



DÖVİZ KURU RİSKİ YÖNETİM TEKNİKLERİ VE SDŞ ORTAĞI KOBİ'LERİN BU TEKNİKLERDEN YARARLANABİLME OLANAKLARI¹

Semih BÜKER²
Hakan ÇELİKKOL³

Öz

Küreselleşme süreci ile birlikte çeşitlenen pazarlar ve artan iş olanakları, küçük büyük tüm işletmeleri dünya yönelimli faaliyette bulunmaya teşvik ederken, küresel rekabet, özellikle küçük ve orta ölçekli işletmelerin (KOBİ) ayakta kalabilmelerini sağlayacak özelliklere sahip olmalarını gerektirmektedir. Türkiye ekonomisi içerisinde sayı, üretim hacmi ve istihdam gibi açılardan büyük ağırlığa sahip olan, ancak yönetim, finansman, ihracat-pazarlama, teknoloji ve verimlilik gibi konularda önemli açmazları bulunan KOBİ'lerin, rekabetçi özelliklere sahip olabilmelerinin en kolay yolu olarak örgütlü hareket etmeleri görülmektedir. Bu doğrultuda, Sektörel Dış Ticaret Şirketleri (SDŞ) modeli, KOBİ'lere ihracatta ölçek ekonomileri yaratarak, sinerjik avantajlar sağlayabilecek bir örgütlenme biçimi olarak önerilmekte ve teşvik edilmektedir. Ancak, dış ticarete doğal olarak farklı para birimleri kullanılmaktadır. Bu da ülke paralarının birbirleri karşısındaki değer değişimlerine bağlı olarak, işletmeleri kur riskine açık hale getirmektedir. Çalışmada, döviz kurlarında yaşanan değişimlerin neden olduğu risklerden kaçınılabilen kullanılabilir döviz kuru riski yönetim tekniklerinin, SDŞ ortağı KOBİ'ler tarafından uygulanabilme durumu değerlendirilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Sektörel Dış Ticaret Şirketleri, dış ticaret, döviz kuru riski, hedging teknikleri.

JEL Kodları: F31, G32

CURRENCY RISK MANAGEMENT TECHNIQUES AND ITS UTILIZATION BY SME PARTNERS OF SECTORAL FOREIGN TRADE COMPANIES

Abstract

Diversified markets and growing business opportunities, thanks to globalization, have urged firms to do business globally. Nevertheless, conditions in global competition require small and medium-sized enterprises (SMEs) to acquire necessary qualifications for survival. SMEs constitute a large proportion of Turkish economy with respect to such figures as quantity, production capacity, and recruiting. However, they face obstacles to overcome in issues especially related with management, finance, technology, productivity, and foreign trade. Thus, setting and acting in combined form organizations might be the best way for SMEs to prevail these difficulties. In this respect, sectoral foreign trade companies (SFTC) appear as a critical alternative in providing economies of scale in foreign trade to create synergic advantages so that these organizational forms are encouraged. Yet, foreign trade naturally involves in variety of currencies. This, in turn, leaves firms with currency risk due to exchange rate fluctuations. In this study, the use of currency risk management techniques to avoid risks created by exchange rate fluctuations is evaluated from the aspect of SMEs as partners of SFTCs.

Keywords: Sectoral Foreign Trade Companies, foreign trade, currency risk, hedging techniques.

JEL Codes: F31, G32

¹ Bu çalışma, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme/Finans ABD'de Prof. Dr. Semih BÜKER danışmanlığında Hakan Çelikkol tarafından hazırlanan "Sektörel Dış Ticaret Şirketlerinde Döviz Kuru Riskinden Korunma Teknikleri" isimli doktora tezi (1999) gözden geçirilerek ve güncellenerek üretilmiştir.

² Prof. Dr., Ufuk Üniversitesi İİBF İşletme Bölümü, semih.buker@ufuk.edu.tr

³ Dr. Öğr. Üyesi, Dumlupınar Üniversitesi, İİBF İşletme Bölümü, hakan.celikkol@dpu.edu.tr

Giriş

Ülkelerin ihracat performanslarını geliştirmede ortak ihracat grupları şeklindeki organizasyonların etkili olduğu uygulama örneklerinden bilinmektedir. ABD, Japonya, İtalya, Kolombiya, Finlandiya, Arjantin, Hindistan, Kenya, Singapur, İsrail, Brezilya ve İsveç bu konudaki başarılı ülkeler olarak gösterilmektedir. Özellikle dış pazarlara yeni girecek KOBİ'ler (küçük ve orta büyüklükte işletmeler) için son derece yararlı oldukları görülen bu tür organizasyonlara; ABD'li KOBİ'leri başarılı bir şekilde ihraca yönlendiren Webb-Pomerene Associations ve İhracat Yönetim Şirketleri (EMC & CEMC) Arjantin'de şarap üreticilerinin kurdukları Winos Argentinos, Kolombiya'da kadın konfeksiyoncuların kurdukları Consexport, İsrail'de hassas tezgah, hazır giyim alanlarında kurulan ihracat şirketleri, Japonya'da Japon Dış Ticaret Teşkilatı (JETRO) ve Japon Dış Ticaret Şirketleri (Sogo Shosha), Güney Kore'de Genel Ticaret Şirketleri ve Uluslararası Ticaret ve Geliştirme Şirketi (KOTRA), Avusturya'da ETA, Fransa'da BETA, İsviçre'de DELTA ve İtalya'da Federexport grubu örnek olarak verilebilir (Oktav, Kavas, & Tanyeri, 1992; Baykal, 1996).

Türkiye'de KOBİ'lerin ihracatta örgütlenmelerine yönelik ilk adımlar ihracatçı sermaye şirketleri ile atılmış, daha sonra bunu Dış Ticaret Sermaye Şirketleri (DTSS) ve Çok Ortaklı Dış Ticaret Şirketleri (ÇOŞ) izlemiştir. Bu modellerde hedeflenen faydaların beklenen ölçüde elde edilememesi üzerine Sektörel Dış Ticaret Şirketleri (SDŞ) modeli uygulamaya alınmıştır. SDS türündeki örgütlenmeler KOBİ'lerin dış pazarlara açılmalarını kolaylaştırmaktadır. Ancak dış ticaret işlemlerinde farklı dövizler kullanılması nedeniyle KOBİ'ler döviz kuru değişimlerine bağlı olarak kur riskine maruz kalmaktadır. Dolayısıyla, bu riskin profesyonel bir anlayışla yönetilmesi de önemli hale gelmektedir.

1. KOBİ'ler ve Sektörel Dış Ticaret Şirketleri

Türkiye'nin ilk KOBİ tanımı, destek sağlayıcı kuruluşların KOBİ tanımını farklı şekilde uygulamalarının yarattığı kargaşanın giderilmesi ve AB KOBİ tanımıyla uyum sağlanması amacıyla "KOBİ'lerin Tanımı, Nitelikleri ve Sınıflandırılması Hakkında Yönetmelik" kapsamında 2005 yılında yapılmış olup, 2006 yılından bu yana KOBİ'lere destek veren kurum ve kuruluşlar tarafından kullanılmaktadır (T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji, 2015). Buna göre KOBİ, 250 kişiden az yıllık çalışan istihdam eden ve yıllık net satış hasılatı veya mali bilançosundan herhangi biri 125 milyon Türk Lirasını aşmayan ekonomik birimler veya girişimler şeklinde tanımlanırken, kendi içinde mikro işletmeler, küçük işletmeler ve orta büyüklükteki işletmeler şeklinde sınıflandırılmaktadır. Mikro işletmeler, 10 kişiden az yıllık çalışan istihdam eden ve yıllık net satış hasılatı veya mali bilançosundan herhangi biri 3 milyon TL'yi aşmayan işletmeleri; küçük işletmeler, 50 kişiden az yıllık çalışan istihdam eden ve yıllık net satış hasılatı veya mali bilançosundan herhangi biri 25 milyon TL'yi aşmayan işletmeleri; orta büyüklükteki işletmeler ise, 250 kişiden az yıllık çalışan istihdam eden ve yıllık net satış hasılatı veya mali bilançosundan herhangi biri 125 milyon TL'yi aşmayan işletmeleri ifade etmektedir (Küçük ve Orta, 2005; Küçük ve Orta, 2018).

Tüm ekonomilerde önemli yere sahip olan KOBİ'ler, Türkiye'de 2014 yılı itibariyle tüm işletmelerin %99,8'ini oluştururken, istihdamın %73,5'ini, cironun %62'sini, yaratılan faktör maliyeti cinsinden katma değer (FMKD) %53,5'ini, ihracatın %56,4'ünü, ithalatın da %37,8'ini gerçekleştirmiştir. Banka kredilerinden aldıkları pay ise ancak %26 gibi sınırlı bir düzeyde kalmıştır (<http://www.tuik.gov.tr>). Türkiye ekonomisi içerisinde büyük ağırlığı olan, ancak küresel rekabet ortamında önemli açmazları bulunan KOBİ'lerin, rekabetçi özelliklere sahip olabilmelerinin en kolay yolu olarak örgütlü hareket etmeleri görülmekte ve bu doğrultuda Sektörel Dış Ticaret Şirketleri (SDŞ) modeli, ihracatta ölçek ekonomileri yaratarak, sinerjik avantajlar sağlayabilecek bir örgütlenme biçimi olarak önerilmekte ve teşvik edilmektedir.

Sektörel Dış Ticaret Şirketleri, aynı üretim alanındaki KOBİ'leri ihracatta bir organizasyon altında toplayıp, ihracat, finansman, tedarik, nakliye, sigorta, gümrükleme gibi konularda hizmet sağlayarak dünya pazarlarına yönlendirmek ve böylece dış ticarete uzmanlaşmalarını sağlayarak rekabet şanslarını arttırmak amacıyla kurulan şirketlerdir. İlgili mevzuat gereği SDS'lerin; 1-250 arasında çalışan istihdam eden, Normal Yörelerde aynı üretim dalında en az 10 KOBİ'nin, Kalkınmada Öncelikli Yörelerde (KÖY) ise aynı veya farklı üretim dalında en az 5 KOBİ'nin bir araya gelmesiyle Anonim Şirket olarak kurulmaları gerekir. KOBİ niteliğindeki her bir ortağının sermaye payı, toplam şirket sermayesinin Normal Yörelerde %10, KÖY'lerde %20'sinden fazla olamaz. İlgili Tebliğ'de belirtilen koşulları sağlayan bu şirketlere Sektörel Dış Ticaret Şirketi statüsü verilmektedir. Bu şirketlere ortaklık payları münferiden veya toplu olarak %40'ı aşmamak üzere; Normal Yörelerde aynı üretim dalında, KÖY'lerde aynı ya da farklı üretim dalında faaliyette bulunan 250'den fazla çalışan istihdam eden büyük şirketler, profesyonel yönetici olarak çalışmaları kaydıyla gerçek kişiler (ortaklık payı %10'u aşmamak koşuluyla), SDS ve ortaklarına mal, ekipman ve hizmet sağlayan şirketler, Üretici Dernekleri, Üretici Birlikleri, vakıf, mesleki federasyon vb. kuruluşlar da ortak olabilmektedir.

