

DIŞ TİCARETTE KUR RİSKİ YÖNETİMİ: TEMSİLİ BİR TÜRK DIŞ TİCARET FİRMASI İÇİN UYGULAMA ÖRNEKLERİ*

*Fatih ÇİFTCİ**

*Rıfat YILDIZ***

ÖZ

Bu çalışmada vadeli dış ticaret işlemleri neticesinde açık döviz pozisyonu ile karşı karşıya kalan dış ticaret firmaları bakımından kur riskinin nasıl daha etkin olarak yönetilebileceği konusuna odaklanılmaktadır. Çalışmada öncelikli olarak kur riski ile ilgili bazı olgular tanımlanmakta ve ardından riskten kaçınan dış ticaret firmalarının kur riskini bertaraf etmeye yönelik olarak izleyebilecekleri yöntemler tartışılmaktadır. Bu çerçevede çalışmada kur riski ve yönetimi hakkında kuramsal bilgiler verilmekte ve bunun ardından Türkiye’de başlıca döviz kurlarında son yıllarda yaşanan dalgalanmalar ortaya konulmaktadır. Son olarak da net açık döviz pozisyonu ile karşı karşıya olan temsili bir Türk dış ticaret firmasının kur riskine karşı korunmak amacıyla uygulayabileceği birtakım tekniklere yer verilmektedir.

Anahtar Kelimeler: Dalgalı Döviz Kuru Rejimi, Açık Döviz Pozisyonu, İthalat, Kur Riski, Hedging.

Jel Kodları: F31, F33, G15; G23, O24.

THE MANAGEMENT OF THE FOREIGN EXCHANGE RATE RISK IN FOREIGN TRADE: CASE STUDIES FOR A REPRESENTATIVE TURKISH FOREIGN TRADE FIRM

ABSTRACT

The objective of this paper is to demonstrate how foreign trade firms faced with open foreign currency position due to the foreign trade operations with maturity can effectively manage foreign exchange rate risk. Firstly, some facts related to foreign exchange rate risk are defined, and then the procedures which risk-averse foreign trade firms can follow to eliminate foreign exchange rate risk

* Bu çalışma, 10-13 Ekim 2012 tarihleri arasında Erzurum’da, Atatürk Üniversitesi ev sahipliğinde düzenlenen “16. Finans Sempozyumu”nda, “Dış Ticarete Açık Döviz Pozisyonlarının Yönetimi: Temsili Bir Türk Dış Ticaret Firması İçin Uygulama Örnekleri” başlığıyla sunulan bildirinin gözden geçirilmiş halidir.

* Arş. Gör., Bozok Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü, fatih.ciftci@bozok.edu.tr

** Prof. Dr., Erciyes Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü, ryildiz@erciyes.edu.tr

are discussed. Accordingly, the theoretical information on foreign exchange rate risk and its management are presented, and then the recent fluctuations in some major foreign exchange rates in Turkey are illustrated. Finally, some techniques that a representative Turkish foreign trade firm with net open foreign currency position can apply to hedge against foreign exchange rate risk are introduced.

Keywords: Floating Foreign Exchange Rate Regime, Open Foreign Currency Position, Import, Foreign Exchange Rate Risk, Hedging.

Jel Codes: F31, F33, G15; G23, O24.

GİRİŞ

1944 yılında ayarlanabilir sabit kur rejimine dayalı olarak kurulan Bretton-Woods sisteminin 1973 yılında işlevini yitirmesiyle birlikte, dünya çapında başlıca para birimleri için dalgalı kur rejimine geçiş süreci başlamıştır (Maskus, 1986, 16; Maurer ve Valiani, 2004, 1; Straathof ve Calió, 2012, 3; Topaloglu, Vladimirov ve Zenios, 2007, 1). Bretton-Woods sisteminde benimsenen kur rejiminin çöküşü, küresel düzeyde reel ve nominal döviz kurlarında dalgalanmaların ortaya çıkışına zemin hazırlamış, uluslararası sermaye akımlarındaki serbestleşme ve finansal işlemlerin yoğunlaşması da döviz kurlarındaki hareketliliği ve dolayısıyla kur riskini artırmıştır (Ceylan ve Korkmaz, 2010; Chit, Rizov ve Willenbockel, 2010; Ozturk, 2006, 85-86; Sarkar, 2006; Aydeniz, 2008; Çonkar ve Ata, 2002).

Döviz kurlarının piyasa güçleri tarafından belirlendiği dalgalı kur rejimlerinde, döviz kurları günlük olarak değişebilmekte ve kurların gelecekteki değerinin tam olarak tahmin edilebilmesi olanağı bulunmamaktadır.¹ Döviz kurundaki dalgalanmalar ise yabancı para bazında vadeli işlem yapan firmaların döviz kuru riskine maruz kalmalarına yol açmaktadır (Popov ve Stutzmann, 2003). Bu bağlamda döviz kurundaki beklenmeyen dalgalanmalar ne kadar yüksek ise söz konusu firmalar daha yüksek bir kur riski ile karşı karşıya kalmaktadır (Adubi ve Okunmadewa, 1999, 5; Ozturk, 2006, 85). Özellikle finansal gelişmişliğin tam olarak sağlanmadığı ve esnek kur rejimlerinin uygulandığı ülkeler için döviz kurlarındaki dalgalanmalar daha sıkça ve daha şiddetli olabilmektedir.

Günümüzde, küresel düzeyde mal ve sermaye akımlarının hızlı artışı ve döviz kurlarındaki dalgalanmalar birlikte dikkate alındığında, yabancı para bazında yapılan işlemlerin de giderek arttığı ve uluslararası işlem yapan dış ticaret firmaları ve diğer kuruluşların döviz kuru riski ile daha yoğun bir biçimde karşı karşıya kaldığı ifade edilebilir. Bu sebepten, kur riskine karşı korunma başka bir deyişle açık döviz pozisyonlarının ve böylece kur riskinin yönetimi uluslararası alanda faaliyet gösteren firmalar açısından önemli bir mesele haline gelmiştir.

¹ Nitekim döviz kurlarının zaman serisi davranışı üzerine yapılan pek çok çalışmanın bulguları, döviz kurlarındaki değişikliklerin büyük ölçüde öngörülemez olduğu sonucunu vermektedir (Edison ve Melvin, 1990, 20). Buna göre dalgalı kur rejimlerinde sabit kur rejimine göre döviz kurlarındaki dalgalanmalar daha sık frekanslı olabilmektedir.

Bu çalışmayla, dış ticaret alanında faaliyet gösteren firmalar bakımından açık döviz pozisyonlarının korunmaya alınmasının yararlarına vurgu yapılacaktır ve açık döviz pozisyonlarının meydana getirdiği kur riskinin hangi korunma araçları ile yönetilebileceğinin anlaşılmasına katkıda bulunulacaktır. Ayrıca, ülkemiz bazında güncel verilere dayalı uygulama örnekleri (vaka analizleri) oluşturulacaktır ve bu yolla dış ticaret uygulayıcıları açısından genel bir çerçeve çizilmiş olacaktır. Böylece açık döviz pozisyonunun korunmaya alındığı durum ile bu açığın korunmadığı durum arasındaki fark da (korunmanın etkisi) ortaya konulabilecektir.

Çalışmanın giriş bölümünün ardından yer alan birinci bölümünde kur riski kavramı dış ticaret esaslı olarak ele alınacaktır. İkinci bölümde kur riskinden korunmada kullanılabilecek alternatif teknikler çalışmanın sınırları nispetinde özetle incelenecektir. Üçüncü bölümde Türk Lirası'nın başlıca yabancı para birimleri (ABD Doları ve Euro) karşısında 2002-2012 döneminde yaşanan aylık bazda değer değişimleri ortaya konulacaktır. Dördüncü bölümde ise ithalat işlemi yapan temsili bir Türk dış ticaret firması bakımından açık döviz pozisyonlarının yönetimi hakkında örnekler geliştirilecektir. Son olarak da çalışmanın içerik ve bulgularından hareketle oluşturulan sonuç kısmına yer verilecektir.

1. DIŞ TİCARET VE KUR RİSKİ

Net açık döviz pozisyonu taşıyan bir firmanın döviz kurundaki beklenmeyen bir değişimden dolayı maddi zarara uğrama olasılığını ifade eden kur riski kavramı, hem dış ticaret işlemleri neticesinde hem de çokuluslu firmaların uluslararası alandaki fiziki veya finansal sermaye hareketleri sonucunda gerçekleşebilmektedir.² Döviz kurundaki dalgalanmalar politika yapıcılar ve kamuoyu tarafından büyük ölçüde dış ticareti bozucu bir unsur olarak değerlendirilir (Straathof ve Calió, 2012, 2). Bu bağlamda, döviz kurundaki dalgalanmalar doğru bir biçimde tahmin edilemediği sürece, kur dalgalanmaları dış ticarettten elde edilmesi beklenen karların büyüklüğü hakkında bir belirsizlik meydana getirir (Maskus, 1986, 17). Söz konusu belirsizlik de gerekli korumanın sağlanmaması durumunda dış ticareti olumsuz yönde etkileyebilir. Nitekim döviz kuru dalgalanmalarının uluslararası ticaret hacmi üzerindeki etkilerini inceleyen çalışmaların önemli bir kısmında (geleneksel yaklaşım altında) söz konusu etkinin genel olarak negatif olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.³ Bu bağlamda, kur riski ile karşı karşıya olan ve spekülasyon davranmayıp riskten kaçınmak isteyen firmaların gelecekteki nakit ve kar akışlarını öngörebilmeleri veya bunlardaki dalgalanmaları önleyebilmeleri için açık döviz pozisyonlarını çeşitli korunma tekniklerinden biri veya birkaçı ile koruma altına almaları önerilmektedir (Popov ve Stutzmann, 2003, 19).

