

Uluslararası Yatırımlarda Riskler ve Riskten Korunma Önerileri

Özet

Yatırım kararının verilebilmesi ayrıntılı çalışmalar ve analizler gerektirmektedir. Risklerin doğru belirlenmesi ve beklentilerin buna göre oluşturulması hayati önem taşır. Yatırımın başka ülkelerde yapılmasının planlanmasında ise beklentileri, bazı farklı riskleri de göz önünde bulundurarak oluşturmakta fayda vardır. Bu riskler, başlıca, politik risk ve döviz kuru riskidir. Bu yazımızda, uluslararası yatırım kararlarında dikkat edilmesi gereken riskler, riskleri tahmin yöntemleri ve riskten korunma önerilerine yer verilecektir.

Anahtar Kelimeler: Uluslararası Yatırım, Politik Risk, Döviz Kuru Riski, Faiz Oranı Paritesi, Satın Alma Gücü Paritesi, Uluslararası Fisher Etkisi

JEL Sınıflandırma Kodu: F21, F23, F31, F37

Risks In International Investments And Protective Measures Against Risks

Abstract

The ability to make investment decisions requires detailed studies and analyzes. Accurate determination of risks and creation of expectations according to this, is vital. While planning the investment in other countries, it is beneficial to set expectations by taking into consideration different kinds of risks. These risks can mainly be political risks and exchange rate risk. This article will discuss the risks that needed to be taken into consideration whilst making international investment decisions, methods of risk prediction and suggestions for protection from possible risks.

Keywords: International Investment, Political Risk, Foreign Exchange Risk, Interest Rate Parity, Purchasing Power Parity, International Fisher Effect.

JEL Classification Codes: F21, F23, F31, F37

Giriş

Globalleşmenin de katkısıyla yeni pazar arayışları, mal ve faaliyet çeşitliliğini artırma, ticaretin kolaylaştırılması ve maliyetlerin düşürülmesi gibi sebeplerle şirketler, uluslararası piyasalara açılma girişiminde bulunmaktadır. Özellikle gelişmiş ülkeler başta olmak üzere çok uluslu şirketlere sahip olan ülkelerin çabasıyla, ülkeler arası tek tip yasal uygulamalar görülmektedir. Gümrük Birliği, Dünya Ticaret Örgütü, Dünya Gümrük Örgütü gibi birlikler gözetiminde uygulanan tek tip yasalar, ikili veya bölgesel serbest ticaret anlaşmaları, çifte vergilendirmeyi önleme anlaşmaları gibi uygulamalar bunlara örnek verilebilir. Burada amaç dünya çapında iş yapabilmektir.

1. Yatırım Kararı

Yatırım kararının verilmesinde en önemli etken riskin belirlenmesidir. Riskten anlaşılan yatırımın maliyeti olup, yatırımdan beklenen nakit akışlarının yatırımın maliyeti ile karşılaştırılması sonucunda yatırım kararı şekillenir. Daha açık bir şekilde, yatırımdan beklenen getirinin bugünkü değeri, yatırım maliyetinin bugünkü değerini aşarsa, projenin uygulanabileceği düşünülmür.

Yatırım, doğası gereği sabit yatırımları içerir. Sabit yatırımın esnekliği yoktur. Uzun süreli sermayenin bağlanmasını gerektirir. Sürenin uzunluğu ise riskin tahminini zorlaştırır. Şirket, aşırı yatırım yaparak sermayenin atıl kalması riski ile karşılaşabileceği gibi az yatırım yapmak suretiyle piyasa talebine yetişememek, pazar payını kaybetmek gibi sonuçlarla da karşılaşabilir.

Uzun vadeli yatırımın nasıl finanse edileceği, yatırım kararının verilmesinde önemli unsurlardan biridir. Amacı firma değerinin maksimize edilmesi olan yönetim, sabit varlıklara yatırım kararında sermaye bütçelemesini dikkate alır (Marşap, 1996).

Sermaye bütçelemesi tekniği bazı kriterleri barındırır (Marşap, 1996). Bu kriterler şu şekilde sıra-

lanabilir:

- Kullanılan teknik, şirket ortaklarının servetlerinin maksimize edilmesi amacı ile tutarlı olmalı.
- Paranın zaman değerini yansıtmalı.
- Riski dikkate alınmalı.
- Alternatifler, tutarlı olarak karşılıklı sıralanmalı.
- Yöneticiye veya karar vericiye bilgi vermede yararlı olmalı.

2. Uluslararası Yatırım Kararı

Yatırım kararını verecek olan yatırımcı, uzun süreli sabit yatırımdan dolayı artan riski tahmin ederken ülke ekonomisini ve içinde yer aldığı sektörün özelliklerini düşünür. Başka bir ülkede yatırım yapmak isteyen yatırımcı ise, bunlara ek olarak uluslararası riskleri de hesaba katmak zorundadır.