Normal Yörelerde yerleşik SDS'ler, aynı sektörde faaliyette bulunmak kaydıyla ortağı olmayan KOBİ'lerin, KÖY'lerde yerleşik SDS'ler ise sektör ayrımı olmaksızın KOBİ'lerin ihracatına aracılık edebilirler. SDS'ler, ortaklarının üretimine katkıda bulunmak veya faaliyette buldukları sektörle ilgili işlemlerinde kolaylık sağlamak amacıyla, hizmet ve imalat sanayi sektöründe faaliyette bulunan şirketlere ortak olabilir veya şirket kurabilirler. Ortaklarının faaliyet gösterdiği üretim dalına ait hammadde tedarikinde ise imalatçı olarak değerlendirilirler. SDS ve ortağı KOBİ'ler, ihracata yönelik devlet yardımlarının hedef grubunu oluşturmakta ve bu yardımlardan öncelikli olarak yararlandırılmaktadır (Sektörel Dış Ticaret, 2004).

İhracat bilgi, deneyim, sermaye ve kadro ile birlikte iyi bir organizasyon gerektiren bir faaliyettir. İhracat işlemini, söz konusu unsurlara yeterince sahip olamayan KOBİ'lerin tek başlarına yerine getirebilmeleri ise oldukça zordur. Nitekim Türkiye'nin ihracatındaki artışların da büyük ölçüde geçici, konjonktürel satışlarla gerçekleştirildiği, ülke mallarının dış pazarlarda yaygın, sürekli ve kalıcı bir şekilde pazarlanamadığı görülmektedir (Kozlu, 1995).

İhracatta örgütlenmede SDS formunda işbirliğine gidilmesi ile profesyonel bir kadro ve organizasyona sahip olunabileceğinden, üretilen malların dış pazarlara satılması çok daha kolay olacaktır. Ancak, pek çok işletme gibi SDS ortağı KOBİ'ler de ihracat ve ithalat işlemlerini genellikle yabancı para birimleri üzerinden gerçekleştirmektedir. Dolayısıyla, ihracat alacakları, ithal girdi ödemeleri, uluslararası finansman işlemleri (döviz cinsinden veya dövize endeksli krediler) ve uluslararası yatırımları döviz kurlarında yaşanabilecek değişimlere bağlı olarak onları kur riskine açık bırakmaktadır. Bu kapsamda, döviz kuru riski yönetim teknikleri hakkında bilgi sahibi olunması kadar, SDS çatısı altında bir araya gelmenin bu tekniklerden yararlanabilme olanakları üzerinde bir etkisinin olup olmayacağı da üzerinde durulması gereken bir konu olmaktadır.

2. Döviz Kuru Riski

Döviz kuru riski, basit olarak, döviz kurlarındaki beklenmeyen değişimlerin işletmelerin gelir ve giderlerinde (aktif ve pasiflerinde) ya da genel olarak nakit akımlarında yol açtığı değişiklikler olarak tanımlanabilir. Uluslararası ticaret, döviz kuru değişimlerine duyarlı olan çeşitli paraların işlem değerlerindeki farklılıklardan dolayı döviz kuru riski içermektedir. Bu nedenle, kur riskine açık aktif ve pasiflerin değerlerinde döviz kur değişimlerine bağlı olarak ortaya çıkabilecek olumsuz değişimlerin yönetilebilmesi işletmeler açısından önemli bir konudur. Ancak, döviz kuru riskinin doğabilmesi için, işletmenin öncelikle kur etkisine açık olması gerekir (Williams & Heins, 1989; Melvin, 1997; Seyidoğlu, 1994).

Döviz kuru riski doğurabilecek her dövizli alacak veya borç (aktif veya pasif) “döviz pozisyonu”, ilgili dövizler cinsinden tüm döviz alacak ve borçların toplamı da “brüt döviz pozisyonu” olarak adlandırılmaktadır. Döviz pozisyonları döviz cinsine ve vadelerine göre birleştirilerek, alacak ve borçlar arasında meydana gelen farkı ifade eden “net döviz pozisyonu” yani kur riski taşıyan “açık pozisyon” elde edilmektedir. İşletmenin net döviz pozisyonu oluşmasına sebep olan döviz alacakları ve döviz borçlarının yabancı para, vade ve tutar bazında birbirlerine eşit olmaması durumu, fiili olarak döviz kuru riskinin ortaya çıkmasına neden olmaktadır (Duman & Karamustafa, 1996).

Net döviz pozisyonlarındaki eşitsizlik ister borçlar lehine isterse alacaklar lehine olsun, her iki durumda da döviz kuru riski söz konusudur. Döviz mevcutları ve döviz alacakları toplamının, döviz taahhütleri ve döviz borçlarını karşılamaması halinde, borçlar lehine bir açık pozisyon söz konusu olup, bu durum “eksi ya da kısa pozisyon” (short position) olarak adlandırılmaktadır. Döviz mevcutları ve döviz alacakları toplamının, döviz taahhütleri ve döviz borçları toplamından büyük olması halinde ise, alacaklar lehine bir açık pozisyon oluşmakta, bu da “artı ya da uzun pozisyon” (long position) olarak adlandırılmaktadır (Eryürek, 1987; Yıldız, 1988).

İşletmelerin döviz kuru riskiyle karşı karşıya kalmaları için mutlaka uluslararası faaliyet göstermeleri gerekmez. Ulusal paranın yabancı paralar karşısındaki değerinin değişmesine bağlı olarak, yerel işletmelerin faaliyetleri de olumlu ya da olumsuz etkilenebilmektedir (Duman & Karamustafa, 1996).

Türkiye’de işletmeler dış ticaret işlemlerinde yoğun olarak ABD Doları (USD) ve Euro kullanılmaktadır. Döviz kuru değişimlerinin boyutlarının anlaşılabilmesi açısından, USD ve Euro’nun 2002-2018 yılları arası süreçteki yılsonu ve 2018 yılı için ay sonu değerleri ile söz konusu dönemlerde TL karşısında gösterdikleri değişimin yüzde karşılıkları Tablo 1’de gösterilmiştir.

Tablo 1: Türkiye’de Döviz Kurlarının Gelişimi (2002 - 2018 Ekim & Dönem Sonu)

Yıllar	USD (Yıl Sonu)	Değişim (Yıllık %)	EURO (Yıl Sonu)	Değişim (Yıllık %)	2018 (Aylar)	USD (Ay Sonu)	Değişim (Aylık %)	EURO (Ay Sonu)	Değişim (Aylık %)
2002	1,6345	13,5412	1,7035	34,3314	Ocak	3,7795	-0,8109	4,6824	2,9597
2003	1,3958	-14,6018	1,7451	2,4418	Şubat	3,7833	0,1005	4,6646	-0,3801
2004	1,3421	-3,8497	1,8268	4,6834	Mart	3,9949	5,5930	4,9191	5,4560
2005	1,3430	0,0671	1,5904	-12,9407	Nisan	4,0535	1,4669	4,8961	-0,4676
2006	1,4131	5,2197	1,8586	16,8637	Mayıs	4,4834	10,6056	5,2064	6,3377
2007	1,1647	-17,5784	1,7102	-7,9845	Haziran	4,6083	2,7858	5,3310	2,3932
2008	1,5123	29,8446	2,1408	25,1783	Temmuz	4,8850	6,0044	5,7034	6,9856
2009	1,5057	-0,4364	2,1603	0,9109	Ağustos	6,4063	31,1423	7,4735	31,0359
2010	1,5460	2,6765	2,0491	-5,1474	Eylül	6,0752	-5,1683	7,1130	-4,8237
2011	1,9065	23,3182	2,4592	20,0137	Ekim	5,5203	-9,1339	6,2734	-11,8037
2012	1,7826	-6,4988	2,3517	-4,3713					
2013	2,1343	19,7296	2,9365	24,8671	* Ekim 2018				
2014	2,3189	8,6492	2,8207	-3,9435					
2015	2,9076	25,3870	3,1776	12,6529					
2016	3,5318	21,4679	3,6939	16,2481					
2017	3,8104	7,8883	4,5478	23,1165					
2018*	5,5203	44,8745	6,2734	37,9436					

Kaynak: <https://evds2.tcmb.gov.tr>.

Tablo 1’de görüldüğü üzere, yılsonları itibariyle (2018 yılı hariç) Dolar/TL kurunda %30’a, Euro/TL kurunda da %34’e varan artışlar, Dolar/TL kurunda %18’e, Euro/TL kurunda da %13’e yaklaşan düşüşler yaşanmıştır. 2018 yılı aylık verilere bakıldığında ise bir önceki aya göre her iki döviz kurunda %31’e varan artışlar, Dolar/TL kurunda %9’a, Euro/TL kurunda ise %12’ye yaklaşan düşüşler gerçekleşmiştir. Bu veriler, Türkiye’de döviz kurlarındaki volatilitenin ne

denli yüksek olabildiğini, dolayısıyla bu değişimlerin neden olduğu risklerin yönetilememesi durumunda, gerek ihracat gerekse ithalat boyutunda oluşacak zararların da ne ölçüde büyük olabileceğini göstermesi bakımından önemlidir.

3. Döviz Kuru Riski Yönetim Teknikleri ve SDŞ Ortağı KOBİ'lerin Yararlanabilme Olanakları

Dövizli işlemleri bulunan işletmeler, döviz kurlarında yaşanabilecek değişimlerin neden olacağı riskleri içsel (işletme içi) ya da dışsal (işletme dışı) yöntemler ile yönetmeye çalışmaktadır. Genel olarak, içsel teknikler bilanço içi, dışsal teknikler bilanço dışı hedging teknikleri olarak değerlendirilmektedir. Döviz kuru riskinden korunmada kullanılacak bu teknikler SDŞ çatısı altında işbirliğine giden KOBİ'ler açısından değerlendirildiğinde, kullanılabilme durumları, sağlanabilecek faydalar ve SDŞ'nin bu tekniklerin kullanımında oynayabileceği rol farklı boyutlarda ortaya çıkmaktadır (Çelikkol, 1999). Takip eden kısımda bu teknikler hakkında kısaca bilgi verilerek, SDŞ ortağı KOBİ'ler açısından kullanılabilme olanakları değerlendirilmeye çalışılmıştır.

