı sağlamaktadır. Alma ve satma opsiyonlarında, alıcı taraf dövizin alım ve satım haklarını elinde tutmaktadır. Sözleşmedeki fiyat, vade sonundaki fiyata nazaran opsiyon sözleşmesi alıcısı için avantajlı değilse opsiyonu uygulamama yoluna gidebilir. Opsiyon alıcısı, sağlanan bu esneklik karşın opsiyonu satan tarafa sözleşme primi ödemektedir. Opsiyon sözleşmesi uygulanmadığı zaman sözleşme primi satıcının olası kaybına kısmen ya da tamamen karşılık gelebilmektedir (Özdemir, 2005:55-56).

Swap Sözleşmeleri ile Riskten Korunma: Bir para biriminden belirlenen borçların farklı bir para birimin tarafından belirlenen borçların ana miktarının takas edilmesi işlemi döviz swaplarını oluşturmaktadır. Swap işlemler, ihracat yapan ve döviz kuru değişimlerinden etkilenen şirketler açısından büyük önem taşımaktadır. Aktif getiri oranını yükseltmek, kaynak kullanım maliyetlerini azaltmak, risk yönetimi, arbitraj ve alım-satım konularında kullanılmaktadır. Bilhassa, işlem sona erdiğinde her iki tarafın da değiştirdikleri ana paraları belirlenen kur üzerinden geri aldıkları için riske karşı bütünüyle korunma sağlayacaklardır (Mutlu, 2004:83-84).

1.6. TÜRKİYE’DE DÖVİZ KURU SİSTEMİ VE PİYASASI

Türkiye’de dövizle yönelik legal düzenlemeler, tebliğler, yönetmelikler, genelgeler, kanunlar ve kararnameler yoluyla gerçekleşmektedir. Türkiye Büyük Millet Meclisi’nde çıkarılan kanunlar boyunca, döviz ile ilgili kararlar alıp düzenlemeler yapmaya en yetkili kurumların başında MB, Hazine Müsteşarlığı ve Bakanlar Kurulu gelmektedir. Türkiye’de döviz piyasası, 25.2.1930 tarihli 1567 sayılı Türk Parası Kıymetini Koruma Kanunu ile bu kanuna istinaden 32 Sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ve bu kararla ilgili 91-32/5 sayılı Hazine Müsteşarlığı Tebliği ile 1-M Sayılı MB Genelgesi’nde bulunan legal düzenlemeler boyunca işlem görmektedir. Türkiye’de ikamet eden ve etmeyen kişiler döviz ve Türk lirası (TL) üzerinden işlem gerçekleştirebilirler. Kişilerin döviz bulundurması serbest olup, dövizin kaynağı irdelenmemektedir (Bulut, 2005:218).

1.6.1. Türkiye’de Döviz Kuru Sistemi

Türkiye’de 1930-1980 arası dönem, liberal ekonomi görüşünün bırakıldığı, korumacı dış ticaret politikası ile döviz kontrol rejimlerinin yapıldığı, sabit ve ayarlanabilir döviz kur politikalarının uygulandığı, kontrollü ve katlı kur politikasının benimsendiği ve ödemeler dengesi darboğaz sorunları nedeniyle TL’nin sık olarak devalüe edildiği yılları içermektedir. 1929 yılından sonra Türkiye’de liberal ekonomi görüşü yavaş yavaş bırakılarak ithalata gümrük vergisi getirilmiş ve Türkiye’nin sahip olduğu dış borç ödemeleri de ödemeler dengesini olumsuz yönde etkilemiştir. 1930 yılından itibaren döviz kontrolü rejimi ile müdahaleci ve korumacı politikalar uygulanmış, İkinci Dünya Savaşı’nın başlamasıyla beraber döviz kontrolü daha da artırılmıştır. 1947’de Türkiye’nin IMF ve WB’ye üye olmasıyla birlikte ayarlanabilir sabit döviz kuru benimsenmiş fakat 1930’lardan itibaren uygulanan döviz kontrolü, bu kur rejiminin çoğu yönlerini (yasal döviz piyasasının olması, milli paranın konvertibl olması, paritenin MB müdahalesi ile sürdürülmesi gibi) Türkiye için hükümsüz kılmıştır (Yapraklı, 2007: 107-108). BW sistemi sonrası, TL yeniden dolara bağlanmış ve mini devalüasyon adı verilen esnek bir uygulama ile 1974-1981 yılları arasında her üç veya dört ayda bir TL’nin dolar kurunda ayarlaması yapılmıştır. Türkiye, liberal dış ticaret rejimine 24 Ocak 1980 Kararları ile geçmiştir. Dış ticaret liberalizasyonu, kambiyo rejiminin de serbest olmasını doğrulamıştır. Bu bağlamda, MB 1 Ocak 1981’de doların yanında alım satıma konu olan tüm dövizlerin fiyatını günlük belirleyerek yayımlamış ve kambiyo rejiminin serbestleşmesi için 1984 tarihli ve 30 Sayılı Karar çıkarılmıştır. Bu karar ile Türkiye’de ikamet eden kişiler yanında döviz bulundurma, her türlü döviz alım ve satımı, bankalarda döviz hesabı açtırma gibi eylemleri gerçekleştirme imkanına sahip oldular. Yaşanan diğer bir gelişme de 1987 Ocak ayından itibaren banka harici bazı kuruluşlara döviz alım satım yetkisi verilmesi olmuştur. 1989 yılı başlarında, kaçak olarak ithal edilen altının resmi yerlere yöneltilmesini sağlamak amacıyla MB’nin yapısında olan döviz karşılığı altın piyasası oluşturulmuş ve bunun ardından 1995 yılında altın borsasının resmi olarak inşa edilmesiyle altının serbestçe ithal ve ihracı gerçekleştirilmiştir. Söz konusu borsanın kurulması ile MB tekeli yok edilmiştir. Tüm bu gelişmeler

sonucunda Türkiye 1990 yılında IMF'ye başvurarak Madde VIII statüsü taşıdığını bildirmiş ve TL çevrilebilir para haline gelmiştir (Seyidoğlu, 2003:37).

Sermaye hareketlerinin 1989 yılında serbest olması, 1989 ve 1990 yıllarında kısa vadeli sermaye girişlerini artırarak, TL'nin reel olarak değer kazanmasına buna karşın 1990 ve 1991 yıllarında yaşanan Körfez Savaşı da net kısa vadeli sermaye çıkışı etkisi yaratarak, TL'nin reel olarak değer kaybetmesine sebep olmuştur. Piyasadaki fazla TL likiditesi ve açık pozisyonu bitirmeye yönelik döviz talebi, 1993 yılının son aylarından 1994 yılının ilk aylarına kadar devam etmiş ve döviz kurları üzerinde baskı yapmıştır. MB döviz kurları üzerindeki baskıyı bitirmek ve fazla likiditeyi kaldırmak için faiz oranlarını artırsa da başarılı sonuç elde edememiş ve TL, ABD doları karşısında devalüe olmuştur. 1990 yılından itibaren MB müdahaleleri ile yönetilen düşük kur politikası, döviz kurlarının yükseltileceği beklentilerini beraberinde getirerek spekülasyonları özendirmiştir. 1994 senesinin başlarında ülke ekonomik krize girmiş ve 5 Nisan kararları ile bir dizi ekonomik önlemler alınmıştır.

Bu istikrar programının bir oyuncusu olan kur politikasının, enflasyonun düşürülmesinde büyük rol üstleneceği düşünülmüştür. 1995 yılında ise IMF ile stand-by anlaşması imzalanmıştır. Anlaşma kapsamında 1 ABD doları ve 1,5 Alman markı olarak tanımlanan kur sepetinin aylık değerinin, öngörülen aylık enflasyon ile aynı oranda artırılması akdedilmiştir. MB ilk defa vadeli döviz işlemlerini 1995 yılında uygulamış ancak vadeli döviz işlemleri her ne kadar devalüasyon beklentilerini azaltsa da MB tarafından uzun süre ile kullanılmamıştır. 1995-1999 yılları arasında gerçekçi döviz politikası benimsenmiş olup, reel kurlar hedeflenmiştir. Buna nazaran 1996, 1997 ve 1998 yıllarında para ve kur politikalarında büyük değişimler gerçekleşmemiştir. Kısacası, 1995-2000 yılları arasında reel kurlardaki dalgalanmayı önleyici ve kur ayarlamalarının tahmin edilen enflasyona göre tespit edildiği edilgen kur politikası uygulanmıştır (Yapraklı, 2007:111-112).

Hükümet, 2000 yılında yüksek enflasyonu denetim altına almak için, IMF ile yeniden para kurulu ile sabit kur anlaşmasını içeren bir stand-by anlaşması gerçekleştirmiştir. Bu kapsamda, MB'nin genişletici para politikası izlemesi üzere

yeni para ihraç edebilmesi için ülkeye olan döviz girişine bağlanmış ve iç kredi amacıyla para basım imkanları önemli ölçüde kısıtlanmıştır. Bunun yanında, TL'nin dolar ve Marktan oluşan para sepeti karşısında değer kaybı en çok benimsenen yıllık enflasyon oranı olan %20 olarak belirlenmiştir. Bunun dışındaki değer kayıplarına karşı MB'nin müdahalesi söz konusuydu. Yüksek enflasyon, şüpheleri peşinde getirerek spekülasyonu özendirmiş ve yabancı yatırımcıların Türkiye'deki yatırımlarını nakde dönüştürerek, fonlarını kendi ülkelerine geçirme işlemleri hız kazanmıştır. Spekülasyon artışı ve transfer işlemlerinin kontrol altında tutulamaması sonucunda 2001 Şubat Krizi gerçekleşmiş ve TL serbest değişken kura geçmiştir. Bu uygulama, MB müdahalesinin yok denecek kadar az olduğu dalgalı kur sistemidir. Daha sonra “*Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı*” isimli niyet mektubu düzenlenerek IMF ile yeni bir stand-by anlaşması yapılmıştır. Serbest değişken kur sistemi, Türkiye'de mevcut olarak uygulanan kur rejimidir (Seyidoğlu, 2003:38).

1.6.2. Türkiye’de Döviz Piyasası

Türkiye’de döviz işlemleri Serbest Döviz Piyasası, T.C. MB Gözetimindeki Döviz ve Efektif Piyasası ve Bankalar arası Döviz Piyasası olmak üzere üç çeşit piyasada gerçekleşmektedir. Çoğunlukla efektif alım ve satım işlemlerinin yapıldığı ortam olan Serbest Döviz Piyasası, uzun seneler döviz kurlarının belirlenmesinde önemli rol oynamıştır.

Döviz fiyatların belirlenmesinde genelde arz ve talebin etkili olduğu bu piyasada bankalar ve döviz büroları vasıtasıyla işlemler gerçekleşmektedir. Piyasadaki fiyatların nakit akışına bağlı olarak düşük ya da yüksek olduğu bilinmektedir. T.C. MB Gözetimindeki Döviz ve Efektif Piyasası, 1211 sayılı MB Kanunu’nun 4. ve 53. maddelerine dayanmaktadır. Bu bağlamda “Hükümetle beraber ulusal paranın iç ve dış değerlerini korumak amacıyla gereken önlemleri almak, ulusal para ile altın ve yabancı paralar arasındaki dengeyi hükümet tarafından belirlenen usuller dahilinde sağlamak ve hükümetin verdiği kararlar boyunca borsada döviz ve kıymetli madenler üzerinden işlem gerçekleştirmek” MB’nin temel görevleri arasındadır. Bankanın sikke veya külçe olarak altın alıp

satabileceği aynı zamanda altın ithal ve ihraç edebileceği anlaşılmaktadır (Uzunoğlu, 2007:145-146).

Döviz piyasasının diğer bir parçası olan Bankalar arası Döviz Piyasası ise alıcı ve satıcıların bir araya gelmeden işlem yaptıkları bir ortamdır. Bu piyasanın tarafları Reuters, Telerate ve Bloomberg gibi çağdaş finansal iletişim araçları vasıtasıyla haberleşip işlemlerini telefon ya da dealing araçları ile ekranda gerçekleştirmektedirler. Bu piyasa tipinde banka ve diğer mali kuruluşlar işlemlerini kendi isim ve hesaplarına yapmaktadırlar. Ancak, şirketler işlemlerini bu piyasada direkt olarak gerçekleştiremezler, işlemlerini bankalar aracılığı ile yaparlar. Döviz piyasasında işlemler, uluslararası döviz piyasalarında geçerli olan kurallar ile yürütülmektedir. MB, döviz kurlarını günlük olarak yayımlamakta olup, piyasanın gerekli kıldığı durumlarda, döviz fiyatlarındaki aşırı iniş ve çıkışları engellemek amacıyla piyasalara müdahale etmektedir. Bunun yanı sıra T.C. MB, piyasalara aylık döviz satış programı yayımlamakta ve daha önce ilan ettiği program dahilinde her gün belirli miktar döviz satışını ihale usulü ile gerçekleştirmektedir. MB, bu ihaleleri piyasada oluşan TL likiditesini çekmek için yapmaktadır (Bulut, 2005:219).

1.6.3. Türkiye’de Döviz İşlemlerinin Muhasebeleştirilmesi

Yurtdışında faaliyet gösteren ÇUŞ’ların, yaptıkları işlemlere ait sonuçların finansal tablolarda tam ve gerçeğe uygun şekilde kayıt altına alınması, muhasebeleştirilmesi ve şirket yöneticilerinin alacağı kararların etkili ve doğru olması amacıyla Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu, Uluslararası Muhasebe Standartlarına entegre bir şekilde döviz kurlarının nasıl kayıt tutulacağı ve dövizle bağlı finansal tabloların nasıl dönüştürüleceğine yönelik TMS-21 “*Kur Değişim Etkileri Standardını*” oluşturarak döviz işlemlerinin ve dış ülkedeki faaliyetlerin finansal tablolarda hesaplama yapılırken nasıl bir yol izleneceği ve raporlama para birimine nasıl dönüştüreceğini belirlemiştir (Bekçioğlu ve Koroğlu, 2008:31).

Standarda göre kur farklarının muhasebeleştirilmesinde parasal kalemler ve parasal olmayan kalemler arasında ayırım bulunmaktadır. Parasal kalemlerin dönüştürülmesinden dolayı meydana gelen kur farkı, olduğu dönemde kâr ya da

zarar olarak muhasebeleştirilmektedir. Parasal olmayan kalemlerden doğan kur farkı ise diğer kapsamlı gelir olarak özkaynaklar içerisinde ya da kâr veya zarar hesaplarında muhasebeleştirilmektedir (Ceran ve Ortakarpuz, 2013:70-71).

Yabancı para birimine yönelik işlemlerde, parasal kalem parasal olmayan kalem ayrımı olmadan işlem tarihindeki gerçek kur ile dönüştürme yapılmaktadır. Yabancı para birimine ait işlemin, raporlama para birimine çevrilmesinde uygulanacak geçerli kurun hangisi olacağına şirket karar vermelidir. TMS-21 finansal tabloların çevrilmesinde kapanış kuru esas alınmıştır. Kısaca, gelir ve gider tabloları işlem tarihindeki döviz kurundan ya da ortalama kurdan, bilançodaki aktif ve pasif hesapları ise kapanış kur üzerinden dönüşüme tabi olmaktadır (Bekçioğlu ve Köroğlu, 2008:34).

İKİNCİ BÖLÜM

PERFORMANS VE FİNANSAL PERFORMANS

Örgüt paydaşlarının menfaatine yönelik hedeflenen sonuçların elde edilip, edilmediğinin belirlenmesi ve bunların örgüt paydaşlarıyla paylaşılması gerekmektedir. Bu çerçevede, neyin başarılıp, başarılmadığı, verilen ya da üstlenilen görevlerin istenilen biçimde bitirilip bitirilmediğinin belirlenmesi ve açıklanması önem taşımaktadır. Buda, performans ölçümü ve yönetimini mecbur kılmaktadır (Kalmış, 2010:37).

2.1. PERFORMANS VE PERFORMANS ÖLÇÜMÜ

İşletmeler rakipleriyle daha güçlü mücadele etmeleri için iç ve dış çevredeki değişimleri yakalayarak, bu değişimleri kontrol altında tutmalıdır. Bu sürecin değerlendirilmesi şirketlerin iyi ve zayıf yönlerini görmesini gerektirmektedir. Bu da şirketlerin performans ölçümü yapmasıyla gerçekleşmektedir (Ege ve Şener, 2013:108).

2.1.1. Performans Kavramı

Amaçlı ve planlanmış bir etkinlik sonucunda meydana geleni, nitel veya nicel olarak belirlenmesini sağlayan kavrama performans adı verilir. Bu sonuç, bir atletin maratondaki bireysel derecesi veya sıralamadaki sırası, üretim birimindeki üretim miktarı veya meydana gelen üretimin planlanan üretime oranı gibi mutlak veya göreceli olarak belirtilebilir. Şirket düzeyinde performans ise belirli bir zaman sonucunda oluşan çıktı veya çalışma sonucu olarak ifade edilebilmektedir. Bu sonuç ile şirket amacının veya görevinin ifa etme derecesi anlaşılmalıdır. Diğer bir ifadeyle, şirket amaçlarının yerine getirilmesi için sarf edilen tüm gayretin değerlendirilmesini performans olarak tanımlamak mümkündür (Akal, 2005:17).

2.1.2. Performans Ölçümü, Önemi ve Amacı

Performans ölçümü, bir örgütün önceden belirlenmiş amaç ve hedefler doğrultusunda elde edilen ürün, hizmet veya sonuçları beraber değerlendirilerek analiz edilen bir süreçtir. Diğer bir deyişle, bir örgütün kullandığı kaynakları,

ürettiği ürün ve hizmetleri, meydana gelen sonuçları izlemek için sistemli bir şekilde veri toplaması, bunların çözümlenmesi ve raporlanması sürecine performans ölçümü adı verilmektedir. Uygulayanlar bakımından performans ölçümü ise program dahilinde ya da örgüt aracılığıyla yürütülen faaliyetlerin rakamsal olarak ifade edilmesidir (Kalmış, 2010:55).

Ölçüm, toplumun her bölümünde gerekli olduğunun duyumsandığı gibi şirketler açısından da temel niteliğindedir. Büyük, küçük, kamu, kâr amaçlı veya kâr amaçlı olmayan tüm şirketlerde ölçümler yapılır, veriler toplanır, işlenir ve bilgi olarak kullanımı sağlanır. Modern yönetim anlayışında ölçümler daha fazla önemli hâle gelmiştir. Amerikalı yöneticilerin yaygın olarak kullandığı iki deyiş “ölçülen yapılmıştır” ve “ölçemediğinizi yönetemezsiniz”, ölçümlerin şirketler açısından önemini belirtmektedir (Akal, 2005:92).