Uluslararası yatırım için yapılan sermaye bütçelemesi tekniği, yurtiçi sermaye bütçelemesi tekniği ile temelde aynı kriterlere sahip olup, bazı eklentiler yapılması gerekmektedir. Dikkate alınması gereken hususlar özetle (Corelli, 2016; Marşap, 1996):

- Nakit akışının yatırımcı şirket açısından durumu
- Nakit akışının proje açısından durumu
- Döviz kuru değişiklikleri
- Politik farklılıklar
- Faiz oranı farklılığı
- Yabancı faaliyet muhasebe mevzuatı
- Yabancı faaliyet vergi mevzuatı

3. Net Nakit Akımlarının Belirlenmesi

Nakit akımlarına göre karar verme sürecinde iki hususun çok iyi ayrılması gerekir. Proje açısından değerlendirme yapıldığında, yatırımın verim oranı önem kazanır. Ancak projenin verimi ile birlikte yatırımcı açısından beklenen nakit akışları da önemlidir. Çünkü projenin verim oranı her yatırımcı için

sabit olmakla beraber her yatırımcı şirket için farklı beklenen değer hesabı ortaya çıkacaktır. Çünkü her şirketin sermaye yapısı ve maliyeti birbirinden farklı olacaktır. Örneğin bir şirket % 60 borç % 40 özkaynak oranı ile yatırımı finanse etmeyi tercih ederken başka bir yatırımcı firma % 50 - % 50 dağılımını tercih edebilecektir. Böylece yatırımcı şirket açısından bakıldığında nakit akışları farklılık gösterebilecektir.

Bunların yanında yatırım yurt dışına çıktığında ise, yine yatırımcı şirket açısından bakıldığında; projeden vergi sonrası beklenen net nakit akışı miktarı, nakit akışlarının zamanı, nakit akışlarının elde edilme zamanındaki döviz kuru, fonların ülke dışına çıkmasından dolayı maruz kalınan vergi yükü, yabancı ülkedeki sermaye hareketlerinin kontrolü politikaları, yabancı ülkedeki devalüasyon gibi ekonomik olaylar da nakit akışlarına etki edebilecektir.

4. Uluslararası Yatırımlarda Risk

Uluslararası yatırımlarda risk temel olarak politik risk ve döviz kuru riski olarak ikiye ayrılır.

4.1. Politik Risk

Yatırım yapılan yabancı ülkede beklenmedik olaylar, yerel politik güçler, darbeler, iç savaşlar, kamulaştırma, sermaye hareketlerinin kontrolü gibi faktörler politik risklerden sayılabilir. Projenin net bugünkü değeri hesaplanırken yatırımcı en kötü senaryoyu düşünerek hazırlıklı olmalı, net nakit akışlarını buna göre tahmin etmeli ve sermaye bütçelemesinde bu durumları dikkate almalıdır (Marşap, 1996).

4.2. Politik Riskin Yok Edilmesi

Politik risk göz ardı edilemez. Politik, siyasal veya ekonomik olumsuz olaylar için haber alma ağı oluşturulabilir. Ülke riskini tahmin etmek için eğitimli kadro çalıştırılabilir. Ülke koşullarına uyum sağlayacak önlemler alınabilir. Örneğin yabancı ülke içerisinden yerli ortaklık kurulabilir (Marşap, 1996). Ancak bu ortağın gelecekte ortaklıktan ayrılarak rakip

olabilme riski vardır (Corelli, 2016). Başka bir önlem olarak yatırımın; savaş, kamulaştırma, paranın konvertibl olma kaybı risklerine karşı sigorta ettirilmesi düşünülebilir (Marşap, 1996). Buna ek olarak şirket, yerel borçlanma yoluna gidebilir. Böylece ülkedeki yasal bazı düzenlemeler nedeniyle yatırımı tehlikeye girerse, borcunu ödemeyi reddedebilir (Ross ve diğ., 2016).

4.3. Net Bugünkü Değerin Hesaplanması ve Döviz Kuru Riski

Yatırım yapılan ülke parasının, yatırımcı şirket ülke parası karşısındaki durumu döviz kuru riskini belirtir. Yatırım projelerinin kabul edilebilirliğinin ölçümü esnasında, projeden beklenen net nakit akışlarının net bugünkü değerinin pozitif olması yatırımın kabul edilebilmesi için gerekli olup, uluslararası yatırımın net bugünkü değerinin hesaplanmasında döviz kuru fark yaratacaktır.

Aslında uluslararası işletme finansının amacı yerli işletme finansı ile aynıdır. Mümkün olan en düşük maliyetle hisse sahiplerine artı değer yaratacak projeye yatırım yapmaktır. Bu yüzden Net Bugünkü Değer (NBD) uygulaması burada da devam eder. NBD'de asıl zorluk, bizzat yabancı paranın varlığıdır (Corelli, 2016).