3.1. İçsel Hedging Teknikleri

Uluslararası faaliyet gösteren işletmelerin finans yöneticileri, döviz kur riskleri karşısında dinamik bir kur yönetim tarzı benimsemektedir. Bu tarz, basit korunma işlemlerinin çok üstünde bir uygulamadır. Bu uygulamanın kapsamı, işletmenin ticari faaliyetlerine bağlı ödemelerinin koşullarını, döviz kuru riskini ortadan kaldıracak ve hatta bazı durumlarda kazanç sağlayacak şekilde değiştirme çabaları olup, değişik biçimler alabilmektedir (Plihon, 1991/1995). İçsel hedging yöntemleri, temelde bilanço uyarlamalarına dayalı olan ve genellikle merkezi nakit yönetimi anlayışı çerçevesinde uygulanan tekniklerdir.

Netleştirme (netting): Bu teknikte, bir işletmeler grubu içerisinde faaliyette bulunan bağlı işletmelerin, birbirleriyle olan ticari işlemlerinden kaynaklanan aynı veya paralel dövizler cinsinden alacak ve borçları, önceden belirlenen hesap dönemleri sonu itibariyle biri diğerine karşı kapatılmakta ve böylece brüt tutarların ödenmesi yerine sadece borçlu olunan dövizdeki net bakiyenin riske karşı hedge edilmesi ve vadesinde ödenmesi gerekmektedir. Tam anlamıyla bir hedging tekniği olmamasına karşın, hedging maliyetini minimize etmenin bir yolu olan netleştirmenin işleyiş mekanizması oldukça basittir. Her bağlı işletme, önceden belirlenmiş dönemler itibariyle borçları hakkında ödemelerin hangi döviz cinsinden olduğunu da belirterek ana merkezi ya da merkez şubeyi bilgilendirir. Ana merkez ise en uygun netleştirme düzenlemesine karar vererek, bağlı işletmelere talimat verir. Bu talimat uyarınca, bağlı işletmeler de hesaplarının bulunduğu bankaları bu düzenlemeler hakkında bilgilendirir (McRae, 1996). Bu nedenle söz konusu teknik, aralarında ticaret ilişkisi bulunan bağlı işletmelere sahip grup işletmeler için son derece kullanışlıdır (Buckley, 1992). Ancak, bu tekniğin uygulanabilmesi için illa ki grup içi işlemler olması gerekmez.

SDŞ ortağı KOBİ'ler de bu teknik yardımıyla dış ticaret işlemlerinde karşılaşılabilecekleri döviz kuru değişimlerinin yaratacağı risklerden korunabilirler. Şöyle ki, SDŞ ortağı bir KOBİ'nin yurt dışındaki bir işletmeye (ya da onun bağlı işletmesine) mal ihraç etmesi ve yine aynı yabancı işletmeden (ya da onun bağlı işletmesinden) üretim girdisi ithal etmesi durumunda, bu işlemlerden doğan alacak ve borç hesapları karşılıklı olarak kapatılabilir. Böyle bir işlemde, hem döviz pozisyonlarının yönetiminde hem de işlem masraflarının azaltılmasında avantaj sağlanırken, diğer hedging tekniklerine de işlem sonucunda eğer bir bakiye kalıyorsa, yalnızca bu kalan kısım için ihtiyaç duyulacaktır. Ancak, netleştirme tekniğinin uygulanabilmesi için, ihracat ve ithalat işlemlerinden doğan alacak ve borçlarda döviz cinsi (veya kur çevrimi) ve vade uyumunun sağlanması gerekir.

SDŞ çatısı altında işbirliğine giden KOBİ'lerin bu tekniği grup içinde uygulama olanakları ise oldukça sınırlıdır. Netleştirme tekniğinin uygulanabilmesi için, işbirliği yapan işletmeler arasında ticaret ilişkisi bulunmalıdır. SDŞ'yi oluşturan KOBİ'ler arasındaki ticari ilişkiler ise oldukça sınırlıdır. Söz konusu KOBİ'ler zaten genellikle aynı tür mal üretmekte ve öncelikle ihracat sorunlarını aşabilmek amacıyla işbirliği yapmaktadır. Ayrıca, bu türde bir işbirliğinde SDŞ'yi oluşturan KOBİ'lerin hukuki ve finansal bağımsızlıkları da korunmaktadır. Dolayısıyla bu teknik, ancak birbirlerinden girdi temini olduğu durumlarda, işletmeler arası nakit akışlarının düzenlenmesi ve işlem maliyetlerinin azaltılması amacıyla uygulanabilir (Çelikkol, 1999).

Çakıştırma (matching): Gelir ve ödemelerin çakıştırılması, gerek işletmeler grubu içerisinde gerekse üçüncü taraflar ile olan işlemlerde uygulanabilen bir teknik olup, farklı dövizler cinsinden beklenen gelir ve ödemelerin her bir döviz cinsi için ayrı ayrı ve yaklaşık olarak dengelenmesini ifade eder. Bunun için aynı veya paralel dövizler üzerinden, aynı vadede ve tutarda tam karşıtı nakit akışı yaratılmaya çalışılır ve döviz piyasalarından yalnızca çakıştırılmayan net bakiye için gerekli döviz satın alınarak karşı hedge yapılır. Ancak, bu işlemler yapılırken yabancı para birimi üzerinden yaratılacak ters nakit akışının tutar ve süre uyumuna dikkat edilmesi gerekir (Akgüç, 1997; Demirağ & Goddard, 1994).

Gelir ve ödemelerin çakıştırılması, işbirliği yapan KOBİ'lerin kendi aralarında ya da grup dışı işletmelerle olan ticari ilişkilerinde, döviz kuru riskine açık nakit akış pozisyonlarının yönetimi açısından oldukça kullanışlı bir tekniktir. Bu teknik yoluyla KOBİ'ler, gelecekte döviz kurlarında meydana gelebilecek değişmelerin olumsuz etkilerinden, aynı vadede ve tutarda zıt nakit akımları yaratarak korunabilir. Örneğin; SDŞ ortağı bir KOBİ, Dolar karşılığı yaptığı bir ihracat işleminde ihracat bedelini tahsil edinceye kadar geçecek sürede Doların TL karşısında değer kaybedeceğim düşünüyorsa, ithal girdilerini bu vadeyi kapsayacak şekilde yine Dolar cinsinden yapabilir ya da para piyasasından ilgili ihracat bedeli kadar Dolar borçlanabilir. Aksine, ithalat işleminden dolayı borçlu olduğu dövizde değer artışı bekliyorsa, ihracatlarını da söz konusu döviz üzerinden yapmaya çalışabilir. Çakıştırma tekniği, SDŞ ortağı KOBİ'ler için gelecekte döviz kurlarında yaşanabilecek olumsuz değişimlerden korunmada ve nakit akışlarının düzenlenmesinde kullanımı kolay ve başarı derecesi yüksek bir teknik olarak dikkati çekmektedir (Çelikkol, 1999).

Nakit akışlarının bir merkezde toplanması (pooling): Nakit havuzlaması olarak da adlandırılan bu teknikte, grup bünyesindeki işletmelerden her biri yalnızca işlem amacıyla gereksinim duyduğu tutarda nakdi elinde bulundurmakta, faaliyetlerin gerektirdiği minimum nakit bakiyesinin üzerindeki likit fonlar ile ihtiyat ve spekülasyon amacına yönelik fonlar, ana merkezdeki personel tarafından yönetilen merkezi havuza transfer edilmektedir. Dolayısıyla, nakit hareketlerinin yalnızca bir merkezden yönetilmesi değil, aynı zamanda belli bir hesapta (banka hesabı gibi) tutulması da söz konusu olmaktadır (Seyidoğlu, 1994; Keşci, 1984).

Bu işlemin temelinde, farklı işletmelerdeki nakit fazlalarının ve açıklarının tamamen aynı yönde hareket etmemesi yatmaktadır. Bir nakit havuzu oluşturulmasıyla birlikte, toplam nakit akışlarındaki değişim grup işletmelerin bireysel bazlı nakit akışlarındaki değişimlerin toplamından daha küçük olacaktır (Levi, 1996). Bu yolla işletmelerin toplam pozisyonlarını yönetmek ve onları korumaya almak amaçlanırken, yüzen ya da bağlı işletmeler arasında gidip gelen fonlar da azaltılmış olmaktadır. Transit halde ve kullanım olanağı bulunmayan bu tür fonların, grup açısından finanse edilebilecek yatırımların getirisine eşit bir fırsat maliyeti bulunmaktadır. Havuz, likiditelerin plasmanını sağlamanın yanısıra, bazı bağlı işletmelerin yarattığı ihtiyaç fazlası nakit fonların, nakit sıkıntısı içerisinde olan diğer işletmelere ödünç olarak verilebilmesine de aracılık etmektedir (Plihon, 1991/1995). İşletmelerin gelirlerinin artmasına ve faiz ödemelerinin azalmasına katkıda bulunan yöntemin, merkezde uzman elemanlar çalıştırmaya olanak vermesi ve döviz kuru riskinin bir yerden yönetimi gibi

üstünlükleri bulunmaktadır. Örneğin, döviz nakit bakiyesi bulundurulması nedeniyle ortaya çıkacak risk pozisyonunu merkezi olarak yönetmek isteyen bir işletme, tüm forward sözleşmeleri tek bir yerde yaparak, bu tür sözleşmelerin çelişkili ve şartıcı vergi etkilerinden kaçınabilecektir (Seyidoğlu, 1994; Keşci, 1984).