Performans ölçümü tipik olarak üç soruya geri besleme sağlar. Bir organizasyon ne kadar iyi performans gösteriyor? Örgüt hedeflerine ulaşıyor mu? Örgüt son döneme göre ne kadar gelişim gösterdi? Bununla birlikte performans ölçümü, öğrenme ve gelişimin bir parçası olarak iyileştirme müdahalelerinin etkinliği konusunda yöneticilere geri bildirim oluşturulmasına yardımcı olmaktadır. Genel olarak, performans ölçümü mekanizmalar, süreçler ve kriterler veya performans alanlarından oluşan bir sistemi temsil eder. Performans ölçümünün, politikalar ve hedeflerle uyumlu olması gerekmektedir. Uygun olan yerlerde bilginin görünürlüğü ve örgüt boyunca sürekli iletişim yönetime katkı sağlamada yardımcı olur (Phusavat vd., 2009:647).

Performans ölçümü, yöneticilere örgütün ne derece başarılı olduğunun belirlenmesi ve örgütün geleceği hakkında doğru kararlar alınması konularında katkı sağlamaktadır. Performans ölçümü, işlemlerin ve çıktıların denetlenmesini, gelişimini ve değerlendirilmesini mümkün kılmaktadır. Önceden belirlenen hedefler ile elde edilen sonuçlar karşılaştırılarak hedeflerden sapmaların boyutu performans ölçümü ile belirlenir. Süreçlerde iyileştirme yapılacak alanların belirlenmesi, gerçekleşen verimsizliklerin nedeni ve maliyetinin ortaya koyulması ve karşılaştırma yapılabilecek standartların oluşturulması performans ölçümü sayesinde gerçekleşir (Coşkun, 2005:5).

Performansın ölçülmesi tek başına bir hedef olarak görülmemelidir. Örgüt yönetiminde karar verilirken bilgi sağlamaya yönelik yararlı ve güvenilir bir bilgi edinme faaliyettir. Performansın ölçülmesi, örgütün yaptıklarının bir özeti niteliğinde olup örgütsel performansın geliştirilmesine katkı sağlar. Performansın doğru bir şekilde ölçülmesi, örgüt faaliyetlerinin istenilen sonuçları ne ölçüde gerçekleştirdiği ile ilgili değerlendirme yapmaya olanak sağlamalıdır. Bu bağlamda, performans ölçmenin amaçları aşağıdaki gibi sıralanabilir (Kalmış, 2010:55-56):

- Sürecin takibini yapabilme,
- Yapılan faaliyetlerin doğruluğunu değerlendirebilme,
- Yaşanan değişiklik durumlara uyum gösterebilme,
- Değişimin kendisini yönetebilme,
- Hesap verebilen bir yapıda olma,
- İlerletme.

Performansın ölçülmesinin amaçlarından biri şirketin performansını görebilmek iken diğer bir amacı ise gösterdiği performansın üzerine çıkabilmektir. Bir performans ölçümü yapmanın nihai hedefi, örgütün performansını müşterilerine, personeline, ortaklarına ve pay sahiplerine yönelik daha da iyi hizmet verebilmesi için iyileştirmektir (Johnson, 2007:1).

2.1.3. Performans Ölçümünün İşlevleri

Her zaman iyi ölçüm yapmasak bile, sık sık ölçüm yapma eğilimindeyiz. Ortalama bir iş gününde kaç defa bir ölçüm çeşidine dahil olduğunuzu bilmek bireyi şaşırtabilir. Neredeyse görünmez olarak yapılan ölçüm aynı anda her yerde cereyan etmektedir. Örgüt altyapısının standart bir parçası olarak sıradan görülmesi ve kendiliğinden gelişime izin verilmemelidir. Örgütsel performans ölçümü, tesadüfi veya kendiliğinden gelişime bırakılamayacak kadar önemlidir. İş yerinde ölçüm yapmak birçok hayati amaca hizmet eder ve bu amaçlara ne ölçüde hizmet ettiği örgütün gerçek değerini anlamasıyla mümkündür. Performans ölçümünün çeşitli fonksiyonları bulunmaktadır. Performans ölçümünün bazı temel fonksiyonları aşağıda verilmiştir (Spitzer, 2007:15-20):

Ölçüm, davranışı yönlendirir: Tüm davranışlar ölçülen tarafından tahmin edilebilir.

Ölçüm performansın görünürlüğünü artırır: Ölçemediğinizi yönetemezsiniz. Örgütlerde meydana gelenlerin çoğu (süreçler, yetenek ve performans) doğrudan görünür olmadığından ölçüm bizim gözlerimiz haline gelir.

Ölçüm dikkat toplar: İnsanlar zamanları ve kaynakları konusunda çok fazla rekabetçi taleple karşı karşıya kaldıklarından, ölçümler özellikle ödül sistemiyle ilişkilendirildiğinde insanların dikkatlerini çekmeye meyillidir.

Ölçüm beklentileri netleştirir: Yönetimin en önemli rollerinden biri beklentileri işgücüne iletme. İnsanlar yönetimin neyi beklediğini değil, neyi denetleyeceğini iyi bilirler. Yönetim, ne istediği konusunda belirsizdir ve ciddi karışıklığa neden olmaktadır. Ölçüm iyi tanımlandığı takdirde belirsizlik katmanlarını kesmekte ve doğru noktaya gelmektedir.

Ölçüm hesap verilebilirliği sağlar: Hesap verilebilirlik, ölçülebilir sorumluluktan başka bir şey değildir. Ölçüm, hesap verilebilirliğin özü olarak sizin ve çalışanlarınızın üstlenilen görevlere karşı ne kadar iyi performans sergilediğini gösterir. Ölçüm olmadan kendinizi veya başka birini bir şeyden sorumlu tutmak zordur, çünkü yapmanız gereken şeyin gerçekte başarıldığını belirlemenin bir yolu yoktur.

Ölçüm nesnellik artırır: İnsanlar aslında ölçümden hoşlanmakta ve hatta ölçülmekten de hoşlanmaktadırlar. Fakat, özellikle öznel görüşlere dayanan yargılanmaları sevmiyorlar. Ölçümün nasıl yapıldığı amacına bağlıdır ve ölçümün en yüksek amacı öğrenmek ve geliştirmektir.

Ölçüm hedef belirleme için katkıda bulunur: Herkes, hedeflerin örgütün tanımladığı başarı aracı olarak bilir. Bir şirketin belirlediği hedefler, şirketin ne ölçtüğüne bağlı olacaktır. Ancak, birkaç kişi hedefin belirli bir ölçüm ölçeğinde belirlenmiş bir hedef değerden başka bir şey olmadığını fark eder. Önce bu ölçeği tanımlamalıyız. Ölçüm ölçeği net kâr, müşteri memnuniyeti, satışlar, verimlilik vb. olabilir. Çoğu insan iyi hedeflerin niteliklerini belirten SMART kısaltmasından

oluşan spesifik, ölçülebilir, uygulanabilir, uygun ve zamanlamadır. Hepsi önemlidir, ancak en önemlisi ölçülebilir olmasıdır. Ölçtüğümüz şeyi alacağımızı unutmamalıyız.

Ölçüm yürütmeyi geliştirir: İyi yürütme olmadan amaçlarınıza ulaşmak mümkün olmayacaktır ve ölçüm yapmadan tutarlı bir şekilde yürütemezsiniz. Dünyadaki en büyük plan bile zayıf yürütme nedeniyle bozulabilir. Yürütmeye ölçümün öneminden kuşku duyuyorsanız, yürütmeyen şirketlerin olasılıkları ölçemediği aklınıza gelebilir.

Ölçüm tutarlılığı artırır: Tutarsızlık ölçülmemiş, zayıf ölçülen sistemlerin bir özelliğidir ve gerçek kalitenin antitezidir. Olağanüstü performans, çeyrek yılda veya yılda başarı ile ilgili değildir; uzun vadede tutarlı bir başarı ile ilgilidir.

Ölçüm geri bildirimi kolaylaştırır: İyi bir geri bildirim almadan bir şey yürütemez veya belirlenen hedeflere ulaşamayız. Geri bildirim, herhangi bir bireyin ve kuruluşun temel navigasyon veya yönlendirme cihazıdır. Açık ve zamanında geri bildirim alındığında gizli nesneye çok hızlı bir şekilde ulaşılabilir ve hayal kırıklığı en aza indirilebilir. Ancak, geri bildirim verilmediğinde veya geç ve hatalı geri bildirim sağlandığında başınız dertte olur.

Ölçüm hizalamayı, sıralamayı artırır: Hizalanmış bir ölçüm sistemi olmadan herhangi bir organizasyonda tutarlı davranış ve performans mümkün değildir.

Ölçüm karar vermeyi geliştirir: Son derece etkili bir organizasyonun özelliği, iyi kararlar alarak onları rakiplerinden daha iyi, daha hızlı ve daha tutarlı hale getirmektir. Ne yazık ki, çok az sayıda yönetici veri tabanlı kararlar almayı öğrenmiştir. Veri tabanlı olmayan kararlar başarısızlığa sürükleyebilir. Başarısızlığa eğilimli kararların en önemli sebeplerinden biri sezgiye, yani her birinin önyargıya ve kişisel kör noktalara karşı oldukça duyarlı olan bireysel bir deneyim, düşünce, mitoloji, güç, politika ve olasılık kombinasyonuna aşırı

güvenmektir. Fakat, doğru bir ölçümün bin görüşten değerli olduğunu unutmamalıyız.

Ölçüm problem çözmeyi geliştirir: İnsanlar sorun gördüklerinde, gelecekte gördüklerinin çoğu sadece semptomlardır. Çoğu kuruluştaki yalnızca belirgin semptomlar ölçülür. Örgütsel sistemlerde yerleşik olan zaman gecikmeleri nedeniyle, semptomların kedini göstermesi genellikle uzun zaman alır. Semptomatik çözüm konusunda dikkatli olunması gerekir. Çünkü bir sorunu yalnızca bir semptomu kaldırarak çözemezsiniz. Yeterince ciddi bir sorun tespit edildiğinde, disiplinli bir işlem kullanarak gerçek performans ölçüm verilerini toplayarak kök nedenler teşhis edilmesi ve doğrulanması gerekir. Performansı sistematik olarak ölçüyorsanız, sorunların keşfedilmesi, önceliklendirilmesi ve çözülmesi çok daha kolay olacaktır.

Ölçüm erken uyarı sinyalleri sağlar: Pek çok insan bir problemi kriz seviyesine gelinceye kadar tanımıyor, bu çalışma hayatında da aynıdır. Önemli problemler erken tespit edilip ele alınmazsa, uzun vadeli sonuçlar oldukça ağır olabilir. Şirketler hem iç hem de dış çevredeki değişiklikleri tanıması için ölçüm sistemlerini kalibre etmeleri gerekir. Bazen, normalde göz ardı edilebilecek küçük ama önemli değişiklikler doğru ölçümle görünebilir.

Ölçüm anlayışı geliştirir: İyi bir ölçüm yapılmayan organizasyonda neyin işe yarayıp neyin işe yaramadığını bilmek mümkün değildir. Uygun şekilde doğru kullanılan sosyalleşmiş ölçüm size, çalışanlarınıza ve ortaklarınıza gerçek değer yaratmada zor ölçülen kaynakları yönetmek için gerekli olan anlayışı sağlayacak ve bu süreçte daha etkili bir yönetici ve daha iyi bir lider olmanıza katkı sağlayacaktır.

Ölçüm tahmin yapmayı sağlar: Burada tahminden kasıt, bir kuruluşa öncülük etmek için öngörücü ölçümün ne kadar iyi kullanılabileceği ile ilgilidir. Tahmin hiçbir zaman kesin olmamakla beraber, tahmin ölçümünü uygun bir biçimde inşa etmek ve sürekli olarak inceltmek, ölçüm model veya çerçevelerini kullanmak kuruluşun yönetimini daha proaktif, ileriye dönük ve çok daha etkili hale getirebilir.

Ölçüm motive eder: Ölçüm işleri gerçekleştirme eğilimindedir, hareketsizlik veya uyuşukluk için çare yaratır. Ölçüm ayrıca insanların ilerlemelerini görmelerine yardımcı olur, bu da oldukça motive edicidir. İnsanlara ölçülebilir, hatta tutkulu hedefler verip ilerlemelerini izleme konusunda yardım ettiğinizde güçlü bir şekilde motive olurlar. Diğer yandan, iyileştirme hedefleri değişken, ölçülemez ve objektif olarak izlenemediğinde, insanlar genellikle ilgi alanlarını kaybederler ve iyileştirme çabalarından ayrılırlar. Ek olarak, ölçüm inisiyatif, başarı ile gurur duyma, akran baskısı ve rekabetçilik gibi kuvvetli motivasyon güçleri sunar.

2.1.4. Performans Ölçüm Sistemleri

Örgüt içerisinde karar almak ve alınan kararları uygulamak, koordine etmek ve uygulama sonuçlarının stratejik amaçlara uygunluğunu saptamak için toplanan bilgiler performans ölçüm sistemini oluşturur. Performans ölçüm sistemi, iş birliği, bilgi alışverişi hem yapılan hataların hem de elde edilen başarıların getirdiği sorumluluğun paylaşılması ve eğitim ve geliştirmeye imkân veren dinamik bir sistemi ifade eder (Karaman, 2009:416). Performans ölçümü, çok boyutlu performans ölçüm setlerinin kullanılması anlamına gelir. Ölçüm setleri hem finansal hem de finansal olmayan ölçütleri içerdiği için çok boyutludur. Aynı zamanda, iç performans ve dış performans ölçütlerini kapsamakta ve genellikle neyin başarıldığının miktarını belirten ve geleceğe yönelik tahminlere yardımcı olmak için kullanılan ölçütleri barındırmaktadır (Bourne vd., 2003:3).

Performans ölçüm sisteminin ana amacı, şirketin performansı hakkında kapsamlı ve dönemsel bilgi edinmektir. Şirketin ve alt ünitelerin var olan performans ve amaçlarını iletmek, kaynak dağılımı ile çıktıları kalite ve miktar yönünden geliştirmek, erken uyarı sinyalleri sağlamak, şirketin zayıf yönlerini tespit etmek, düzeltmeye gereksinim olup olmadığını belirlemek ve faaliyetlerin etkisini ölçmek sebebiyle performans ölçüm sistemi kullanılır. Performans ölçümü faaliyet gösterilen çevrede etkiye sahiptir. Performans ölçümünde; ölçmeye başlama, neyin ölçüleceği ve hedeflerin ne olacağının kararlaştırılması örgüt içindeki grup ve bireyleri etkileyecek eylemler olmaktadır (Kalmış, 2010:63).

Performans ölçümü, 1880’lerde başlayarak 1980’lerde sona eren geleneksel performans ölçüm sistemleri ve 1980 sonrası dönemde kullanılan modern performans ölçüm sistemleri olarak iki gruba ayrılabilir. Geleneksel performans ölçüm sistemleri, yatırımın geri dönüşü ve verimlilik gibi finansal performans ölçütleri üzerinde durmuştur. Modern performans ölçüm sistemleri ise 1980’lerin başında değişen müşteri gereksinimleri, üretim ve yönetim felsefeleri (CİM, FMS, JİT, OPT ve TKY) ve yeni teknolojilerin uygulanmasını zorunlu kılan küresel rekabetin bir sonucu olarak ortaya çıkmıştır. Üretim şirketlerinin rekabet edebilmesi için kaliteli ve güvenilir teslimat, daha fazla çeşitlilik, daha kısa teslim süresi ve daha düşük maliyete sahip olmaları gerekmiştir. Bunun sonucunda da teknoloji ve felsefeler, geleneksel performans ölçüm sistemlerinin yeterli olmadığı gerçeği tespit edilmiştir. şirketlerin başarısı ve refahı için modern performans ölçüm sistemlerinin uygulanması hayati hale gelmiştir (Ghalayini vd., 1997:208).

2.1.4.1. Geleneksel Performans Ölçüm Sistemleri

Geleneksel performans ölçüm sistemleri, finansal performansı ifade eden temel bir parametrenin kâr göstergesi olarak kabul edildiği yöntemler içermektedir. Geleneksel olarak kastedilen kârlılığa yönelik performans ölçüm göstergeleridir. Bu göstergeler, finansal şirket muhasebesi bilgileri yoluyla elde edilen geleneksel muhasebe sistemine dayanmaktadır. Performans değerlendirmesi, geleneksel olarak likidite, faaliyet, kârlılık, sermaye yapısı ve piyasa değeri olarak beş alanda bir dizi göstergenin değerlendirilmesi ve piramidâl olarak bölünmüş bir takım göstergenin ölçümü ve tahmin modellerinden biri ile tek bir gösterge kullanılarak yapılır (Rajnoha vd., 2016:136).

2.1.4.2. Modern Performans Ölçüm Sistemleri

Modern performans ölçüm sistemleri, örgütlere amaçlarını aksettirecek ve performansın doğru şekilde değerlendirilmesine katkı sağlayan, finansal ve finansal olmayan ölçütlerin beraber kullanıldığı çok boyutlu ölçüm sistemleri olarak tanımlanabilir. Modern performans ölçüm sistemleri, şirket stratejisi üzerinde yoğunlaşır. Bütün çalışanlar için geçerlidir ve çalışanları motive etmektedir. İhtiyaçlar doğrultusunda değiştirilebilen, elastik bir yapıdadır. Modern ölçüm

sistemleri basit, doğru ve kolay kullanıma sahiptir. Performansın geliştirilmesi için hazırlanır ve performans gelişimine katkıda bulunur (Kalmış, 2010:73). Bu çalışmada modern performans ölçüm sistemlerinden; performans piramidi, performans prizması, paydaş temelli performans değerlendirme modeli ve toplam kalite yönetimi (TKY) temelli performans ölçümü ele alınacaktır.

Performans Piramidi: Performans piramidi, performans problemlerini analiz ederek bireylerin, grupların ve organizasyonların performansını geliştirmek amacıyla basit ancak kapsamlı bir bakış açısı sağlamak için geliştirilmiştir. Piramit, Gilbert ve diğer bilim adamların çalışmalarının yanı sıra bir dizi performans geliştiricilerine dayanmaktadır. Son on yılda evrim geçirmiştir ve “*basit ancak kapsamlı*” mantrayı dikkate alarak gelişmeye devam edecektir. Piramit, şartlara bakılmaksızın gerçek görünen temel bir gözlem üzerine kuruludur. Temel gözlem, bir şeyi başarmak için vizyon, kaynaklar ve destek sistemi olarak üç faktörün mevcut olması gerektiğini söz eder.

Bu üç faktör yerinde ve uyumlu olduğunda önemli bir şeyde başarı elde edileceği fikri esastır. Model, bilgi ve beceriler, performans yeteneği, motivasyon, değerler ve benlik kavramı, ekipman, çevre ve süreçler, beklenti ve geri bildirim, ödüllendirme ve teşvikler olarak altı destek sistemi bloğuna sahiptir. Ayrıca, destek sistemi alanında yer alan örgüt kültürü destek sistemini etkilemektedir. Üç ana unsur ve altı destek sistemi bloğu yeterli ve aynı hızda olduğunda, yaşanan değişimler ve süreç yönetilip takip edildiğinde, hedeflerin ulaşılabilir olduğu vurgulanmaktadır.