Bir şirket, sözleşmeye bağlı nakit akışlarında, eğer sözleşme yabancı para üzerinden yapılmışsa, beklenmedik döviz kuru değişikliklerinden etkilenebilir. Şirket finansal raporlarında bile bu durum görülebilir. Yabancı paraya bağlı nakit akışları, bilanço gününde cari kurdan değerlendirilir ve raporlanır. Bir sonraki bilanço tarihlerinde, döviz kuru değişikliklerinden dolayı beklenen nakit akımları da değişecektir.

Döviz kuru oynaklığı, şirketin piyasa pozisyonunu da etkiler. Rakipleri arasında zayıf veya güçlü konuma da geçebilir. Böylece beklenen nakit akımları ile firmanın değeri de etkilenebilir.

Yabancı paralı projeler için ihaleye girmek de risklidir. Cari fiyatlar üzerinden verilen teklifler, daha sonra döviz kurlarının değişmesi ile birlikte mantıklı bir teklif olmaktan çıkabilir.

Riskten anlaşılan, yatırım için hedeflenen işlem tarihinden önce beklenen döviz kurunun tersine hareket etmesidir. Uluslararası iş yapan tüm işletmeler döviz kuru riskiyle karşı karşıyadır. Ancak risk çok ciddi olsa da diğer risklerin aksine, bu risk yönetilebilir.

Yabancı yatırımdan beklenen nakit akışlarını ne zaman yerli paraya çevrileceği ve analizin nasıl yapılacağı, yazımın ilerleyen bölümlerinde ayrıntılı açıklanacak olup temel olarak yabancı yatırımlardan beklenen Net Bugünkü değer (NBD) hesaplaması aşağıdaki formüldeki gibidir (Marşap, 1996).

$$NBD_{AÜP} = \frac{(NA_{VÜP})_1 DK_1}{(1+r)} + \frac{(NA_{VÜP})_2 DK_2}{(1+r)^2} + \frac{(NA_{VÜP})_3 DK_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{(NA_{VÜP})_n DK_n}{(1+r)^n}$$

Burada $NA_{VÜP}$: Yabancı Ülke Parası cinsinden Nakit Akışlarını

AÜP: Ana Ülke Parası

r: İskonto Oranı

DK: Döviz Kurunu temsil eder.

Formülden görüleceği üzere NBD hesabında formül içindeki değişkenlerden biri de döviz kurudur. Dolayısıyla yatırım kararının verilmesinde döviz kuru riskinin de göz önüne alınması gerekir.

4.4. Beklenen Döviz Kuru Tahmini

Çok uluslu işlerin temelinde, mal ve hizmeti farklı ülkelerin parasıyla satmak vardır. Bu durum, doğal olarak kur riskine açıktır. Sabit kurları garantileyen Bretton Woods'un çöküşünden sonra kurlar dalgalanmaya başlamıştır ve çok uluslu şirketler kur riskine karşı savunmasız kalmışlardır. Çünkü kısa vadeli kur dalgalanmalarına fiyatlar ve faizler hemen eşlik edememişlerdir (Shapiro, 1992).

NBD'nin genel formülü çok uluslu şirketler için her zaman geçerli değildir. Bazen başka ülkedeki bağlı şirket için pozitif NBD mevcut iken ana şirket için tersi durumla karşılaşılabilir. Bunun sebebi; sermaye kontrolü, ek vergi gibi hususların yanında belki de en önemlisi kur etkisi olabilir. Kur etkisi açısından nakit akışlarının ana şirketin para birimine dönüştürülmesi gerekmektedir. Yukarıdaki formüle göre önce yabancı para biriminden nakit akışları belirlenir ve sonra ana şirket para birimine dönüştürülür (Corelli, 2016).

NBD hesabından anlaşılacağı üzere, burada temel belirleyici beklenen döviz kurudur. Tabi dönüşüm işleminden sonra bugünkü değere indirgeme işleminde hangi iskonto oranı kullanılacağı da önemlidir. Bu konuya ilerleyen bölümlerde değinilecektir. Döviz kurunun tahmini konusunda ise başlıca üç temel teori bulunmaktadır (Ercan & Ban, 2016).

- Faiz Oranları Paritesi (Interest Rate Parity)
- Satın Alma Gücü Paritesi (Purchasing Power Parity)
- Uluslararası Fisher Etkisi (International Fisher Effect)'dir.

4.4.1. Faiz Oranları Paritesi

Gelecek kurun spot kurdan farklılığını, iki paranın faiz oranları arasındaki farkla eşitlemeye Faiz Oranları Paritesi adı verilir. Gelecek kurun, spot kurdan belli bir parite oranında değişeceği düşünüldüğünde gelecek kur hesabı şöyle olur:

$$\text{Gelecek Kur} = \text{Spot Kur} (1 + \text{Parite})$$

Formülün nasıl türetildiğine girilmeden, faiz oranları baz alınarak hesaplanan parite formülü ise şu şekildedir.

$$\text{Parite} = \frac{(1 + i_{AÜP})}{(1 + i_{VÜP})} - 1$$

Burada $i_{VÜP}$: Yabancı Ülke Parası faiz oranı

$i_{AÜP}$: Ana Ülke Parası faiz oranını temsil etmektedir.