Yöntemin döviz kuru riskinden korunma amacıyla uygulanabilmesi için, tüm bağıli işletmelerin işlem amacıyla gereksinim duydukları nakit miktarının üzerindeki tüm bakiyeyi, merkezi nakit yönetimi çerçevesinde işletilecek havuz hesabına aktarmaları gerekmektedir. Ancak, SDŞ'yi oluşturan KOBİ'lerin finansal ve hukuksal bağımsızlıklarını koruyor olmaları, böyle bir nakit/döviz havuzu yaratılmasının önündeki en büyük engeldir. SDŞ'ler sundukları hizmetler karşılığında elde ettikleri gelirleri nakit ihtiyacı bulunan SDŞ ortağı işletmelere kullanırlabilir, nakit fazlası olan işletmelerden nakit ihtiyacı olan işletmelere borç verilmesinde köprü olabilir, devlet destek ve yardımlarının dağıtımında rol oynayabilir, ihracattan doğan alacakların tahsili, KDV iadelerinin alınması ve ithalat bedellerinin ödenmesi gibi işlemlere aracılık yapabilirler. Ancak, yöntemin gerektirdiği anlamda bir nakit havuzunun fonksiyonlarını yerine getirebilmeleri mümkün değildir (Çelikkol, 1999).

Nakit akışlarını öne alma ve geciktirme (leading and lagging): Döviz kurları ve faiz oranlarına ilişkin beklentiler çerçevesinde, dövizli borç ya da alacakların öne alınması veya ertelenmesine dayalı bir hedging stratejisidir (Erdoğan, 1993). Bu stratejide işletmeler, değer kaybetmesi beklenen döviz cinsinden alacaklarının tahsilini hızlandırıp borçlarını geciktirmeye, değer kazanması beklenen döviz cinsinden ödemelerini de hızlandırmaya çalışarak kur kayıplarından korunmayı amaçlamaktadır. Bu teknik, forward işlemler mümkün olmadığı zaman özellikle kullanışlı olmaktadır (Demirağ & Goddard, 1994; Aksel, 1995). Aynı zamanda bir döviz spekülasyonu formu olan bu tekniğin işleyiş mekanizması çakıştırma tekniğine benzemekle birlikte, işlemlerdeki değişimin derecesi daha radikaldir. Öne alma ve geciktirmede açık pozisyon spekülatif karların maksimizasyonu ile optimize olurken, çakıştırma tekniğinde amaç belli bir grubun açık pozisyonu minimize etmektir (McRae, 1996). İşletmeler uluslararası işlemlerinin çok yönlülüğüne rağmen, bu yöntemle ülkeler arası fon transferlerinin zamanlamasını değiştirerek döviz kuru riskine karşı koruma sağlayabilir (Van Horne, 1998). Ancak iskonto oranı, gecikme faizi, kredibilite kaybı, ticari ilişkiler ve yasal düzenlemeler gibi konunun farklı boyutları da dikkate alınmalıdır.

Bilanço karlarından ziyade nakit akışlarının önem kazandığı günümüzde, nakit akışlarının tahmini ve zamanlaması işletmeler açısından büyük önem taşımaktadır. SDŞ ortağı KOBİ'ler de döviz kuru tahminlerine bağıli olarak ihracat ve ithalat işlemlerinden doğan alacak ve borçlarının vadelerini öne alabilir ya da erteleyebilir, yani kredili ticarete vadeler KOBİ'lerin avantaj sağlayabileceği biçimde düzenlenebilir. SDŞ de ortağı bulunan KOBİ'leri bu konuda yönlendirebilir. Ancak, ihracat ve/veya ithalat yapılan işletmelerle olan ticari ilişkilerin seviyesi söz konusu tekniğin uygulanabilmesinde oldukça belirleyicidir. Çünkü karşı işletmenin döviz kuruna ilişkin beklentisi de aynı yönde ya da ödemeler üçüncü bir ülkenin para birimi ile belirlenmişse, diğer taraf bu işleme karşı çıkabilir ya da öne almayı veya ertelemeyi telafi edici bir takım uygulamalara girişebilir. Bu durumda söz konusu yöntem üzerinde ısrarcı olmak, ticari ilişkilerin zedelenmesine yol açabilir.

Yöntem, SDŞ ortağı KOBİ'lere döviz kuru riskinden korunma sağlarken, geleceğe dönük beklentiler üzerine pozisyon alarak spekülatif kazançlar elde etme olanağı da sunmaktadır. Ayrıca netleştirme ve çakıştırma tekniklerine zemin hazırlanması amacıyla da kullanılabilir. Ancak öne alma ve geciktirme tekniğinin SDŞ ortağı KOBİ'lerde uygulanabilirliğine ilişkin başlıca sorun, TL'nin dış ticaret işlemlerinde yoğunlukla kullanılan dövizler karşısında çoğu zaman değer kaybetmesidir. Bu durum, ithalat işlemlerinden doğan borçların sürekli olarak erken

ödenmesini gerektirirken, yöntemin kullanılmasıyla elde edilecek fayda da kimi zaman erken ödeme yapabilmek için sağlanan finansman kaynağına ilişkin giderlerin altında kalabilmektedir.

Yöntemin grup içi ticari işlemlerde uygulanabilmesi ise, işbirliği yapan KOBİ'lerin karşılıklı beklentilerine bağlıdır. Ayrıca, eğer SDŞ ortağı bir KOBİ'nin doğrudan SDŞ ile bir alacak borç ilişkisi doğmuşsa, burada da ancak SDŞ'nin üstlendiği ortaklara finansman konularında hizmet sunma işlevi gereği öne alma ya da erteleme tekniği uygulanabilir (Çelikkol, 1999).

İhracat alacaklarının tahsil süresinin hızlandırılması: Uluslararası nakit yönetiminin en önemli konularından biri, yabancı ülkelerdeki alacaklara ilişkin tahsilatların hızlandırılması konusudur. Özellikle alıcıların çok farklı coğrafi dağılım gösterdiği durumlarda, ihracat işlemlerinden doğan alacakların tahsilinde gecikmelerle karşılaşabilmektedir (Beehler, 1978; Abdullah, 1987). Döviz transferinde SWIFT ağı kullanımı, satışlarının yoğun olduğu ülke ya da bölgelerde tahsilat merkezleri oluşturulması veya posta kutusu tutulması gibi uygulamalar, alacakların tahsilini hızlandırarak, nakdin işletmenin kullanımına hazır hale gelmesi için geçen zamanı kısaltmaktadır (Shapiro, 1996; Beehler, 1978). Böylece, döviz cinsinden alacaklar hızlıca ulusal paraya (ya da farklı bir dövize) çevrilerek, işletmenin artı açık döviz pozisyonunu azaltmak mümkün olmaktadır.

İhracat işlemlerinden doğan alacakların tahsilinin hızlandırılarak etkin hale getirilmesine yönelik uygulamalar, döviz kuru riskinin yönetiminde SDŞ ortağı KOBİ'lerin yararlanabilecekleri önemli tekniklerdendir. SDŞ aracılığıyla yurt dışındaki bazı merkezlerde oluşturulacak tahsilat merkezleri ve anlaşmalı bankalar, SDŞ ortağı KOBİ'lerin ihracat işlemlerinden doğan alacaklarının hızlı bir şekilde tahsil edilerek Türkiye'ye getirilmesinde önemli rol oynayacaktır. Böylece, tahsilatlardaki gecikmelerden dolayı ortaya çıkabilecek nakit ihtiyaçları ve döviz kurlarındaki değişmelerin tahsilatı geciken alacaklar üzerindeki olumsuz etkileri azalır. Borçlanma ihtiyacının ortadan kalkmasıyla faiz giderlerinden kaçınılırken, değer kaybetmesi beklenen döviz cinsinden olan alacakların hızla tahsil edilerek başka alanlarda kullanılması ya da değer kazanması beklenen diğer dövizlere çevrilmesi sağlanır. Aynı zamanda, işbirliği yapan bütün KOBİ'ler bu imkândan yararlanacağı için, söz konusu hizmetlerden yararlanmanın getireceği maliyet de işletmeler arasında paylaşılmış olur (Çelikkol, 1999).

Kontrat fiyatını forward kura göre ayarlama: Finansal piyasalarda dövizler hem spot hem de forward kurlar şeklinde fiyatlanmaktadır. Bu yöntemde kontrat, ihracatçı ülke parasının forward kuru baz alınarak fiyatlanmakta ve böylece sözleşmenin imzalandığı tarih ile ödeme tarihi arasında döviz kurunda oluşması beklenen artış veya düşüşler kontrat fiyatına yansıtılmış olmaktadır (McRae, 1996).

İhracat işlemine ilişkin düzenlenen kontratlarda bedelin forward döviz kuruna göre belirlenmesi, SDŞ ortağı KOBİ'ler açısından sınırlı düzeyde uygulama olanağı olan bir hedging tekniğidir. Çünkü yöntem, ihracatçı işletme ülke para biriminin kullanılmasını gerektirmekte, ancak diğer ihracatçı işletmeler gibi SDŞ üyesi KOBİ'ler de ihracatlarını, ihracat pazarlarının dağılımına bağlı olarak, başta Dolar ve Euro olmak üzere uluslararası piyasalarda genel kabul gören, işlem yoğunluğu yüksek paralar cinsinden gerçekleştirmektedir. SDŞ ortağı KOBİ'lerin TL karşılığı ihracatlarının son derece az olması, döviz kuru riskinden korunmada bu yöntemin kullanımını sınırlandırmaktadır. Yöntem, çeşitli üretim girdileri ithal eden SDŞ ortağı KOBİ'ler açısından değerlendirildiğinde ise, kontratlar genellikle ihracatçı işletme ülke parası cinsinden düzenlendiği için vade sonunda oluşacak spot döviz kuruna göre ya kur karı ya da kur zararı oluşacak veya kar ya da zarar oluşmayacaktır (Çelikkol, 1999). Böyle bir durumda, kur zararı olasılığına karşı diğer hedging tekniklerinin kullanılması gerekir.

Sözleşmede belirtilen döviz cinsini değiştirme: İşleyişi oldukça basit olan bu teknik, ihracatçının vadeye kadar olan süreçte, sözleşmede belirtilen para birimini değiştirebileceğine ilişkin olarak ithalatçıyı bilgilendirmesi esasına dayanmaktadır. Yeni para birimi ihracatçının,

ithalatçının ya da üçüncü bir ülkenin para birimi olabilir. Ancak, bu stratejinin uygulanabilmesi, ihracatçının ithalatçıya haklı gerekçeler sunması ve bunların da ithalatçı tarafından kabul edilmesine bağlıdır. Döviz cinsinin değiştirilmesi, ihracatçının kur riskini minimize etmesini, hatta kurlardaki değişikliğe bağlı olarak karını arttırmasını sağlayabilir. İthalatçıya ise, özellikle kendi ulusal para birimine çevrim söz konusu olduğunda, nakit bütçesini daha doğru planlayabilme ve başlangıçta yabancı para olarak belirlenen ithalat fiyatını hedge etmek için katlanacağı maliyetlerden kurtulma olanağı tanır (McRae, 1996).