Performans Prizması: Performans prizması, doğru ölçümlerin alınmasında hayati öneme sahip olan performans ölçüm seçimine yardımcı olmak için tasarlanmış ikinci nesil bir ölçüm modelidir. Kâr amacı güden veya gütmeyen çeşitli kuruluşların temel iş konularını ele alan kapsamlı bir ölçüm çerçevesine sahiptir. Açıkça eleştirel sorular sorar ve yöneticileri diğer yapıların içgüdüsel olarak önermediği biçimde ölçümler arasındaki bağlar aracılığıyla düşünmeye teşvik eder (Neely vd., 2001:6).

Üç boyutlu olan performans prizması modeli, üst ve alt tarafı sırasıyla paydaş memnuniyeti ve paydaş katkısıdır. Üç taraf ise stratejiler, süreçler ve yeteneklerden meydana gelmektedir. Günümüz iş ortamında uzun vadede başarılı olmak isteyen kuruluşların kilit paydaşlarının kim olduğunu ve ne istediklerini net bir şekilde görmeleri paydaş memnuniyetini; bu paydaşlara değer sunulmasını sağlamak için hangi stratejileri uygulayacaklarını tanımlamaları stratejileri; bu stratejilerin bedelsiz olması durumunda şirketin hangi süreçleri gerektirdiğinin anlaşılması ve bu süreçleri yürütmek için hangi yeteneklere ihtiyaçları olduğunu belirlenmesi süreçler ve yetenekleri; örgütün paydaşlarından istediği çalışan sadakâti, müşteri kârlılığı ve uzun vadeli yatırımlar gibi sofistike şeylerin dikkate alınması ise paydaş katkısına işaret etmektedir. Kısacası, performans prizması iyi performans neyin oluşturduğu ve neyin yönlendirdiğine dair açık bir anlayışa sahiptir (Neely ve Adams, 2001:8-9).

Paydaş Temelli Performans Değerleme Modeli: Çok boyutlu performans değerlendirme modellerinden bir diğeri Atkinson ve arkadaşları tarafından geliştirilen “*Paydaş Temelli Performans Değerleme*” (The Stakeholder Scorecard Model) modeli olmaktadır. Model, paydaşları temel alarak değerlendirme yapmaktadır. Örgüt paydaşlarının gereksinim ve beklentilerini iyi bir şekilde bütünleştirmeye ve bunu nasıl gerçekleştirdiğini ölçmeye dayanmaktadır. Model, sadece finansal ve finansal olmayan diğer performans göstergeleri arasındaki denge üzerinde bütün dikkatini toplamamakta, bundan başka şirket ile kilit paydaş grupları arasındaki ilişkiyi de açıklamaktadır. Şirket içerisinde veya dışarısında kurumdan çıkarı olan ve şirketin performansını etkileyebilen birey veya gruba paydaş denilmektedir. Müşteriler, çalışanlar, tedarikçiler, ortaklar ve toplum şirketlerin potansiyel olarak sahip olduğu beş önemli paydaş grubudur (Kalmış, 2010:78).

Model, bir şirketin performansını ölçmek için tüm şirket paydaşlarının katkı ve beklentilerinin dikkate alınması gerektiğini vurgulamaktadır. Modele göre bir kuruluşun birincil amacı paydaşların kârını en üst düzeye çıkarmaktır. Ancak, birincil amaca ulaşmak için müşteriler, çalışanlar, tedarikçiler ve topluluk gibi diğer paydaşların ihtiyaçlarını karşılayan ikincil amaçlarındaki performansını izlemesi ve yönetmesi gerekir. Bu, bir şirketin hem sonuçlara hem de bu sonuçlara etkisi olan

nedenlere odaklanması gerektiği ve bu yüzden performans ölçümünün hem finansal hem de finansal olmayan önlemleri içermesi gerektiği anlamına gelmektedir (Mair ve Rata, 2004:4).

Dengeli Ölçüm Kartı (Balanced Scorecard): Kaplan ve Norton, üst düzey yöneticilere gerçekleşen faaliyet sonuçları hakkında hızlı ve kapsamlı bilgi sahibi olmalarını sağlayan, bir dizi finansal ölçüm seti içeren dengeli ölçüm kartını geliştirmişlerdir. Müşteri memnuniyeti, iç çevre süreçleri, kuruluşun inovasyon ve iyileştirme faaliyetleri ve finansal ölçümler operasyonel ölçümlerle bütündür. Operasyonel ölçümler, gelecek finansal performansın belirleyicileri konumundadır. Bugün bir organizasyon yönetmenin karmaşıklığı, yöneticilerin birkaç alanda performansı aynı anda görebilmelerini gerektirmektedir (Kaplan ve Norton, 1992:71).

Kaplan ve Norton, 1992’de performans değerlendirme ve ölçme yöntemi olarak başlattıkları çalışmayı daha sonra stratejik yönetim modeli odaklı bir çerçeveye dönüştürmüşlerdir. 2001 yılındaki yayınları ile dengeli ölçüm kartının stratejik yönetim modeli olarak tanımlanması gerektiğini dile getirmeye başlamışlardır. Stratejiyi tüm çalışanlara yaymak, stratejiyi operasyonel terimlere dönüştürmek, stratejiyi sürekli bir sürece çevirmek, stratejiyi herkesin günlük işi haline getirmek ve değişimi yönetmek ilkeleri ile şirketlerin strateji odaklı olabileceklerini açıklamışlardır. Bu çalışma ile Kaplan ve Norton tarafından performans yönetimi olarak tanımlanan dengeli ölçüm kartı stratejik yönetim modeli olarak tanımlanmıştır (Güner, 2008:250).

Dengeli ölçüm kartı, birden çok performans bileşenin ölçülmesi ve her bir performans ölçüm sonucuna belirli bir ağırlık verilerek özet bir biçimde raporlanmaktadır. Dengeli ölçüm kartı, şirketi ürün, süreç, müşteri ve pazar geliştirme faaliyetlerinde motive eden yönetim sistemine sahiptir. Bu bağlamda, örgütlerin geçmişte kaydettikleri performansa ilişkin finansal ölçülerin gelecekteki performanslarını etkileyecek ölçülerle bütünleştirilmesini sağlar (Kalmış, 2010:79-80). Dengeli ölçüm kartı, bir şirketin misyon ve stratejisinin anlaşılabilir performans ölçümleri haline çevirerek ifade edilmesini ve böylece stratejik ölçüm ve yönetim sistemi için gereken yapıyı oluşturur. Dengeli ölçüm kartı, çalışan

davranışlarını, şirketin misyonu ve stratejisi ile ilişkilendirerek çalışan ve şirket hedefleri arasında harmonizasyon sağlamaktadır (Güner, 2008:251).

Dengeli ölçüm kartı, örgütün hedef ve ölçüleri ile örgüt performansını finansal, müşteri, içsel yönetim süreçleri, öğrenme ve büyüme olarak dört farklı boyuttan ölçmektedir. Her dört performans boyutu örgütün vizyon ve stratejisi ile ilişkilidir. Örgütlerin, bahsedilen boyutların her birisinde kritik başarı faktörlerini tanımlamaları, performans hedefleri oluşturarak performanslarını ölçmeleri ve elde edilen bilgileri karar sürecinde kullanmaları beklenmektedir. Her bir performans boyutu, onunla ilgili amaçları, kullanılan performans ölçüleri, hedefler ve girişimleri bulundurmaktadır (Kalmış, 2010:80).

Dengeli ölçüm kartı, geçmiş dönemlerde şirketlerin ekonomik faaliyetlerini değerlemede finansal bakış açısını bir boyut olarak ele almaktadır. Bir şirketin uyguladığı stratejilerin, şirket gelişimine katkı sağlayıp sağlamadığı finansal performans ölçüleri ile belirlenmektedir. Finansal amaçlar, şirketin geliri, sermaye kârlılık oranı, ekonomik katma değer gibi kârlılıkla ilgili ölçülebilen amaçlardır. Bu amaçlara ulaşma derecesi şirketin pay sahipleri tarafından başarısını temsil etmektedir. Finansal amaçlar, diğer tüm boyut, ölçü ve amaçlar için odak noktası niteliğinde olduğu öne sürülmektedir. Seçilen her ölçünün, finansal performansta gelişme sağlayacak sebep-sonuç ilişkilerinin bir parçası olması gerekmektedir. Finansal boyut oluşturulurken göstergeler yönetim ve ortakların beklentilerine göre belirlenmelidir (Ağca ve Tunçer, 2006:182).

Dengeli ölçüm kartının müşteri boyutu, şirketlerin rekabet etmeyi seçtikleri müşteri ve pazar kesimini belirtmektedir. Bu müşteri ve pazar kesimi şirketin finansal gelir yaratacak kaynaklarını temsil eder. Şirketlerin müşteri sonuçlarının temel ölçülerini hedef müşteri ve pazar kesimi ile uyumlu olması müşteri boyutuyla sağlanır. Müşteri boyutu, organizasyonda müşterilerin gözlerine benzer. Müşterilerin elde ettiği malın kalitesi, hizmet düzeyi ve memnuniyet oranı müşterilerin şirketleri devamlı gözlemlediğinin ve alışkanlıklarını bu özelliklere göre değiştirdiğinin en önemli göstergesidir (Karaman, 2009:420).

İçsel yönetim süreçleri boyutunda kullanılan hedefler ve performans ölçütleri daha önce belirlenen finansal ve müşteri boyutunu destekleyici nitelikte olmalıdır. Finansal ve müşteri boyutunda belirlenen hedeflerin gerçekleştirilmesi için şirketin içsel yönetim süreçlerinde neler yapabileceği araştırılmalıdır. Böylelikle, şirketin içsel yönetim süreçleri şirket stratejisine uygun olarak biçimlenir. Kalite, verimlilik, süreç zamanı, yeni ürün sayısı içsel yönetim süreçleri boyutunda kullanılan temel ölçütler olarak söylenebilir (Yıldız vd., 2010:7-8).

Öğrenme ve büyüme boyutu, şirket süreçleri içinde değişim, yenilik, sürdürülebilir iyileştirmenin sağlanmasını tanımlar. Ölçüler daha çok örgütün soyut varlıklarıdır ve gelecekte daha iyi bir konuma getirilmesi yönündedir. Genellikle, çalışanların doyumu, motivasyon, personel güçlendirme, çalışanların bilgi işlem sistemleri yetenekleri ve bilgisini artırma konuları mevcuttur. Bu kısımda kullanılan ölçüler ise çalışanların eğitimi, geliştirilmesi, fırsat eşitliği ve bu süreçlerin yeni mal ve hizmet üretiminde ne derece etkili kullanıldığı ile alakalıdır (Gökmen, 2009:14).

Toplam Kalite Yönetimi Temelli Performans Ölçümü: Ürün ve hizmet üretiminde müşterilerin beklentilerini cevaplama ve onların ürün ve hizmetle ilgili duyduğu doyum, memnuniyet düzeyi kalite olarak tanımlanmaktadır. TKY yaklaşımı ise uzun dönemde, müşteri tatmini sağlayan, başarıya ve içinde bulunduğu çevre için üstünlükler elde etmeyi amaçlayan, bütün çalışanların katılımına dayanarak kaliteye odaklanmış bir yönetim modeli olarak tanımlanabilir. TKY, yönetim modelinde başarı sağlamak için genel ve sürekli eğitim sağlamak şarttır (Kalmış, 2010:85).

Müşteri memnuniyetini gerçekleştirmek bu yönetim modelinde esas amaçtır. Bu yüzden, TKY aynı zamanda “müşteri odaklı yönetim” anlayışı olarak da bilinmektedir. Müşteri istek ve beklentilerine uygun mal ve hizmet sunmak için “sürekli eğitim” ve “sürekli geliştirme” yani, kaizen önemli olmaktadır. Bunların yanında, organizasyonda süreçlerin istatistiksel araç kullanılarak kontrol edilmesi ve mevcut hata ve yanlışların devamlı ölçülmesi gereklidir (Aktan, 2012:242).

TKY, bir felsefe ya da sözde kalan bir işlem olmayıp, pratik bir yönetim uygulamasıdır. Bu yönetim modelinde üç unsur söz konusudur. İlki, işe uygun olarak mantıksal bir düşünce biçimi geliştirmek; ikincisi, kalite gelişimi için çalışanlarda güdüleme sağlamak; üçüncüsü ise pazarlama yönetimli davranışı esas alan bir şirket kültürü oluşturmaktır (Yeşilbayır, 2007:61-62).

TKY'nin ayrılmaz parçası performans ölçümüdür. TKY'nin başarı ile uygulanıp uygulanmadığı yalnızca performans ölçümü ile belirlenebilir. TKY'de performans ölçümü, öz değerlendirme biçiminde yapılır. Bir model çerçevesinde yapılan öz değerlendirme, örgütün süreç ve sonuçlarının, içerideki çalışanlar ve dışarıdan gelen gözlemciler tarafından sürekli ve sistemli biçimde gözden geçirilmesidir. Günümüzde, uygulanan birçok TKY değerlendirme modeli mevcuttur.

2.2. FİNANSAL PERFORMANS VE GÖSTERGELERİ

Performans, organizasyonun mali durumundaki değişim veya organizasyon üyeleri tarafından alınan kararların yerine getirilmesinden kaynaklanan finansal sonuçların ölçüsüdür. Genel olarak, örgütsel performans kavramı bir organizasyonun ortak bir amaca ulaşmak için fiziki, insan kaynakları ve sermaye kaynakları dahil olmak üzere tüm varlıkların verimli kullanılması fikrine dayanır. Varlıkların verimli kullanılması, değer artışı yaratarak şirketlerin sürekliliğine yol açmaktadır. Sonuç olarak, performansın özü değer yaratmadır. Performans, kamu şirketleri, aile şirketleri veya kâr amacı gütmeyen organizasyonlar açısından farklı boyutlarda değer yaratılmasına izin veren çok boyutlu bir yapıdır (Carton ve Hofer, 2006:2-5).

Finansal performans, şirketin belirli bir süre boyunca finansal sağlığının ölçüldüğü bir boyuttur. Diğer bir deyişle, şirketin dönen ve duran varlıklarını, finansmanını özsermayesini, gelirlerini ve giderlerini yöneterek pay sahiplerine daha yüksek satış, kârlılık ve bir şirket değeri yaratmak amacıyla kullanılan finansal bir eylem olarak ifade edilmektedir. Finansal performansın ana amacı, pay sahiplerine ve paydaşlara karar vermede eksiksiz bilgi sağlamaktır. Finansal

performans, aynı sektörden benzer şirketleri değerlendirmek veya sektörleri toplu olarak karşılaştırmak için kullanılabilir (Naz vd., 2016:82).

Şirketin ekonomik hedeflerinin gerçekleşme durumunu gösteren finansal göstergeler, performans ölçümünün temeli olmaktadır. Satışlardaki artış, satışlara göre kârlılık, yatırıma göre kârlılık ve pay başına düşen kâr gibi göstergeler kullanılmaktadır. Şirket performansı, finansal performansın yanı sıra operasyonel performansı yani, finansal olmayan performansı da içermektedir. Pazar payı, yeni ürün, ürün kalitesi, katma değer ve teknoloji etkinliği finansal olmayan göstergeler olarak söylenebilir. Operasyonel performans, finansal performansı etkilemekte ve her iki performans göstergesi şirketin durumu hakkında bilgi sağlamaktadır (Bolat, 2009:6-7).

2.2.1. Kârlılık

Ekonomik amaçlar dizisinin ilk basamağını oluşturan kâr, akılcı ticari kararların gerekliliğinin bir tür denemesidir. Kâr, şirket sahiplerini, yöneticileri ve diğer çalışanları harekete geçiren en önemli güdüdür. Çünkü, şirket daha fazla kâr elde ettiği sürece; şirket sahibi sermayesini, çalışanlar ise gelirlerini artırmış olacaktır (Akkuş, 2010:24). Şirketin en önemli başarı ölçütü olan kâr, satış geliri ile maliyet arasındaki fark olarak tanımlanmaktadır. Fark pozitif olduğunda pozitif kâr ya da sadece kâr, fark negatif olduğunda ise negatif kâr ya da zarar olarak ifade edilir. Diğer bir deyişle, satış geliri ve maliyet tarafından belirlenen fark büyüklüğü kâr olmaktadır (Müftüoğlu, 2010:229).

Şirkette verim kriteri olarak sosyal aktifin getirisi gösterge kabul edilir. Bu getirinin ortalama oranına ayarlama ölçeği ya da ayar ölçüsü denir. Şirketin amacı veya hedefi, kaynak değişiminden optimal gelir elde etmek olduğu söylenebilir. Uzun vadede, şirket kaynaklarından en iyi gelir elde etmek için şirkette, verim kriteri olarak kabul edilen en kullanışlı unsur, toplam harcamaları aşan gelir artışı ya da kârdır. Kaynaklardan elde edilen gelir veya yatırımların getirisi kârlılığın ayar ölçüsü olarak ele alınabilir. Bu ölçü, şirketin faaliyetinin başarısını devamlı olarak ölçmeye ve sermayenin gelecekteki kullanımından beklenen gelir üzerinden tahmin

yapmaya olanak sağlayarak farklı sanayi kollarındaki şirketleri karşılaştırma sağlar (Akkuş, 2010:24).

Şirketler, verimliliğini artırma ya da satışlarını artırma yoluna giderek kârlılığını artırabilirler. Fakat, verimlilik artışı ile sağlanacak kârlılık artışı, satışların artırılmasına oranla daha etkilidir. Kârın değerlendirilmesinde kullanılan oranlar; satışlara göre kârlılık oranları ve yatırıma göre kârlılık oranlara olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Şirketin etkinliği, bu oranlar beraber değerlendirildiğinde meydana çıkmaktadır (Bolat, 2009:10).

Satışlara göre karlılık: En sık, brüt karlılık oranı ve faaliyet karlılık oranı ile hesaplanmaktadır. Brüt karlılık oranı, şirketin gayrisafi rantabilitesi hakkında bilgi verir. Brüt karlılık oranı aşağıdaki şekilde hesaplanır:

$$\text{Brüt Karlılık Oranı} = \frac{\text{Brüt Satış Karı}}{\text{Net Satışlar}}$$

Formülden de görüldüğü üzere brüt karlılık oranı; brüt satış karı ile net satışların oranlanması ile bulunur. Brüt karlılık oranının yüksek olması şirket adına olumlu bir veri olarak görülür. Faaliyet karlılık oranı ise şirket ana faaliyetlerinin toplam gelirinde ne kadar etkili olduğunu gösterir. Oranın yüksek olması şirketin ana faaliyetinin karlı ve verimli olduğunu göstermekte olup aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır:

$$\text{Faaliyet Karlılık Oranı} = \frac{\text{Faaliyet Karı (Zararı)}}{\text{Net Satışlar}}$$

Yatırıma göre karlılık: Yatırıma göre karlılık birçok yöntem ile ölçülmekte olsa da çalışmamızda aktif (varlık) karlılığı, özsermaye karlılığı ve pay senedi karlılığı ele alınmaktadır. Aktif (varlık) karlılığı; bir şirkette varlıkların verimli kullanılıp kullanmadığını ölçmede kullanılır. Oranın yüksek olması varlıkların verimli kullanıldığını göstermektedir. Aşağıdaki formül ile hesaplanır:

$$\frac{\text{Aktif (Varlık)} \\ \text{Karlılık Oranı}}{=} = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Toplam Aktifler}}$$

Özsermaye karlılığı oranı, şirketi finanse etmekte kullanılan özsermayeye göre ne ölçüde karlı olduğunu gösterir ve aşağıdaki formül ile ölçülür:

$$\frac{\text{Özsermaye} \\ \text{Karlılığı Oranı}}{=} = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Toplam Özsermaye}}$$

2.2.2. Verimlilik

En genel tanımıyla, üretim sürecine dahil edilen çeşitli faktörlerle bu süreç sonucu elde edilen ürünler arasındaki ilişkiyi ifade eden verimlilik, kaynakları optimum şekilde kullanarak üretmektir. Teknik anlamda verimlilik ise üretilen mal ve hizmet miktarı ile bu mal ve hizmet miktarının üretilmesinde kullanılan girdilere olan oranı olarak ifade edilir ve bu ölçü genellikle çıktı/girdi olarak formülize edilir. Ekonomi harici alanların da gitgide daha fazla incelenerek ülke gündemlerinin ön sıralarında yer alması sonucu verimlilik tanımında da değişiklikler olmuştur. Verimlilik denildiğinde, elde edilen ürün ve hizmetin kalitesini artırma, çevre ile doğal yapıyı koruma, çalışanlara en iyi çalışma ve yaşam şartlarını sağlama ve aynı zamanda birim girdi başına üretim miktarını artırma çabaları akla gelmektedir (Yükçü ve Atağan, 2009:4).

Şirketler açısından verimlilik, üretim sürecinde kullanılan ilk madde ve malzeme, işgücü, arazi, bina, makine, donanım ve enerji gibi kaynakların ne ölçüde etkin kullanıldığını saptayan bir gösterge olarak ele alınmaktadır. Şirketler açısından verimliliğin önemi iki noktada özetlenebilir. İlki, verimlilik şirketin başarı derecesini ve kârlılık durumunu belirtir. Şirketin üretim için kullandığı girdi hacmini azaltması, teknolojik gelişmeye uyum sağlamasıyla gerçekleşir. Bu da şirketin başarısını etkileyen bir faktördür. Verimliliğin şirketler açısından diğer önemi, şirketlerin genel işleyişleri ve başarı derecesi hakkında bilgi sağladığından verimliliğin şirket yöneticileri için etkin bir denetim aracı olarak kullanılmasıdır.

Dolayısıyla, şirket yönetiminin ekonomik ve teknik sorunlarını çözmede verimlilik ölçümünün yardımcı bir araç olacağını söylemek mümkündür (Kara ve Seyhan, 2016:164-165).

Başlıca verimlilik ölçüm yöntemleri: aktif devir hızı oranı, çalışma sermayesi devir hızı oranı ve maddi duran varlıkların devir hızı oranıdır. Formülleri şöyledir:

$$\text{Aktif Devir Hızı Oranı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Ortalama Toplam Varlıklar}}$$

$$\text{Çalışma Sermayesi Devir Hızı Oranı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Dönen Varlıklar Toplamı}}$$

$$\text{Maddi Duran Varlıkların Devir Hızı Oranı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Ortalama Maddi Duran Varlıklar Varlıklar}}$$

2.2.3. Büyüme

Hacim artışı veya nicelik olarak gelişme büyümeyi belirtmektedir. Şirketin satış miktarı, üretim miktarı, çalışan sayısı, harcanan enerji miktarı, özsermaye, yatırım toplamı, kullanılan ham madde, pazar payı veya mamul çeşitliliği gibi faktörlerde oluşan nicelik artışları büyümeyi ifade etmektedir. Fakat her nicel gelişme büyüme sağlamamaktadır. Nicel gelişme gereklidir fakat yeterli bir şart olmamakta, nitel gelişmeler de gerekmektedir. Bu gelişmeler şirketin maddi ve beşerî faktörlerin verimli hale getirilmesini gerekli kılmaktadır (Bolat, 2009:19).

Büyümenin şirketlere sağlayacağı çeşitli yararlar bulunmaktadır. Şirket büyümesinin en büyük yararı, şirketlerin optimal kapasitede yani ölçek ekonomisinde üretim gerçekleştirmeleridir. Ölçek ekonomisinde üretim yapıldığında, istenilen kalitede üretim sağlanır ve üretim maliyetleri

düşebilmektedir. Şirketlerin büyümeleri ile ar-ge faaliyetleri daha kapsamlı yürütülür. Bu faaliyetlerde nitelikli elemanların çalıştırılması ve şirket üst yönetiminin nitelikli elemanlardan oluşması kararların daha sağlıklı ve rasyonel alınması üzerinde etkili olacağı söylenebilir. Büyüme ile global düşünüp yerel piyasalar için üretim olacağından büyük ölçekli üretimde maliyetlerin düşürülerek kalitenin yükseltilmesi mümkündür (Büker vd., 2014:591-592).

Şirketlerde büyüme iç büyüme ve dış büyüme olarak iki şekilde gerçekleşebilir. Şirketlerin kendi olanaklarıyla, normal faaliyetleri sonucunda elde ettikleri fonları veya dışarıdan sağladıkları kaynakları yeni projelere yatırım yaparak geliştirdikleri büyüme iç büyüme olmaktadır. İç büyüme gelişerek büyüme olarak da nitelendirilmektedir. Dış büyüme ise bir şirketin, diğer bir şirketin tamamını, bir bölümünü, birleşerek veya yönetimlerine sahip olarak büyümesidir (Çelikkol, 2012:424).

$$\text{Büyüme Oranı} = \frac{\text{Son Dönem Tutarı} - \text{Önceki Dönem Tutarı}}{\text{Önceki Dönem Tutarı}} \times 100$$

Şirkete yönelik büyüme oranları, satışlarda artış, dönem kârında artış, özsermaye artışı ve varlık (aktif) artışı olarak hesaplanabilmektedir (Akgüç, 1998:80-83):

Satışların Büyüme Oranı: Cari dönemdeki net satış tutarından bir önceki dönemdeki net satış tutarı çıkarılır ve bir önceki dönemdeki net satış tutarına bölünerek 100 ile çarpılması sonucu cari fiyatlarla net satışlardaki yüzdelik artış bulunur. Fiyat artışları hızlı olan ekonomilerde, cari fiyatlara göre hesaplanan artış oranları anlamlı olmayacaktır. Cari fiyatlara göre hesaplanan artış hızlarının, fiyat artış hızı hesaba katılarak düzeltme yapılmalıdır.

Net Karın Büyüme Oranı: Dönem kârından bir önceki dönem kârı çıkarılır ve bir önceki dönem kârına bölünerek 100 ile çarpıldığında cari fiyatlarla dönem kârındaki artış veya vergi öncesi kârda artış oranı bulunur. Fiyat artışlarının etkisinden arındırmak için düzeltme yapılması gerekmektedir.

Özsermayenin Büyüme Oranı: Cari dönem özsermaye tutarından bir önceki dönem özsermaye tutarı çıkarılır ve bir önceki dönem özsermaye tutarına bölüldüğünde cari fiyatlarla özsermaye artışı elde edilir. Özsermaye artışı belirli bir tarih itibariyle stoku gösterdiğinden düzeltme yapılması hatalı olur. Reel özsermaye artışının hesaplanması için tüm bilanço kalemleri fiyat etkisinden arındırılmalıdır.

Varlıkların Büyüme Oranı: Cari dönem varlık tutarından bir önceki dönem varlık tutarı çıkarılarak bir önceki dönem varlık tutarına bölüldüğünde şirketlerde cari fiyatlarla aktif artışı hesaplanır. Varlık artışı da belirli bir tarih itibariyle bir stoku, kümülatif bir tutarı gösterdiğinden varlık artışında düzeltme yapılabilmesi için her bir varlık kaleminin hangi tarihte şirketin varlık tutarına dahil edildiğinin bilinmesi ve o tarih esas alınarak fiyat artışlarının etkisinden arındırılması gerekmektedir.

2.2.4. Piyasa Performans Ölçüleri

Bilhassa sermaye piyasasının gelişmesiyle beraber daha da önemli bir hale gelen piyasa performans oranları, menkul kıymet yatırımı yapanlara oldukça önemli veriler sunar. Oranlar, pay senetlerinin olması gereken piyasa değerine ulaşırken nasıl bir yol izlediğini ve ne kadar sürede gerçekleştiğini göstermektedir. Menkul kıymet değerlemesi yapan kişi ve kuruluşlar, yatırımlarında seçecekleri piyasa performans oranlarını kendilerine esas almaktadır (Büker vd., 2014:108).

Fiyat Kazanç Oranı: Yatırımcılara yönelik bir değer yatırım stratejisi olarak kullanılan fiyat kazanç oranı yatırımcıların ödeyeceği bedel karşılığında ne kadar kazanç elde edeceğini gösterir. Fiyat kazanç oranının formülü şöyledir:

$$\text{Fiyat Kazanç Oranı} = \frac{\text{Pay Başına Kar}}{\text{Pay Başına FVÖK}}$$

Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı: Yatırımcıların şirketin piyasa değeri ile defter değerini kıyaslamak amacıyla kullandıkları bir orandır. Oran, genellikle

yatırımcıların şirketin net varlıklarına ne kadar ödeyebileceklerini göstermektedir. Formülü şöyledir:

$$\text{Fiyat Kazanç Oranı} = \frac{\text{Pay Senedi Piyasa Fiyatı}}{\text{Pay Başına Defter Değeri}}$$

Şirket Değeri / Satışlar Oranı: Farklı borç yapılarındaki şirketleri karşılaştırmak amacıyla kullanılan bu oranın formülü şöyledir:

$$\text{Şirket Değeri / Satışlar Oranı} = \frac{\text{Firma Değeri}}{\text{Satışlar}}$$

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

DÖVİZ KURUNUN TURİZM ŞİRKETLERİNİN FİNANSAL PERFORMANSINA ETKİSİ: BIST TURİZM ENDEKSİ ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA

Çalışmanın bu kısmında; konuya ilişkin literatür araştırması, araştırmanın amacı, önemi, veri seti ve değişkenler hakkında bilgi verilmiş ve kurulan ekonometrik modellerle döviz kurunun şirket performansı üzerindeki etkisi araştırılmıştır.

3.1. LİTERATÜR ARAŞTIRMASI

Literatür detaylı olarak incelendiğinde turizm şirketleri özelinde finansal performans çalışmalarının olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu kapsamda döviz kurunun şirket performansı üzerindeki etkisine yönelik yapılan incelemeler ve konuya yönelik önemli görünen çalışmalar aşağıda özetlenmiştir:

Alibabae ve Khanmohammadi (2016) tarafından yapılan çalışmada reel efektif döviz kuru, enflasyon oranı ve faiz oranının şirket karlılığı üzerindeki etkisi İran’da otomotiv, ilaç ve akaryakıt sektörü için araştırılmıştır. 2009-2014 dönemini kapsayan çalışmada kurulan modeller sonucunda akaryakıt ve ilaç sektörlerinde döviz kuru değişimlerinin şirket karlılığını pozitif yönde etkilediği, otomotiv sektöründe ise istatistiki olarak anlamlı bir etkisinin bulunmadığı tespit edilmiştir.

Issah ve Antwi (2017) İngiltere’de pay senetler Londra Borsası’da işlem gören ve toplam cirosu 3 milyon GBP’nin üstünde olan 116 şirketin 2002 - 2014 dönemi arasındaki üçer aylık verilerini incelemiştir. Çalışmada şirketlerin finansal performansları üzerindeki makroekonomik unsurların etkisini araştırmışlardır. Temel bileşenler analizinin kullanıldığı ve 57 farklı makroekonomik değişkenle yapılan araştırmada; gayrisafi yurtiçi hasıla, işsizlik oranı, birim işgücü maliyetleri ve reel efektif döviz kuru çoklu regresyon analizine dahil edilmiştir. GMM yönteminin kullanıldığı analizin sonucunda şirketlerin karlılıkları ile döviz kuru arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Pacini vd. (2017), İngiltere'nin en başarılı 100 şirketini ele aldığı çalışmada, makroekonomik unsurların şirketlerin performanslarındaki etkisini incelemiştir. 2000-2014 dönemi için döviz kuru, enflasyon oranı, faiz oranı, dış borç/merkez bankası rezervleri, iç borç faiz ödemeleri/ yeni kredi tutarı ve gayri safi yurtiçi hasıla (GSYH), değişkenlerinin şirket karlılığı üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Yapılan analiz sonucunda döviz kurunun karlılık üzerinde negatif bir etkisi olduğu belirtilmiştir.

Coşkun ve Topaloğlu (2016) Borsa İstanbul 100 (BIST-100) endeksinde 2010 – 2015 yılları arasındaki yıllık verilerinin kullanıldığı 37 şirket üzerinde makroekonomik unsurların şirket karlılığı üzerindeki etkisini incelemiştir. Çalışmada makroekonomik göstergeler olarak; reel efektif döviz kuru, enflasyon oranı, faiz oranı ve kamu altyapı harcamaları ele alınmıştır. Şirket performansı; aktif karlılık oranı, satışların karlılığı ve özsermaye karlılığı değişkenleri ile ölçülmüş olup bu değişkenlerle döviz kuru arasında anlamlı bir ilişki bulunamadığı tespit edilmiştir.

Bayar-Ceylan (2017), Borsa İstanbul'da pay senetleri işlem gören 23 sanayi şirketinin verilerini kullandıkları çalışmada makroekonomik belirsizliklerin şirketlerin karlılıkları üzerindeki etkisini incelemiştir. 2003-2016 dönemindeki üçer aylık veriler GARCH modeli kullanılarak analiz edilmiştir. Reel efektif döviz kuru, tüketici fiyat endeksi, gayrisafi yurtiçi hasıla ve faiz oranı çalışmada makroekonomik değişkenler olarak ele alınmıştır. Yapılan analiz neticesinde döviz kurunun şirket karlılığını negatif yönde etkilediği sonucuna varılmıştır.

Aydeniz (2009), İMKB'de pay senetleri işlem gören gıda ve içecek şirketlerinin 1998-2007 dönemindeki finansal performansları ile makroekonomik faktörleri arasındaki ilişkiyi doğrusal regresyon yöntemini kullanarak incelemiştir. Araştırmada finansal performans; ROA, ROE, ROS, EBIT, EBITDA ve NOPAT ile ölçülmüştür. Çalışmada kullanılan makroekonomik faktörler ise; döviz kuru, faiz oranı, TÜFE, ÜFE, İMKB 100 ortalama endeks getirisi, GSMH, dış ticaret dengesi ve imalat kapasite kullanım oranıdır. Döviz kuru olarak USD verileri kullanılmıştır. Analiz sonucunda ROE, ROA ve ROS değişkenleri ile USD arasında anlamlı bir ilişki kurulamamıştır.

Güngör ve Kaygın (2015), Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren imalat sanayi şirketlerinin 2005-2011 döneminde pay senedi fiyatlarını etkileyen hem mikroekonomik hem de makroekonomik faktörleri panel veri analiz yöntemiyle belirlemeyi amaçlamışlardır. Çalışmada kullanılan makroekonomik değişkenler; döviz kuru, faiz oranı, enflasyon oranı, GSYİH, para arzı, petrol fiyatları, altın fiyatları, sanayi üretim endeksi ve dış ticaret dengesidir. İşletmelerin yıllık finansal verilerinin kullanıldığı çalışmadan döviz kuru olarak ise nominal günlük TL dönüşümü yapılmış USD'nin satış kuru kullanılmıştır. Analiz sonucunda döviz kuru ve pay senedi fiyatı arasında pozitif yönlü bir ilişki saptanmıştır.

Boyacıoğlu ve Çürük (2016) çalışmalarında; reel döviz kurunda yaşanan değişimlerin, pay senedi getirisi üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Çalışma kapsamında; İMKB 100 endeksinde işlem gören, imalat ve ticaret sektörlerinde faaliyet gösteren 42 şirketin 2006-2014 periyodundaki verilerini kullanmışlardır. Çalışma kapsamında, yıllık reel döviz kuru değişimleri ile pay senedi getirilerini hesaplayarak; panel veri analiz yönteminin kullanıldığı çalışmada reel döviz kurundaki değişimlerin pay senedi getirisi üzerinde pozitif bir etkisi olduğunu tespit etmişlerdir.

Emirhan (2006) çalışmasında; Türk şirketlerin kur riskini ölçmek ve kur riskine maruz kalmanın şirketlere özgü etkilerini analiz etmeyi amaçlamıştır. Eylül 1997-Eylül 2005 dönemleri arasında, pay senetleri BİST'te işlem gören 54 şirketin piyasa getirisi, pay senedi getirisi ve reel efektif döviz kuru değişim verilerini ele almıştır. 54 şirketin %17'sinin döviz kuru değişiminin pay senedi getirisini negatif yönde etkilediği saptanmıştır. Endüstri düzeyinde ise pay senedi getirisinin hiçbir endüstride anlamlı ilişkisi olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Bartov ve Bodnar (1994) çalışmalarında, daha önceki çalışmaların önemli kur risklerini belgelemedeki sınırlı başarılarını göz önüne alarak; şirketlerin kur hareketliliğinden nasıl etkilendiklerini, dolar ve özsermaye değeri arasındaki ilişkiye dair analizler ile araştırmıştır. Daha önce yapılan çalışmalardaki başarısızlığın yanlış örneklem seçiminden kaynaklandığını belirtmişlerdir. Seçilen örnek şirketlerin kur hareketliliğinden korunma politikalarını aktif şekilde kullandığını vurgulamışlardır. Çalışmalarındaki hareket noktası, şirketlerin kur

hareketliliğinden gecikmeli şekilde etkilendiği varsayımdır. Analizlerde kullandıkları 208 şirketi seçerken, şirketlerin dolar kurundaki değişimlerle pozitif korelasyona sahip olmalarına dikkat etmişlerdir. Çalışmada kullanılan veriler 1978-1989 dönemini kapsamaktadır. Oluşturdukları ilk modelde, aynı zamandaki etkileri ve gecikmeli etkileri incelemişlerdir. Aynı dönemdeki ilişkileri incelendiğinde anlamlı bir sonuca ulaşamamışlardır. Bu nedenle; döviz kurunda gerçekleşen değişimlerin gecikmeli etkilerinin varlığı olasılığı düşünülerek, ilk modelden elde ettikleri katsayıları 2. modelde bağımlı değişken olarak analizlerine dahil etmişlerdir. 2. modelde de döviz kurunda yaşanan değişimlerin, şirket pay senedi performanslarına gecikmeli şekilde etki ettiği sonucuna ulaşmışlardır.

Tablo 3.1: Döviz Kuru Değişimi ve Performans ile İlgili Literatür

Yazar	Yıl	ROA	ROE	Pay Senedi Karlılığı
Bartoy ve Bodnar	1994			+
Emirhan	2006			X
Aydeniz	2009	X	X	
Güngör ve Kaygın	2015			+
Alibabae ve Khanmohammadi	2016	+	+	+
Coşkun ve Topaloğlu	2016	X	X	
Boyacıoğlu ve Çürük	2016			+
Issah ve Antwi	2017	+	+	+
Pacini vd.	2017	-	-	-
Bayar-Ceylan	2017	-	-	-

3.2. ARAŞTIRMANIN AMACI

Bu çalışmada, döviz kuru değişiminin şirket performansı üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Bu kapsamda Borsa İstanbul (BİST)'de pay senedi işlem gören ve turizm sektöründe faaliyet gösteren 6 şirketin, 2010-2021 dönemine ilişkin finansal verileri kullanılmıştır.

3.3. ARAŞTIRMANIN ÖNEMİ

Performans ölçümü, karar mekanizmalarının doğru kararlar vermesini sağlayarak şirketlerin kuruluş amaçlarına ulaşmasını ve başarılarını arttırmalarını sağlayacaktır. Bunun yanında geçmişte yapılan şirket faaliyetleri değerlendirilerek, şirketlerin zayıf yönlerini ortaya çıkarma ve bu zayıf yönleri için tedbir alma imkânı oluşturacaktır. Ölçülemeyen değerlerin geliştirilmesi mümkün olmadığı gibi, gerekli performans göstergelerinin belirlenip performans ölçümü yapılmadan şirketlerin gelişimi ve amaçlarına ulaşması mümkün olmayacaktır (Bayyurt, 2011:578).

Literatürde döviz kuru değişiminin turizm şirketleri üzerindeki etkisini inceleyen çalışmaların çok kısıtlı olması nedeniyle yapılan bu çalışma öncül olma niteliği de taşımaktadır. Böylece çalışma, döviz kuru değişimi ile şirketlerin finansal tabloları ve oranları ilişkilendirilerek, finansal performansta yaşanan farklılıkları ortaya koyacağı ve yatırımcılara yol gösterici nitelikte olacağı için oldukça önem arz etmektedir.

3.4. EKONOMETRİK METODOLOJİ

Çalışmanın ekonometrik metodoloji kısmında öncelikle kullanılan zaman serisi yöntemleri hakkında teorik bilgi verilecektir. Zaman serileriyle çalışırken analiz sonuçlarının geçerli olabilmesi için modelde kullanılan değişkenlerin birim kök içermemesi diğer bir ifade ile durağan olması gerekmektedir. Bu sebeple ilk önce zaman serilerinde durağanlığını test etmek için kullanılacak. Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) ve Phillips-Perron (PP) Birim Kök Test'leri açıklanacaktır. Daha sonra uzun dönemli ilişkinin varlığını test etmek için kullanılan ARDL Sınır

Testi açıklanacaktır.

3.4.1 Dickey - Fuller (DF) ve Genişletilmiş Dickey - Fuller (ADF) Birim Kök Testi

Birim kök testleri zaman serisinin durağanlığının tespitinde sıkça kullanılan sınam testleridir. Zaman serilerinin uzun dönemde sahip oldukları özellikleri belirlemek için değişkenlerin önceki dönemlerde aldıkları değerlerin bu dönemi nasıl etkilediğini araştırmak söz konusu ola bilir. Bu sebeple herhangi bir zaman serisinin geçmiş değerlerinden nasıl etkilendiğini belirlemek için, serinin cari dönemde sahip olduğu değerin daha önceki dönemlerdeki değerleriyle regresyonunun bulunması gerekmektedir (Tarı, 2016: 387)

Dickey ve Fuller (1979) yaptıkları çalışmada $Y_0 = 0, \rho$ gerçek bir sayı ve $\{e_t\}$ ortalaması sıfır ve varyans σ^2 olan bağımsız normal rastgele değişkenlerin bir dizisi olmak üzere Y_t değişkeninin değerinin daha önceki dönemlerde aldığı değerle ilişkisini $Y_t = \rho Y_{t-1} + e_t$ ($t = 1, 2, \dots$), şeklinde formüle etmişler. Burada $|p| < 1$ ise Y_t serisi durağan bir zaman serisine yakınsamaktadır. $|p| = 1$ ise seri durağan olmamakta ve varyansı zamana bağlı olmaktadır (Y_t varyansı $t\sigma^2$ şeklindedir). $|p| > 1$ ise zaman serisi durağan değildir ve serinin varyansı, t arttıkça katlanarak büyür (Dickey ve Fuller, 1979: 427).

Dickey ve Fuller (1979) kendi testlerinde serinin durağanlığı $H_0: \rho = 1$ şeklinde gösterilen ve serinin durağan olmama durumunu ifade eden hipotezle geliştirmektedirler. Söz konusu sıfır hipotezi altında t istatistiğinin tutarlı olabilmesi için serilerin durağan olması gerekir. Bu yüzden Dickey-Fuller testinde geleneksel yolla hesaplanan t istatistiği yerine τ (tau) istatistiği kullanılması önerilmektedir. Dickey ve Fuller testinin literatürde Tau Testi olarak da geçmesinin ana nedeni buna bağlı olmaktadır. H_0 reddedilip seri durağan bulunursa t testi kullanılabilir fakat testin kritik değerleri Dickey ve Fuller tarafından Monte Carlo benzetimiyle hesaplanmıştır (Tarı, 2016: 387).

Dickey-Fuller testinde aşağıda sıralanan regresyon modelleri kullanılmaktadır (Dickey ve Fuller, 1979: 428);

Sabitsiz ve trendsiz model için;

$$Y_t = \rho Y_{t-1} + e_t \quad t = 1, 2, \dots,$$

Sabitli ve trendsiz model için;

$$Y_t = \mu + \rho Y_{t-1} + e_t \quad t = 1, 2, \dots,$$

Sabitli ve trendli model için;

$$Y_t = \mu + \beta_t + \rho Y_{t-1} + e_t \quad t = 1, 2, \dots,$$

Eğer e_t hata terimi otokorelasyonlu ise son denklem;

$$\Delta Y_t = \mu + \beta_t + \rho Y_{t-1} + \sum_{i=1}^M \alpha_i \Delta Y_{t-i} + e_t$$

şeklinde yazılır. Burada amaç, hata teriminin otokorelasyonsuz olmasını sağlayacak kadar gecikmeli fark terimini modele dahil etmektir. Bu modele DF testi uygulanırsa bu zaman Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) Testi ortaya çıkmış olur. ADF Test istatistiğinin kritik değeri DF testiyle aynıdır (Tarı, 2016: 390).

3.4.2 Philips-Perron (PP) Birim Kök Testi

Dickey-Fuller (1979) birim kök testi rassal hataların (şokların) dağılımının istatistiksel olarak bağımsız ve sabit varyanslı olduğu varsaymaktadır. Başka bir ifadeyle modelin hataları arasında otokorelasyon yoktur, $\varepsilon_t \sim IID(0, \sigma_\varepsilon^2)$. Philips-Perron, Dickey-Fuller (1979) testinin bu varsayımlarını geliştirerek hataların dağılımıyla ilgili yeni varsayımlar ileri sürdükleri parametrik olmayan bir birim kök testi geliştirmişler (Sevüktekin ve Çınar. 2014:378).

PP testinin kullandığı regresyon modeli aşağıdaki şekildedir (Philips ve Perron, 1988:337-338):

$$\begin{aligned} y_t &= \alpha y_{t-1} + u_t, \quad t = 1, 2, \dots, \mu^* \\ y_t &= \hat{\mu} + \hat{\alpha} y_{t-1} + \hat{u}_t \\ y_t &= \tilde{\mu} + \tilde{\beta} \left(t - \frac{1}{2} T \right) + \tilde{\alpha} y_{t-1} + \tilde{u}_t \end{aligned}$$

Yöntemin tahmini t değeri ($\hat{t}_\pi$) ve DF eşitliğinin tahmini kalıntılarından

başlar. T değeri test istatistikleri (t^*) aşağıdaki eşitliklerle geliştirilmiştir.

$$t^* = \frac{S_\epsilon}{S_\pi} \hat{t}_\pi - \frac{T[S_\pi^2 - S_\epsilon^2][std. er(\frac{\hat{\pi}}{S})]}{2S_\pi}$$

burada S DF regresyonun hata varyansıdır.

$$S_\pi^2 = \varphi^{-1} \sum_{t=1}^T \hat{\epsilon}_t^2 + 2T^{-1} \sum_{j=1}^l [1 - j(l+1)^{-1}] \sum_{t=j+1}^T \hat{\epsilon}_t \hat{\epsilon}_{t-j}$$

Son terim, Bartlett'in üçgen penceresini kullanan kalıntı varyansının parametrik olmayan bir tahminidir. Kritik faktör, gecikme penceresinin l boyutunu belirlemektedir (Sjö, 2011:103).

3.4.3 Autoregressive Distributed LAG Model – ARDL Sınır Testi

ARDL (Autoregressive Distributed Lag-Gecikmesi Dağıtılmış Otoresif) Sınır Testi, Pesaran, Shin ve Smith tarafından aynı seviyelerde durağanlık derecesine sahip olmayan değişkenler arasındaki eşbütünleşme ilişkisinin tahmin edilmesi için geliştirilmiştir. Bu test, Engle Granger (1987) ve Johansen (1988) Eşbütünleşme testlerindeki değişkenlerin seviyelerinde durağan olmayıp aynı derecede farkları alındığında durağanlaştırılması gerekliliği (I[1], I[1]) kısıtına karşılık değişkenlerin seviye ilişkisinin varlığının test edilmesi problemini gidermek amacıyla oluşturulmuştur (Pesaran vd., 2001: 289-290). Dolayısıyla ARDL Sınır Testi'nde ön şart olarak değişkenlerin durağanlık derecelerinin belirlenmesine gerek yoktur (Narayan ve Narayan, 2005: 429). Fakat Pesaran makalesindeki kritik değerlerin, değişkenlerin durağanlık derecelerinin seviyesinde ya da birinci farkında (I[0] ya da I[1]) olmasına göre tablolaştırıldığı için değişkenlerin ikinci farkında (I[2]) durağan olması olasılığına karşılık durağanlık derecelerinin test edilmesi mümkün olmamaktadır (Pesaran vd., 2001: 300-301).

ARDL Sınır Testi'nin diğer bir avantajı ise kısıtsız hata düzeltme modeliyle (herhangi bir kısıtlama olmadan uzun dönem katsayılarının modele dahil edilerek) oluşturulmasından dolayı diğer bir ifadeyle Engle Granger (1987) Eşbütünleşme Testi'ndeki gibi kısa dönem dinamiklerine hata terimleri dahil edilmediği için daha iyi istatistiksel özelliklere sahiptir (Banerjee vd., 1993). Ayrıca bu test, örneklem

sayısının az ve modellerde otokorelasyon, normallik, değişen varyans vb. olduğu durumlarda dahi Engle Granger (1987) ve Johansen (1988) Eşbütünleşme Testi'ne göre daha etkili ve güvenilir sonuçlar vermektedir (Narayan ve Smyth, 2005: 103-105).

ARDL Sınır Testi genel olarak bağımsız değişkenlerin cari ve gecikmeli değerleriyle birlikte bağımlı değişkenin de gecikmeli değerlerinin dahil edilmesiyle modellenmiştir (Enders, 2010: 405-406). ARDL Sınır Testi'nin uygulaması 2 aşamadan oluşmaktadır: İlk aşamada analize dahil edilen değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkinin varlığı test edilir ve değişkenler arasında bir eşbütünleşme ilişkisi varsa diğer aşamada uzun dönem katsayıların tahmini yapılır (Narayan ve Smyth, 2005: 103). Bu testin ilk aşamasında yer alan kısıtsız hata düzeltme modeli şu şekildedir (Pesaran vd., 2001: 296):

$$\Delta y_t = c_0 + c_1 t + \pi_{yy} y_{t-1} + \pi_{yxx} \chi_{t-1} \sum_{i=1}^{p-1} \psi'_i \Delta z_{t-i} + \omega' \Delta \chi_t + \theta w_t + u_t \quad (5)$$

Modelde yer alan π_{yy} ve π_{yxx} uzun dönem çarpanları, c parametre vektörünü, t trendi, w_t kontrol değişkeni, u_t hata terimini ifade etmektedir. ARDL Sınır Testi için hipotezler aşağıdaki şekilde oluşturulmuştur (Pesaran vd., 2001: 296):

$$H_0: \pi_{yy} = 0, \pi_{yxx} = 0' \text{ (Eşbütünleşme yoktur)}$$

$$H_1: \pi_{yy} \neq 0, \pi_{yxx} \neq 0' \text{ (Eşbütünleşme vardır)}$$

Hipotezler test edilirken hesaplanan F ve Wald test istatistiği değeri kritik değerlerden büyükse sıfır hipotezi reddedilir, böylece değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi olduğu sonucuna ulaşılır.

3.5. ARAŞTIRMANIN KAPSAMI, VERİ SETİ VE TANIMLAYICI İSTATİSTİKLER

Turizm sektöründe faaliyet gösteren ve BİST Turizm endeksinde yer alan 6 şirket araştırma kapsamında ele alınmıştır. Araştırma, 2010-2021 yıllarına ilişkin verilerin tamamına ulaşılan 6 şirket ile sınırlandırılmıştır.

Çalışmada kurulan modellerde kullanılan bağımlı değişkenler; piyasa değeri / defter değeri oranı ve aktif karlılığı (ROA) oranıdır. Bağımsız değişkenler ise; özsermaye karlılığı oranı (ROE), reel efektif döviz kuru değişimi, enflasyon oranı, reel faiz oranı, reel büyüme oranı ve Türkiye'ye gelen yabancı turist sayısındaki yüzdesel değişim oranıdır.

Finansal performans ölçülerinin hesaplanması için BİST Turizm Endeksi'nde işlem gören 6 şirketin finansal tablolarından ve yıllık faaliyet raporlarından faydalanılmıştır. Şirkete ilişkin finansal bilgiler www.borsaistanbul.com ve www.kap.org.tr adreslerinden temin edilmiştir. Turizm sektörüne ilişkin verilerin bulunamaması nedeniyle çalışma kapsamındaki 6 şirketin finansal tabloları toplaştırılarak sektörü temsilen çalışmada kullanılmıştır. Söz konusu şirketler ve 31.12.2021 tarihli bazı finansal verileri Tablo 3.2'de verilmiştir.

Tablo 3.2: Çalışma Kapsamındaki Şirketler ve Seçilmiş Finansal Verileri (Milyon TL)

Şirketler	Hasılat	Hasılat İçindeki Oranı	Aktif Toplamı	Özsermaye Toplamı	Net Kar	Piyasa Değeri
Altinyunus Çeşme Turistik Tesisler A.Ş.	63,10	0,18	654,87	546,16	16,12	1.605,71
Avrasya Petrol ve Turistik Tesisler Yatırımlar A.Ş.	3,51	0,01	141,06	127,14	31,85	114,43

Marmaris Altinyunus Turistik Tesisler A.Ş.	4,88	0,01	223,38	148,89	25,55	1.530,59
Martı Otel İşletmeleri A.Ş.	132,48	0,37	3.216,36	1.098,70	- 50,26	4.904,42
Petrokent Turizm A.Ş.	108,42	0,31	159,38	120,3	15,34	7.530,78
Tek-Art İnş. Tic. Turizm San. Ve Yat. A.Ş.	41,13	0,12	1.970,83	1.174,41	- 95,19	375,81
Sektör	353,52	%100	6.365,88	3.215,60	- 56,59	16.061,70

Sektörün aktif karlılık oranı (ROA), özsermaye karlılık oranı (ROE) ve piyasa değeri / defter değeri oranı hesaplanırken; şirketlerin hesaplanan ilgili oranlarının sektör hasılatı içindeki yüzdesine göre ağırlıklandırılmıştır.

Şirketlerin piyasa değeri / defter değeri oranı için, www.finnnet.com.tr adresinden yararlanılmıştır. Reel efektif döviz kuru endeksi, enflasyon oranı ve bankalarca açılan kredilere uygulanan ağırlıklı ortalama faiz oranı Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi'nden temin edilmiştir. Çalışmada, reel efektif döviz kuru endeksindeki değişim oranı (%) hesaplanarak kullanılmıştır. Enflasyon oranı ve reel faiz oranı için gerekli veriler Enflasyon oranı, tüketici fiyat endeksinin yıllık yüzdesel değişiminin çeyreklik ortalamasıdır. Reel faiz oranı ise enflasyondan arındırılmış bankalarca açılan kredilere uygulanan ağırlıklı ortalama yüzdesel faiz oranıdır.

Reel Büyüme Oranı (Yıllık) ve Türkiye'ye gelen turist sayısı Türkiye İstatistik Kurumu'ndan alınmıştır. Reel büyüme oranı, enflasyondan arındırılmış GSYH'nın yıllık yüzdesel değişiminin çeyreklik ortalamasıdır. Turist sayısındaki

değişim oranı hesaplanırken öncelikle aylık verilerden yıllık turist sayılarına ulaşılmış sonrasında bu verilerden üçer aylık yüzdesel değişim elde edilmiştir.

Çalışmada kullanılan değişkenler ve onların kısaltılmış isimleri Tablo 3.3'te özetlenmiştir.

Tablo 3.3: Değişkenler ve Açıklamaları

Değişkenin Adı	Kısaltılmış ismi	Hesaplanması	Kaynağı
Piyasa Değeri / Defter Değeri	PDDD	Şirketlerin PDDD oranları, sektör hasılatı içindeki yüzdesine göre ağırlıklandırılmıştır.	Finnet Veri Bankası'ndan şirketlerin PDDD oranları temin edilmiştir.
Aktif Karlılık Oranı	ROA	Şirketlerin net karlarının toplam varlıklarına oranları sektör hasılatı içindeki yüzdesine göre ağırlıklandırılmıştır.	Şirketlerin mali tablolarından yararlanılarak hesaplanmıştır.
Özsermaye Karlılığı Oranı	ROE	Şirketlerin net karlarının özsermayelerine oranları sektör hasılatı içindeki yüzdesine göre ağırlıklandırılmıştır.	Şirketlerin mali tablolarından yararlanılarak hesaplanmıştır.
Reel Döviz Kuru Endeksi	DVZ	Geçen çeyreğe göre TÜFE bazlı reel efektif döviz kurunun yüzdesel değişimidir.	TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi'nden yararlanılmıştır.
Enflasyon Oranı (TÜFE)	ENF	Tüketici fiyat endeksinin yıllık yüzdesel değişiminin çeyreklik ortalamasıdır.	TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi'nden yararlanılmıştır.
Reel Faiz Oranı	FAİZ	Enflasyondan arındırılmış bankalarca açılan kredilere uygulanan ağırlıklı ortalama yüzdesel faiz oranıdır.	TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi'nden yararlanılmıştır.
Reel Büyüme Oranı (Yıllık)	BYM	Enflasyondan arındırılmış GSYH'nın yıllık yüzdesel değişiminin çeyreklik ortalamasıdır.	TÜİK'ten temin edilmiştir.
Turist Sayısındaki % Değişim	TRST	Türkiye'ye gelen yabancı turist aylık sayısının yıllık toplamlarının üçer aylık yüzdesel değişimidir.	TÜİK verileri üzerinden hesaplanmıştır.

Çalışmada kullanılan değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler Tablo 3.4'te özetlenmiştir.

Tablo 3.4: Değişkenlere ait Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Ortalama	Standart sapma	Minimum	Maksimum
PDDD	9.227	19.942	0.120	116.215
ROA	-1.197	3.255	-11.331	9.392
ROE	-14.036	44.443	-283.966	27.591
DVZ	-1.669	7.054	-23.329	22.185
ENF	10.889	4.649	4.350	25.760
FAİZ	6.503	2.394	-0.992	11.231
BYM	5.718	3.273	-1.436	11.200
TRST	6.143	38.230	-82.233	163.292

Tablo 3.4'te yer alan bilgilere göre çalışma kapsamındaki 6 şirket için 2010-2021 yılları itibariyle piyasa değeri / defter değeri oranı ortalama 9.227 iken minimum 0.120, maksimum 116.215 olmaktadır. Aktif karlılığı ortalama -1.197 iken minimum -11.331, maksimum 9.392 olmaktadır. Özsermaye karlılığı ortalama -14.036 iken minimum -283.966, maksimum 27.591 olmaktadır. Reel efektif döviz kurunun yüzdesel değişimi ortalama -1.669 iken minimum -23.329, maksimum 22.185 olmaktadır.

3.6. UYGULAMA SONUÇLARI

Bu çalışmanın uygulama kısmında ilk önce değişkenlerin durağanlığı incelenecek olup sonraki aşamada ise uygun eş bütünleşme testi seçilerek uzun dönemli ilişkisi test edilecektir.

3.6.1. Birim Kök Testleri ile Durağanlık Testi

Birim kök içeren değişkenlerle yapılan analizlerde sahte regresyonla karşılaşılabilir. Sahte regresyon sonucunda modelde yüksek R^2 , değişkenlerde ise anlamlı t istatistik değerlerinin olmasına rağmen katsayıların yorumları ve açıklamaları ekonomik açıdan anlamlı olmamaktadır. Aynı şekilde durağan olmayan verilerle yapılmış modellerde değişkenler birbiriyle gerçek dışı ilişki içerisinde olmaktadır. Bu çalışmada genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF), Phillips-Perron (PP) birim kök testleri kullanılarak serilerin durağanlığı test edilmektedir.

Tablo 3.5: Serilerin Kendi Düzeyleri İçin ADF ve PP Birim Kök Test Sonuçları

Değişkenler	ADF testi		PP testi	
	Sabitli Model	Sabit ve Trendli Model	Sabitli Model	Sabit ve Trendli Model
PDDD	11.748	10.431	9.026	6.983
ROA	-5.444***	-5.381***	-5.391***	-5.328***
ROE	-7.188***	-7.148***	-7.189***	-7.148***
DVZ	-7.744***	-7.820***	-8.119***	-8.635***
ENF	-0.713	-2.515	0.095	-1.974
FAİZ	-2.334	-2.630	-2.456	-2.611
BYM	-1.181	-3.138	-2.236	-2.429
TRST	-5.776***	-5.562***	3.434**	-3.522**
** %5; ***%1 güven düzeyini temsil etmektedir.				

Tablo 3.5’te modelde kullanılacak değişkenler için ADF ve PP test sonuçları

özetlenmektedir. Her iki test için temel hipotez olan H_0 "Seri birim köke sahiptir (durağan değildir)." şeklindedir. Temel hipotezin reddedilmesi serinin durağan olduğu, reddedilememesi ise serinin birim kök içerdiği yani durağan olmadığı şeklinde yorumlanmaktadır. Ele alınan değişkenler dikkate alındığında aktiflerin karlılığı, özsermaye karlılığı, reel efektif döviz kuru ve turist sayısındaki yüzdesel değişim değişkenlerinin kendi düzeyi için elde edilen sabitli ve sabitli ve trendli model test sonuçlarının prob. değerleri %5'ten düşük elde edilmektedir. Bu sonuçlar, bu değişkenler için H_0 hipotezinin reddedildiği anlamına gelir. Bu sebeple aktiflerin karlılığı, özsermaye karlılığı, reel efektif döviz kuru ve turist sayısındaki yüzdesel değişim değişkenleri için serilerin birim köke sahip olduğu temel hipotez reddedilmiş ve serilerin kendi düzeylerinde durağan olduğu tespit edilmiştir.

Piyasa değeri / defter değeri, enflasyon, reel faiz ve reel büyüme değişkenlerinin kendi düzeyi için elde edilen sabitli ve sabitli ve trendli model test sonuçlarına göre bu değişkenler için H_0 hipotezinin reddedilmediği ve bu serilerin kendi düzeylerinde durağan olmamakla birim köke sahip olduğu kararına gelinmiştir. Bu sebeple piyasa değeri / defter değeri, enflasyon, reel faiz ve reel büyüme değişkenlerinin durağanlık derecesinin belirlenmesi için serilerin birinci farklarına ilişkin birim kök test sonuçları Tablo 3.6'da özetlenmektedir.

Tablo 3.6: Birinci Fark Seriler İçin ADF ve PP Birim Kök Test Sonuçları

Değişkenler	ADF Testi		PP Testi	
	Sabitli model	Sabit ve trendli model	Sabitli model	Sabit ve trendli model
PDDD	-4.011***	-4.941***	-4.054***	-4.279***
ENF	-4.085***	-4.250***	-4.098***	-4.274***
FAİZ	-6.647***	-6.811***	-6.819***	-7.413***
BÜYÜME	-3.581**	-3.535**	-4.769***	-4.772***
** %5; ***%1 güven düzeyini temsil etmektedir.				

Tablo 3.6'da birinci fark seriler için ADF ve PP test sonuçları özetlenmektedir. Ele alınan değişkenler dikkate alındığında piyasa değeri / defter

değeri, enflasyon, reel faiz ve reel büyüme değişkenlerinin birinci farkı için elde edilen sabitli ve sabitli ve trendli model test sonuçlarının prob. değerleri %5'ten düşük elde edilmektedir. Bu sonuçlar, bu değişkenler için H_0 hipotezinin reddedildiği anlamına gelir. Bu sebeple piyasa değeri / defter değeri, enflasyon, reel faiz ve reel büyüme değişkenlerinin birinci farkı alındığında serilerin birim köke sahip olduğu temel hipotezi reddedilmiş ve serilerin birinci farkında durağan olduğu tespit edilmiştir. Genel olarak bakıldığında, aktiflerin karlılığı, özsermaye karlılığı, reel efektif döviz kuru ve turist sayısındaki yüzdesel değişim değişkenleri kendi düzeyinde- $I(0)$ durağanken, piyasa değeri / defter değeri, enflasyon, reel faiz ve reel büyüme değişkenleri birinci farkında- $I(1)$ durağandır. Bu şekilde farklı durağanlık derecesine sahip değişkenler arasında eş bütünleşme ilişkisinin tespiti için ARDL Sınır Testinin kullanılması daha uygundur.

3.6.2 Uzun Dönemli İlişkinin Test Edilmesi

Araştırmanın bu kısmında ekonometrik model belirlenerek değişkenler arasında uzun dönemli ilişkinin varlığı test edilmiştir. Araştırmada iki farklı model üzerinde çalışılmıştır. İlk modelde bağımlı değişken piyasa değeri / defter değeri oranı (PD) olurken, ikinci modelde bağımlı değişken aktif karlılığı oranı (ROA)'dır.

Model 1:

$$PD_t = \beta_0 + \beta_1 DVZ_t + \beta_2 ROE_t + \beta_3 ENF_t + \beta_4 FAİZ_t + \beta_5 BYM_t + \beta_6 TRST_t + u_t \quad (3.1)$$

Model 2:

$$ROA_t = \beta_0 + \beta_1 DVZ_t + \beta_2 ENF_t + \beta_3 FAİZ_t + \beta_4 BYM_t + \beta_5 TRST_t + u_t \quad (3.2)$$

3.6.2.1 ARDL Eşbütünleşme Test Sonuçları

ARDL Temelli Sınır Testi diğer tekniklerden farklı olarak farklı durağanlaşma düzeyinde $I(0)$, $I(1)$ veya her ikisinin kombinasyonu olan değişkenler ile çalışılırken tercih edilir. Model 1 için ARDL modeli ve sınır test sonucu Tablo 3.7'de yer almaktadır.

Tablo 3.7: Model 1 İçin ARDL Model Sonuçları

Değişkenler	Katsayılar	Standart Hata	Prob
PDDD(-1)	0.481	0.187	0.028
PDDD(-2)	-0.410	0.284	0.180
PDDD(-3)	0.973	0.370	0.025
PDDD(-4)	1.639	0.307	0.000
ROE	0.041	0.012	0.006
ROE(-1)	0.046	0.018	0.030
ROE(-2)	0.013	0.013	0.337
ROE(-3)	0.059	0.016	0.004
DVZ	-0.111	0.130	0.414
DVZ(-1)	-0.314	0.112	0.019
DVZ(-2)	-0.046	0.126	0.722
DVZ(-3)	-0.348	0.154	0.047
DVZ(-4)	-0.261	0.134	0.080
ENF	0.762	0.494	0.154
ENF(-1)	-0.965	0.340	0.018
ENF(-2)	-0.147	0.385	0.710
ENF(-3)	-0.536	0.313	0.118
ENF(-4)	0.425	0.229	0.093
FAIZ	0.125	0.357	0.733
FAIZ(-1)	-0.690	0.472	0.174
FAIZ(-2)	0.143	0.344	0.687
FAIZ(-3)	-0.402	0.299	0.209
BYM	-2.231	0.460	0.001
BYM(-1)	-0.033	0.788	0.968
BYM(-2)	-0.379	0.830	0.658
BYM(-3)	1.420	0.665	0.058
BYM(-4)	-0.981	0.350	0.019
TRST	0.073	0.031	0.037
TRST (-1)	-0.146	0.033	0.001
TRST (-2)	0.140	0.074	0.089
TRST (-3)	0.198	0.105	0.090
TRST (-4)	-0.183	0.091	0.072
Sabit	20.211	4.145	0.001
$R^2 = 0.999$; F-istatistik 456.431 Prob<0.01			

Tablo 3.7`de ARDL model sonuçları özetlenmektedir. F istatistik değerinin 456.431, prob. değerinin Prob<0.01 olduğu ve katsayıların genel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Bağımsız değişkenlerin maksimum gecikme sayısı olarak 4

belirlenmiş ve model seçimi için Akaike Bilgi Kriteri (AIC) kullanılarak uygun ARDL modelinin ARDL(4, 3, 4, 4, 3, 4, 4) olduğu belirlenmiştir. Tablo 3.8`de Model 1 için ARDL Sınır Test sonuçları yer almaktadır.

Tablo 3.8: Model 1 İçin ARDL Sınır Test Sonuçları

Test İstatistiği	Anlamlılık Düzeyi	Kritik Değerler (n=45)	
		I(0)	I(1)
F-istatistik 16.357 k=6	10%	2.188	3.254
	5%	2.591	3.766
	1%	3.540	4.931

Tablo 3.8'de gösterilen Sınır Testi sonuçlarına bakıldığı zaman F-Test İstatistiği'nin (16.357) %5 anlamlılık seviyesinde I(1) sınır değerinden (3.766) büyük olduğu görülmektedir. Bu nedenle “Değişkenler arasında uzun dönemli eşbütünlüşme ilişkisi yoktur.” şeklinde kurulan H_0 hipotezi reddedilir. Yani “Piyasa değeri / defter değeri oranı ile; özsermaye karlılığı, reel efektif döviz kuru, enflasyon, reel faiz, reel büyüme ve turist sayısındaki yüzdesel değişim değişkenleri arasında uzun dönemde ilişki vardır.” sonucuna ulaşılır. Son olarak ARDL model varsayımları Tablo 3.9`da test edilmektedir.

Tablo 3.9: Model 1 İçin ARDL Modelinin Varsayım Testleri

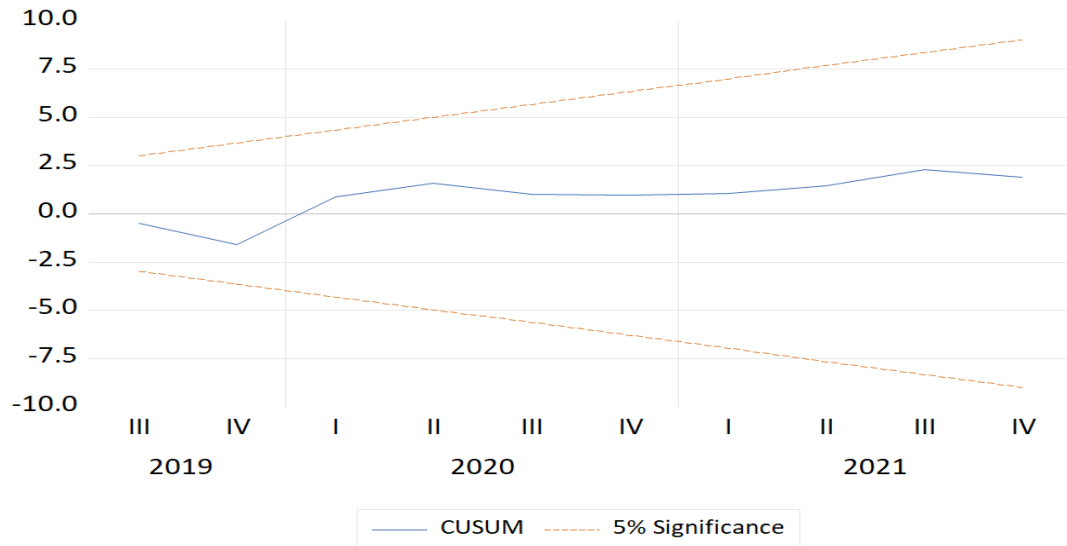
Varsayım	Kullanılan Test	Test İstatistiği	Prob.
Hataların normal dağılımı	Jarque-Bera testi	JB=0.272	0.878
Hataların otokorelasyonsuz olması	Breusch–Godfrey LM testi	F-stat=3.019	0.105
Hataların sabit varyanslı olması	Breusch-Pagan-Godfrey testi	F-stat=0.536	0.911
Model Spesifikasyon hatası	Ramsey-Reset testi	F-stat=0.044	0.837

Tahmin edilen ARDL(4, 3, 4, 4, 3, 4, 4) modelinin geçerliliğini kontrol etmek için, Jarque–Bera Normallik Testi, Breusch–Godfrey Otokorelasyon LM Testi, Breusch-Pagan-Godfrey Değişen Varyans Testi ve model spesifikasyonu için Ramsey-Reset Testi kullanılmaktadır. Tüm test sonuçları ve prob. değerleri

($\text{prob} > 0.05$) dikkate alındığında her bir test için varsayımın geçerli olduğu şeklinde kurulan temel hipotez reddedilmemektedir ve elde edilen ARDL modelinde herhangi varsayım sapmasının olmadığı sonucuna varılmaktadır. Ek olarak, model tanımlama hatasını test eden Ramsey-Reset Test sonuçları da modelin spesifikasyonunun doğru olduğu ve herhangi dışlanmış değişken sorunun olmadığına işaret etmektedir.

ARDL modelinin önemli varsayımlarından biri de parametrelerin zamana göre değişmediği varsayımdır. Parametrelerin ele alınan örneklem döneminde stabilitesini test etmek için CUSUM grafiğini Grafik 3.1`de inceliyoruz.

Grafik 3.1: Model 1 İçin Kurulan ARDL Modelin Katsayıların Stabilitate Testi



Grafik 3.1`de elde edilen CUSUM grafiği incelendiğinde tüm zamanlar için elde edilen test istatistik değerlerinin (mavi çizgi) %5 anlamlılık düzeyi için belirlenen kritik değerleri (kırmızı çizgi) aşmadığı gözlemlenmektedir. Bu yüzden ele alınan zaman periyodunda model parametrelerinin değişmediğini ve stabil olduğunu söyleyebiliriz.

Model 1`e ilişkin analiz sonuçlarının elde edilmesinden sonra Model 2`ye ilişkin tahminlerin yapılabilmesi için Model 1`deki aşamaların tekrar uygulanması gerekmektedir. Bu kapsamda Model 2 için ARDL modeli ve sınır test sonucu Tablo 3.10`da yer almaktadır.

Tablo 3.10: Model 2 İçin ARDL Model Sonuçları

Değişkenler	Katsayılar	Standart hata	Prob
ROA(-1)	0.146	0.155	0.359
ROA(-2)	0.205	0.185	0.283
ROA(-3)	-0.081	0.147	0.588
ROA(-4)	0.486	0.149	0.005
DVZ	-0.192	0.076	0.021
DVZ(-1)	-0.315	0.115	0.014
DVZ(-2)	-0.414	0.111	0.002
DVZ(-3)	-0.506	0.108	0.000
ENF	-0.104	0.299	0.733
ENF(-1)	-0.545	0.445	0.237
ENF(-2)	-0.617	0.434	0.173
ENF(-3)	1.673	0.413	0.001
ENF(-4)	-0.825	0.297	0.013
FAIZ	-0.162	0.356	0.656
FAIZ(-1)	-0.654	0.446	0.161
FAIZ(-2)	-0.301	0.405	0.469
FAIZ(-3)	1.018	0.375	0.015
BYM	0.395	0.545	0.479
BYM(-1)	-1.819	0.765	0.029
BYM(-2)	0.295	0.644	0.652
BYM(-3)	1.830	0.616	0.009
BYM(-4)	-1.161	0.368	0.006
TRST	0.082	0.019	0.001
TRST(-1)	0.049	0.025	0.061
TRST(-2)	0.054	0.026	0.051
Sabit	5.474	5.174	0.305
$R^2 = 0.930$; F-istatistik 456.431 Prob<0.01			

Tablo 3.10`da Model 2 için ARDL model sonuçları incelendiğinde, F-istatistik değerinin 9.053, prob. değerinin prob.<0.01 olduğu ve katsayıların genel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Bağımsız değişkenlerin maksimum gecikme sayısı olarak 4 belirlenmiş ve model seçimi için Akaike Bilgi Kriteri (AIC) kullanılarak uygun ARDL modelinin ARDL(4, 3, 4, 3, 4, 2) olduğu belirlenmiştir. Tablo 3.11`de Model 2 için ARDL sınır test sonuçları yer almaktadır.

Tablo 3.11: Model 2 İçin ARDL Sınır Test Sonuçları

Test İstatistiği	Anlamlılık	Kritik Değerler (n=45)	
	Düzeyi	I(0)	I(1)
F-istatistik 7.303 k=5	10%	2.276	3.297
	5%	2.694	3.829
	1%	3.674	5.019

Tablo 3.11’de gösterilen sınır testi sonuçlarına bakıldığında zaman F-Test İstatistiği’nin (7.303) %5 anlamlılık seviyesinde I(1) sınır değerinden (3.829) büyük olduğu görülmektedir. Bu nedenle “Değişkenler arasında uzun dönemli eşbütünleşme ilişkisi yoktur.” şeklinde kurulan H_0 hipotezi reddedilir. Yani “Aktif karlılığı ile; reel efektif döviz kuru, enflasyon, reel büyüme, reel faiz ve turist sayısındaki yüzdesel değişim değişkenleri arasında uzun dönemde ilişki vardır.” sonucuna ulaşılır. Son olarak ARDL model varsayımları Tablo 3.12’de test edilmektedir.

Tablo 3.12: Model 2 İçin ARDL Modelinin Varsayım Testleri

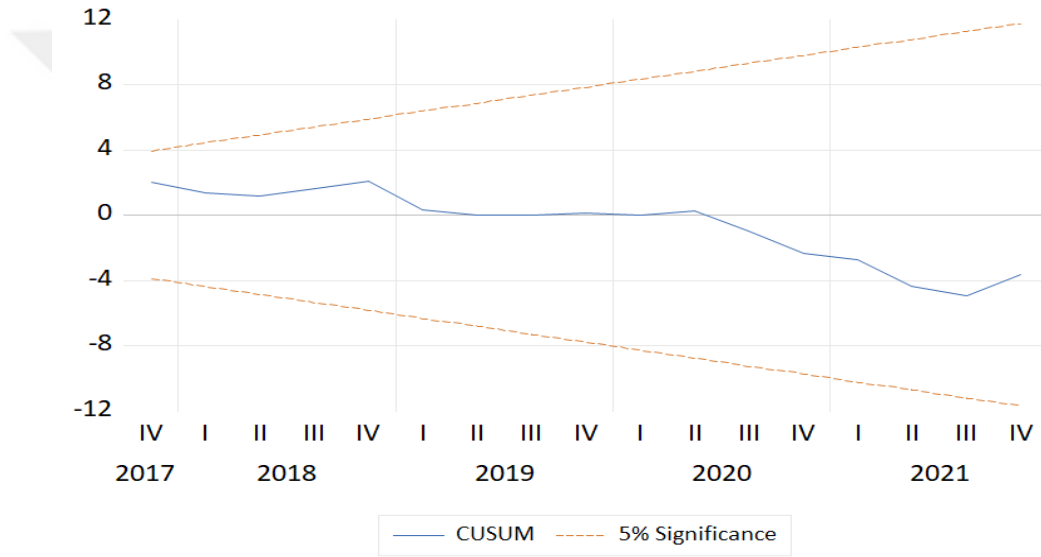
Varsayım	Kullanılan Test	Test İstatistiği	Prob.
Hataların normal dağılımı	Jarque-Bera testi	JB=0.069	0.966
Hataların otokorelasyonsuz olması	Breusch–Godfrey LM testi	F-stat=0.841	0.450
Hataların sabit varyanslı olması	Breusch-Pagan-Godfrey testi	F-stat=1.302	0.290
Model Spesifikasyon hatası	Ramsey-Reset testi	F-stat=0.569	0.461

Model 2 için tahmin edilen ARDL(4,3,4,3,4,2) modelinin geçerliliğini kontrol etmek için, Jarque–Bera Normallik Testi, Breusch–Godfrey Otokorelasyon LM Testi, Breusch-Pagan-Godfrey Değişen Varyans Testi ve model spesifikasyonu için Ramsey-Reset Testi kullanılmaktadır. Tüm test sonuçları ve prob. değerleri (prob>0.05) dikkate alındığında “Her bir test için varsayım geçerlidir.” şeklinde kurulan temel hipotez reddedilmemektedir ve elde edilen ARDL modelinde

herhangi varsayım sapmasının olmadığı sonucuna varılmaktadır. İlave olarak, model tanımlama hatasını test eden Ramsey-Reset Test Sonuçları da modelin spesifikasyonunun doğru olduğu ve herhangi dışlanmış değişken sorunun olmadığına işaret etmektedir.

ARDL modelinin önemli varsayımlarından biri de parametrelerin zamana göre değişmediği varsayımdır. Parametrelerin ele alınan örneklem döneminde stabilitesini test etmek için CUSUM grafiğini Grafik 3.2`de inceliyoruz.

Grafik 3.2: Model 2 İçin Kurulan ARDL Modelin Katsayıların Stabilitate Testi



Grafik 3.2`te elde edilen CUSUM grafiği incelendiğinde tüm zamanlar için elde edilen test istatistik değerlerinin (mavi çizgi) %5 anlamlılık düzeyi için elde edilen kritik değerleri (kırmızı çizgi) aşmadığı gözlemlenmektedir. Bu yüzden ele alınan zaman periyodunda model parametrelerinin değişmediğini ve stabil olduğunu söyleyebiliriz.

3.6.3. Uzun Dönemli İlişkinin Tahmin Edilmesi

Bir önceki alt bölümde iki farklı şekilde kurulan model için uzun dönemli ilişkinin varlığı ARDL Eşbütünleşme Sınır Testi kullanılarak test edilmiştir. Bu alt bölümde ise uzun dönemli ilişkileri sapmasız ve tutarlı tahmini için Phillips ve Hansen (1990) tarafından geliştirilen Modifiye Edilmiş FMOLS Tahmincisi kullanılmaktadır. Model 1 için uzun FMOLS tahmin sonuçları Tablo 3.13`te yer

almaktadır.

Tablo 3.13: Model 1 Uzun Dönemli İlişki İçin FMOLS Tahminci Sonuçları

Bağımlı değişken: PD Değişkenler	Katsayılar	Standart Hata	Prob.
DVZ	-0.785**	0.345	0.029
ROE	0.128**	0.049	0.013
ENF	1.901***	0.472	0.000
FAIZ	-2.718***	0.960	0.007
BYM	0.946	0.666	0.163
TRST	0.152**	0.060	0.015
Sabit	-0.257	9.887	0.979
R-squared	0.724		
Adjusted R-squared	0.682		
** %5; ***%1 güven düzeyini temsil etmektedir.			

Tablo 3.13'te bağımlı değişkeni piyasa değeri / defter değeri oranı olan Model 1 değişkeni için uzun dönemli varyans-kovaryans matrisini dikkate alan ve buna göre standart hataları dirençli hale getiren FMOLS tahminci sonuçları yer almaktadır. Genel olarak bakıldığında modeldeki bağımsız değişkenler birlikte, piyasa değeri / defter değeri oranındaki değişkenliğin %68.2'sini açıklamaktadır.

Modele dahil edilen bağımsız değişkenlerden reel büyüme oranı (BYM) hariç tüm değişkenler %5 güven düzeyinde piyasa değeri / defter değeri oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etkiye sahiptir. %5 güven düzeyinde reel efektif döviz (DVZ) kurundaki %1'lik değişim diğer bağımsız değişkenler sabitken uzun dönemde piyasa değeri / defter değeri oranını istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönde %0,785 etkilediği tespit edilmiştir. Bir başka ifadeyle, reel efektif döviz (DVZ) kurundaki artışın Türk Lirası'nın değer kazandığı anlamına geldiği göz önünde bulundurulursa turizm şirketlerinin finansal performansını negatif yönde etkilediği sonucuna varılmıştır.

Çalışmada kontrol değişkeni olarak kullanılan diğer değişkenler ise şöyledir: Özsermaye karlılığı (ROE) oranındaki %1 artış diğer bağımsız

değişkenler sabitken piyasa değeri / defter değeri oranını %0,128 artırmaktadır. Tüketici Fiyat Endeksindeki (ENF) yıllık %1'lik değişim piyasa değeri / defter değeri oranını %1,901 artırmaktadır. Bankalarca açılan ortalama ağırlıklı faiz (FAİZ) oranındaki %1'lik değişim diğer bağımsız değişkenler sabitken piyasa değeri / defter değeri oranını %2,718 azaltmaktadır. Son olarak, Türkiye'ye gelen yabancı turist sayısında (TRST) %1'lik değişim diğer bağımsız değişkenler sabitken piyasa değeri / defter değeri oranını %0,152 artırmaktadır.

Model 2 için uzun FMOLS tahmin sonuçları Tablo 3.14'te yer almaktadır.

Tablo 3.14: Model 2 Uzun Dönemli İlişki İçin FMOLS Tahminci Sonuçları

Bağımlı değişken: ROA Değişkenler	Katsayılar	Standart Hata	Prob.
DVZ	-0.157***	0.052	0.005
ENF	0.394***	0.095	0.000
FAİZ	-0.349**	0.155	0.030
BYM	0.423***	0.123	0.001
TRST	0.033***	0.010	0.003
Sabit	-5.430***	1.637	0.002
R-squared	0.473		
Adjusted R-squared	0.407		
** %5; ***%1 güven düzeyini temsil etmektedir			

Tablo 3.14'te bağımlı değişkenin aktif karlılık oranı (ROA) olduğu Model 2 için uzun dönemli varyans-kovaryans matrisini dikkate alan ve buna göre standart hataları dirençli hale getiren FMOLS tahminci sonuçları yer almaktadır. Genel olarak bakıldığında modele dahil edilen değişkenler aktif karlılık oranını %40.7 düzeyinde açıklamaktadır.

Modele dahil edilen tüm bağımsız değişkenler %5 güven düzeyinde aktif karlılığı oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etkiye sahiptir. %5 güven düzeyinde reel efektif döviz (DVZ) kurundaki %1'lik değişim diğer bağımsız değişkenler sabitken uzun dönemde aktif karlılık oranını istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönde %0,157 etkilediği tespit edilmiştir. Bir başka ifadeyle, reel efektif

d v z (DVZ) kurundaki artışın Türk Lirası'nın değer kazanması anlamına geldiği göz önünde bulundurulursa turizm şirketlerinin finansal performansını negatif yönde etkilediği sonucuna varılmıştır.

Çalışmada kontrol değişkeni olarak kullanılan diğer değişkenler ise şöyledir: T ketic  Fiyat Endeksindeki (ENF) yıllık %1'lik değişim aktif karlılık oranını %0,394 artırmaktadır. Bankalarca açılan ortalama ağırlıklı faiz (FA Z) değişkenindeki %1'lik değişim diğer bağımsız değişkenler sabitken aktif karlılık oranını %0,349 azaltmaktadır. Reel büyüme oranı (BYM) değişkenindeki %1'lik değişim diğer bağımsız değişkenler sabitken aktif karlılık oranını %0,423 artırmaktadır. Son olarak, Türkiye'ye gelen yabancı turist sayısındaki (TRST) %1'lik değişim diğer bağımsız değişkenler sabitken aktif karlılık oranını %0,033 artırmaktadır.

SONUÇ

Döviz kurunda meydana gelen değişimler; ithal girdilerin maliyeti, ihraç ürünlerin fiyatı veya dış borçlanma maliyeti gibi konularda ekonomik hareketlilik sağlayarak şirketlerin performansını etkilemektedir. Döviz kuru değişimi ile finansal performans arasındaki ilişki ekonomik büyüme üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Döviz kuru değişiminden tüm sektörler etkilendiği gibi turizm şirketlerinin de etkilenmesi beklenmektedir. Türkiye ekonomisi açısından lokomotif sektörlerden biri olan turizm sektörüne ilişkin yapılan çalışmalar incelendiğinde, döviz kuru değişiminin turizm şirketlerinin finansal performansı üzerindeki etkilerini araştıran çalışmalar son derece sınırlıdır. Bu çalışma, literatürde bu alandaki eksikliği kapatmak amacıyla yapılmıştır.

Yapılan çalışmanın birinci bölümünde; döviz kuru ve döviz piyasası ayrıntılı olarak incelenmiştir. Çalışmanın ikinci bölümünde ise; öncelikle finansal performans ve performans ölçüm yöntemleri araştırılmış ve ardından şirketler açısından finansal performans göstergelerine ilişkin bilgiler verilmiştir. Çalışmanın uygulama bölümü olan üçüncü bölümünde ise; literatür araştırması, araştırmanın amacı, araştırmanın önemi, araştırmanın kapsamı, veri seti, araştırma modeli ve araştırma sonuçları hakkında bilgilere yer verilmiştir. Turizm sektörüne ilişkin veriler BİST Turizm endeksinde pay senedi işlem gören 6 şirketin finansal tabloları toplulaştırılarak elde edilmiştir.

Döviz kurunun turizm şirketlerinin finansal performansını araştırmak amacıyla yapılan çalışmada iki model kurulmuştur: Bağımlı değişkenin piyasa değeri / defter değeri oranı olduğu birinci modelde bağımsız değişkenler; özsermaye getiri oranı, döviz kuru değişimi, enflasyon oranı, reel faiz oranı, reel büyüme oranı ve turist sayısındaki yüzdesel değişimi değişkenleridir. Bağımlı değişkenin aktif karlılık oranı olduğu ikinci modelde ise bağımsız değişkenler; döviz kuru değişimi, enflasyon oranı, reel faiz oranı, reel büyüme oranı ve turist sayısındaki yüzdesel değişimdir.

Çalışmada öncelikle panel verilerin zaman içerisinde durağanlığının belirlenmesi amacıyla panel birim kök testleri yapılmıştır. Panel birim kök test

sonuçlarına göre; özsermaye karlılığı, aktif kârlılık, reel efektif döviz kuru ve turist sayısındaki yüzdesel değişim değişkenlerinin kendi seviyelerinde durağan olduğu tespit edilmiştir. Piyasa değeri / defter değeri oranı, enflasyon oranı, reel faiz oranı ve reel büyüme oranının ise birinci farkında durağan olduğu sonucuna varılmıştır.

Çalışmada; zaman serilerinde, uzun dönemli ilişkiyi incelemek amacıyla eş bütünleşme testi uygulanmıştır. Farklı durağanlaşma düzeyinde veya her ikisinin kombinasyonu olan değişkenler ile çalışılırken daha doğru sonuçlar verdiği için ARDL Temelli Sınır Testi tercih edilmiştir. Özsermaye getiri oranı, döviz kuru değişimi, enflasyon oranı, reel faiz oranı, reel büyüme oranı ve turist sayısındaki yüzdesel değişimi değişkenlerinin, piyasa değeri / defter değeri oranına olan etkisini inceleyen birinci modele ARDL Temelli Sınır Testi uygulandığında bağımlı değişken ve bağımsız değişkenler arasında uzun dönemde ilişki olduğu sonucuna varılmıştır. Tahmin edilen ARDL(4, 3, 4, 4, 3, 4, 4) modelinin geçerliliğini kontrol etmek için, Jarque–Bera Normallik Testi, Breusch–Godfrey Otokorelasyon LM Testi, Breusch-Pagan-Godfrey Değişen Varyans Testi ve model spesifikasyonu için Ramsey-Reset Testi uygulanmış olup tüm test sonuçları ve prob. değerleri dikkate alındığında ARDL modelinde herhangi varsayım sapmasının olmadığı sonucuna varılmaktadır.

Döviz kuru değişimi, reel enflasyon oranı, reel faiz oranı, reel büyüme oranı ve turist sayısındaki yüzdesel değişimi değişkenlerinin aktif kârlılığına olan etkisini inceleyen ikinci modele ARDL Temelli Sınır Testi uygulandığında da bağımlı değişken ve bağımsız değişkenler arasında uzun dönemde ilişki olduğu sonucuna varılmıştır. Tahmin edilen ARDL(4,3,4,3,4,2) modelinin geçerliliği kontrol etmek için, Jarque–Bera Normallik Testi, Breusch–Godfrey Otokorelasyon LM Testi, Breusch-Pagan-Godfrey Değişen Varyans Testi ve model spesifikasyonu için Ramsey-Reset Testi uygulanmış olup tüm test sonuçları ve prob. değerleri dikkate alındığında ARDL modelinde herhangi varsayım sapmasının olmadığı sonucuna varılmaktadır.

Sonuç olarak; reel efektif döviz kurunun hem aktif karlılık oranını hem de piyasa değeri / defter değeri oranını %5 güven düzeyinde, diğer bağımsız değişkenler sabitken, uzun dönemde, istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönde

etkilediği tespit edilmiştir. Bir başka ifadeyle, reel efektif döviz kurundaki artışın Türk Lirası'nın değer kazandığı anlamına geldiği göz önünde bulundurulursa turizm şirketlerinin finansal performansını negatif yönde etkilediği sonucuna varılmıştır. Çalışma kapsamındaki turizm şirketlerinin gelirlerinin genellikle döviz cinsinden, giderlerinin ise genellikle Türk Lirası cinsinden olması nedeniyle reel efektif döviz kurundaki artış turizm şirketlerinin performansını negatif yönde etkilemektedir. Türk Lirası'nın değer kazanmasıyla birlikte turizm şirketlerinin gelirlerinin giderlerine göre daha az artacağını öngören yatırımcılar portföyünü revize ederek turizm şirketlerine portföyünde daha az ağırlık vermeyi tercih edeceklerdir. Bu nedenle çalışma kapsamındaki şirketlerin pay senedine olan talebin azalmasıyla birlikte pay senedinin fiyatlarının azalması sonucunda, şirketin piyasa değeri / defter değeri oranını azaltacaktır. Bir başka ifadeyle, reel efektif döviz kurundaki artış, hem piyasa verilerini temel alan performans göstergesinde hem de muhasebe verilerini temel alan performans göstergesinde azalışa sebep olmaktadır.

Mevcut çalışma, Türkiye'de turizm sektöründe faaliyet gösteren büyük ölçekli şirketlere odaklanmıştır. Şirket büyüklüğü daha küçük, dış finansmana erişimi zayıf olan ve borsada pay senetleri işlem görmeyen şirketlerin finansal verilerine ulaşamaması nedeniyle çalışmada sadece altı şirketin verilerinin kullanılması araştırmanın önemli kısıtlarındandır. Finansal performans göstergelerinin yanında finansal olmayan performans göstergelerini kullanarak; veri sınırlamasının daha az olduğu, farklı finansal oranların yer aldığı ve daha çeşitli bağımsız değişkenleri kullanarak çok değişkenli istatistiksel tahmin yöntemlerinin uygulanacağı bir çalışmanın sektör açısından yararlı olacağı düşünülmektedir. Son olarak, sadece Türkiye için değil, daha geniş çapta geçerli olan genel sonuçlar çıkarmak için diğer ülkelerdeki şirketler üzerinde de benzer çalışmalar gerçekleştirilmenin faydalı olacağı söylenebilir.

KAYNAKÇA

- Adler, Michael; Dumas, Bernard; Exposure to Currency Risk: Definition and Measurement. **Financial Management**, 13(2), 41-50, 1984.
- Afşar, Muharrem; **Finansal Sistem ve İşleyişi**, Gülten Ofset, Eskişehir, 2006.
- Ağca, Veysel; Tunçer, Ender; Çok Boyutlu Performans Değerleme Modelleri ve Bir Balanced Scorecard Uygulaması, **Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, 8(1), 173-193, 2009
- Akal, Zühal; **İşletmelerde Performans Ölçüm ve Denetimi**, 6. Basım, Milli Prodüktivite Merkezi Yayınları, Ankara, 2005.
- Akgüç, Öztin; **Finansal Yönetim**, 7. Baskı, Avcıol Basım Yayın, İstanbul, 1998.
- Akkuş, Bilge; **Finans Yönetim: Paraya Hükmetmenin Sırrı**, 2. Baskı, Kumsaati Yayın Dağıtım Ltd. Şti, İstanbul, 2010.
- Aktan, Coşkun Can; Organizasyonlarda Toplam Kalite Yönetimi, **Organizasyon ve Yönetim Bilimleri Dergisi**, 4(2), 235-262, 2012.
- Ardıç, Oğuzhan; Yılmaz, Pınar; **Para-Banka Uluslararası İktisat ve Türkiye Ekonomisi**, 3. Basım, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2004.
- Ardıç, Oğuzhan; Yılmaz, Pınar; **Para-Banka Uluslararası İktisat ve Türkiye Ekonomisi**, 4. Basım, Agon Bilgi Akademisi, Ankara, 2006.
- Arslan, Ceren; **Döviz Kuru Riski ve Yönetimi**, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2005.

- Bekçioğlu, Selim; Köroğlu, Çağrı; UMS-21, TMS-21 Kur Değişim Etkileri Standardına Göre Finansal Tabloların Çevrimi ve Kur Farklarının Muhasebeleştirilmesi, **Mali Çözüm Dergisi**, 86(1), 29-39, 2008.
- Berk, Niyazi; **Finansal Yönetim**, 9. Baskı, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 2007.
- Bolat, Bilge Acar; **Şirket Performansını Etkileyen Faktörlerin Yapısal Eşitlik Modeli ile İncelenmesi**, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul, 2009.
- Bourne, Mike; Neely, Andy; Mills, John; Platts, Ken; Implementing Performance Measurement Sysyems: A Literature Review. **International Journal of Business Performance Management**, 5(1), 1-24, 2003.
- Bulut, Erol; **Döviz Ekonomisi (Piyasanın Mikro Yapısı)**, Platin Yayınları, Ankara, 2005.
- Bulut, Erol; Demirel, Baki; **Uluslararası Para Sisteminin Evrimi**, Gazi Kitabevi, Ankara, 2012.
- Büker, Semih; Aşıkoğlu, Rıza; Sevil, Güven; **Finansal Yönetim**, Sekizinci Baskı, Sözkese Matbaacılık, Ankara, 2014.
- Canh, Nguyen Thi; Liem, Nyugen Thanh; Thu, Phung Anh; Khuong, Nguyen Vinh; The Impact of Innovation on The Firm Performance and Corporate Social Responsibility of Vietnamese Manufacturing Firms. **Journal of Sustainability**, 11(13), 1-14, 2019.
- Carton, Robert B.; Hofer, Charles W.; **Measuring Organizational Performance: Metrics for Entrepreneurship and Strategic Management Research**. Northampton: Edward Elgar Publishing, Inc., 2006.
- Ceran, Yunus; Ortakarpuz Metehan; Kur Farklarının Muhasebe Uygulamaları ve Türkiye Muhasebe Standartları Kapsamında İncelenmesi. **Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 3(2), 65-80, 2013.

- Ceylan, Işıl Erem; Genç, Erhan **Finansal Oranlar Arasındaki İlişkinin Faktör Analizi ile İncelenmesi: Aracı Kurumlar Üzerinde Bir Uygulama. Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, (37), 85-96, 2013.**
- Civelek, Mustafa Emre; Çemberci, Murat; Artar, Okşan Kibritçi; Uca, Nagehan **Key Factors of Sustainable Firm Performance: A Strategic Approach. Zea E-Books. Book34, 2015.**
- Copeland, Laurence **Exchange Rates and International Finance. Fourth Edition, Harlow: Pearson Education, 2005.**
- Coşkun, Ali **İşletmelerde Performans Yönetimi: Bir Yönetim Muhasebesi Aracı Olarak Performans Karnesi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul, 2005.**
- Çabuk, Adem **Oran Analizi (Ed.: Saime Önce) Mali Analiz, Anadolu Üniversitesi, Eskişehir, 2013.**
- Çelikkol, Hakan **Özel Finansal Sorunlar (Büyüme ve Finansal Güçlüklerde Alınacak Önlemler). (Ed.: Famil Şamiloğlu, Ali İhsan Akgün). Finansal Yönetim, Birinci Baskı, Melisa Matbaacılık, İstanbul, 2012.**
- Çetinel, Sedef **Pazarlama Planı El Kitabı, TUGİDEM Yayınları, Ankara, 2005.**
- Çiftçi, Fatih; Yıldız, Rıfat **Dış Ticarete Kur Riski Yönetimi: Temsili Bir Türk Dış Ticaret Şirketi için Uygulama Örnekleri, Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, 5(9), 93-112, 2013.**
- Çürük, Derya **Döviz Kuru Değişimlerinin Şirket Performansına Etkisi: Türkiye Örneği, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Konya, 2015.**

- Doğanay, Murat Döviz Kuru Riski Yönetimine Sektörel Bir Yaklaşım. **International Journal of Cultural and Social Studies**, 2(1), 149-164, 2016.
- Doğukanlı, Hatice **Uluslararası Finans**, Nobel Kitabevi, Adana, 2001.
- Dickey, David A.; Fuller, Wayne A. Distribution Of The Estimators For Autoregressive Time Series With A Unit Root. **Journal Of The American Statistical Association**, 1979, 74.366a: 427-431
- Düzakın, Hatice Gereklilioğlu **İşletme Finansmanı**, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2013.
- Ege, İlhan; Şener, Zeynep Performans Ölçümünde Kullanılan Yöntemler: Performans Karnesi ve Kumanda Paneli Karşılaştırması, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, (57), 107-120, 2013.
- Enders, Walter **Applied Econometric Time Series**, Fourth Edition, New York (Us): University Of Alabama, 2015.
- Engle, Robert F.; Granger, Clive Wj. Co-Integration And Error Correction: Representation, Estimation, And Testing. **Econometrica: Journal Of The Econometric Society**, 1987, 251-276.
- Ertem, Üner **Uluslararası Finansman**, Ekin Yayınevi, Bursa, 2015.
- Finnet Finansal Veri Bankası Finansal Veri Bankası, (Çevrimiçi), <https://www.finnet.com.tr> Erişim Tarihi: 01.10.2022
- Ghalayini, Alaa M.; Noble, James S.; Crowe, Thomas J. An Integrated Dynamic Performance Measurement System for Improving Manufacturing Competitiveness. **International Journal of Production Economics**, 48(3), 207-225, 1997.

- Gökmen, Aytaç **Balanced Scorecard (Dengeli Başarı Göstergesi): BSC Oluşturma Süreci ve Uygulama Yöntemi, Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 1(2),11-23, 2009.**
- Gözcör, Giray **Finansal Türev Piyasaları: Forward, Futures, Opsiyon ve Döviz Üzerine Bir Uygulama, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2008.**
- Güner, Fatih M. **Bir Stratejik Yönetim Modeli Olarak Balanced Scorecard, Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 10(1), 247-265, 2008.**
- Hatemi-J;
Abdulnasser, Roca,
Eduardo **Calculating the Optimal Hedge Ratio, Constant, Time Varying and the Kalman Filter Approach. Applied Economics Letters, 13(5), 293-299, 2006.**
- Hayta, Tuğba **Küçük ve Orta Boy İşletmelerde Döviz Kuru Riski Yönetimi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2009.**
- Isgut, Alberto E. **What's Different about Exporters? Evidence from Colombian Manufacturing, Journal of Development Studies, 37(5), 57-82, 2001.**
- Johansen, Søren **Statistical Analysis Of Cointegration Vectors. Journal Of Economic Dynamics And Control, 1988, 12.2-3: 231-254.**
- Johnson, Christian C. **Introduction to the Balanced Scorecard and Performance Measurement Systems. (Ed.: Christian C. Johnson, Irv Beiman). Balanced Scorecard for State-Owned Enterprises Driving Performance and Corporate Governance, Philippines: Asian Development Bank, 2007.**

- Kalmış, Halis **Örgütlerde Hesap Verilebilirlik ve Şeffaflığın Aracı Olarak Performans Muhasebesi**, Orion Kitabevi, Ankara, 2010.
- Kamuyu
Aydınlatma
Platformu Finansal Tablolar, (Çevrimiçi), <https://www.kap.org.tr/tr/>
Erişim Tarihi: 06.06.2022
- Kaplan, Robert S.; Norton, David P. The Balanced Scorecard – Measures that Drive Performance, **Harvard Business Review**, 70(1), 71-79, 1992.
- Kara, Mehmet Akif; Seyhan, Mehmet Verimlilik Kavramı ve İşletmelerde Verimliliğin Önemi, **International Journal of Academic Value Studies**, 2(3), 161- 169, 2016.
- Karaman, Rifat İşletmelerde Performans Ölçümünün Önemi ve Modern Bir Performans Ölçme Aracı Olarak Balanced Scorecard. **SÜ İİBF Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, 8(16), 410-427, 2009.
- Karluk, Rıdvan **Uluslararası Ekonomi**, 7. Baskı, Beta, İstanbul, 2003.
- Karluk, Rıdvan **Uluslararası Ekonomi: Teori-Politika**, 9. Baskı, Beta, İstanbul, 2009.
- Khantimirov, Denis Market Share As a Measure of Performance: Conceptual Issues and Financial Accountability for Marketing Activities within a Firm. **Journal of Research in Marketing**, 7(3), 587-592, 2005.0111
- Köse, Ahmet Finansal Tabloların Oranlar Yoluyla Analizi, **MISED Dergisi**, (1-2), 39-44, 2001.
- Krugman, Paul R.; Obstfeld, Maurice; Melitz, Marc J. **International Economics: Theory & Policy**, Ninth Edition, Boston: Pearson Addison-Wesley, 2012.

- Kumar, B. Sudheer; A Paper on Foreign Direct Investment (FDI) and Foreign
Malyadri, G. Institutional Investment (FII), **An International
Multidisciplinary Research Journal**, 3(6), 162-170,
2013.
- Kutukız, Doğan Turizm Sektöründe Döviz Riski ve Korunma Yöntemleri.
Muhasebe ve Finansman Dergisi, (28), 198-207, 2005.
- Lee, Seoki Effects of Capital Intensity on Firm Performance: U.S.
Restaurant Industry. **Journal of Hospitality Financial
Management**, 18(1), 1-13, 2010.
- Madura, Jeff **International Financial Management**, 11th Edition,
South Western: Cengage Learning, 2012.
- Mair, Johanna; Corporate Entrepreneurship: Linking Strategic Roles to
Rata, Cristina Multiple Dimensions of Performance, **IESE Business
School University of Navarra**, Barcelona, Working
Paper, No.551, 2004.
- Mutlu, Özlem **Döviz Kuru Riskinde Hedging ve Türkiye**
Yeşim **Uygulamaları**, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler
Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara,
2004.
- Müftüoğlu, Tamer **İşletme İktisadı**, 7. Baskı, Turhan Kitabevi, Ankara,
M. 2010.
- Narayan, Seema; An Empirical Analysis Of Fiji's Import Demand Function,
Narayan, Paresh **Journal Of Economic Studies**, 2005.
Kumar
- Narayan, Paresh **Electricity Consumption, Employment And Real**
Kumar; Smyth, **Income In Australia Evidence From Multivariate**
Russell

Granger Causality Tests, Energy Policy, 2005, 33.9: 1109-1116.

Naz, Farah; Ijaz, Farukh; Naqvi, Faizan. Financial Performance of Firms: Evidence From Pakistan Cement Industry. **Journal of Teaching and Education**, 5(1), 81-94, 2016.

Neely, Andy; Adams, Chris. Perspectives on Performance: The Performance Prism. **Journal of Cost Management**, 15(1), 7-15, 2001.

Neely, Andy; Adams, Chris; Crowe, Paul. The Performance Prism in Practice. **Measuring Business Excellence**, 5(2), 6-12, 2001.

Philips, B.; Perron, P. Mean Reversion In Stock Prices. **Journal Of Financial Economics**, 1988, 22.1: 27-59.

Oksay, Suna. **Döviz Kuru ve Ödemeler Bilançosu Politikaları: Türkiye (1923- 2000)**, Beta Yayıncılık, İstanbul, 2001.

Oulton, Nick. Labour Productivity and Foreign Ownership in the UK. **National Institute of Economic and Social Research**, Discussion Paper No. 143, 1-22, 1998.

Özdemir, Letife Mühsürler. **İşletmelerde Döviz Kuru Riskinden Korunma (Hedging) Yöntemleri: İMKB’de İşlem Gören İmalat İşletmeleri Üzerine Bir Araştırma**, Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Afyonkarahisar, 2005.

Pesaran, M. Hashem; Shin, Yongcheol; Smith, Richard J. Bounds Testing Approaches To The Analysis Of Level Relationships. **Journal Of Applied Econometrics**, 2001, 16.3: 289-326.

- Phusavat, Kongkiti; Anussornnitisarn, Pornthep; Helo, Petri; Dwight, Richard
Performance Measurement: Roles and Challenges. Industrial Management & Data Systems, 109(5), 646-664, 2009.
- Rajnoha, Rastislav; Lesnikova, Petra; Koraus, Antonin
From Financial Measures to Strategic Performance Measurement System and Corporate Sustainability: Empirical Evidence From Slovakia. Economics & Sociology, 9(4), 134-152, 2016.
- Salem Press
Principles of Business: Economics. Massachusetts: Grey House Publishing, 2018.
- Savaş, Vural Fuat
Uluslararası Para Sistemi, Siyasal Kitabevi, Ankara, 2010.
- Sayılğan, Güven
Finansal Risk Yönetimi, Ankara Üniversitesi SBF Dergisi, 50(1), 323-334, 1995.
- Sayılğan, Güven
İşletme Finansmanı, 3.Basım, Turhan Kitabevi, Ankara, 2008.
- Sevüktekin, Mustafa; Çınar, Mehmet
Ekonometrik Zaman Serileri Analizi, Dora Yayıncılık, Bursa, 2014.
- Seyidoğlu, Halil
Uluslararası Finans, 4. Baskı, Güzem Can Yayınları, İstanbul, 2003.
- Seyidoğlu, Halil
Uluslararası İktisat, 16. Baskı, Güzem Can Yayınları, İstanbul, 2007.
- Seyidoğlu, Halil
Uluslararası İktisat, 9. Baskı, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir, 2011.
- Shapiro, Alan C.
Multinational Financial Management, Ninth Edition, Hoboken: John Wiley & Sons, 2010.

- Spitzer, Dean R. **Transforming Performance Measurement Rethinking the Way We Measure and Drive Organizational Success**, New York: AMACOM, 2007.
- Sjö, Bo **Testing For Unit Roots And Cointegration-Guide**, Retrieved From Linköping University Online Library, 2011.
- Swanson, Peggy E.; Caples, Stephen C. Hedging Foreign Exchange Risk Using Forward Foreign Exchange Markets: An Extension. **Journal of International Business Studies**, 18(1), 75-82, 1987.
- Tarı, Recep; Koç, S.; Abasız, T. **Ekonometri**, 14. Baskı, Umuttepe Yayınları, Kocaeli, 2019.
- T.C. Merkez Bankası: Faiz İstatistikleri, (Çevrimiçi) <https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket> Erişim Tarihi: 19.09.2022
- T.C. Merkez Bankası: Fiyat İstatistikleri, (Çevrimiçi), <https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket> Erişim Tarihi: 19.09.2022
- Türkiye İstatistik Kurumu: Merkezi Dağıtım Sistemi, (Çevrimiçi), <https://biruni.tuik.gov.tr/medas/?locale=tr> Erişim Tarihi: 03.07.2022
- Ulun, Cihan; Yetim, A. Azmi Türkiye'deki Futbol Kulüplerinin Sportif Başarı Düzeyi ve Mali Yapı Açısından Rasyo (Oran) Analizi ile İncelenmesi: Galatasaray ve Fenerbahçe Örneği, **Sportif Bakış: Spor ve Eğitim Bilimleri Dergisi**, 3(1), 70-81, 2016.
- Uluyol, Osman; Lebe, Fuat; Akbaş, Yusuf Ekrem Şirketlerin Finansal Kaldıraç Oranları ile Özsermaye Kârlılığı Arasındaki İlişki: Payleri Borsa İstanbul (BİST)'da İşlem Gören Şirketler Üzerinde Sektörler Bazında Bir Araştırma. **İşletme Araştırmaları Dergisi**, 6(1), 70-89, 2014.

- Uzunoğlu, Sadi **Para ve Döviz Piyasaları**, 3. Basım, Literatür Yayınları, İstanbul, 2007.
- Ünsal, Erdal M. **Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Açık Ekonomi Makro İktisadi**, İmaj Yayıncılık, Ankara, 2005.
- Warrad, Lina; The Impact of Activity Ratios among Industrial Sectors' Omari, Rania Al Performance: Jordanian Case. **Research Journal of Finance and Accounting**, 6(6), 173-178, 2015.
- Yalçiner, Kürşat **Uluslararası Finansman**, 2. Baskı, Detay Yayıncılık, Ankara, 2012
- Yapraklı, Sevda **Döviz Kuru Rejimleri ve Merkez Bankacılığı: Türkiye Üzerine Uygulamalar**, İmaj Yayınevi, Ankara, 2007.
- Yenisu, Ersin Finansal Tabloların Oran Analizi ile İncelenmesi: ADESE Örneği. **Aksaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 3(1), 19-45, 2019.
- Yeşilbayır, Serkan **Toplam Kalite Yönetimi**, İstanbul Teknik Üniversitesi, Fen Bilimleri Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2007.
- Yıldız, Rıfat **Bankacılıkta ve Dış Ticarete Döviz Pozisyonlarının Kur Riskine Karşı Korunması**, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, Ankara, 1988.
- Yıldız, Selami M.; Performans Değerlendirme ve Süreç Yönetim Aracı Karagöz, Yalçın; Balanced Scorecard'ın Boyutlarına Katılım Düzeyi: Mesci, Muammer Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi İşletmelerinde Bir Araştırma, **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 24(3), 1-22, 2010.
- Yükçü, Süleyman; Etkinlik, Etkililik ve Verimlilik Kavramlarının Yarattığı Atağan, Gülşan Karışıklık, **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 23(4), 1- 13, 2009.