² Uluslararası işlem yapan firmaların döviz kurlarındaki dalgalanmalar sonucunda karşılaşılabilecekleri risk üç farklı yoldan ortaya çıkabilmektedir. Söz konusu risk türleri; (i) işlem riski, (ii) ekonomik risk, (iii) çeviri riski olarak sıralanabilir. Konu hakkında detaylı bilgi için bkz. Madura (2009); Bekaert ve Hodrick (2012). Bu çalışmada kur riski kavramı dış ticaret (işlem kur riski) esaslı bir çerçeveden ele alınmaktadır.

³ Bununla birlikte ilgili literatürde döviz kurundaki dalgalanmalar ile uluslararası ticaret hacmi arasındaki ilişkinin mevcudiyeti veya yönü hakkında tam bir uzlaşıdan bahsetmek de mümkün gözükmemektedir. Döviz kuru dalgalanmalarının uluslararası ticaret hacmi üzerinde olumsuz bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşan çalışmalar olmakla birlikte, bu etkinin olumlu olduğunu veya bu ikisi arasında herhangi bir anlamlı ilişki olmadığını ifade eden teorik ve ampirik çalışmalar da bulunmaktadır (literatür özeti için örneğin bkz. Côté, 1994; Ozturk, 2006). TÜREV piyasaların varlığı veya kullanım düzeyi de bu konuda etkili bir faktör olarak görülebilmektedir.

Kur riskine maruz kalan bir firma bu riski bertaraf etmek amacıyla *korunma araçlarına başvurmak* ya da *korunma araçlarına başvurmamak* olmak üzere iki alternatif strateji ile karşı karşıyadır (Yıldız, 1988). Firma korunma araçlarına başvurmamak stratejisini benimseyerek, döviz kurundaki değişmelerin kendi tahmin veya beklentileri doğrultusunda gerçekleşeceği inancını taşıdığında, açık pozisyon politikasıyla risk almakta, yani spekülâtif bir tavır takınabilmektedir (Yıldız, 1988). Ne var ki, firmanın korunma araçlarına başvurmaması durumunda, bugünkü tahminleri, gelecekteki gerçek verilerle tutarlı ve kendi lehine olursa⁴, firma kur değişmelerinden ex-post olarak herhangi bir zarara uğramayacaktır. Ancak, firmanın bugünkü tahminleri, gelecekte gerçekleşen verilerle tutarsız olursa⁵, kur değişiminin ve net döviz pozisyonunun büyüklüğüne göre, firma ex-post olarak zarara uğrayabilecektir. Bu yüzden, firmanın, birtakım finansal veya operasyonel tekniklerle kur riskinden korunma stratejisini seçmesi, yani kur riskini telâfi etmesi beklenmektedir. Nitekim, dış ticaret firmalarının esas faaliyet amacının, üretim ve/veya ticaret işlemlerinden kazanç sağlamak olduğu düşünüldüğünde, söz konusu firmaların, spekülâtif bir harekete girilerek risk almak yerine, çeşitli tekniklerle kur riskinden korunmak isteyeceği düşünülebilir (Çiftçi ve Yıldız, 2010).

Spekülâtif bir tutum içinde bulunmayan bir dış ticaret firması açık döviz pozisyonlarını kur riskine karşı şu veya bu yolla koruma altına alarak, gelecekteki finansal durumunu kolaylıkla öngörebilecektir. Firmanın bu bağlamda izleyebileceği temel yollardan birincisi içsel korunma tekniklerinden birini uygulamak, ikincisi ise dışsal korunma tekniklerine başvurmaktır. Sonraki bölümde, net açık döviz pozisyonu bulunan bir firmanın kur riskine karşı korunmak amacıyla uygulayabileceği söz konusu iki farklı teknik çalışmanın sınırları ölçüsünde özetle ele alınacaktır.

2. KUR RİSKİ YÖNETİM TEKNİKLERİ

Kur riski yönetimi ya da daha özel bir ifadeyle kur riskine karşı korunma (hedging); döviz kuru dalgalanmalarından doğan riski minimize etme anlamına gelmektedir. Dolayısıyla hedging işlemi, kur riskine maruz kalan bir firmanın yabancı para bazındaki gelecek işlemlerinin belirsizliğini minimize etmesini ve gelecekteki nakit ve kar akışlarını belirginleştirmesini sağlamaktadır (Goel, Gupta ve Goel, 2011). Bu çerçevede vadeli ithalat (ihracat) işlemi neticesinde eksi (artı) döviz pozisyonu alan bir firma, çeşitli korunma tekniklerinden biriyle bunun tersine bir pozisyon olarak kur riskini yönetebilir.

Kur riskine karşı korunma teknikleri genel olarak ikili bir ayırma tabi tutulmaktadır: Bunlardan birincisi, içsel/doğal (internal/natural) korunma teknikleri ikincisi de dışsal (external) korunma teknikleri olarak ifade edilmektedir (Joseph, 2000; Popov ve Stutzmann, 2003; McCarthy, 2003). Dışsal korunma teknikleri uluslararası para piyasası işlemi veya çeşitli türev sözleşmelerini içeren türev piyasası işlemlerini kapsarken, içsel korunma teknikleri bunların dışında kalan

⁴ Örneğin, ithalatçı bir firmanın, ithalat borcunu ödeyeceği vadeye kadar döviz kurunun düşmesini beklemesi ve bunun gerçekleşmesi.

⁵ Örneğin, yine ithalatçı bir firmanın, ithalat borcunu ödeyeceği vadeye kadar döviz kurunun düşmesini beklemesi ve fakat bunun gerçekleşmemesi.

birtakım teknikleri kapsar⁶ (Joseph, 2000; Popov ve Stutzmann, 2003; Jacque, 1981; Kelley, 2001; Khoury ve Chan, 1988; Moosa, 2010; Sivakumar ve Sarkar, 2010; Yıldız, 1988). Bu çalışmada kur riskine karşı korunmada odak nokta dışsal korunma teknikleri olduğu için içsel korunma tekniklerinin detayına girilmeyecektir.

Farklı korunma teknikleri arasında karar verilirken bu tekniklerin maliyet, vergiler, muhasebe kuralları ve düzenlemeleri üzerindeki etkileri dikkate alınmalıdır (Popov ve Stutzmann, 2003). Özellikle içsel korunma tekniklerini uygulamanın mümkün veya yeterli olmadığı durumlarda dışsal korunma tekniklerine başvurmak daha makul olabilmektedir. Buna göre dışsal korunma tekniklerine başvurmak isteyen bir firma, bir bankayla irtibata geçerek veya türev piyasaları yoluyla kur riskine karşı korunma sağlayabilir. Dışsal korunma içsel korunmaya göre çoğunlukla daha yüksek maliyetli ve daha karmaşık görülmekle birlikte söz konusu dışsal teknikler çoğu durumda başarılı sonuçlar vermektedir (Popov ve Stutzmann, 2003, 22). Dışsal korunma; uluslararası para piyasası yoluyla veya forward, swap, futures ve opsiyon gibi türev araçlar yoluyla korunmayı kapsar.⁷ Aşağıda önce uluslararası para piyasası yoluyla, daha sonra da döviz piyasası araçları (döviz dayalı türev araçlar) yoluyla korunma teknikleri çalışmanın kapsamı bağlamında kısaca ele alınacaktır.

2.1. Uluslararası Para Piyasası Yoluyla Korunma

Uluslararası para piyasası yoluyla kur riskine karşı korunma yönteminde, döviz bazında net açık pozisyonu olan bir firma, söz konusu pozisyonun eksi veya artı olmasına bağlı olarak, döviz tevdiat hesabı açtırmak ya da döviz kredisi kullanmak yollarından birini seçebilir. Buna göre, üç ay vadeli ve ABD Doları bazında ithalat işlemi gerçekleştiren bir Türk dış ticaret firmasını ele alalım. Söz konusu firmanın finans yetkilisinin üç ay sonrasında Dolar kurunda bir artış olacağını ve bu artışın boyutlarını doğal olarak öngöremediğini varsayalım. Burada ithalatçı firmanın ithalat ödemesini yapmaya yetecek ölçüde Türk Lirası'na sahip olmadığını ve bir bankadan Türk Lirası bazında kredi kullanması gerektiğini düşünelim. Cari döviz pozisyonu eksi olan bu firma kur riskine maruz kalmamak için kullandığı bu TL kredisini aynı tarihte spot kurdan Dolara çevirip, bunu bir bankaya üç aylık döviz tevdiat hesabına yatırır. Böylece artık firma gelecekteki muhtemel döviz kuru dalgalanmalarından endişe duymaz; çünkü üç ay sonra döviz bazındaki mevduatını bankadan çekerek ithalat borcunu ödeyebilecektir. Ayrıca ithal edilen malları satın buradan elde ettiği gelirle de bankadan almış olduğu TL kredisini kapatabilecektir. Bu operasyonla ithalatçı firma kullandığı TL kredisinin faizi nispetinde bir maliyete katlanmakla birlikte, vadeli Dolar tevdiatından da bir faiz geliri elde etmekte ve nihayetinde kur riskini de bertaraf etmiş olmaktadır (Yıldız ve Çiftçi, 2011).

⁶ İçsel korunma teknikleri şöyle sıralanabilir (Joseph, 2000; Popov ve Stutzmann, 2003; Naylor ve Greenwood, 2008): Eşleştirme (matching), öncelikle ve geciktirme (leading and lagging), ön-ödeme (pre-payment), yerli para birimi ile faturalandırma, fiyat ayarlamaları, netleştirme (netting), varlık/yükümlülük yönetimi ve uzun dönemli yapısal değişiklikler.

⁷ *Faiz oranı paritesi kuralı*; forward sözleşmesi yoluyla korunmanın, normal şartlar altında, uluslararası para piyasası yoluyla korunma ile aynı olduğunu ifade etmektedir (örneğin, bkz. Khoury ve Chan, 1988).

Öte yandan söz konusu örneği ihracat işlemine uyarlamak da mümkündür. Burada da üç ay vadeli ve Dolar bazında ihracat işlemi gerçekleştiren bir Türk dış ticaret firmasını ele alalım. Bu sefer üç ay sonrasında Dolar kurunda bir düşüş olacağını düşüldüğünü ve bu düşüşün boyutlarının kestirilemediğini varsayalım. Cari döviz pozisyonu artı olan bu firma kur riskine maruz kalmamak için öncelikle Dolar bazında ve üç ay vadeli döviz kredisi kullanır ve aynı tarihte bu döviz spot kurdan TL'ye çevirir. Firmanın bankaya Dolar borcu oluşmuştur; fakat firma için bu bir endişe nedeni olmaz, çünkü firma üç ay sonraki ihracat alacağını tahsil ettiğinde bankaya olan bu borcunu ödeyebilecektir. Böylece artık firmanın gelecekteki döviz kuru dalgalanmalarından endişelenmesi için bir neden kalmaz. Firma ihtiyacı olan TL'yi elde etmiştir ve bu parayı faize yatırarak üç aylık bir faiz geliri de elde edebilir.⁸ Firma üç ay sonra Dolar alacağını tahsil ettiğinde ise bankadan almış olduğu krediyi kapatacaktır. Bu operasyon firmanın üç ay sonra elde edeceği parayı anında kullanabilmesine olanak verir, yani firma ihracat alacağı için üç ay beklemek durumunda kalmaz. Ayrıca firma bu operasyon ile kur riskini de bertaraf etmiş olur (Popov ve Stutzmann, 2003, 24; Yıldız ve Çiftci, 2011).

2.2. Döviz Piyasası (Döviz Dayalı Türev Araçlar) Yoluyla Korunma

Döviz kurundaki beklenmeyen bir değişim ile ortaya çıkan kur riskine karşı korunmada kullanılabilen dışsal tekniklerden biri de türev araçlar yoluyla korunmadır. Kur riskinden korunmada en etkili yol olarak görülen türev araçlar sadece kur riskinden korunmak (hedging) amacıyla değil aynı zamanda spekülasyon ve arbitraj aracı olarak da kullanılabilir (Sobol, 2008; Ceylan ve Korkmaz, 2010). Oldukça geniş bir çeşitliliğe sahip olan türev araçlar, ileri bir tarih için herhangi bir döviz kuru değerinin işlemin yapıldığı anda sabitlenmesine imkân sağlar (Orlowski, 1995; Seyidoğlu, 2003). Döviz dayalı türev araçlar; değeri temelde yatan belirli bir döviz kurunun değerinden türeyen finansal araçlar olarak tanımlanabilir (Orlowski, 1995, 3). Bu araçlar, döviz dayalı forward, swap, futures ve opsiyon sözleşmeleri ve bunların çeşitli kombinasyonlarını kapsamaktadır (Orlowski, 1995; Çonkar ve Ata, 2002; Ceylan ve Korkmaz, 2010).⁹ Burada çalışmanın kapsamı bakımından yalnızca futures sözleşmesi yoluyla korunma konusuna vurgu yapılacaktır.¹⁰

Türev araçlar, organize borsalar aracılığıyla veya tezgâh-üstü düzenlemeler ile (organize olmayan borsalar aracılığıyla) işlem görebilmektedir (González-Hermosillo, 1994; Papaioannou, 2006, 11). Tezgâh-üstü düzenlemeler ile işlem gören türev araçlar arasında forward en yaygın olarak kullanılanlardan biridir (Papaioannou, 2006, 11). Döviz dayalı forward işlemleri, bugün belirlenmiş bir fiyat üzerinden gelecekte teslim edilecek bir döviz sözleşmesinin satın alınması olarak tanımlanmaktadır (Papaioannou, 2006, 11). Forward işlemi ile kur riskine karşı tam bir korunma (full hedging) sağlanabilmektedir (Papaioannou, 2006, 11). Firmalar, forward

⁸ Söz konusu firma, bu parayı vadeli mevduata yatırmanın dışında mevcut bir kredi borcunu ödemek amacıyla da değerlendirebilir.

⁹ Bu çalışmada, türev araçlar ile esasen sadece döviz dayalı türev araçlar kastedilmekte, diğer türdeki türev araçlar çalışma kapsamı dışında tutulmaktadır.

¹⁰ Türev araçlar ile ilgili daha fazla bilgi ve bir karşılaştırma için örneğin bkz. Yıldız ve Çiftci, 2011, Beşinci Bölüm.

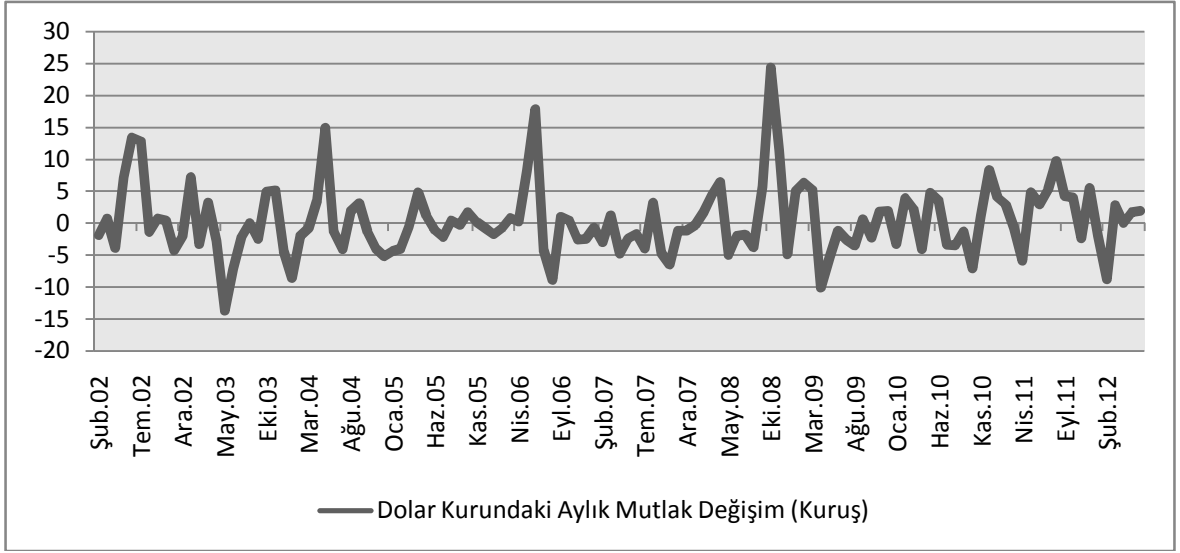
sözleşmelerini genellikle bankalarla veya tezgâh-üstü piyasalardaki diğer finansal kuruluşlarla yapabilmektedir (Popov ve Stutzmann, 2003, 23; Tenuta, 2009). Ayrıca bankalar da kendi aralarında forward işlemleri gerçekleştirebilmektedir (Tenuta, 2009). Forward sözleşmeleri, vade ve tutar gibi açılardan standardize olmayan sözleşmeler olarak işlem görmektedir (Çiftci ve Yıldız, 2010).

Organize borsalarda işlem gören futures sözleşmeleri esasında forward sözleşmelerine benzemektedir (Popov ve Stutzmann, 2003, 24; Dodd, 2004, 20; Tenuta, 2009, 9). Dövizle dayalı futures sözleşmeleri belirli bir vadeye sahip standart tutardaki bir dövizin detaylarıyla belirtildiği ve organize borsalarda işlem gören sözleşmelerdir (Papaioannou, 2006, 12). Bununla birlikte, futures sözleşmelerinin forward sözleşmelerinden bazı temel farklılıkları bulunmaktadır. Bunlar, futures sözleşmelerinin genellikle bir takas odasına sahip organize borsalarda işlem görmeleri ve sözleşme konusu, birim değeri, hesaplaşma tarihi, hesaplaşma vadesi ve koşulları gibi açılardan oldukça standartlaştırılmış sözleşmeler olmalarıdır (González-Hermosillo, 1994, 14; Tenuta, 2009, 4; Vashishtha ve Kumar, 2010, 19). Futures sözleşmelerinin vade ve tutar açısından standardize olması bu aracın kur riskinden korunma amacıyla kullanılmasını güçleştirmektedir. Forward sözleşmeleri futures sözleşmelerine göre daha esnek olmakla birlikte daha az likittir (Popov ve Stutzmann, 2003, 24-25). Futures sözleşmeleri, organize borsalarda işlem gördüğünden dolayı ikincil piyasası da bulunmakta ve bu da futures sözleşmelerinin vadesinden önce el değiştirebilmesine olanak tanımaktadır (Ceylan, 2004). Uluslararası para piyasası ve döviz piyasası yoluyla kur riskine karşı korunmayı içeren vaka analizlerine geçmeden önce aşağıda ülkemiz örneğinde başlıca döviz kurlarında son yıllarda gerçekleşen dalgalanmalar ele alınacaktır.

3. TÜRKİYE'DE DOLAR VE EURO KURLARINDAKİ DALGALANMALAR: 2002-2012 PERİYODU

Türkiye’de “24 Ocak 1980 Ekonomik İstikrar Tedbirleri” ile dünyadaki gelişmelere paralel bir biçimde sabit kur rejiminden (kambiyo denetimi) vazgeçilerek esnek kur sistemine geçiş süreci başlatılmıştır. Bu doğrultuda 1989 yılında “Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar” ile Türk Lirası’na geniş anlamda konvertibilite kazandırılmış, dövizle yapılan işlemlere büyük ölçüde serbesti getirilmiştir. 2001 yılında yaşanan ekonomik krizin ardından da tam anlamıyla serbest dalgalı kur rejimine geçiş sağlanmıştır. Böylece kurların tamamen piyasa güçleri tarafından belirlenmesi mümkün hale gelmiştir. Buna göre Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın aşırı olarak addedilen dalgalanmalar haricinde döviz piyasasına genellikle müdahalesi olmamaktadır. Ülkemizde kurların piyasa güçlerince belirlenmesi de kurlarda zaman içinde görece olarak yüksek frekanslı dalgalanmaların gerçekleşmesine imkân tanımaktadır.

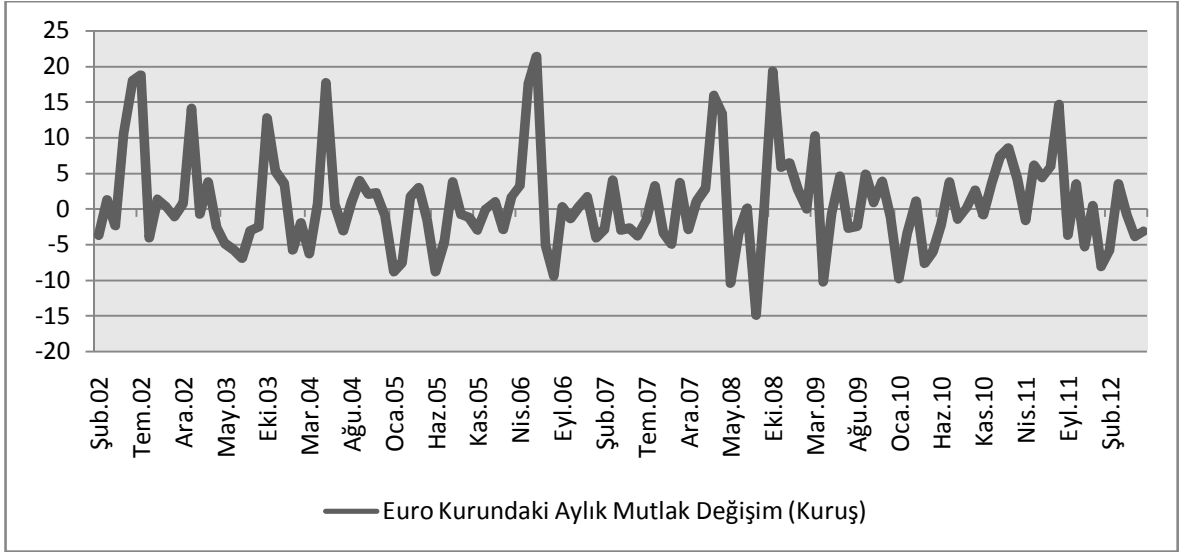
Şekil 1 ve 2’den, Türkiye’de 2002’den günümüze ABD Doları ve Euro kurlarındaki dalgalanmaları gözlemlemek mümkündür. Ayrıca, Şekil 3 ve 4’te de ilgili kur dalgalanmalarına ilişkin tanımlayıcı istatistikler ve normal dağılım test sonuçları sunulmaktadır. Burada yer alan Jarque-Bera test istatistiği sonuçlarına göre her iki zaman serisinin de normal dağılıma sahip olmadığı anlaşılmaktadır.



Şekil 1:

Türkiye’de Dolar Efektif Alış Kurundaki Aylık Mutlak Değişim (Şubat 2002 – Haziran 2012)

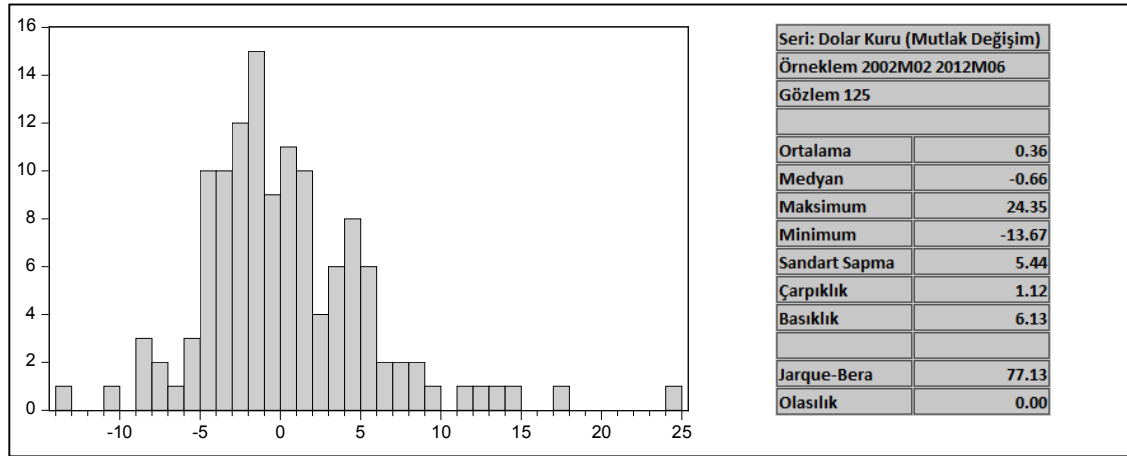
Kaynak: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, <http://evds.tcmb.gov.tr> (15.07.2012).



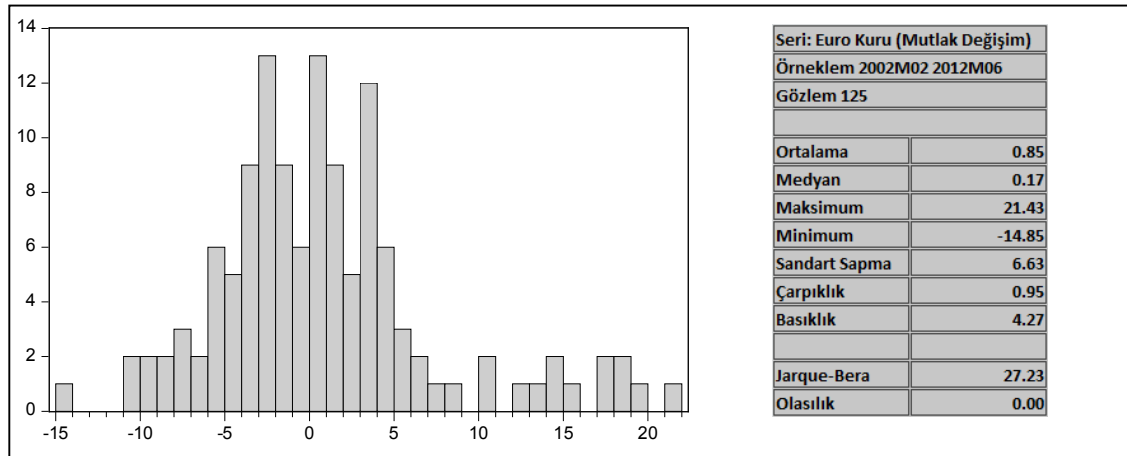
Şekil 2:

Türkiye’de Euro Efektif Alış Kurundaki Aylık Mutlak Değişim (Şubat 2002 – Haziran 2012)

Kaynak: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, <http://evds.tcmb.gov.tr> (15.07.2012).



Şekil 3:
Dolar Kurundaki Mutlak Değişime İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler



Şekil 4:
Euro Kurundaki Mutlak Değişime İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler

Döviz kurlarındaki dalgalanmaların bir göstergesi olmak üzere, Şekil 1 ve 2’de Türkiye’de Şubat 2002 – Haziran 2012 döneminde sırasıyla Dolar ve Euro efektif alış kurlarındaki aylık bazda mutlak değişimler yansıtılmaktadır. Özellikle Mayıs 2004, Haziran 2006 ve Ekim 2008 aylarında hem Dolar hem de Euro kurlarındaki pozitif yönlü değişimlerin boyutu dikkate değer gözükmektedir. Öte yandan Mayıs 2003 ve Nisan 2009 aylarında Dolar kurunda ve Ağustos 2008 ayında Euro kurunda negatif yönlü ve önemli kur düşüşleri olduğu da Şekil 1 ve 2’den anlaşılmaktadır.

Bu çerçevede söz konusu dönem bağlamında içsel ve/veya dışsal ekonomik etmenlere bağlı olarak döviz kurlarında kısa vadeli ve önemli boyutlarda dalgalanmaların meydana geldiği söylenebilir. Bu dalgalanmalar da vadeli döviz alacağı veya döviz borcu olan ve riskten kaçınan (spekülatif davranmayan) ekonomik birimler açısından endişe verici boyutlarda olabilmektedir. Bir sonraki bölümde, hipotetik bir ithalat işlemi için, kur dalgalanmalarından kaynaklanan riske karşı

korunmak amacıyla uygulanabilecek iki temel dışsal korunma tekniği (uluslararası para piyasası ve türev piyasalar ile korunma) örneklendirilecektir.

4. DIŞ TİCARETTE AÇIK DÖVİZ POZİSYONLARININ YÖNETİMİ: UYGULAMA ÖRNEKLERİ

Bu bölümde vadeli ithalat işlemi gerçekleştirmiş olan bir dış ticaret firmasının söz konusu işlem dolayısıyla maruz kaldığı kur riskine karşı korunmada kullanabileceği iki farklı dışsal korunma tekniği için iki örnek geliştirilmektedir. Bu bağlamda ABD'deki bir firmadan vadeli mal alımı (ithalat işlemi) gerçekleştiren bir Türk dış ticaret firmasının uluslararası para piyasası ve döviz piyasası (futures sözleşmesi) ile kur riskine karşı korunması durumundan hareket edilmektedir.¹¹

Bu uygulama kapsamında, bazı uluslararası para piyasası ve döviz piyasası değişkenleri kullanılmaktadır. Uluslararası para piyasasına ilişkin değişkenler; ABD Doları (\$) vadeli mevduat faiz oranı ve Türk Lirası (TL) kredi faiz oranı, döviz piyasasına ilişkin değişkenler ise; spot TL/\$ efektif satış kuru ve vadeli TL/\$ futures sözleşmesi kurudur. Bu uygulama kapsamında kullanılan veriler, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Türkiye Cumhuriyeti Ziraat Bankası ve Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nın ilgili veritabanlarından elde edilmiştir.

Aşağıda, öncelikle söz konusu uygulama ile ilgili temel bilgiler yer almakta, daha sonra kur riskine karşı korunmak için kullanılan iki alternatif yöntemin (vadeli döviz tevdiat hesabı açtırılması ya da vadeli döviz ticareti) maliyetleri hesaplanmakta ve bunların karşılaştırması yapılmaktadır.

Burada ele alınan örneğe göre, 30.01.2012 tarihinde, Türkiye'deki bir dış ticaret firması (ithalatçı firma) ile ABD'deki bir dış ticaret firması (ihracatçı firma) arasında Dolar bazında bir dış ticaret sözleşmesi yapılmıştır. Bu sözleşmeye ilişkin ödemenin, 31.05.2012 tarihinde yapılması öngörülmektedir. Türkiye'deki firmanın söz konusu ithalat işleminin bedeli ise, 100.000 \$'dır. İlgili veriler, aşağıda, Tablo 1'de özet olarak yer almaktadır.

Tablo 1:
İthalat İşlemine Ait Bazı Temel Bilgiler

İthalatçı firmanın adı/Ülkesi	<i>A</i> Firması/Türkiye
İhracatçı firmanın adı/Ülkesi	<i>B</i> Firması/ABD
<i>A</i> Firmasının açık (eksi/kısa/borçlu) pozisyon tutarı	100.000 \$
Dış ticaret sözleşmesinin yapıldığı tarih	30.01.2012
Mal bedelinin ödenmesi beklenen tarih	31.05.2012

Tablo 1'deki verilere göre, Türkiye'deki *A* firmasının “net döviz pozisyonu”, diğer bir ifadeyle “kur riski taşıyan açık pozisyonu”, 100.000 \$'dır. Bu bağlamda, *A* firmasının, vade sonuna kadar, Türk Lirası'nın Dolar karşısında değer kaybedeceğinden, yani TL/\$ kurunun yükseleceğinden endişelendiğini varsayalım. Bu sebepten, *A* firmasının, 4 ay sonra ödeyeceği 100.000 \$'lık net döviz borcunun Türk Lirası karşılığını kesinleştirmek, yani gelecekteki nakit akışının TL karşılığını

¹¹ Burada, Yıldız ve Çiftçi (2011) çalışmasında yer alan ithalat için uygulama örneklerinin anlatım sistematığı benimsenerek, bu sistematik buradaki uygulamaya uyarlanmıştır.

bugünden bilmek için, korunma tedbirine başvurmaya karar verdiğini düşünelim. Burada, *A* firması TL/\$ kurunun ne ölçüde değişeceğini kestiremediği için kur riskine girmek istememekte ve belirsizliği elimine edebilmek amacıyla korunma girişiminde bulunmayı düşünmektedir.

Bu çerçevede, ithalatçı firma, iki alternatif strateji ile karşı karşıyadır. İthalatçı firmanın birinci alternatifi, ***Dolar bazında vadeli döviz tevdiat hesabı açtırmak***¹² (uluslararası para piyasası işlemi), ikinci alternatifi ise ***vadeli kurdan Dolar almak***¹³ (döviz piyasası işlemi) olacaktır. *A* firması, bu alternatiflerden birincisinde, örneğin Türkiye'deki herhangi bir bankada, vade sonunda faiz geliriyle birlikte 100.000 \$ olarak tahsil edeceği vadeli döviz tevdiat hesabı açtırabilecek, ikincisinde ise, bir aracı kurum (Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'na üye herhangi bir şirket) vasıtasıyla Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nda, 100.000 \$'lık, 4 ay vadeli futures işlemi gerçekleştirebilecektir. Firma, bu alternatiflerden hangisini kullanmanın daha avantajlı (daha fazla kazançlı veya daha az maliyetli) olacağına, aşağıda iki ayrı alt başlıkta verilen hesaplamaları yaparak karar verebilecektir.

Maliyet hesaplamalarına geçmeden önce, Tablo 2'de *A* firmasının bu hesaplamalarda kullanabileceği uluslararası para piyasası ve döviz piyasası verileri aktarılmaktadır.

Tablo 2:
30.01.2012 Tarihli Bazı Uluslararası Para Piyasası ve Döviz Piyasası Verileri

30.01.2012 tarihindeki spot kur (efektif satış kuru)*	1,7870 TL/\$
31.05.2012 tarihli futures sözleşmesinde öngörülen vadeli kur (uzlaşma kuru)**	1,8385 TL/\$
Türk Lirası kredi faiz oranı: 4 aylık (yaklaşık)***	%2,9
Dolar vadeli mevduat faiz oranı: 4 aylık (yaklaşık)***	%0,5

Kaynak: *: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, <http://evds.tomb.gov.tr> (01.08.2012). **: Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası, <http://www.vob.org.tr> (01.08.2012). ***: Türkiye Cumhuriyeti Ziraat Bankası, <http://www.ziraat.com.tr> (01.08.2012).

Tablo 2'de, 30.01.2012 tarihinde geçerli olan uluslararası para piyasası ve döviz piyasası verileri yer almaktadır. Burada yer alan *spot kur*; Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın web sayfasındaki efektif satış kurunu, *vadeli kur*; Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nın web sayfasındaki 4 ay vadeli futures sözleşmesi kurunun uzlaşma fiyatını¹⁴ temsil etmektedir. *TL ve \$ faiz oranları* ise piyasa faiz oranları için bir gösterge olmak üzere Türkiye Cumhuriyeti Ziraat Bankası'nın web sayfasındaki TL kredi ve \$ vadeli mevduat yaklaşık faiz oranlarını ifade etmektedir. Yukarıda bahsedilen iki alternatif strateji ile ilgili hesaplamalar, aşağıda yer almaktadır.

¹² İthalatçı firmanın uluslararası para piyasası işlemi kapsamında vadeli döviz tevdiat hesabı açtırması durumunda, söz konusu vadeli döviz tevdiatını açtırabilmek için kullanacağı Türk Lirası kredisini elde etmede herhangi bir kısıtla karşılaşmadığı ve ayrıca işlem kolaylığı açısından faiz ödemesi haricinde herhangi bir kredi masrafı, komisyon, vergi ya da fon bedeli ödemediği varsayılmaktadır.

¹³ İthalatçı firma Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nda vadeli kurdan Dolar satın alma alternatifini kullandığında, 10.000 \$ büyüklüğündeki "Fiziki Teslimatlı 'VOB-TLDolar' Vadeli İşlem Sözleşmesi"nden 10 adet satın alacak ve 13.000 TL'yi başlangıç teminatı olarak yatıracaktır. Burada, ithalatçı firmanın başlangıç teminatını elde etmede herhangi bir finansman güclüğüyle karşılaşmadığı ve ayrıca işlem kolaylığı açısından söz konusu sözleşmeyi düzenleme maliyetinin sıfıra eşit olduğu varsayılmaktadır.

¹⁴ Burada bahsedilen *vadeli kur*; "Mayıs 2012 vadeli, P_303F_FXUSD0512 kodlu, 'Fiziki Teslimatlı VOB-TLDolar Vadeli İşlem Sözleşmesi' Ocak 2012 Uzlaşma Fiyatı"ni temsil etmektedir.

4.1. Uluslararası Para Piyasası İşlemi: Dolar Bazında Vadeli Döviz Tevdiat Hesabı Açtırılması

Türkiye'deki *A* firmasının kur riskine karşı korunmak için ilk alternatifi, uluslararası para piyasası işlemi yapmaktır. Buna göre, firma öncelikle Türkiye'deki herhangi bir finansal kuruluştan, ithalat borcunun vadesine uygun (4 aylık) Türk Lirası kredisi kullanacak ve bu krediyi aynı gün (30.01.2012 tarihinde) spot kurdan Dolar'a çevirerek, yine Türkiye'deki bir finansal kuruluşa veya başka bir ülkedeki uluslararası işlem yapan herhangi bir finansal kuruluşa 4 aylık vadeli döviz tevdiat hesabına yatıracaktır.

Bu bağlamda, burada öncelikli olarak, 4 ay sonra (31.05.2012 tarihinde) bankadan faiz geliriyle birlikte 100.000 \$ tahsil etmek için, 30.01.2012 tarihinde bankada ne kadarlık vadeli Dolar tevdiat hesabı açtırılması gerektiği tespit edilmelidir:

Tablo 3:
Uluslararası Para Piyasası İşlemi–1. Adım

4 ay sonra (31.05.2012 tarihinde) ödenecek ithalat borcuna istinaden (31.05.2012 tarihinde) bankadan geri çekilmesi gereken vadeli Dolar tevdiatı tutarı	/	(1)+(4 aylık Dolar faiz oranı)	=	Başlangıçta (30.01.2012 tarihinde) bankaya yatırılması gereken vadeli Dolar tevdiatı tutarı
100.000 \$	/	1+0,005	=	99.503 \$

Buna göre, *A* firması 4 ay sonra (31.05.2012 tarihinde) bankadan 100.000 \$ geri çekebilmek için, 4 aylık %0,5 faizden, bugün bankada 99.503 \$'lık vadeli döviz tevdiat hesabı açtırmalıdır. Nitekim, firma 31.05.2012 tarihinde ödeyeceği 100.000 \$'lık ithalat borcunun tamamını, bugün (30.01.2012 tarihinde) yatırdığı ve 4 aylık faizi geliriyle birlikte 100.000 \$ yapan vadeli döviz tevdiat hesabını 31.05.2012 tarihinde bankadan çekerek karşılayacaktır.

Şimdi de, bu 99.503 \$'lık vadeli döviz tevdiat hesabının, 30.01.2012 tarihindeki spot kurdan Türk Lirası karşılığını hesaplayalım:

Tablo 4:
Uluslararası Para Piyasası İşlemi–2. Adım

30.01.2012 tarihinde bankaya yatırılması gereken vadeli Dolar tevdiatı tutarı	*	Spot kur (efektif satış kuru)	=	30.01.2012 tarihinde kullanılması gereken 4 aylık Türk Lirası kredi tutarı
99.503 \$	*	1,7870 TL/\$	=	177.812 TL

Sonuçta, *A* firması, 30.01.2012 tarihinde ABD'deki bankaya yatıracağı 99.503 \$'lık vadeli döviz tevdiat hesabı için (1,7870 TL/\$ spot kurundan) aynı gün (30.01.2012 tarihinde) Türkiye'deki herhangi bir bankadan 177.812 TL'lik (4 ay vadeli) kredi kullanacaktır. Bu 177.812 TL'lik kredi 4 aylık %0,5 faiz oranı üzerinden 31.05.2012 tarihinde kapatılacaktır. Firmanın 30.01.2012 tarihinde Türkiye'deki bankadan kullanmış olduğu 177.812 TL'lik kredi 31.05.2012 tarihinde kapatılırken ödenmesi gereken TL tutarı, Tablo 5'te olduğu gibi bulunabilir:

Tablo 5:
Uluslararası Para Piyasası İşlemi–3. Adım

30.01.2012 tarihinde kullanılan Türk Lirası kredisinin anaparası	*	(1)+(4 aylık TL faiz oranı)	=	31.05.2012 tarihinde A firmasının bankaya ödeyeceği toplam TL tutarı
177.812 TL	*	1+0,029	=	182.969 TL

Buna göre, A firması, 4 ay sonra ödeyeceği 100.000 \$'lık ithalat borcunun Türk Lirası karşılığını bugünden kesinleştirmek için uluslararası para piyasası alternatifini kullandığında, 31.05.2012 tarihinde **182.969 TL**'lik bir maliyete katlanmış olacaktır.

Birinci alternatif bağlamında yukarıda yapılan tüm işlemler, Tablo 6'da, tek bir tablo halinde özet olarak sunulmaktadır:

Tablo 6:
Uluslararası Para Piyasası İşlemi–Özet Gösterim

4 ay sonra (31.05.2012 tarihinde) ödenecek ithalat borcuna istinaden (31.05.2012 tarihinde) bankadan geri çekilmesi gereken vadeli Dolar tevdiatı tutarı	100.000 \$
4 ay sonra (31.05.2012 tarihinde) bankadan 100.000 \$ çekmek için, bugün (30.01.2012 tarihinde) yatırılması gereken vadeli Dolar tevdiatı tutarı	100.000 \$/(1+0,005) = 99.503 \$
Bugün (30.01.2012 tarihinde) bankaya yatırılacak 99.503 \$'lık vadeli döviz tevdiatının spot kurdan Türk Lirası karşılığı	99.503 \$*1,7870 TL/\$ = 177.812 TL
177.812 TL'nin 4 ay sonra (31.05.2012 tarihinde) tahakkuk eden kredi faiz tutarı	177.812 TL*0,029 = 5.157 TL
4 aylık Türk Lirası kredisinin anapara ve faiz tutarı	177.812
(Nihai durumda (31.05.2012 tarihinde) A firmasının Türk Lirası kredisi kullandığı bankaya ödeyeceği toplam TL tutarı)	TL+5.157 TL = 182.969 TL

4.2. Döviz Piyasası İşlemi: Vadeli Kurdan \$ Alınması (Futures Sözleşmesi Düzenlenmesi)

Kur riskine karşı korunmanın ikinci alternatifi olarak, Türkiye'deki A firması, 4 ay sonraki 100.000 \$'lık net döviz borcu için vadeli döviz piyasasında (Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nda), Türk Lirası karşılığı 100.000 \$ almak üzere bir futures sözleşmesi düzenleyebilecektir. Buna göre, firmanın futures sözleşmesine dayanarak 4 ay sonra ödeyeceği TL tutarı, Tablo 7'de olduğu gibi hesaplanabilir:¹⁵

¹⁵ Bu örnekte, vadeli işlem (futures) sözleşmesinin düzenlendiği günden son işlem gününe kadar herhangi bir fiyat dalgalanmasına maruz kalmadığı ve dolayısıyla sürdürme teminatına gerek olmadığı, vade sonu uzlaşma fiyatının başlangıçta anlaşılan fiyat olduğu, uzlaşma şeklinin fiziki uzlaşma olduğu varsayılmıştır.

Tablo 7:
31.05.2012 Tarihinde 100.000 \$ Karşılığı Ödenecek Net TL Tutarı

4 ay vadeli net ithalat borcu	*	4 ay vadeli kur	=	Futures işlemi yapıldığında ithalat borcunun 31.05.2012 tarihindeki net Türk Lirası karşılığı
100.000 \$	*	1,8385 TL/\$	=	183.850 TL

Buna göre, *A* firması döviz piyasası alternatifini kullanırsa, 4 ay sonra, yani 31.05.2012 tarihinde (100.000 \$ karşılığında) **183.850 TL** ödemede bulunacaktır. Fakat, net bir hesaplama için, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'na yatırılması gereken 13.000 TL tutarındaki başlangıç teminatının 4 ay için kredi maliyeti de bulunarak vade sonundaki ödeme tutarına eklenmelidir. Söz konusu hesaplama, Tablo 8'de yer almaktadır:

Tablo 8:
30.01.2012 Tarihinde Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'na Yatırılan Başlangıç Teminatının Kredi Maliyeti

30.01.2012 tarihinde Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'na yatırılan başlangıç teminatı tutarı	*	4 aylık Türk Lirası kredi faiz oranı	=	Başlangıç teminatının 4 ay için kredi maliyeti
13.000 TL	*	%2,9	=	377 TL

Futures işlemi gerçekleştirilmek amacıyla Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'na yatırılan başlangıç teminatının 4 ay için kredi maliyeti, Tablo 8'de yer aldığı gibi, **377 TL** olarak bulunmuştur. Buna göre, kur riskine karşı korunmak amacıyla döviz piyasası işlemi gerçekleştirildiğinde, kredi maliyeti de ilave edildikten sonra ödenecek net tutar, Tablo 9'da olduğu gibi bulunabilir:

Tablo 9:
Döviz Piyasası Alternatifinin Vade Sonundaki Net Ödeme Tutarı

Futures işlemi yapıldığında ithalat borcunun 31.05.2012 tarihindeki net Türk Lirası karşılığı	+	Başlangıç teminatının 4 ay için kredi maliyeti	=	Döviz piyasası alternatifinin vade sonundaki net ödeme tutarı
183.850 TL	+	377 TL	=	184.227 TL

Sonuç olarak, futures işlemine göre, başlangıç teminatının kredi maliyeti de ilave edildiğinde, firmanın vade sonundaki net ödeme tutarı, Tablo 9'da da görüldüğü üzere, **184.227 TL** olacaktır.

4.3. Uluslararası Para Piyasası ve Döviz Piyasası İşlem Sonuçlarının Karşılaştırılması

4.1. ve 4.2. no.lu alt başlıklardaki alternatifleri karşılaştırdığımızda, birinci alternatifin (Türk Lirası cinsinden) maliyeti daha düşük çıktığı için, diğer şartlar veriyken, firmanın uluslararası para piyasası işlemi yapması gerektiğini söyleyebiliriz. Nitekim, **firma 31.05.2012 tarihinde 100.000 \$ elde edebilmek için birinci alternatifini seçtiğinde**, yani Dolar bazında vadeli döviz tevdiat hesabı

açtırmak istediğinde, **31.05.2012 tarihinde net olarak 182.969 TL maliyete katlanırken, ikinci alternatifini seçtiğinde**, yani vadeli kurdan Dolar aldığımda, yine **31.05.2012 tarihinde net olarak 184.227 TL maliyete katlanacaktır.**

Bu yüzden, **firmanın uluslararası para piyasası işlemi yapması, döviz piyasası işlemine göre 1.258 TL (184.227 TL – 182.969 TL) daha avantajlı olacaktır.** Yani, A firması 4 ay sonra (31.05.2012 tarihinde) 100.000 \$ elde edebilmek için, bir bankada bugünden (30.01.2012 tarihinde) Dolar bazında vadeli döviz tevdiat hesabı açtırdığında, yani uluslararası para piyasası işlemi yaptığında, döviz piyasası işlemine göre, **1.258 TL** daha az maliyete katlanmış olmaktadır.

Swap oranı (\$ primi) ile faiz oranları farkı arasında karşılaştırma yaparak da, kısa bir yoldan bu sonuca varmak mümkündür (Yıldız ve Çiftci, 2011, 117). Buna göre, \$'ın swap oranı şöyle bulunabilir:

$$\% \text{ Swap oranı} = \frac{\text{Vadeli Kur} - \text{Spot Kur}}{\text{Spot Kur}} * 100 = \frac{1,8385 - 1,7870}{1,7870} * 100 = \%2,9$$

Faiz oranları farkı ise şöyledir:

$$\%2,9 - \%0,5 = \%2,4$$

Böylece, faiz oranları farkının (%2,4) swap oranından (%2,9) daha düşük çıkması, uluslararası para piyasası işleminin daha az maliyetli olacağını, dolayısıyla bu işlemin tercih edilmesini gerektiğini göstermektedir.

Bu uygulamada korunmaya alınan açık pozisyonun vadesi geldiğinde gerçekleşecek döviz kurları dikkate alınarak, firmanın uyguladığı korunma aracı, fırsat maliyeti açısından değerlendirilebilecektir (Yıldız, 1988, 44). Buna göre, 31.05.2012 tarihinde gerçekleşen TL/\$ kuru ve fırsat maliyeti Tablo 10'da olduğu gibidir:

Tablo 10:
31.05.2012 Tarihli TL/\$ Kuru Verisi ve Fırsat Maliyeti Karşılaştırması

31.05.2012 tarihindeki <i>spot kur</i> (efektif satış kuru)*	1,8423 TL/\$
31.05.2012 tarihli açık döviz pozisyonunun korunmaya alınmaması durumunda ödenecek olan ithalat borcunun Türk Lirası karşılığı	100.000 \$*1,8423 TL/\$ = 184.230 TL
31.05.2012 tarihli açık döviz pozisyonunun uluslararası para piyasası işlemi vasıtasıyla korunmaya alınması durumunda ödenecek TL tutarı**	182.969 TL
Vadeli ithalat borcunun uluslararası para piyasası işlemi ile korunmasının avantajı (kazanç)	184.230 TL – 182.969 TL = 1.261 TL
31.05.2012 tarihli açık pozisyonun döviz piyasası işlemi vasıtasıyla korunmaya alınması durumunda ödenecek TL tutarı***	184.227 TL
Vadeli ithalat borcunun döviz piyasası işlemi ile korunmasının avantajı (kazanç)	184.230 TL – 184.227 TL = 3 TL

Kaynak: *: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, <http://evds.tcmb.gov.tr> (01.08.2012). **: Tablo 5. ***: Tablo 9.

Sonuç olarak, A firmasının uluslararası para piyasası işlemi vasıtasıyla 4 ay vadeli ithalat borcunu kur riskine karşı koruma altına almış olması, ex-post bir analiz yapıldığında firmanın 1.261 TL'lik

ek bir kazanç sağlamasına neden olmuş, ancak daha da önemlisi firmanın belirsizliği bertaraf etmesini sağlamıştır (bkz. Tablo 10). Bu ise, firmanın gelecekteki yerli para birimi bazında nakit akışını kesinleştirirken fırsat maliyeti açısından da 1.261 TL'lik bir ilave kazançta sahip olması anlamına gelmektedir. Ayrıca, firma şayet döviz piyasası vasıtasıyla korunmuş olsaydı da, yine ex-post bir yaklaşımla 3 TL'lik nispeten önemsiz sayılabilecek bir kazanç sağlarken, yine daha da önemlisi belirsizliği bertaraf etmiş olacaktı (bkz. Tablo 10). Sonuçta, A firması ister uluslararası para piyasası isterse döviz piyasası aracılığıyla kur riskinden korunma yolunu seçsin, her durumda vade sonunda bu işlemlerden dolayı zararlı çıkmamakta ve ayrıca kur riskini elimine etmiş olmaktadır. Ne var ki, uluslararası para piyasası işlemi, diğer şartlar sabitken, döviz piyasası işlemine göre firmanın ex-post olarak daha fazla kazanç elde etmesini sağlamaktadır.

SONUÇ

Bu çalışmada, öncelikle kur riski ve kur riski yönetiminde alternatif teknikler gibi bazı temel olgulara temas edilmiş ve ardından Türk Lirası'nın başlıca yabancı para birimleri karşısındaki değerinde son yıllarda yaşanan değişimler sunulmuştur. Bilindiği üzere, Bretton-Woods sisteminin 1973'te çökmesi, Türkiye de dâhil olmak üzere pek çok ülkenin esnek kur rejimine geçişine ve uluslararası mal ve sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaların azalışına neden olan en önemli faktörler arasında gösterilmektedir. 1980'den itibaren esnek kur rejimine geçiş sürecinin başladığı ülkemizde de, özellikle 1989 yılında Türk Lirası'na geniş anlamda konvertibilite kazandırılmasıyla birlikte, uluslararası mal ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesine yönelik politikalar benimsenmiştir. Neticede, uygulanan politikaların da etkisiyle uluslararası ekonomik işlem hacmi yıllar içerisinde hızla artarken; 2001 yılında tam esnek döviz kuru rejimine geçilmiş ve bununla birlikte özellikle dış ticaret alanında faaliyet gösteren firmalar açısından kur riski yönetimi daha fazla önem arz eden bir mesele haline gelmiştir. Nitekim döviz kurunun döviz arzı ve talebi tarafından belirlendiği esnek kur rejimlerinde, döviz kurları tamamen serbest bir biçimde hareket etmekte ve bundan dolayı kurların gelecekteki değerini isabetli bir biçimde tahmin etmek de güçleşmektedir. Döviz kurundaki hareketlilik nispetinde net açık döviz pozisyonu taşıyan firmanın maruz kaldığı kur riski de artmaktadır.

Çalışmanın son kısmında, Türkiye'de dış ticaret yapan bir firma açısından uygulama örnekleri geliştirilmiştir. Buna göre uygulamada söz konusu firmanın ABD'deki bir firmadan gerçekleştirdiği vadeli ithalat işlemi neticesinde maruz kaldığı kur riskinden korunabilmek amacıyla kullanabileceği iki farklı dışsal teknikten bahsedilmiştir. Reel veriler ile yapılan analizlerden elde edilen sonuçlara göre; ithalatçı firma ister uluslararası para piyasası yoluyla isterse de döviz piyasası yoluyla kur riskine karşı korunma tedbirine başvurmuş olsun, her iki teknikte de hem gelecekteki nakit akışlarını kesinleştirmiş olmakta hem de ex-post olarak bu işlemlerden ilave bir kazanç sağlamaktadır. Bu noktada, firmanın ex-post analiz sonucunda ilave bir kazanç elde etmesi veya ilave bir maliyete katlanmasının ikinci planda tutulması gerektiği belirtilebilir. Nitekim dış ticaret firmasının vadeli ithalat işlemi sonucunda herhangi bir dışsal korunma tekniğiyle kur riskine karşı korunmak istemesinin asıl nedeni; bu işlemlerden ex-post

olarak kazançlı çıkmaktan ziyade gelecekteki nakit akışı belirsizliğinin önüne geçebilmek düşüncesidir. Bu çerçevede, dış ticaret firmalarının kur riski yönetiminde kullanabilecekleri dışsal tekniklere ilişkin farkındalığın artırılması ve bu tekniklerin açık döviz pozisyonu taşıyan dış ticaret firmalarınca kullanımının özendirilmesi konusunda ilgili kamu otoriteleri ve finansal kurumlara önemli roller düştüğü belirtilebilir.

KAYNAKLAR

- ADUBI, Abimbola A. and OKUNMADEWA, Foluso (1999), “Price, Exchange Rate Volatility and Nigeria’s Agricultural Trade Flows: A Dynamic Analysis”, **AERC Research Paper**, No. 87, pp. 1-44.
- AYDENİZ, E. Şule (2008), *İşletmelerde Gelecek (Futures) ve Opsiyon Sözleşmeleri ile Risk Yönetimi*, Arıkan Basım, Yayım, Dağıtım, İstanbul.
- BEKAERT, Geert and HODRICK, Robert (2012), *International Financial Management*, 2nd Edition, Pearson, New Jersey.
- CEYLAN, Ali (2004), “Türev Finansal Piyasalar”. (Ed. Aydın, N.), **Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar**, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir, ss. 87-108.
- CEYLAN, Ali ve KORKMAZ, Turhan (2010), *Finansal Teknikler*, Yenilenmiş 7. Baskı, Ekin Basım, Yayın, Dağıtım, Bursa.
- CHIT, Myint Moe, RIZOV, Marian and WILLENBOCKEL, Dirk (2010), “Exchange Rate Volatility and Exports: New Empirical Evidence from the Emerging East Asian Economies”, **The World Economy**, Vol. 33, No. 2, pp. 239-263.
- ÇİFTÇİ, Fatih ve YILDIZ, Rıfat (2010), “Dış Ticarete Kur Riski ve Alternatif Korunma Teknikleri: İhracatçı Firma Açısından Bir Örnek Olay”, *Selçuk Üniversitesi, 14. Ulusal Finans Sempozyumu Bildiriler Kitabı*, ss. 15-33, 03-06 Kasım, Konya.
- ÇONKAR, Kemalettin ve ATA, H. Ali (2002), “Riskten Korunma Aracı Olarak Türev Ürünlerin Gelişmiş Ülkeler ve Türkiye’de Kullanımı”, **Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt 4, Sayı 2, ss. 1-17.
- CÔTÉ, Agathe (1994), “Exchange Rate Volatility and Trade: A Survey”, **Bank of Canada Working Paper**, No. 94-5, pp. 1-28.
- DODD, Randall (2004), “Derivatives Markets: Sources of Vulnerability in U.S. Financial Markets”, **Financial Policy Forum**, Derivatives Study Center, pp. 1-25.
- EDISON, Hali J. and MELVIN, Michael (1990), “The Determinants and Implications of the Choice of an Exchange Rate System”, (Ed. Haraf, W.S. and Willett, T.D.) **Monetary Policy for a Volatile Global Economy**, AEI Press, Washington, D.C., pp. 1-44.
- GOEL, Manisha, GUPTA, S.L. and GOEL, Lalit (2011), “An Analysis of Foreign Exchange Exposure Management by MNCs in India”, **International Journal of Multidisciplinary Research**, Vol. 1, No. 5, pp. 83-105.
- GONZÁLES-HERMOSILLO, Brenda (1994), “The Microstructure of Financial Derivatives Markets: Exchange-Traded versus Over-the-Counter”, **Bank of Canada**, pp. 1-76.
- JACQUE, Laurent L. (1981), “Management of Foreign Exchange Risk: A Review Article”, **Journal of International Business Studies**, Vol. 12, No. 1, pp. 81-101.

- JOSEPH, Nathan Lael (2000), “The choice of hedging techniques and the characteristics of UK industrial firms”, **Journal of Multinational Financial Management**, Vol. 10, pp. 161-184.
- KELLEY, Michael P. (2001), “Foreign Currency Risk: Minimizing Transaction Exposure”, **International Law Section**, June/July, pp. 32-35.
- KHOURY, Sarkis J. and CHAN, K. Hung (1988), “Hedging Foreign Exchange Risk: Selecting the Optimal Tool”, **Midland Corporate Finance Journal**, Vol. 1, pp. 134-155.
- MADURA, Jeff (2009), *International Financial Management*, Abridged 9th Edition, South Western Cengage Learning, Mason, Ohio.
- MASKUS, Keith E. (1986), “Exchange Rate Risk and U.S. Trade: A Sectoral Analysis”, **Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review**, March, pp. 16-28.
- MAURER, Raimond and VALIANI, Shohreh (2004), “Forwards versus Options for Hedging the Currency Exposure Risk: An Application to International Portfolio Selection”, http://www.wiwi.uni-frankfurt.de/kolleg/alumni/valiani/Currency_hedging_3Mar.pdf, (05.06.2012.)
- MCCARTHY, Scott (2003), “Hedging Versus Not Hedging: Strategies for Managing Foreign Exchange Transaction Exposure”, **Queensland University of Technology Discussion Papers in Economics, Finance and International Competitiveness**, No. 162, pp. 1-14.
- MOOSA, Imad A. (2010), “Operational Hedging of Transaction Exposure to Foreign Exchange Risk Arising from International Trade Contracts”, <http://www.e.u-tokyo.ac.jp/cirje/research/workshops/micro/documents/micro0410.pdf> (02.06.2012).
- NAYLOR, Michael J. and GREENWOOD, Raymond C. (2008), “The Characteristics of Foreign Exchange Hedging: A Comparative Analysis”, **Journal of Asia-Pacific Business**, Vol. 9, No. 2, pp. 121-152.
- ORLOWSKI, Lucjan T. (1995), *Recent Developments in International Currency Derivatives Market: Implications for Poland*, Center for Social & Economic Research, Warsaw.
- OZTURK, Ilhan (2006), “Exchange Rate Volatility and Trade: A Literature Survey”, **International Journal of Applied Econometrics and Quantitative Studies**, Vol. 3, No. 1, pp. 85-102.
- PAPAIOANNOU, Michael (2006), “Exchange Rate Risk Measurement and Management: Issues and Approaches for Firms”, **IMF Working Paper**, No. WP/06/255, pp. 1-20.
- POPOV, Viktor and STUTZMANN, Yann (2003), “How is Foreign Exchange Risk Managed? An Empirical Study Applied to two Swiss Companies”, <http://bbs.cenet.org.cn/UploadImages/200582215562754075.pdf> (05.06.2012).
- SARKAR, Asani (2006), “Indian Derivatives Markets”, http://www.newyorkfed.org/research/economists/sarkar/derivatives_in_india.pdf (06.06.2012).

- SEYİDOĞLU, H. (2003), *Uluslararası Finans*, Geliştirilmiş 4. Baskı, Güzem Can Yayınları, İstanbul.
- SIVAKUMAR, Anuradha and SARKAR, Runa (2010), “Corporate Hedging for Foreign Exchange Risk in India”, <http://www.iitk.ac.in/infocell/announce/convention/papers/Marketing,%20Finance%20and%20International%20Strategy-07-Anuradha%20Sivakumar%20Runa%20Sarkar.pdf> (30.05.2012).
- SOBOL, Iwona (2008), “Development of Exchange-Traded Derivatives Markets in Central European Countries”, *Vilnius Gediminas Technical University, Proceedings of 5th International Scientific Conference Business and Management*, pp. 308-313, 16-17 May, Vilnius, Lithuania.
- STRAATHOF, Bas and CALIÓ, Paolo (2012), “Currency Derivatives and the Disconnection between Exchange Rate Volatility and International Trade”, **CPB Discussion Paper**, No. 203, pp. 1-24.
- TENUTA, Paolo (2009), “Forward Contracts, Futures, Swaps and Options. The "Creative Accounting" of Italian Local Authorities”, **AECA**, pp. 1-11.
- TOPALOGLU, Nikolas, VLADIMIROU, Hercules and ZENIOS, Stavros A. (2007), “Controlling Currency Risk with Options or Forwards”, http://www.test.ucy.ac.cy/data/hermes/05-05currency_risk_fe_handbook.pdf (05.06.2012).
- TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI, “Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS)”, <http://evds.tcmb.gov.tr> (01.08.2012).
- TÜRKİYE CUMHURİYETİ ZİRAAT BANKASI, <http://www.ziraat.com.tr> (01.08.2012).
- VADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSASI, <http://www.vob.org.tr> (01.08.2012).
- VASHISHTHA, Ashutosh and KUMAR, Satish, (2010), “Development of Financial Derivatives Market in India- A Case Study”, **International Research Journal of Finance and Economics**, Vol. 37, pp. 15-29.
- YILDIZ, Rıfat (1988), “Dış Ticarete Kur Riskine Karşı Korunmada Alternatif Araçlar”, *Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, Cilt 25, Sayı 6, ss. 37-44.
- YILDIZ, Rıfat ve ÇİFTÇİ, Fatih (2011), *Bankacılıkta ve Dış Ticarete Döviz Kuru Riskine Karşı Korunma: Hedging İşlemleri*, Geliştirilmiş 2. Baskı, Detay Yayınları, Ankara.