SDŞ ortağı KOBİ'lerin döviz kurlarına ilişkin beklentiler doğrultusunda sözleşmede fatura edilen döviz cinsini değiştirebilmeleri oldukça zordur. Zira KOBİ'ler ihracatlarını ağırlıklı olarak Dolar ve Euro üzerinden gerçekleştirmektedir. Üstelik bu yöntem, dünya piyasalarında rekabet gücü yüksek ve çok güçlü ihracat bağlantıları olan işletmeler için geçerli olabilir. Türkiye'de KOBİ'lerin ihracata yönlendirilmesi ve dünya pazarlarında rekabet gücü kazandırılması çabaları ancak son dönemlerde hız kazanmıştır. Buna karşılık ithalatta TL cinsinden faturalandırmaya geçilmesi, bütçeleme işlemlerini kolaylaştırma ve hedging işlem maliyetlerini düşürme gibi faydalar sağlayabilir (Çelikkol, 1999). Bu nedenle özellikle son dönemlerde, volatilitesi yüksek para birimleri yerine TL karşılığı ithalatı teşvik edici uygulamalar dikkati çekmektedir.

Döviz üzerinden borçlanma: Ödünç alma, başlıca döviz kur riski yönetim araçlarından biridir. Bir işletmenin yabancı para cinsinden borçlanmasının temel prensibi, ihracat ve diğer işlemler sonucunda döviz kurlarına bağlı olarak gerçekleşecek nakit girişlerinin, yabancı para cinsinden alınan borcun anapara ve faiz ödemelerinde kullanılabilmesi düşüncesidir (Cangöz, 1997). Bu kapsamda, pek çok ABD şirketinin zayıf paralar cinsinden borçlandığı ve ABD Doları cinsinden elde ettikleri gelirleri borcun vadesinde söz konusu yabancı paraya çevirerek düşük maliyetli fon kullanmış oldukları bilinmektedir (Rusate, 1995).

SDŞ ortağı KOBİ'ler değer kaybetmesini bekledikleri döviz üzerinden borçlanarak, aynı döviz cinsinden olan alacaklarını kur riskine karşı koruyabilir ya da SDŞ üzerinden gerçekleştirilecek ihracat daha önce alınmış dövizli krediler cinsinden yapılarak, bu borçlar döviz kuru değişimlerinden etkilenmeksizin geri ödenebilir. Ayrıca borçlanma yoluyla finansmanın kaldıraç etkisi sayesinde, faiz ödemelerinin bir kısmı devlet tarafından finanse edilmekte ve borcun KOBİ'ye olan maliyeti de vergi oranı nispetinde azalmaktadır. Bu kapsamda, devletin ihracatı teşvik etmek amacıyla kullandığı döviz cinsinden veya dövizle endeksli sıfır/düşük faizli krediler ile destek ve yardımlar, öncelikli hedef kitle olarak SDŞ ve ortakları için önemlidir (Çelikkol, 1999).

Para piyasaları yoluyla hedging: Aktif ve pasifteki döviz kuru riskine açık pozisyonları para piyasası varyasyonları ile dengeleyerek, riski sınırlamayı ya da azaltmayı amaçlayan bir bilanço içi hedging tekniğidir (Abdullah, 1987). İşletmenin ulusal para cinsinden fonları kullanılarak ya da ulusal para cinsinden borçlanılarak, değer kazanacağı öngörülen yabancı para/paraların o anki kur değeri üzerinden spot piyasadaki satın alınması ve borcun vade tarihine kadar kısa süreli döviz hesabına yatırılması temeline dayanmaktadır. Ancak, kur riskinden korunma sağlanabilmesi, dövizin değer artış ve plasman süresince kazanılan faiz getirisi toplamının, ulusal paranın maliyetinden daha yüksek olmasına bağlıdır (Demirağ & Goddard, 1994). Dolayısıyla, döviz kurlarına ilişkin beklentiler böyle bir stratejinin tercih edilmesinde ana belirleyici olurken, hedging ile sağlanacak faydanın parasal eşdeğeri de dikkate alınmalıdır (Aksel, 1995).

SDŞ ortağı KOBİ'ler nakit fazlaları ile değer artışı beklenen dövizleri spot piyasadaki satın alıp, aynı döviz cinsinden borçlarının vadesine kadar çeşitli para piyasası araçlarına yatırarak, döviz kurlarındaki değişimlerin olumsuz etkilerinden kaçınabilir, hatta faiz geliri de elde edebilir. Eğer, borçlu olunan döviz değerinin düşmesi bekleniyorsa, fazla nakitler borcun vadesine kadar değer atışı beklenen bir başka dövizle çevrilebilir ya da TL cinsinden repo, vadeli mevduat gibi para piyasası araçlarına plase edilebilir. Böylece, vade sonunda ele geçecek TL cinsinden nakit

ile borçlu olunan döviz spot piyasadan daha ucuza satın alınarak, kur karı sağlanabilir (Çelikkol, 1999). Başarısı döviz kuru tahminlerine bağlı olan bu tekniğin KOBİ'ler tarafından uygulanabilmesinde, SDŞ tarafından yapılacak bilgilendirme ve yönlendirmeler etkili olacaktır.

Çeşitlendirme ve döviz sepetleri: İhracatçılar alacaklarını değer kazanmasını bekledikleri döviz cinslerine bağlamaya çalışırken, tersine ithalatçılar da taahhüt ya da borçlarını değer kaybı olası para birimleri üzerinden belirlemenin bir yolunu aramaktadır. Üstelik çoğu işletme aynı periyotta pek çok kez ihracat ve ithalat gerçekleştirmektedir (Plihon, 1991/1995). Döviz cinsinden gelir ve giderleri netleştirmek yani dövizleri tek tek denkleştirmek yerine, alacak ve borçlar farklı dövizlere bağlanarak bir alacak ve borç portföyünün oluşturulması, kur riskini tamamıyla ortadan kaldırmaya da azaltıcı etki yaratacaktır (Seyidoğlu, 1994). Bu kapsamda, portföy yaklaşımı mantığıyla alacak ve borçların döviz sepetleri cinsinden ifade edilmesi de mümkündür.

KOBİ'ler ihracatta SDŞ çatısı altında işbirliğine giderek, yeni pazarlara ulaşabilir ve dolayısıyla ihracatlarını arttırabilirler. İhracat pazarlarının çeşitlendirilmesiyle birlikte farklı para birimleri üzerinden ihracat alacakları oluşmaya başlar ve bir döviz alacak portföyü de kendiliğinden yaratılmış olur. Döviz kurlarındaki değişimlerin doğal sonucu olarak, bazı alacakların TL değeri artarken bazılarının TL karşılığı ise düşecektir. Benzeri durum ithalattan doğan döviz cinsinden borçlar için de geçerlidir. KOBİ'ler, SDŞ'nin de yönlendirmesiyle, ihracatlarını değer artışı beklenen güçlü paralarla, ithalatlarını da değer kaybetmesi beklenen zayıf paralarla gerçekleştirmeye çalışarak veya alacak ve borçlarını döviz sepetleri cinsinden ifade ederek, kur değişimlerinin olumsuz etkilerinden asgari ölçüde korunabilir (Çelikkol, 1999).

3.2. Dışsal Hedging Teknikleri

Dışsal hedging teknikleri, finansal kurumların varlığını ve organize olmuş borsalarda veya borsa dışı piyasalarda (OTC markets) işlem gören kontratların kullanımını gerektirmektedir. 1970'li yıllardan sonra özellikle türev piyasalarda ve ürünlerde görülen gelişmeler, çeşitlilik ve işlem hacmi boyutuyla, finansal piyasalara riskten korunmada çok önemli bir nitelik kazandırmıştır (Mills, 1994). İşletmeler dışsal hedging tekniklerinden yalnızca birini tercih edebilecekleri gibi, birden fazla tekniği de bir arada kullanabilirler.

Senet iskontosu: İhracatçıların kredili mal satışı karşılığında ithalatçılardan almış oldukları döviz cinsinden düzenlenmiş alacak senetlerini bir bankaya iskonto ettirmek suretiyle refansman imkânı buldukları bir yöntemdir. Bu işlemle, refansman sağlamanın yanısıra senet bedeli vade beklenmeksizin ulusal para birimine çevrilerek, olası kur riski de telafi edilebilmektedir. Ancak, satış anlaşmasının yapılmasından malların sevk edilmesine kadar geçecek süre boyunca söz konusu alacak tutarı kur riskine açık kalırken, ithalatçı işletmenin borcunu ödememesi durumunda da senet bedelinin spot piyasadan karşılanması riskini taşımaktadır (Yıldız, 1988).

SDŞ ortağı KOBİ'lerin, kredili ihracat dolayısıyla ithalatçı işletmelerden aldıkları döviz alacak senetlerini, ilgili döviz kurunda düşüş beklentisi olması durumunda, vadesinden önce bankalara iskonto ettirerek kur riskinden korunmaları mümkündür. Ancak, TL'nin dış ticaret işlemlerinde yoğun olarak kullanılan Dolar, Euro gibi dövizler karşısında arzi artışlar dışında çoğunlukla değer kaybetmesi, pek çok işletmede bu işlemin döviz kuru riskinden korunma amaçlı değil, daha çok kısa dönemli işletme sermayesi ihtiyacının karşılanması amacıyla yapıldığını göstermektedir (Çelikkol, 1999).

Factoring ve forfaiting: Kredili ihracat dolayısıyla oluşan alacaklar tahsil edilinceye kadar geçecek sürede ortaya çıkabilecek kur değişimlerinin neden olacağı kayıplardan korunmak amacıyla kullanılan, basit ve yaygın finans teknikleridir (Erdemol, 1992).

Factoring, kredili satışları olan bir işletmenin, bu satışlar nedeniyle doğmuş veya doğacak senede bağlı alacak haklarını factor adı verilen bir finans kurumuna temlik etmesi, factorün de belirli bir komisyon karşılığında satıcıya ön ödemede bulunması, alacaklarla ilgili tahsilat işlemlerini yürütmesi ve alıcı borcunu ödeyemediği takdirde, satıcıyla factor arasında yapılan anlaşmaya bağlı olarak, factorün tüm ticari riskleri üstlenmesi gibi işlevleri bulunan kısa vadeli bir finansman tekniğidir (Büker, Aşikoğlu, & Sevil, 2014). Bir nakit yönetim tekniği olarak factoringden, çalışma sermayesi ihtiyacının karşılanması kadar, özellikle dış ticaret işlemlerinde farklı para birimlerinden beklenen gelirler üzerinde kur değişimleri sonucunda ortaya çıkabilecek risklerin azaltılması amacıyla da sıklıkla yararlanılmaktadır (Beehler, 1978). Forfaiting ise mal ve hizmet ihracatından doğan, ileri bir tarihte vadesi dolacak ve uygulamada genellikle bir banka tarafından garanti edilmiş senetli ya da senetsiz bir alacağın, daha önce bu hakkı elinde bulduranlara başvuru hakkı olmaksızın, vadesinden önce satılarak tahsil edilmesidir. Factoring kısa süreli, forfaiting ise sabit faizli ve orta/uzun vadeli bir ihracat finansman tekniğidir (Erdemol, 1992; Büker vd., 2014; Ceylan, 1993).