'+ 1' ve '- 1'i sadeleştirecek olursak eğer:

$$\text{Gelecek Kur} = \text{Spot Kur} \frac{(1 + i_{AÜP})}{(1 + i_{YÜP})}$$

ÖRNEK (Ercan & Ban, 2016): ABD Doları için faiz oranı yıllık % 10, TL faiz oranı yıllık % 20 ve spot kur 1\$ = 1,5 TL ise bir yıl sonraki beklenen döviz kurunu tahmin ederken;

$$\text{Beklenen Gelecek Kur} = 1,5 \text{ TL} \left(\frac{1 + \% 20}{1 + \% 10} \right) = 1,63635 \text{ TL} \text{ olacaktır.}$$

4.4.2. Satın Alma Gücü Paritesi

Bu pariteye göre döviz kurlarının ülkelerdeki enflasyon oranlarına göre belirlendiği ifade edilmektedir.

$$\text{Gelecek Kur} = \text{Spot Kur} (1 + \text{Parite})$$

Yine parite formülü aşağıda verilmiş olup, faiz oranı yerine enflasyon oranlarından hareketle bu formül türetilmiştir.

$$\text{Parite} = \frac{(1 + en_{f_{AÜP}})}{(1 + en_{f_{YÜP}})} - 1$$

İki formülü iç içe koyarak sadeleştirme yaptığımızda, Satın Alma Gücü Paritesine göre gelecek kur tahminine ilişkin formüle ulaşıyoruz.

$$\text{Gelecek Kur} = \text{Spot Kur} \frac{(1 + en_{f_{AÜP}})}{(1 + en_{f_{YÜP}})}$$

ÖRNEK (Ercan & Ban, 2016): Türkiye'de yıllık enflasyon oranı % 10 ve ABD'de % 4 gerçekleşmişse eğer, cari kur 1\$=1,5 TL iken bir yıl sonraki döviz kuru beklentisi ne olacaktır?

$$\text{Beklenen Gelecek Kur} = 1,5 \text{ TL} \left(\frac{1 + \% 10}{1 + \% 4} \right) = 1,5865 \text{ TL} \text{ olacaktır.}$$

4.4.3. Uluslararası Fisher Etkisi

Bu pariteye göre de döviz kurlarındaki değişiklik, faiz oranlarındaki farklılığa bağlanmaktadır. Faiz Oranları Paritesi ile benzerlik göstermektedir. Faiz Oranları Paritesinde faiz oranları farklılığında forward primi ya da iskontosu dikkate alınırken Uluslararası Fis-

her Etkisinde spot piyasa faiz oranları dikkate alınmaktadır (Ercan & Ban, 2016).

Formülasyonu ise yine Faiz Oranları Paritesine benzer şekilde olup;

$$\text{Gelecek Kur} = \text{Spot Kur} \frac{(1 + F_{AÜP})}{(1 + F_{YÜP})}$$

Burada $F_{AÜP}$: Ana Ülke Parası Spot Piyasa Faiz Oranını,

$F_{YÜP}$: Yabancı Ülke Parası Spot Piyasa Faiz Oranını temsil eder.

5. Yabancı Ülkede Yatırım Kararının Değerlendirilmesi

Başka bir ülkede yatırım yapacak firma için başlıca düşünülmeli gereken 3 anahtar konu vardır.

- Firma kendi ülke para biriminden proje değeri ile ilgilenmesine rağmen, büyük olasılıkla yabancı para ile nakit akışı getirecektir.
- Faiz oranları ve sermaye maliyeti yabancı ülkede farklı olacaktır.
- Ana firma hem yerli hem de yabancı ülke vergi kanunlarına ve muhtemelen farklı vergi oranlarına tabi olacaktır.

Tüm bu bahsedilen konuları örnekler ile pekiştirmekte fayda vardır.

Örnek (Berk & DeMarzo, 2017): Amerikalı bir yatırımcı Japonya'daki yatırımından bir yıl sonra elde edeceği nakit akışı olan 10 milyon Yen'in bugünkü değerini hesaplamak istemektedir. Spot piyasa döviz kuru 110 ¥/\$, Yen bazında yıllık sermaye maliyeti=% 1 ve Dolar bazında yıllık sermaye maliyeti = % 5 ise;

- a) Japon yatırımcı için nakit akışının bugünkü değeri ve bunun dolar karşılığı nedir?
- b) Amerikalı yatırımcı için bir yıl sonraki nakit akışının dolar karşılığı ve bunun bugünkü değeri nedir?

Çözüm: Önce bir yıllık vadeli döviz kurunun tahmin edilmesi gerekir. Veri olarak sermaye maliyeti yani diğer bir deyişle iskonto oranı verildiğinden dolayı Faiz Oranı Paritesi yöntemi ile vadeli döviz kuru tahmin edilebilecektir. Böylece vadeli kur aşağıdaki gibi hesaplanır.

$$\text{Vadeli Kur} = 110 \frac{\text{¥}}{\text{\$}} \left(\frac{1 + \%1}{1 + \%5} \right) = 105,8095 \text{ ¥/\$}$$

- a) Japon yatırımcı için nakit akışının bugünkü değeri = $\frac{10.000.000 \text{ ¥}}{(1+0,01)} = 9.900.990 \text{ ¥}$
 Bugünkü değerin dolar karşılığı = $\frac{9.900.990 \text{ ¥}}{110 \text{ ¥/\$}} = \mathbf{90.009 \text{ \$}}$
- b) Amerikalı yatırımcı için nakit akışının dolar karşılığının bugünkü değeri = $\frac{10.000.000 \text{ ¥}}{105,8095} / (1+0,05)$
 = $\mathbf{90.009 \text{ \$}}$

Diğer koşullar sabitken faiz oranları arasındaki farklılığın gelecekte kapanacağı anlayışından hareketle yatırımın bugünkü değeri eşit çıkacaktır. Bu hesaplamanın yapılmasının temeli aslında Tek Fiyat Yasasına¹ dayanmaktadır.

NBD hesaplanmasında yukarıdaki örnekte olduğu gibi iki yöntemden söz edilebilir. İlkinde yabancı ülkedeki NBD hesaplanıp spot döviz kurundan yerli paraya çevrilebilir. Diğerinde ise önce beklenen nakit akışı vadeli kurdan çevrilir ve sonra NBD bulunur. Birinci yol, yerli proje değerlemesine çok benzer. Yalnızca değerlemenin en sonunda çıkan sonuçlar spot döviz kuru ile çarpılır. Dolayısıyla burada ikinci yöntem üzerinden konu anlatılacaktır. Yani önce yabancı para yerli paraya çevrilecek ve daha sonra da NBD'ye ulaşılabilecektir.

Örnek (Berk & DeMarzo, 2017): Amerikalı bir şirket İngiltere'deki projeyi sermaye maliyeti ile değerlemek istemektedir. İngiltere'deki şirket kendi içerisinde çalışan bir şirkettir yani tüm hâsılat ve maliyetleri İngiltere'de gerçekleşmektedir. Mühendisler yeni ürün için kullanılan teknolojinin 4 yıl sonra eskিয়েceğini düşünmektedirler. Tahmin edilen başlangıç sermaye harcaması 17,500 milyon £ ve yıllık nakit akışı sabit 11,250 milyon £ hesaplanmaktadır. Cari döviz kuru (spot) $S=1,60 \text{ \$/£}$ (yani 1 £=1,6 \$)'dir. Sermaye maliyeti % 6,8'dir. Örneği basitleştirmek için net nakit akışlarının ve sermaye maliyetinin hesaplanma aşamalarına değinilmemiş, beklenen rakamların 4 yıl boyunca değişmeyeceği varsayılmıştır.

Çözüm:

Önce faiz oranı paritesini kullanarak vadeli döviz kurunu hesaplamak gerekmektedir.

$$\text{Forward Kur: } F_1 = S \frac{(1+i_s)}{(1+i_e)} = 1,60 \text{ \$/£} \frac{1,04}{1,07} = 1,5551 \text{ \$/£}$$

$$F_2 = S \frac{(1+i_s)^2}{(1+i_e)^2} = 1,60 \text{ \$/£} \frac{1,04^2}{1,07^2} = 1,5115 \text{ \$/£}$$

$$F_3 = S \frac{(1+i_s)^3}{(1+i_e)^3} = 1,60 \text{ \$/£} \frac{1,04^3}{1,07^3} = 1,4692 \text{ \$/£}$$

$$F_4 = S \frac{(1+i_s)^4}{(1+i_e)^4} = 1,60 \text{ \$/£} \frac{1,04^4}{1,07^4} = 1,4280 \text{ \$/£}$$

Şimdi serbest nakit akışları yabancı paradan yerli paraya dönüştürülmelidir.

¹ The Law of One Price: Tek ve aynı bir ürün için taşıma giderleri ve vergi farklılıkları olmadığı varsayımı altında tüm ülkelerde fiyatların aynı olacağını söyler. Böylece fiyat farklılığından ve arbitrajdan faydalanılamaz.



Serbest Nakit Akışı Çevrimi

	0	1. yıl	2. yıl	3. yıl	4. yıl
A)Pound Serbest Nakit Akışı	(17.500)	11.250	11.250	11.250	11.250
B)Vadeli Döviz Kuru (\$/£)	1,60	1,555	1,512	1,469	1,428
C)Serbest Nakit Akışının Dolar Değeri C=A * B	(28.000)	17.495	17.004	16.528	16.065

Şimdi projenin gelecekte beklenen serbest nakit akışlarının Net Bugünkü Değerini hesaplayalım.

$$NBD = - 28.000 + = 29,20 \text{ milyon } \$$$

Yani şirket projeyi kabul etmelidir.

6. Uluslararası Vergilendirme Sorunları

Yukarıdaki örneklerde verginin, kazancın nerede kazanıldığına bakılmaksızın alındığı varsayılmıştı. Ancak gerçek durum böyle değildir. Her ne kadar ülkeler arasında çifte vergilendirmeyi önleme anlaşmaları olsa da bazı durumlara göre şirketler her iki ülkede de vergi ödemek zorunda kalabilir. Örneğin yabancı yatırım, ana ortaklığın ayrı bir bağlı ortaklığı şeklindeyse, karın ana ülkeye getirilmesi anında vergi ödenebilir. Yani bağlı ortaklık, faaliyette bulunduğu ülke sınırlarındaki faaliyetinden dolayı vergisini öder. Ardından kar ana ortaklığın bulunduğu ülkeye aktarılır ve vergi mevzuatının hükmettiği şekilde ana ülkeye vergi ödenmesi ihtimali ortaya çıkabilir.

7. Uluslararası Ayırılmış Sermaye Piyasaları

Buraya kadarki analizler, uluslararası sermaye piyasalarının entegre olduğu yönündeydi. Analizleri kolaylaştırmak için yapılan bu varsayım aslında gerçekçi değildir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde tüm yatırımcıların eşit şekilde finansal araçlara ulaşmaları mümkün değildir. Örneğin Türkiye'deki bir şirket, Türkiye'de iyi tanınmış olabilir ve rahat-

lıkla ve ucuz kaynak bulup borç alabilir. Ancak aynı şirket Avrupa'da iyi tanınmadığından dolayı daha pahalıya kaynak bulacaktır. Diğer bir deyişle, Avrupa'da yatırımcılar bu firmadan daha fazla getiri bekleyeceklerdir. Dolayısıyla bu Türk firması, Avrupa'da daha yüksek bir yabancı para biriminden sermaye maliyeti ile karşılaşacaktır. Böylece Avrupa'da yatırım yapmak Türk firması için daha az değerli hale gelebilir.

Yabancı sermaye piyasalarına girişte farklılaştırma olması halinde, firmaların bu durumdan korunmaları için en iyi seçeneklerden biri Döviz Swapıdır (Berk & DeMarzo, 2017). Döviz Swapı, bir firmanın borçlanabileceği en iyi piyasadaki borçlanması sonrasında, borcunu "takas" yöntemi ile ödeme yapacağı ülkenin para biriminden ödemesi şeklinde gerçekleşir. Bu sayede tamamen olmasa da kısmen yabancı sermaye piyasalarına giriş zorluğunu azaltmış olur.

8. Makro Ekonomik Bozulma Yanılgısı

Bazen de piyasaların risksiz faiz oranları, uluslararası piyasalara entegre olmayabilir. Devletlerin ekonomi politikaları gereği sermaye kontrolü gibi uygulamalar nedeniyle, ülkeye kaynak girişine veya kaynak çıkışına

engeller, yasaklar koyulabilmektedir. Ekonomilerin politik, yasal, sosyal veya kültürel karakteristikleri nedeniyle oluşan bu entegrasyon sıkıntısı, ülke risk primi uygulaması ile aşılmaya çalışılır. Bu sebeptendir ki, faiz oranları, bir miktar temerrüt olasılığını da içerir. Dolayısıyla vadeli döviz kuru tahmininde, Faiz Oranı Paritesi yöntemi her zaman tutmayabilir. Bunu bir örnekle açıklayalım.

Riskli ülke hazine bonusu örneği (Berk & DeMarzo, 2017): Temmuz 2009 tarihinde Spot ruble-dolar kuru 30,9845 \$/P (Yani 1 dolar= 30,9845 ruble) ve 1 yıl vadeli ruble-dolar kuru 33,7382 P/\$. Aynı zamanda kısa vadeli Rus Hazine Bonusu getirisi % 11. Benzer Amerika Hazine Bonusu 1 yıllık getirisi %0,5. Faiz Oranı Paritesi yöntemini kullanarak 1 yıl vadeli ruble-dolar döviz kurunu hesaplırsak eğer:

$F=S = 30,9845 * 1,1 = 34,2217$ \$/P olarak buluruz.

Ancak örnekte değinildiği üzere 1 yıl vadeli döviz kuru piyasada 33,7382 \$/P üzerinden işlem görmektedir. Bu iki vadeli kur arasındaki fark Rusya'nın temerrüt riskini yansıtır. Nitekim 1998'de ekonomik kriz nedeniyle Rusya temerrüde düşmüş ve borçlarını ödeyememişti.

Rusya'nın temerrüt riskini görüp fazla getiri elde etmek isteyen yatırımcı, rublede kalabileceği gibi gerçekten risksiz bir yol arayan yatırımcı beklenen nakit akışlarını hemen dolara çevirebilir.

Örneğin 100.000 rubleyi önce dolara çevirip, 1 yıllık ABD bonosunda değerlendirip 1 yıl sonra yeniden rubleye çeviren yatırımcının kazancı:

$* (1,005)_{1 \text{ yıllık ABD getirisi}} * 33,7382$ \$/P = 109.432 ruble olacaktır.

Yani 100.000 Ruble 1 yıl sonra % 9,432 kazanç getirecektir. Hâlbuki Rus Hazine Bonusunun faiz getirisi % 11'dir. % 11 - % 9,432 = % 1,568 fark ise,

Rus Hazine Bonusu satın alarak Rusya devletine borç verenlere, temerrüt riski endişesini karşılamak için verilen paydır.

9. Döviz Kuru Riski Çeşitleri ve Korunma Önerileri

Uluslararası faaliyetin en önemli sonuçlarından biri olan kur riski üçe ayrılır (Ross ve diğ., 2016).

1. Kısa Vadeli Risk
2. Uzun Vadeli Risk
3. Çeviri Riski

9.1. Kısa Vadeli Risk

Kurdaki günlük dalgalanmalar firmaların kısa vadeli riskini oluşturur. Bu yüzden çoğu firma yakın gelecekte mal alış ve satışları için belirli bir fiyattan alım/satım anlaşmaları yaparlar. Örneğin İtalya'dan makarna alıp Amerika'ya satan bir firma düşünelim. Amerika'dan 10.000 paket sipariş olduğunu, İtalya'dan alışın paket başına 8,4 € ve ABD'ye satışın 6 \$ olduğunu varsayalım. İtalya'dan malın gelişi ve ihracı 60 gün sürüyor. Ödemeler de 60 gün sonra yapılıyor. 1 \$ = 1,50 € döviz kuru varsayımı altında:

$8,4 \text{ €} / 1,5 = 5,60$ \$ maliyetidir.

$(6 \$ - 5,60 \$) * 10.000$ paket = 4.000 \$ Kar (vergi öncesi) vardır. Kur 60 gün boyunca böyle kalırsa kar= 4.000 \$'dır ancak:

Kur 1,60 olursa $8,4 / 1,6 = 5,25$ \$ maliyet ve 7.500 \$ kar,

Kur 1,40 olursa $8,4 / 1,4 = 6$ \$ maliyet ve '0' kar olacaktır.

Bu şekildeki kısa vadeli döviz kuru riski birkaç yolla elimine edilebilir. En açık yolu vadeli işlem sözleşmesi (hedging) yapmaktır. Örneğin forward sözleş-



me ile döviz kuru sabitlenebilir. Aynı firmanın riskten korunmak amacı ile vadeli işlem sözleşmesi yaptığını, sözleşme kapsamında döviz kurunun 1,58 \$/€ olarak belirlendiğini varsayarsak eğer;

$8,4 \text{ €}/1,58 = 5,32 \text{ \$}$ ve $(6-5,32)*10.000 = 6.800 \text{ \$}$ Kar elde edilecektir.

Alternatif olarak diğer bir yol ise, eğer firmanın elinde nakit dolar var ise euroya çevirir, 60 gün bekler, hatta beklerken de bir miktar faiz kazanabilir (Ross ve diğ., 2016).

9.2. Uzun Vadeli Risk

Uzun vadede ekonomik durum da değişebilir. Örneğin yabancı ülkede ücretlerin düşüklüğünden faydalanarak emek yoğun çalışmakta iken sosyal ve ekonomik şartların değişmesi ile ücretlerin artması ile maliyet avantajı sona erer.

Başka bir örnek, Venezuela Bolivarında devalüasyondan dolayı Coca Cola 2014 ilk çeyrekte 247 milyon dolar zarar etmiştir ve dördüncü çeyrekte ise 393 milyon dolar zarar beklediğini açıklamıştır (Ross ve diğ., 2016).

Yine Avustralyalı Iluka Resources Ltd. maden şirketi üzerinde yapılan analiz; Avustralya Doları ile ABD Doları arasında 1 centlik bir değişiklik, net karda 5 milyon dolar değişikliğe sebep olduğunu göstermektedir (Ross ve diğ., 2016).

Hedging yapmak ise uzun vadede zordur. Organize piyasalarda bile çok uzun vadeli forward sözleşme satılmaz. Borsa İstanbul VİOP'ta bile genelde aynı yılın Aralık ayı sonuna kadar dolar vadeli işlem sözleşmeleri işlem görmektedir (BİST, 2017).

Bunun yerine mallarını yabancı ülkede satan firma hammadde alışlarını ve işçiliği de aynı ülkeden

karşılsa, en azından kurdaki oynama ile beraber maliyet ve satışları aşağı veya yukarı doğru birlikte hareket eder.

Bu şekilde hedging yapan firmalara en güzel örnek otomobil firmalarıdır. Bu firmalar fabrikalarını bir ülke veya o ülkenin yer aldığı bölge içinde kurarlar, o bölgenin işçisini çalıştırır ve otomobilleri de genellikle o bölgede satarlar.

9.3. Çeviri Riski

İşlemlerin muhasebeleştirilmesi sırasında yabancı paraların yerli paraya çevrilmesinden doğan risktir. Bunun sebebi:

- Hangi kurdan çevrilecek?
- Yabancı paradan kar/zarar nasıl ele alınacaktır?

Örneğin ABD'li şirketin Türkiye'de faaliyette bulunan şubesinin bilançosuna bakalım. Döviz kurunun $1\text{\$} = 2\text{\text{₺}}$ olduğunu varsayalım.

BİLANÇO (TL)			
Varlıklar	1.000	Borç	500
		Özkaynak	500
	1.000		1.000

Başlangıçta net kar '0' diyelim. Fakat Türkiye'deki enflasyonist ve kötü makro ekonomik koşullardan dolayı $1\text{\$} = 4\text{\text{₺}}$ oldu. Türkiye'de faaliyette bulunan şirketin Lira bilançosu değişmezken Dolar cinsinden bilançosunda köklü değişiklik olacaktır.

BİLANÇO (\$) Kur=2 \$/₺			
Varlıklar	500 \$	Borç	250 \$
		Özkaynak	250 \$
	500 \$		500 \$

BİLANÇO (\$) Kur=4 \$/₺			
Varlıklar	250 \$	Borç	125 \$
		Özkaynak	125 \$
	250 \$		250 \$

Aslında işletme faaliyeti olmamıştır. Net kar hala '0'dır. Ancak özkaynak 125\$ azalmıştır. Bu bir sorundur. Faaliyet olmadığı için gelir tablosunda zarar gözükmemektedir. Ancak bilanço varlıkları satılır da likiditeye dönüşürse zarar ortaya çıkacaktır.

Sonuç

Günümüzde, dünya çapındaki pazar payının büyük bir kısmı çok uluslu şirketlerin elinde olup yabancı ülkelerde yatırım yapmak, pazar payının genişletilmesi için çok iyi bir yoldur. Ancak yabancı bir ülkede yatırım yapmanın çeşitli politik ve ekonomik riskleri vardır. Yatırım yapılan ülkede siyasi kriz yaşanması, savaş çıkması, sermaye kontrolüne gidilmesi, kamulaştırma gibi birçok işlem yatırımdan beklenen getiriyi baltalayabilir. Bununla beraber ekonomik bir çalkantı, kriz gibi haller de getirinin kaybına yol açabilir. Bunlar gibi olağan üstü durumların yanında, ticaretin olağan bir aracı olan döviz kuru da başlı başına bir risk unsurudur. Kısa veya uzun vadeli döviz kuru değişiklikleri, yatırımdan beklenen getirileri etkileyecektir. Yatırımcılar, döviz kuru tahmin yöntemlerini kullanarak yatırımdan beklenen nakit akışlarını hesaplayabilirler. Bu yöntemler, Faiz Oranı Paritesi, Satın Alma Gücü Paritesi ve Uluslararası Fisher Etkisidir. Olağanüstü risklere göre döviz kuru riskinin iyi tarafı yönetilebilmesidir. Yabancı ülkede yatırım yapmak isteyen yatırımcı, forward, swap ve opsiyon sözleşmeleri gibi Riskten Korunma (hedging) yöntemleri ile kendini döviz kuru riskine karşı koruyabilir.

Kaynakça

- Berk, Jonathan & DeMarzo, Peter (2017) Corporate Finance, 4th edition, ISBN 978-0-13-408327-8, Pearson Education, England
- BİST (2017) DolarTL Vadeli İşlem Sözleşmesi, 07.05.2017 tarihinde <http://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/urunler/vadeli-islem-sozlesmeleri/doviz-vadeli-islem-sozlesmeleri/dolartl-vadeli-islem-sozlesmesi> adresinden alınmıştır.
- Corelli, Angelo (2016) Analytical Corporate Finance, Springer Texts in Business and Economics, (eBook) DOI 10.1007/978-3-319-39549-4, Springer International Publishing, Switzerland
- Ercan, Metin Kamil & Ban, Ünsal (2016) Değere dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim, Gazi Kitabevi, Ankara
- Marşap, Beyhan (1996) Uluslararası Yatırımlarda Sermaye Bütçeleme ve Karşılaşılan Riskler, Gazi Üni. End. San. Eğt. Fak. Dergisi, Haziran 1996, Sayı:4 pp:63-71.
- Ross, Stephen A.; Westerfield, Randolph W.; Jaffe, Jeffrey; & Jordan, Bradford D. (2016) Corporate Finance, 11th edition, ISBN 978-0-07-786175-9, The McGraw-Hill Companies, USA
- Shapiro, Alan C. (1992) Multinational financial management, 4th edn. Allyn and Bacon, Boston, MA