İhracat işleminin gerçekleşmesiyle birlikte artı açık döviz pozisyonu oluşan ihracatçı işletmeler, her iki teknikte de, döviz alacaklarını kredili ihracatın vadesine ve ithalatçının kredibilitesine bağlı olarak hesaplanan sabit bir faiz oranı üzerinden iskonto ettirmekte ve böylece vadesinden önce tahsil etme olanağına kavuşmaktadır. İlgili döviz kurunda düşüş beklendiği durumlarda, ihracatçılar, vadeden önce tahsil etmiş oldukları ihracat bedellerini ulusal paraya çevirerek, vadeye kadar ortaya çıkabilecek döviz kuru riskinden de kaçınılabilmektedir. Ancak, ihracat sözleşmesinin yapılması ile malın teslim edilmesi arasında geçecek süre zarfında ortaya çıkabilecek kur riski iki teknikte de açıkta kalmaktadır (Akgüç, 1994; Ceylan, 1993; Yıldız, 1988).

Türkiye’de KOBİ’lerin ihracat kalemleri incelendiğinde tüketim malları, hammadde ve yarı mamul gibi daha çok peşin veya kısa vadeli satılan ürün grupları ağırlıklı bir tablo dikkati çekmektedir. Bu durum, SDS ortağı KOBİ’ler için factoring tekniğinin daha fazla kullanım potansiyeli taşıdığını göstermektedir. Forfaiting, daha çok orta ve uzun vadeli alacağı konu sermaye ve yatırım mallarının ihracını gerektirdiği için, bu türden satışları son derece az olan SDS ortağı KOBİ’lerin bu teknikten yararlanabilme imkânları oldukça sınırlıdır. Forfaitinge kıyasla factoring, dışa açılma çabasındaki KOBİ’ler tarafından giderek daha çok kullanılmakla birlikte, TL’nin dış ticarete yoğun olarak kullanılan dövizler karşısında çoğu zaman değer kaybetmesi nedeniyle, her iki teknikte de, senet iskontosuna benzer şekilde, döviz kuru riskinden korunmaktan ziyade alacakların vadesinden önce tahsil edilerek erken finansman sağlanması ön plana çıkmaktadır. Factorün/forfaiterin sunduğu risk üstlenme ve hizmet işlevleri, bu teknikleri senet iskontosundan üstün kılan yönlerdir. Ancak, kimi dönemlerde KOBİ’lerin ihracatlarını arttırmak amacıyla kredi riski yüksek ülkelere yönelmeleri, factoring/forfaiting kuruluşlarının KOBİ’lere olan ilgisini azaltırken, bu tekniklerin SDS ortağı KOBİ’ler tarafından kullanılabilirliği de sınırlanmış olmaktadır (Çelikkol, 1999).

İhracat kredi sigortası: İhracatçının, mal veya hizmet ihraç ettiği müşterisinin ödeme gücünü kaybetmesi veya ödemek istemesine rağmen politik olaylar sonucu ödemede bulunamaması nedeniyle karşılaştığı zararları teminat altına alan bir sigorta türüdür. Dar anlamda, bir kredinin geri dönüşünün sigorta edilmesi olarak da ifade edilebilir (Aybar, 1981). İşletmelerin ihracat kredi sigortasından yararlanabilmeleri için ihracatın mutlaka kredili olarak yapılmış olması gerekir. Genel anlamdaki sigortada ihraç edilen mal sigorta edilirken, ihracat kredi sigortasında ihracata konu mal bedeli sigorta edilmekte, diğer bir ifade ile garanti altına alınmaktadır (Acinan & Sağ, 1981).

İhracat kredi sigortası uygulaması ülkemizde Türk Eximbank tarafından “alacak sigortası programları” kapsamında sunulan “kısa ihracat kredi sigortası” ve “orta-uzun vadeli spesifik

ihracat kredi sigortası sevk sonrası risk programı” çerçevesinde yürütülmektedir. Bu kapsamda, ihracatçıların yurt dışı satışlardan doğan tahsilatı riskli alacakları ticari ve politik risklere karşı teminat altına alınırken, poliçelerin teminat olarak gösterilmesi ile Eximbank'tan ve ticari bankalardan finansman teminin etmeleri de kolaylaştırılmaktadır (www.eximbank.gov.tr). İhraç konusu ürün ve hizmetler dikkate alındığında, SDŞ ortağı KOBİ'ler için bu programlar arasında kısa vadeli ihracat kredi sigortası ön plana çıkmaktadır. Bu yolla poliçeler teminat olarak gösterilerek, ihracattan doğan alacaklar vadesinden önce tahsil edilebilir ve kur tahminlerine bağlı olarak para piyasası araçlarına plase edilerek veya diğer hedging tekniklerinden yararlanılarak döviz kuru riskine karşı korunma sağlanabilir. SDŞ ortağı KOBİ'lerin katma değeri yüksek sermaye ve/veya yatırım malları ile hizmet ihracatından doğan orta ve uzun vadeli alacakların garanti altına alındığı spesifik ihracat kredi sigortasından ve bu kapsamda sunulan ihracat alacakları iskonto programından yararlanma olanakları ise sınırlıdır.

Türev araçlar: Türev araçlar, değeri başka bir finansal varlığın veya malın değerine doğrudan bağlı olan finansal araçlardır. Dayanak varlığın sahipliğinin el değiştirmesine gerek olmaksızın, bu varlıkla ilgili hak ve yükümlülüklerin ticaretine imkân sağlayan bu araçlar; riskten korunma, yatırım veya arbitraj amacıyla kullanılabilir. Forward (alivre), futures (vadeli işlem), opsiyon ve swap (takas) sözleşmeleri türev araçlar kapsamında değerlendirilmektedir (<http://www.borsaistanbul.com>).

Forward sözleşmeler, satıcının/alıcının belli bir ürünü ileri bir tarihte, baştan anlaşılan bir fiyat üzerinden alıcıya teslim etmesini/satıcıdan teslim almasını öngören sözleşmelerdir. Sözleşmenin şartları (fiyat, miktar, kalite, vade ve yer) alıcı ile satıcı tarafından karşılıklı belirlenmektedir. Forward sözleşmeler, tarafların gelecekte almak veya satmak istedikleri ürünlerin fiyat değişimleri nedeniyle oluşan riskten korunma ihtiyacı karşısında çözüm olarak gördükleri sözleşmelerdir. Bu yönüyle vadeli işlem sözleşmelerinin geliştirilmesine temel oluşturmuşlardır (<http://www.borsaistanbul.com>). Döviz forward sözleşmeleri ise, ileride belirli bir tarihte, sözleşmenin yapıldığı tarih itibarıyla belirlenen kur üzerinden iki farklı paranın değişimini içeren sözleşmeler şeklinde tanımlanır. Fiyat, sözleşme tarihinde belirlendiği için, sözleşme süresi boyunca fiyat dalgalanmaları nedeniyle ortaya çıkabilecek belirsizlikler giderilmiş olur (Akgüç, 1994). Bu sözleşmelerin en önemli özelliği, taraflar arasında, ihtiyaca göre tasarlanan ürünler (over the counter -OTC- ürünler) olmalarıdır. Bilindiği gibi, ithalatçı ve ihracatçılar döviz kuru riskiyle karşı karşıyadır. Forward döviz piyasalarının temel fonksiyonlarından biri, dış ticaret işlemlerinden doğabilecek risklere karşı koruma sağlamasıdır. Dış ticaret işlemlerinde, sipariş işleminin gerçekleşmesiyle ödemenin yapılmasına kadar geçen süre içerisinde, döviz kurlarında meydana gelebilecek artış ithalatçıları, düşüş ise ihracatçıları sıkıntıya sokmaktadır. Bu nedenle, döviz forward sözleşmeleri, ihracat ve ithalatçıların maruz kaldıkları kur riskinden korunmalarının en kolay yollarından biri olarak görülmektedir (Ceylan, 2002).

Futures sözleşmeler, ileri bir tarihte, önceden belirlenen fiyat, miktar ve nitelikte ekonomik veya finansal göstergeyi, sermaye piyasası aracını, malı, kıymetli madeni veya dövizli alma veya satma yükümlülüğü getiren sözleşmelerdir. Alım satım konu mal veya finansal aracın niteliği, miktarı, süresi ve teslim yerinin standart olarak tanımlandığı futures sözleşmeler vadeli işlem borsalarında işlem görmektedir (<http://www.borsaistanbul.com>). Bu kapsamda döviz futures sözleşmeleri de, gelecekte belli bir tarihte, daha önce belirlenen kur üzerinden belli miktarda dövizin tesliminin hükme bağlandığı, alıcı ve satıcının her ikisine de hak ve yükümlülük getiren standart, yani yasal ve tekdüze sözleşmeler şeklinde tanımlanmaktadır. Bu sözleşmeler, vade ve tutar bakımından standart hale getirilmiş sözleşmeler vasıtasıyla borsalarda alınıp satılan forward işlemler olarak da ifade edilebilir (Güven, 1994; Akgüç, 1994; Melvin, 1997). Futures piyasaları, kendi içlerinde birer spekülasyon piyasası olmakla birlikte, ortaya çıkışları risklerden korunma ya da riski dengeleme felsefesine dayanır. Forward ve futures piyasa işlemlerinin her ikisinde de fiyatlar, spot piyasalarda olduğu gibi arz ve talebin karşılıklı etkileşimi ile belirlenir. Ancak spot

piyasalardakinden farklı olarak, arz ve talep, gelecek dönemlerdeki olası arz ve taleptir (Karlı, 1994; Aşkoğlu, 1993).

Forward ve future sözleşmeler, ileri bir tarihte gerçekleştirilecek döviz işleminde uygulanacak döviz kurunu bugünden belirleyerek kur riskini önlerken, her ikisi de taraflardan herhangi birine sözleşmenin işleme alınması sonrası sözleşme şartlarını yerine getirmeme hakkı vermez. Hâlbuki gelecekte spot döviz kuru daha avantajlı olursa, taraflardan biri sözleşmeye uymayıp o günkü spot piyasa şartlarında işlem yapmayı isteyebilecektir. Döviz opsiyon sözleşmeleri tam da bu ihtiyaç dolayısıyla ortaya çıkmış olup, hem borsalarda hem de borsa dışında işlem görebilmektedir (Seyidoğlu, 1994). Genel anlamda opsiyon sözleşmeleri, iki taraf arasında düzenlenmiş, sözleşmenin taraflarından birine belirli bir bedel karşılığında, önceden belirlenen fiyattan ve önceden kararlaştırılan vadede (ya da vade süresi içerisinde herhangi bir tarihte) belirli miktar varlığı (mal, döviz, menkul kıymet vb.) satın alma ya da satma hakkı veren; diğer tarafa da aldığı bedel karşılığında sözleşmeden doğan hakkın kullanılması durumunda ilgili varlığı belirtilen şartlarda satma ya da satın alma yükümlülüğü getiren sözleşmelerdir (Fabozzi & Zarb, 1981). Ülkeler kendi sınırları içerisinde değişim aracı olarak kullandıkları kendilerine özgü para birimlerine sahipken, sınır ötesi ticari işlemlere bağlı olarak bu paralar arasında bir değişim oranı oluşmakta ve bu değişim oranı da zamanla değişik faktörlerin etkisiyle dalgalanma göstermektedir. Döviz opsiyon sözleşmeleri, farklı para birimlerinin birbirlerine karşı belirlenen değerlerindeki istikrarsızlıklardan dolayı tarafların zarara uğramaması amacıyla risk kapatıcı bir araç olarak kullanılan önemli enstrümanlardır. Dolayısıyla, var olan ya da potansiyel döviz pozisyonlarında kurlardaki dalgalanmalar dolayısıyla ortaya çıkan risklerden korunmada büyük önem taşımaktadır (Hodges, 1990; Kırım, 1991).

Döviz kurları ve faiz oranlarında ortaya çıkan dalgalanmaların neden olduğu riskleri azaltmak üzere geliştirilen türev araçlardan bir diğeri de swaplardır. Swaplar, önceden belirlenmiş bir formüle ve vadelere göre, iki veya daha fazla taraf arasında gerçekleşecek olan nakit akışının mübadelesini sağlayan, özel olarak hazırlanmış sözleşmelerdir (<http://www.borsaistanbul.com>). Bu kapsamda döviz (para) swapları, iki taraf arasında, farklı para birimleri cinsinden düzenlenmiş uzun vadeli yükümlülüklerin değiş tokuşuna olanak vermektedir (Geert & Hodrick, 2012). Alman paralar öngörülen süre sonunda geri verilirken, bu süreçte işletmeler istedikleri para cinsinden uzun vadeli kredi sağlamış ve döviz pozisyonlarını denkleştirmiş olmaktadır (Seyidoğlu, 1994). İlk olarak para swapı işlemiyle doğan swap finansman tekniği, daha sonra olabildiğince çeşitlenmiştir. Uluslararası piyasalarda yaygın olarak kullanılan başlıca swap türleri; para swapları, faiz swapları, aktif swaplar, kokteyl swaplar, endeks swapları, temel swaplar ve mal swaplarıdır (Blake, 1990; Arshadi & Karels, 1997).

Bilanço dışı araçlar olarak nitelendirilen türev araçların her biri tek başına ve belirli bir riskten kaçınmak amacıyla kullanılabilirken, zaman içerisinde risklerin oldukça karmaşıklaşması, sözü edilen ürünlerin farklı kombinasyonlarından oluşan araçların kullanımını da gündeme taşımıştır. Kullanım düzeyi yaygınlaştıkça, söz konusu kombinasyonlar ile nakit akışlarının belli dönemlere kaydırılması, uygun maliyetli borçlanabilme ve kredibilitenin yükseltilmesine yönelik farklı kullanım alanları gelişmiştir. Bu bağlamda, farklı dizayn edilmiş araçlar olmaları, farklı piyasalarda ve çok değişik şekillerde işlem görmeleri ve de herhangi birine ait bir bilgi diğerlerinin kullanımında işe yaramamakla birlikte, aralarındaki ilişkilerin bilinmesiyle, risk yönetiminde kullanılabilirleri basit hale gelmektedir (Akbulut, 1995).

Türkiye’de Borsa İstanbul’un (BİST) bir alt piyasası olarak yapılandırılan Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası’nda (VİOP), çeşitli dayanak varlıklar üzerine düzenlenmiş olan vadeli işlem sözleşmeleri ve opsiyon sözleşmeleri işlem görmektedir. Bunlardan DolarTL Vadeli İşlem Sözleşmeleri, EuroTL Vadeli İşlem Sözleşmeleri, RubleTL Vadeli İşlem Sözleşmeleri, YuanTL Vadeli İşlem Sözleşmeleri, EUR/USD Çapraz Kur Vadeli İşlem Sözleşmeleri ve DolarTL

Opsiyon Sözleşmeleri işletmelerin döviz kuru riskinden kaçınmada kullanabilecekleri önemli türev araçlardır. Kur riskini yönetmek isteyen diğer tüm işletmeler gibi SDŞ ortağı bir KOBİ de örneğin, VİOP döviz kuruna dayalı vadeli işlem (futures) sözleşmeleri ile bugünden ileri bir tarihteki döviz kurunu sabitleme imkânı elde edebilir. Kurun gerilemesi halinde kayıp yaşayacak ihracatçı KOBİ söz konusu sözleşmelerde satım yaparak, kurun yükselmesi halinde kayıp yaşayacak ithalatçı KOBİ de alım yaparak kur riskini yönetebilir. Hem ihracat hem ithalat yapan KOBİ'ler ise nakit akışlarına uygun olarak, ithalat bedeline tekabül eden vadede uzun pozisyon, ihracat bedeline tekabül eden vadede ise kısa pozisyon alarak, hem döviz kuru hem de nakit akışı riskinden kaçınabilir (<http://www.borsaistanbul.com>). Benzer bir avantaj döviz opsiyon sözleşmeleri için de geçerlidir. Üstelik bu sözleşmelerin borsa platformunun yanısıra borsa dışı piyasalarda ve tarafların ihtiyacına göre düzenlenebiliyor olması, SDŞ ortağı KOBİ'lere önemli bir esneklik sunmaktadır.

Forward ve swap işlemleri ise doğası gereği ya işletmeler arasında doğrudan ya da bu işletmelerin taleplerini eşleştiren banka veya aracı kurumlar aracılığıyla dolaylı olarak yapılmaktadır. Türkiye'de son yıllarda getirilen düzenlemelerle tüm gerçek ve tüzel kişilere forward döviz alım satımı ve swap işlemleri yapabilme olanağı getirilmiştir. Bu düzenlemeler sonucunda, forward ve swap işlemleri, Türkiye'de şube açmak suretiyle faaliyet gösteren yabancı bankalar, bazı kamu bankaları ve özel bankalar ile aracı kurumlar tarafından yapılmaya başlanmıştır. Ancak türev piyasalarda işlem yapmak belirli bir bilgi birikimi gerektirmektedir. KOBİ'lerin bu konudaki bilgi eksikliği düşünüldüğünde, SDŞ'lerin ortağı bulunan KOBİ'leri bilgilendirme ve yönlendirme bağlamında önemli roller üstlenebileceği söylenebilir.

4. Sonuç

Türkiye yüksek ihracat kapasitesine sahip ülke bir olmakla birlikte, bu potansiyel yeterli ölçüde hayata geçirilememektedir. Türkiye'nin toplam ihracatının büyük çoğunluğunu mevcut işletmelerin ancak küçük bir kısmını oluşturan büyük işletmeler gerçekleştirmektedir. Dolayısıyla, ihracatın arttırılabilmesinin en önemli yollarından biri olarak KOBİ'lerin ihracata yönlendirilmesi ve ihracat faaliyetlerinin desteklenmesi görülmektedir. Türkiye'de KOBİ'lerin örgütlenerek ihracata yönlendirilmelerine ilişkin olarak önerilen modeller içerisinde Sektörel Dış Ticaret Şirketleri (SDŞ) modeli ön plana çıkmaktadır. SDŞ çatısı altında işbirliği yapan KOBİ'lere ihracatta ölçek ekonomileri yaratarak, sinerjik avantajlar sağlayabileceği düşünülmektedir. Ancak, uluslararası faaliyette bulunan bütün işletmeler gibi SDŞ ortağı KOBİ'ler de, dış ticaret işlemlerinde pek çok riskle karşılaşmaktadır. Bu risklerin belki de en önemlisi, dış ticaret işlemleri çeşidi ülke para birimleri üzerinden gerçekleştirildiği için döviz kuru riskidir. Dolayısıyla, döviz kurlarının gelecekteki seyri tahmin edilerek, bu riskten korunmada gerekli önlemlerin alınması büyük önem taşımaktadır.

Döviz kuru riskinden korunmada yararlanabilecek pek çok teknik bulunmaktadır. Bu teknikler temelde bilanço uyarlamalarına dayalı ve genellikle merkezi nakit yönetimi anlayışı çerçevesinde uygulanan içsel teknikler ile finans kurumlarının aracılığını ve organize borsa veya borsa dışı piyasada işlem gören sözleşmelerin kullanımını gerektiren dışsal hedging teknikleri olmak üzere iki ana grupta ele alınmaktadır. Özellikle grup işletmeler şeklindeki yapılarda kullanım avantajına sahip olan içsel hedging teknikleri, grup içi ve grup dışı alacak ve borç ilişkilerinin merkezi yönetimini sağlayarak, işletmelere döviz kuru riskinden korunmada büyük avantajlar sunabilmektedir. SDŞ çatısı altında işbirliğine giden KOBİ'ler için gelir ve ödemelerin çakıştırılması, farklı dövizler üzerinden borçlanılması, para piyasaları aracılığıyla hedge yapılması, alacak tahsil süresinin hızlandırılması ve çeşitlendirme gibi içsel teknikler kolaylıkla uygulanabilir niteliktedir. Dış ticaret işlemlerinin volatilitesi yüksek dövizler yerine TL ile yapılmasının teşvik edilmeye başlanmasıyla birlikte, özellikle ithalat işlemlerinde sözleşmede belirtilen para biriminin değiştirilmesi, Türkiye'nin diğer ülkelerle olan ticaret anlaşmalarına

bağlı olarak, kullanım düzeyi artabilecek bir teknik olarak değerlendirilebilir. Ancak bunların dışında kalan içsel tekniklerin uygulanabilmesi, işletmeler hukuki ve finansal bağımsızlıklarını korudukları için kendi aralarındaki istisnai işlemler dışında neredeyse mümkün değildir. Diğer bazılarının uygulanması da TL'nin başlıca dövizler karşısındaki seyri dikkate alındığında çoğu zaman anlamlı değildir. Konu dışsal hedging teknikleri açısından değerlendirildiğinde ise, SDŞ ortağı KOBİ'lerin bu teknikler arasında senet iskontosu, factoring ve ihracat kredi sigortası uygulamalarından kolaylıkla yararlanabilecekleri söylenebilir. Ancak türev araçlar kapsamında ele alınan forward, futures, opsiyon ve swap işlemlerinin, Türkiye'de organize türev piyasanın henüz yeni yapılanmış ve dolayısıyla gelişme sürecinde olması, sözleşme çeşitliliğinin yetersizliği, OTC piyasalardaki işlem zorlukları, kimi işlemlerde karşılaşılan yüksek maliyetler ve çoğu işletmede piyasa, araçlar ve nasıl işlem yapılacağı hakkında bilgisi olan personel bulunmayışı gibi nedenlerle sınırlı ölçüde gerçekleştirilebileceği öngörülmektedir.

Bu bağlamda, sonuç olarak SDŞ'lerin ortağı bulunan KOBİ'leri ihracata yönlendirmede önemli işlevler üstlendikleri söylenebilirken, onları döviz kurlarında ortaya çıkabilecek değişimlere bağlı riskler ve bu risklerden korunmada uygulanabilecek teknikler konusunda bilgilendirmek, yönlendirmek ve uygulama sürecinde yardımcı olmak gibi bir sorumluluğu üstlenmeleri gerektiği de ifade edilebilir.

Kaynakça

- Abdullah, F. A. (1987). *Financial management for the multinational firm*. New Jersey: Prentice-Hall, Inc.
- Acinan, H., & Sağ, Y. (1981). İhracat kredi sigortaları ve Türkiye. *İhracat kredi sigortası seminer kitabı* içinde. Ankara: AİTİA yaym.
- Akbulut, D. (1995). Risk yönetimi ve finansman mühendisliği, *Bankacılar Dergisi*, (15), 41-52.
- Akgüç, Ö. (1994). *Finansal yönetim* (Gen. 6. Baskı). İstanbul: Avcıol Basım-Yayın.
- Akgüç, Ö. (1997). *Risk yönetimi, stratejik yönetim ve senaryo tekniği*. İstanbul: İrfan Yayınları.
- Aksel, H. A. E. (1995). *Risk yönetim aracı olarak futures piyasaları*. Ankara: SPK Yayınları.
- Arshadi, N., & Karels, G. V. (1997). *Modern financial intermediaries and markets*. New Jersey: Prentice-Hall, Inc.
- Aşıkoğlu, R. (1993). *Globalleşme sürecinde uluslararası finansal yönelimler*. Kütahya: DPÜ Yayınları.
- Aybar, A. (1981). İhracat kredi sigortasıyla ilgili yasal çalışmalar. *İhracat kredi sigortası seminer kitabı* içinde. Ankara: AİTİA Yayını
- Baykal, C. (1996). *Küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin (KOBİ) ihracatta örgütlenmelerine bir model: Sektörel Dış Ticaret Şirketleri*. Ankara: DTM İhracat Genel Müd. Yayını.
- Beehler, P. J. (1978). *Contemporary cash management*. USA: John Wiley & Sons, Inc.
- Bekaert, G., & Hodrick, R. (2012). *International financial management* (2. Baskı). New Jersey: Pearson Education, Inc.
- Blake, D. (1990). *Financial market analysis*. London: McGraw-Hill, Inc.
- Buckley, A. (1992). *Multinational finance* (2. Baskı). New York: Prentice-Hall, Inc.
- Büker, S., Aşıkoğlu, R., & Sevil, G. (2014). *Finansal yönetim* (8. Baskı). Ankara: Sözkesen Matbaacılık Tic. Ltd. Şti.

- Cangöz, M. C. (1997). *Company risk management under international uncertainties*. Ankara: T.C. Başbakanlık Hazine M. Ekon. Arş. Gen. Md., Arş. ve İnceleme Dizisi
- Ceylan, A. (1993). *Finansal teknikler*. Bursa: Uludağ Üniversitesi Güçlendirme Vakfı Yayınları
- Ceylan, A. (2002). *Finansal teknikler* (4. Baskı). Bursa: Ekin Kitabevi Yayınları.
- Çelikkol, H. (1999). *Sektörel Dış Ticaret Şirketlerinde döviz kuru riskinden korunma teknikleri*. Yayınlanmamış doktora tezi, Anadolu Üniversitesi SBE, Eskişehir.
- Demirağ, İ., & Goddard, S. (1994). *Financial management for international business*. London: McGraw-Hill, Inc.
- Duman, M., & Karamustafa, O. (1996). Kur riski türleri ve Türk firmaları açısından önemine ilişkin bir saha araştırması. *Ekonomik Yorumlar Dergisi*, (3), 18-30.
- Erdemol, H. (1992). *Factoring ve forfaiting*. İstanbul: Akbank Ekonomi Yayınları.
- Erdoğan, N. (1993). *Uluslararası işletmelerde mali risk ve yönetimi & çağdaş finansman teknikleri*. Ankara: Mü-Ka Matb. Ltd. Şti.
- Eryürek, Ş. (1987). *Uluslararası bankacılıkta döviz pozisyonu ve döviz ticareti*. İstanbul: Anadolu Bankası Eğitim Yayınları.
- Fabozzi, F. J., & Zarb, F. G. (1981). *Handbook of financial markets: securities, options and futures* (2. Baskı). Homewood Illinois: Dow Jones-Irwin.
- Güven, V. (1994). *TRL bacaklı döviz gelecek kontratları ve borsası*. Ankara: TBB Yayını.
- Hodges, S. (1990). *Options, recent advances in theory and practice*. Manchester: Manchester University Press.
- <http://www.borsaistanbul.com/duyurular/2018/09/14/kur-riski-yonetiminde-borsa-istanbul-vadeli-islem-ve-opsiyon-piyasasinin-kullanilmasi-hakkinda>, Erişim Tarihi: 14.09.2018.
- <http://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/VIOP-Hakkinda-SSS.pdf>, Erişim T.: 14.09.2018.
- http://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/VIOP_Tanitim_Kitapcigi_Opsiyon_Sozlesmeleri.pdf, Erişim Tarihi: 14.09.2018.
- http://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/VIOP_Tanitim_Kitapcigi_Vadeli_Islem_Sozlesmeleri.pdf, Erişim Tarihi: 14.09.2018.
- [https:// evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket/#collapse_2](https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket/#collapse_2), Erişim Tarihi: 01.11.2018.
- <http://www.tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=21540>, Erişim Tarihi: 09.09.2018.
- <https://www.eximbank.gov.tr/tr/urun-ve-hizmetlerimiz/alacak-sigortasi>, Erişim T.: 23.10.2018.
- Karşlı, M. (1994). *Sermaye piyasası, borsa, menkul kıymetler* (4. Baskı). İstanbul: İrfan Yayın ve Ticaret.
- Keşci, A. G. (1984). *Uluslararası finansal yönetim (ders notu)*, Ankara: Gazi Üniversitesi İİBF.
- Kırım, A. (1991). Mali risk yönetimi açısından döviz ve faiz opsiyonları. *Bankacılar Dergisi*, 5, 38-44.
- Kozlu, C. (1995). *Uluslararası pazarlama (ilkeler ve uygulamalar)* (Gen. 5. Baskı). Ankara: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları
- Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin Tanımı, Nitelikleri ve Sınıflandırılması Hakkında Yönetmelik. (2005, 10 Kasım). *Resmi Gazete* (Sayı: 25997). Erişim adresi: <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2005/11/20051118-5.htm>

- Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin Tanımı, Nitelikleri ve Sınıflandırılması Hakkında Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik. (2018, 24 Haziran). *Resmi Gazete* (Sayı: 30458). Erişim adresi: <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2018/06/20180624-7.pdf>
- Levi, M. D. (1996). *International finance* (3. Baskı). New York: McGraw-Hill, Inc.
- McRae, T. (1996). *International business finance*. England: John Wiley & Sons. Ltd.
- Melvin, M. (1997). *International money and finance* (5. Baskı). USA: Addison-Wesley Pub, Inc.
- Mills, R. (1994). Hedging, derivatives and risk management, *Manager Update*, 6 (2), 30-40.
- Oktav, M., Kavas, A., & Tanyeri, M. (1992). *İhracat, geliştirilmesi ve ortak ihracat pazarlama grupları*. Ankara: TOBB Yayını.
- Plihon, D. (1995). *Döviz kurları*. (M. Bolak, H. Levent & E. Tokdemir, Çev.). İstanbul: İletişim Yayınları: Cep Üniversitesi. (Orijinal eserin yayın tarihi 1991).
- Rusate, D. (1995). The reins on risk. *Financial Executive*, 11(4), 18-20.
- Sektörel Dış Ticaret Şirketleri Statüsüne İlişkin Tebliğ (İhracat 2004/4). (2004, 2 Temmuz). *Resmi Gazete* (Sayı: 25510). Erişim adresi: <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2004/07/20040702.htm>
- Seyidoğlu, H. (1994). *Uluslararası finans*. İstanbul: Güzem Yayınları.
- Shapiro, A. C. (1996). *Multinational financial management* (5. Baskı). New Jersey: Prentice-Hall, Inc.
- T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı Kurumsal Stratejik Planlama ve Performans Programı Dairesi Başkanlığı. (2015). *KOBİ Stratejisi ve Eylem Planı "KSEP 2015-2018"*. <http://www.sp.gov.tr> adresinden erişildi.
- Van Horne, J. C. (1998). *Financial management and policy* (11. Baskı). New Jersey: Prentice-Hall, Inc.
- Williams, C. A., & Heins, R.M. (1989). *Risk management and Insurance* (6. Baskı). New York: McGraw-Hill, Inc.
- Yıldız, R. (1988). *Bankacılıkta ve dış ticarete döviz pozisyonlarının kur riskine karşı korunması*. Ankara: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları.