

İşletmelerinin Finansal Risk Yönetiminde Türev Ürün Kullanımlarına İlişkin Bir Saha Araştırması: Denizli İli Örneği*

Ali BAYRAKDAROĞLU**
Bilgehan SARI***
Burhan HEYBELİ***

ÖZET

Bu çalışmanın amacı işletmelerin risk algılamaları, risk yönetim politikaları ve türev araç kullanımlarını incelemektir. Bu amaçla Denizli ilinde faaliyet gösteren 58 imalat sanayi şirketine anket uygulanmıştır. Araştırmanın bulgularına göre şirketlerin çoğu döviz kuru riskinden etkilenmektedir. Büyük firmaların spekülasyon amaçlı türev ürün kullanma eğiliminin daha fazla olduğu tespit edilmiştir. Türev ürün kullanan şirket sayısının azlığı dikkat çekmektedir. Şirketler türev ürünlerden haberdar olmalarına rağmen onları kullanma konusunda isteksizdir.

***Anahtar Kelimeler:** Risk Yönetimi, Türev Ürünler, İmalat Sanayi İşletmeleri*

***JEL Sınıflandırması:** G22, G32*

A Field Study on Using Derivative Instruments for Financial Risk Management in the Companies: Denizli Case Study

ABSTRACT

The aim of this study is to analyze the risk perception of the companies, their risk management policies and usage of financial derivative instruments. For this purposes, a survey was made to 58 active industrial companies in Denizli. According to the findings of this survey, most of the companies are being affected by exchange rate risk. And it is revealed in this survey that the tendency of companies usage of derivatives aiming speculation is more. Furthermore, the analysis shows that the number of the companies using derivative financial instruments is low. Although the companies are aware of derivative instruments, most of them are reluctant to use them.

***Keywords:** Risk Management, Derivatives Instruments, Industrial Companies*

***Jel Classification:** G22, G32*

* Bu çalışma, Sosyal Bilimler Araştırmaları Derneği (SoBiAD) tarafından 28 Nisan 2012 tarihinde düzenlenen 2. Sosyal Bilimler Araştırmaları Konferansı'nda (SOSBİLKO) sunulmuş olup, ilgili tebliğin gözden geçirilmiş ve genişletilmiş halidir.

**Yrd. Doç. Dr. Ali Bayrakdaroğlu, Muğla Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, ali.bayrakdaroglu@hotmail.com

***Bilgehan Sarı, Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, bilgesari67@gmail.com

***Arş. Gör. Burhan Heybeli, Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, bheybeli@mu.edu.tr

1. GİRİŞ

İş hayatında yoğun rekabet ortamının yaşanması, piyasalardaki küreselleşme olgusu, sermayenin serbest dolaşımının hız kazanması ve zamanla ekonomilerin dışa açık hale gelmesi, işletmelerin döviz kuru riski, faiz oranı riski, kredi riski gibi birçok finansal riskle daha fazla karşı karşıya kalmalarına neden olmuştur (Yücel ve diğ., 2007: 107). Özellikle yakın geçmişte sabit döviz kuru sisteminin temsilcisi olan Bretton Woods'un sona ermesiyle beraber döviz kurlarında meydana gelen dalgalanmalar işletmeleri döviz kuru riskine maruz bırakmıştır (Chambers, 2007:1). Döviz kurlarının ve ürün fiyatlarının değişimine bağlı olarak gelirleri ve maliyetleri değişen hem ihracatçı hem ithalatçı hem de çok uluslu şirketler, piyasadaki değişikliklerden daha fazla etkilenir hale gelmiştir (Koçyiğit ve diğ., 2009: 110). Bununla beraber uluslararası para piyasalarındaki faiz oranlarında meydana gelen değişimler de yüksek faiz oranı riski sorununu gündeme getirmiştir (Kaygusuzoğlu, 2011:138; Yavilioğlu ve Delice, 2006: 64). Hızlı ekonomik gelişmelerin yaşandığı ve yoğun rekabet şartlarının olduğu bir ortamda işletmelerin yaptıkları yatırımlarda veya borçlanma durumlarında üstlendikleri finansal risklerden kaynaklanacak zararlarının en aza indirilmesi önemli bir zorunluluk halini almıştır. Bu gelişmeler sonucunda, makro düzeyde finansal piyasalara derinlik kazandırarak piyasalarda istikrarın devamına katkı sağlamak ve işletme düzeyinde ise geleceğin belirsizliğinden kaynaklanan riskleri minimize ederek etkin bir risk yönetim politikası uygulayabilmek amacıyla türev ürünlerin kullanımı gündeme gelmiştir (Kaygusuzoğlu, 2011: 138-139).

Türev ürünler, piyasalardaki belirsizliklerin azaltılması, işletmelerin etkin planlama ve geleceğe ilişkin öngörü yapabilmeleri ve beklenmedik sürprizleri asgariye indirmelerinde önemli bir araç olarak kullanılmaktadır (Kaygusuzoğlu, 2011: 139). 1880'lerden itibaren mal piyasalarında kullanılan, 1970'li yıllardan sonra da finansal piyasalarda kullanılmaya başlanan türev ürünler dünyada değişen şartlar sonucu ortaya çıkan yeni risk yönetim anlayışının önemli bir unsurudur. Günümüzde işletmeler gelecekteki piyasa şartlarından kazançlı çıkma ve piyasada oluşabilecek olumsuzluklardan kaçınma amacı ile bu finansal araçları yoğun bir şekilde kullanmaktadırlar (Ebiçlioğlu ve Kahraman, 1999:2). Türev ürünlerin önemi hem dünyada hem de ülkemizde gittikçe artmaktadır. International Swaps and Derivatives Association (ISDA) tarafından 2009 yılında yayımlanan raporda dünyada yer alan en büyük 500 şirketin %94'ü maruz kaldıkları risklerin yönetiminde türev ürünleri kullandıkları ifade edilmiştir.

Etkin bir risk yönetim aracı olarak kullanılan türev ürünler, genel olarak iki taraf arasında nitelikleri önceden belirlenmiş bir veya daha fazla varlığın gelecekteki değerine bağlı olarak bugünden alım satımının yapılması için düzenlenen finansal sözleşmelerdir (Aydın vd., 2007: 520-531; Ergincan, 1996: 1; Gorton ve Rosen, 1995). İşletmelerin değişen piyasa koşullarına karşı korunmasında ve uyum sağlamasında kullanılabilecek güncel finansal risk yönetim araçlarının başında gelen türev ürünler; forward, futures, opsiyon ve swap isimleriyle ifade edilen sözleşmelerden oluşmaktadır (Kayahan, 2009: 23). Türev ürünler sermaye

piyasalarının gelişmesinde önemli bir rol oynamaktadır. Çünkü bu tür ürünler, yerli ve yabancı işletmeler veya yatırımcılar için finansal riskten korunmanın (hedging)¹ yanında, spekülasyon ve arbitraj stratejilerine de olanak sağlamaktadır (Korkmaz, 2001:78). Bunların dışında firmaların türev ürünleri kullanma nedenleri ise kaynak maliyetlerini düşürmek, likidite düzeyini arttırmak, geleceğe yönelik fiyat tanımlamalarında bulunmaktır (Akgüç, 1998: 696; Selvi, 2000: 7; Özalp, 2003: 5).

Genel olarak işletmelerde finansal risklerin yönetiminde türev ürünlerin kullanımı hızlı bir şekilde yayılmasına karşın, gelişmekte olan ülkelerdeki işletmelerin bu ürünler hakkında yeterli bilgiye sahip olmadıkları bilinmektedir. Bu konudaki bilgi eksikliğinin giderilmesi halinde, söz konusu türev ürünlerin kullanımının artacağı beklenmektedir. Bu sayede işletmeler finansal risklerden doğabilecek zararları minimize edebilir ve rakipler karşısında rekabet güçlerini arttırarak geleceği daha iyi yönetebilirler. Bu çalışmanın amacı; sanayi işletmelerinin risk algılamalarını ve risk yönetim politikalarını tespit etmek ve bu bağlamda risk yönetim politikası olarak türev ürünlerin kullanım etkinliğini ortaya koymaktır. Bu amacı gerçekleştirmek için Denizli ilinde faaliyet gösteren KOBİ'lere anket çalışması uygulanmıştır. Bu çalışmanın literatürdeki diğer çalışmalardan en önemli farkı bilanço dipnotlarından ziyade anket yönteminin uygulanmasıdır. İşletmelerin risk yönetim aracı olarak türev ürün kullanımının incelendiği bu çalışma; giriş, literatür taraması ve uygulama bölümlerinden oluşmaktadır.

2. LİTERATÜR TARAMASI

Literatüre bakıldığında dünyada finansal risklerin yönetiminde türev ürünlerin kullanımına ilişkin çok sayıda çalışma olmasına karşın, Türkiye'de bu alanda yapılan çalışmaların oldukça sınırlı düzeyde kaldığı görülmektedir. Aşağıda literatürde önemli yer tutan bazı çalışmaların özetine yer verilmiştir.

Yanagida ve Inui (1996) Japon sermaye piyasasında faaliyet gösteren 2065 finansal olmayan şirketi inceledikleri çalışmalarında büyük ölçekli şirketlerin risklerin yönetiminde daha fazla ve daha çeşitli türev ürünleri kullandıklarını tespit etmişlerdir. Buna benzer bir sonuç Geczy, Minton ve Schrand (1997) tarafından yapılan çalışmada da elde edilmiştir. Buna göre, daha az finansal sıkıntı çeken ve daha fazla büyüme fırsatı olan işletmelerde nakit akış riskinden korunmak için daha fazla türev ürün kullanıldığı sonucuna ulaşılmıştır.

Loderer ve Pichler (2000) İsviçreli endüstri işletmelerinin maruz kaldığı döviz kuru riski üzerine yaptıkları anket çalışmasında türev ürün kullanımının yerine daha çok içsel hedging yöntemlerinin kullanıldığını tespit etmiştir. Bodnar, Jong ve Macrae (2003) Amerika Birleşik Devletleri'nde ve Hollanda'da faaliyet gösteren işletmelerin risk yönetim politikaları

¹Finansal risklere karşı türev ürünlerin kullanımı, finansal piyasalarda dışsal hedging (external hedging) olarak ifade edilmektedir. Bunun yanında firmalar içsel hedging (internal hedging) olarak ifade edilen diğer yöntemleri de kullanabilmektedirler. İçsel hedging yöntemleri; netleştirme, ön ödeme, uzun vadeli yapısal değişiklikler, fiyat ayarlamaları, varlık ve borç yönetimidir (Popov ve Stutzmann, 2003: 19).

üzerine yaptıkları çalışmada, iki ülke arasında hem risk yönetim politikaları açısından hem de türev ürünlerin kullanımı açısından önemli farklılıkların olduğu ortaya çıkmıştır.

Hagelin (2003) ise Estonyalı işletmeler için yaptığı çalışmada türev ürünlerin sadece döviz kuru riski ve faiz oranı riskinden korunmak için kullanıldığını ancak spekülasyon amaçlı kullanımının daha yaygın olduğunu iddia etmektedir. Bartram, Brown ve Fehle (2009) finansal olmayan 7319 firma üzerine yaptıkları çalışmada, türev ürünlerin kullanımının yüksek firma değeri ile yakın ilişkisi olduğunu tespit etmişlerdir. Muller ve Verschoor (2005) Avrupa şirketlerinin karşı karşıya kaldığı döviz kuru riskine karşı aldığı önlemleri araştırdıkları çalışmalarında, Avrupalı büyük şirketlerin çoğunlukla türev ürünler kullandıklarını tespit etmişlerdir. Ayrıca çalışmada türev ürünlerin daha çok spekülasyon amaçlı değil riskten korunma amaçlı olarak kullanıldığı da ifade edilmektedir.

Ciner (2006) enerji piyasalarında yaptığı çalışmasında şirketlerin türev ürünleri spekülasyon amaçlı kullanmaktan çok riskten korunma amaçlı kullandıklarını tespit etmiştir. El-Masry (2006) İngiltere’de finansal olmayan 401 şirketi inceleyerek türev ürünleri kullanma ve kullanmama nedenlerini araştırdığı alan çalışmasında, risk yönetiminde büyük şirketlerin küçük ve orta ölçekli şirketlere göre daha fazla türev ürün kullanma eğiliminde olduklarını ve genellikle nakit akışlarındaki dalgalanmaları yönetebilmek için bu finansal araçları kullandıklarını tespit etmiştir. Ayrıca, çalışmada şirketlerin bir kısmının türev ürün kullanmadıkları tespit edilmiştir. Bunun en önemli nedeni ise bu şirketlerin türev ürünlerden beklenen faydanın maliyetini karşılamadığına inanmalarından kaynaklandığı şeklinde ortaya çıkmıştır.

Anand ve Kaushik (2008) Hindistanlı firmalar üzerine yaptıkları çalışmada işletmelerin %70’inin türev ürün kullandığını tespit etmiştir. Aynı çalışmada türev ürünlerin daha çok riskten korunma amaçlı olarak kullanıldığı, ancak vergi sonrası kârdaki dalgalanmaları azaltmak, likidite dengesizliğini engellemek ve faiz riskini düşürmek için kullanıldığı da raporlanmıştır.

Türkçe literatürde yapılan çalışmalara bakıldığında Yılmaz ve Kurun (2007) Türk Sermaye Piyasası’nda yer alan işletmelere yaptıkları çalışmalarında, Türk ekonomisindeki finansal istikrarı sağlamak için türev ürün kullanımını ve risk yönetim politikalarını araştırmıştır. Bu çalışmanın sonucunda, işletmeler en çok döviz kuru riskine önem vermekte bunu emtia fiyatlarındaki risk takip etmektedir. Ayrıca büyük ölçekli firmaların türev ürün kullanımına karşı daha istekli oldukları da tespit edilmiştir.

Koçyiğit ve diğ. (2009) İMKB’de işlem gören şirketlerde türev ürünlerin risk yönetimi amacıyla kullanılma düzeyleri üzerine yaptıkları çalışmada işletmelerin finansal tablo dipnotlarını incelemişler ve araştırma sonucunda işletmelerin faaliyet konuları gereği çeşitli risklerle yoğun şekilde karşılaşmalarına rağmen, bu risklerin yönetimi için türev ürün kullanımının az olduğunu tespit etmişlerdir. Benzeri bir çalışma Yücel ve diğ. (2007) tarafından İMKB 100 endeksinde yer alan işletmelere yapılmıştır. İşletmelerin finansal

tablolarının ve dipnotlarının incelendiği araştırmada ulaşılan en önemli sonuç işletmelerin büyük ölçekli olmalarına rağmen türev ürün kullanan firma sayısı azlığıdır. Ayrıca işletmelerin risk yönetimine ilişkin kamuya yeterince açıklayıcı bilgi verilmediği görülmüştür.

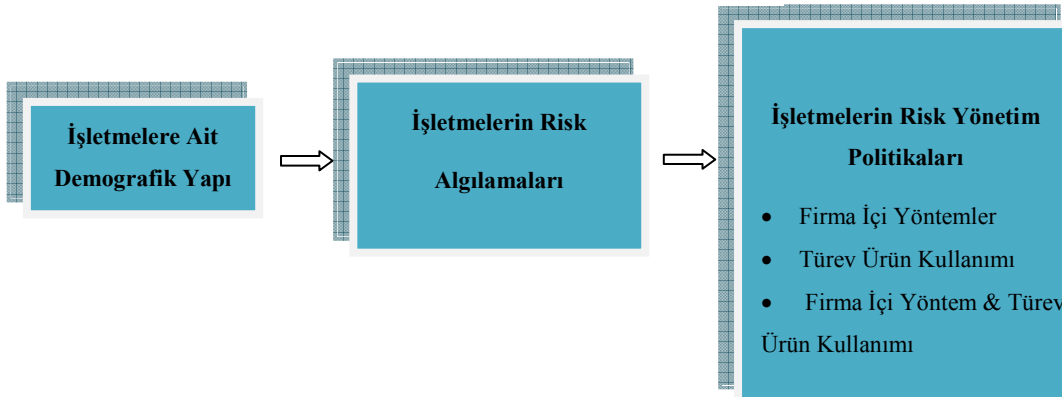
Kaygusuzoğlu (2011) türev ürünlerin kullanımını hakkında kamuoyunun yeterli bilgiye sahip olmadığını ifade ederken, Kayahan (2009) ise türev ürünlerin kamuoyunda yanlış algılandığını ve bu ürünlerin spekülasyon amaçlı kullanılırken dikkat edilmesi gerektiğini ifade etmektedir. Aşıkoğlu ve Kayahan (2008) dünyada ve Türkiye’de türev ürün kullanım düzeylerini karşılaştırarak Türkiye’de çok sık kullanılmamasına rağmen dünyada türev ürün kullanımının hızla arttığını ifade etmişlerdir. Yavilioğlu ve Delice (2006) ve Ersoy (2011) da benzer çalışmalar yaparak Türkiye’nin türev piyasa gelişimini dünya ölçeğinde karşılaştırmışlardır. Güngör ve diğ. (2006) türev ürün kullanımı ile işletme büyüklüğü arasında pozitif ilişki olduğunu ifade etmektedirler. Demir (2009) 147 işletme üzerine yaptığı çalışmada incelenen işletmeler açısından döviz cinsinden türev ürün kullanımının ve döviz cinsinden borç kullanımının birbirlerini tamamlayıcı stratejiler olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Görüldüğü gibi literatürde yapılan çalışmalarda türev ürünlerin özellikle riske karşı kullanım amacı öne çıkmaktadır. Ayrıca türev ürünlerin kullanımı ile firma büyüklüğü, firmanın uluslararasılaşması gibi özellikler arasında pozitif ilişkilerin olduğu görülmektedir.

3. ARAŞTIRMANIN MODELİ VE HİPOTEZLER

Araştırmanın amacına uygun olarak uygulanacak modelin belirlenebilmesi için literatürden yararlanılmıştır. Literatür taramaları sonucu oluşturulan araştırma modeli aşağıdaki gibidir;

Şekil-1: Araştırmanın Kuramsal Modeli



Şekil-1, araştırmanın kuramsal modelini göstermektedir. Yapılan araştırmada, temel amaç işletmelerin maruz kaldığı finansal risklerin yönetiminde risk yönetim politikalarını belirlemek ve ayrıca bu yönetim politikaları içerisinde işletmelerin türev ürünlerin kullanımına ilişkin tutumlarını ortaya çıkarmaktır. Araştırma modeline dayandırılarak oluşturulan araştırma hipotezleriyle işletmelere ait demografik yapı dikkate alınarak bunların türev ürün kullanımını etkilemede ne kadar önemli olduğu test edilmiştir.

Araştırmada kullanılan bu modele ait test edilen hipotezler ise aşağıdaki gibi oluşturulmuştur;

H₁: İşletmelerin demografik yapılarına göre, risk algılamaları değişmektedir.

H₂: İşletmelerin demografik yapılarına göre, risk yönetim politikaları değişmektedir.

H₃: İşletmelerin demografik yapılarına göre, türev ürün kullanımı değişmektedir.

4. ARAŞTIRMANIN VERİ SETİ VE METODOLOJİSİ

Bu çalışmada, işletmelerin hangi risklere maruz kaldığı, söz konusu bu riskleri azaltmak için hangi risk yönetim politikalarının uygulandığını ve bu risk yönetim politikaları içerisinde etkin bir riskten korunma yöntemi olarak türev ürünlerin kullanılma düzeylerini tespit etmek amacıyla imalat sanayi işletmelerine bir anket uygulaması yapılmıştır.

Uygulamada kullanılan anket formu üç bölümden oluşmaktadır. Anket formunun birinci bölümünde işletmelere ait demografik yapıyı ortaya çıkarmak için sektör, yaş, personel sayısı, toplam varlıkların içindeki borç oranı, ihracat düzeyi gibi sorular yer almaktadır. İkinci bölümde; işletmelerin risk algılamaları ve risk yönetim politikalarını belirlemeye yönelik kapalı uçlu ve sıralamaya yönelik toplam 10 adet soru yer almaktadır. Anketin üçüncü ve son bölümünde ise, türev ürünlerin kullanımı ve İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası (VOB) ile ilgili olarak işletmelerin bilgi düzeylerini ölçmeye yönelik sorulara yer verilmiştir. Anket sorularının oluşturulmasında ve ölçüklerin belirlenmesinde Yılmaz ve Kurun (2007) ve Yücel ve diğ. (2007) çalışmalarından yararlanılmıştır. Toplam 26 adet sorudan oluşan anket sorularının geçerliliğini artırabilmek amacıyla 12 işletmeye pilot anket çalışması yapılmıştır. Elde edilen bilgiler doğrultusunda sorularda revizyona gidilmiş ve ankete nihai hali verilmiştir.

Anketler, Türkiye’de önemli bir ekonomik yere sahip olan Denizli ilinde yer alan ve organize sanayi bölgelerinde faaliyet gösteren küçük ve orta ölçekli sanayi işletmelerine uygulanmıştır. Sanayi şirketlerinin incelenmesinin temel nedeni ise, bu şirketlerin mevcut bütün finansal risklere maruz kalabileceği düşüncesi ve diğer işletmelere göre daha büyük ölçekli işletmeler olabileceğinden türev ürünleri daha fazla kullanabileceklerinin düşünülmesidir. 2012 yılı verilerine göre Denizli sanayi odasına bağlı 5 ana sektörde toplam 1408 sanayi işletmesi bulunmaktadır. Bunlardan 135 tanesi organize sanayi bölgesinde faaliyet gösteren işletmelerdir (www.dso.org.tr, 2011). Araştırmada tüm şirketlere ulaşılamamış ancak bu şirketlerden 58 tanesi ile yüz yüze görüşme olanağı sağlanmış ve anketler yüz yüze görüşme yöntemi ile doldurulmuştur. Böylece ankete katılım oranı %43 olarak gerçekleşmiştir.

Araştırma sonucu elde edilen bulgular; SPSS 17.0 paket programı yardımıyla analiz edilmiştir. Oluşturulan anketin güvenilirliğinin analizi için Cronbach Alfa Katsayısı kullanılmıştır. Araştırmanın bulguları frekans analizi ile yorumlanmış ve işletmelere ait

demografik özelliklere göre cevapların değişip değişmediğini analiz etmek için tek yönlü varyans analizi (ANOVA) yapılmıştır.

Araştırmadaki en önemli kısıt, sadece sanayi işletmelerinin dikkate alınmasıdır. Araştırma kapsamındaki sanayi işletmelerinin büyük ölçekli işletmeler olduğu ve bir takım finansal risklere maruz kaldığı varsayımı yapılmıştır. Daha önce belirtildiği gibi araştırmada anketler yüz yüze görüşme yapılarak doldurulmuştur. Dolayısıyla uygulanan anketteki sorulara, işletmelerin doğru cevap verdikleri kabul edilmiştir.

5. ARAŞTIRMANIN AMPİRİK BULGULARI

5.1. Güvenirlilik Analizi ve Tanımlayıcı İstatistikler

Araştırma için hazırlanan anketin güvenilirliğini ölçmek için Cronbach Alpha Testi kullanılmıştır. Test sonucunda elde edilen değer 0,60 ile 0,80 arasında olması ölçeğin oldukça güvenilir olduğunun göstergesi olarak kabul edilmektedir (Akgül ve Çevik, 2005). Bu doğrultuda yapılan anketin güvenilirliği %69,02 olarak hesaplandığından güvenilir olduğuna ve istatistiksel analizlerin yapılabileceğine karar verilmiştir. Araştırma, işletmelerin genel demografik özelliklerinin belirlenmesinin yanısıra, işletmelerin risk algılamalarının ve risk yönetim politikalarının demografik özelliklere göre farklılık gösterip göstermediğinin belirlenmesi amacıyla da yapılmıştır. Yapılan ankete katılan işletmelerin demografik özellikleri aşağıda Tablo-1’de özetlenmektedir.

Tablo 1: İşletmelere Ait Demografik Yapı

Değişken	f	%	Değişken	f	%
Sektör			Kuruluş Yılı		
Gıda-İçecek	4	6,9	1970 ve Öncesi	1	1,7
Tekstil-Deri	36	62,1	1971-1980	6	10,3
Orman-Kâğıt-Basım	2	3,4	1981-1990	15	25,9
Kimya-Petrol-Plastik	4	6,9	1991-2000	27	46,6
Tas-Toprak	8	13,8	2001-2010	8	13,8
Metal Eşya-Makine	4	6,9	2011 ve Sonraki	1	1,7
Borçlanma Oranı			Personel Sayısı		
%0-%20	31	53,4	100 ve Altı	35	60,3
%21-%40	16	27,6	101-200	8	13,8
%41-%60	7	12,1	201-300	6	10,3
%61-%80	1	1,7	301-400	3	5,2
%81-%100	3	5,2	401-500	4	6,9
			501 ve Üstü	2	3,4
Risk Yönetim Birimi			İhracat Düzeyi		
Var	16	27,6	%0-%20	26	44,8
Yok	42	72,4	%21-%40	12	20,7
İhracat/İthalat			%41-%60	6	10,3
Evet	42	72,4	%61-%80	7	12,1
Hayır	16	27,6	%81-%100	7	12,1

Yapılan analizler sonucunda, ankete katılan işletmelerin %62'si tekstil-deri sektöründe faaliyet göstermektedir. İşletmelerin %47'si 1991-2000 yılları arasında kurulmuştur. İstihdam edilen personel sayısı incelendiğinde ankete katılan işletmelerin %60'ının 100 ve altında personel çalıştırdığı 100 kişinin üzerinde personel çalıştıran işletmelerin sayısının 23 olduğu belirlenmiştir. Dolayısıyla araştırma kapsamında olan işletmelerin personel sayısının çok düşük olmadığı söylenebilir. İşletmelerin %53'ünün toplam kaynaklar içinde en fazla %20 oranında borçlanma yoluna gittiği görülmüştür. %21-%40 arasında borçlanan işletmelerin sayısının 16 olduğu görülmektedir. Araştırma kapsamındaki işletmelerin %72'sinin ihracat-ithalat yaptıkları tespit edilmiştir. İhracat yapan işletmelerden %45'i mevcut satışların en fazla %20'si oranında ihracat yapmaktadır. Buna karşın işletmelerin %72'sinin bünyesinde risk yönetim biriminin olmadığı tespit edilmiştir.

5.2. İşletmelerin Risk Algılamalarına Yönelik Analiz Sonuçları

Araştırma kapsamında olan işletmelerin en çok maruz kaldıkları finansal risk türleri, en çok işlem yapılan yabancı para birimleri, açık pozisyonu olan ve değişken faizle borçlanan işletmelere ait istatistikî bilgiler Tablo-2'de gösterilmektedir.

Tablo 2: İşletmelerin Risk Algılamaları

Karş. Finansal Riskler	f		Açık Poz.	f		İşlem Yapılan Para Birimi	f		Değ. Faizli Borç	f	
		%			%			%			%
Döviz Riski	27	47	Evet	27	47	ABD Doları	28	47	Evet	17	29
Likidite Riski	13	22	Hayır	31	53	Euro	27	47	Hayır	41	71
Kredi Riski	10	17				İngiliz Sterlini	3	5			
Faiz Riski	8	14									

Araştırma kapsamında yer alan 58 işletmenin ortalama %47'sinin döviz kuru riskine, ortalama %22'sinin likidite riskine, ortalama %17'sinin kredi riskine ve ortalama %14'ünün ise faiz kuru riskine maruz kaldıkları tespit edilmiştir. Elde edilen bu bulgular birçok akademik çalışma ile tutarlıdır. Faiz kuru riski en çok maruz kalınan dört risk grubu arasında sonuncu olmuştur. Diğer bir ifadeyle, Denizli ilinde finansal sektörde faaliyet göstermeyen işletmelerin faiz kuru riskini önemli bir risk grubu olarak görmedikleri söylenebilir. İşletmelerin risk algılamaları kapsamında en çok işlem yapılan yabancı para birimine bakıldığında ABD Doları ile Euro'nun ihracat ve ithalatta en çok işlem yapılan yabancı para birimi olduğu görülmektedir. İşletmeler için döviz kuru riski oluşturan açık pozisyon ve faiz riskini artıran değişken faizli borçlanma durumları incelendiğinde firmaların ortalama %47'sinin yabancı para cinsinden açık pozisyonda olduğu ve ortalama %29'unun da değişken faizle borçlandığı görülmektedir (Tablo-2).

Bu bilgiler verildikten sonra çalışmanın ana amacını oluşturan hipotezlerden ilki $\alpha=0,05$ önem düzeyinde aşağıda analiz edilmektedir. İşletmelerin demografik özelliklerine

göre risk algılamalarında anlamlı bir fark olup olmadığını test etmek için tek faktörlü varyans analizi (One-way ANOVA) yapılmıştır². Test sonuçları Tablo-3'te yer almaktadır.

H₁: İşletmelerin demografik yapılarına göre, risk algılamaları değişmektedir.

Tablo 3: H₁ Hipotezi İçin Tek Faktörlü Varyans Analizi Sonuçları

Demografik Değişkenler		Maruz Kalınan Risk	İşlem Yapılan Para Birimi	Açık Pozisyon	Değişken Faizli Borç
Sektör	F	4,377	0,846	1,207	1,302
	p	0,002*	0,524	0,319	0,278
Kuruluş Yılı	F	0,677	0,215	0,693	2,020
	p	0,643	0,955	0,631	0,910
Personel Sayısı	F	1,319	1,598	0,689	1,043
	p	0,271	0,177	0,634	0,402
Borçlanma Oranı	F	2,625	2,032	3,808	1,808
	p	0,045*	0,103	0,009*	0,141
İhracat Düzeyi	F	1,430	1,946	1,378	0,543
	p	0,002*	0,116	0,254	0,705

Tablo-3'te gösterilen bilgiler dikkate alındığında, işletmelerin kuruluş yılı ve personel sayısı ile risk algılamaları arasında anlamlı bir farklılık bulunamamıştır ve H₁ reddedilmektedir. Sektöre göre işletmelerin maruz kaldığı riskler arasında anlamlı bir fark tespit edilmiştir. Bu farklılığın hangi sektörlerden kaynaklandığı Tukey testi ile belirlenmiştir. Buna göre gıda-içecek, taş-toprak ve metal eşya-makine sektörlerinde karşılaşılan döviz, faiz ve kredi riskleri farklılıklar taşımaktadır. Borçlanma oranı ve ihracat düzeyine göre işletmelerin maruz kaldıkları riskler arasında anlamlı farklılıklar tespit edilmiştir. Yapılan Tukey testi sonucuna göre borçlanma oranı değiştikçe işletmelerin maruz kaldığı kredi riski, ihracat düzeyi değiştikçe de işletmelerin maruz kaldığı döviz ve faiz riski değişmektedir. İşletmelerin maruz kaldığı risk için H₁ hipotezi kabul edilmektedir. Ayrıca işletmelerin borçlanma oranı değiştikçe açık pozisyonları da artmaktadır. Açık pozisyon değişkeni için H₁ hipotezi kabul edilmektedir.

5.3. İşletmelerin Risk Yönetim Politikalarına Yönelik Analiz Sonuçları

Araştırma kapsamında yer alan işletmelerden %53,4'ünün etkin bir risk yönetim politikasına sahip olduğu tespit edilmiştir. Buna bağlı olarak işletmelere mevcut durumda hangi risk yönetim politikalarını kullandıkları sorulmuş ve işletmelerin %62,5'inin firma içi yöntemleri kullandıkları, buna karşın %3,1'inin türev ürünleri kullandıkları ve %34,4'ünün ise hem firma içi yöntemleri hem de türev ürünleri kullandıkları tespit edilmiştir. Tablo-4, işletmelerin maruz kaldıkları risklerin yönetiminde firmaların kullandıkları firma içi yöntemlere ait istatistikî sonuçları vermektedir.

²Varyansların homojenliği testi yapılmış ve elde edilen Levene testi sonuca göre ANOVA testi yapılmasında gerekli önşartın sağlandığı görülmüştür.

Tablo 4: İşletmelerin Risk Yönetim Politikaları

Faiz Oranı Riskinin Yönetiminde Kullanılan Firma İçi Yöntem	f	%
Faiz oranına duyarlı varlık ve yükümlülüklerin dengelenmesi	11	16
Faiz oranlarının sabitlenmesi	24	35
Faiz değişimlerinden etkilenen varlıkların kısa vadeli elde tutulması	9	13
Faiz oranlarını inceleme ve güncelleme	24	35
Döviz Kuru Riski Yönetiminde Kullanılan Firma İçi Yöntem	f	%
Döviz pozisyonunun sürekli takip ve analizi ile sınırlandırılıyor	31	49
Döviz cinsinden aktif ve pasiflerin dengelenmesi suretiyle yönetiliyor	23	37
Atıl nakit yabancı para yatırımlarda değerlendiriliyor	9	14
Kredi Riski Yönetiminde Kullandığınız Firma İçi Yöntem	f	%
Riskin her bir müşteri için sınırlandırılması	18	20
Teminat alınması	13	15
Borçlu tarafların sayıca çok olması ve değişik iş alanlarında faaliyet göstermesi	8	9
Geçmiş tecrübeler ve cari ekonomik duruma göre değerlendirme yapılması	25	28
Kredi derecelendirme/değerlendirme çalışmalarının yapılması	8	9
Etkili bir kontrol sistemi ile yönetilmesi	16	18
Likidite Riskinin Yönetiminde Kullandığınız Firma İçi Yöntem	f	%
Kredi sağlayıcılarının erişilebilirliğinin sürekli kılınması	22	29
Kreditörlerden ve hissedarlardan fon sağlanması	13	17
Nakit giriş çıkışlarının dengelenmesi	4	5
Kısa vadeli finansal araçların nakde çevrilmesi ve likit varlıkların tutulması	38	49
<i>İşletmelerin 9 tanesi bu sorulara cevap vermemiştir. Cevaplayıcılar aynı anda birden çok seçeneği işaretlemişlerdir.</i>		

Tablo-4'teki sonuçlara göre, faiz oranı riskini yönetmek için işletmeler tarafından en çok faiz oranlarının sabitlenmesi ve faiz oranlarını inceleme ve güncelleme yöntemleri kullanılmaktadır. Döviz kuru riski için ise, en çok döviz pozisyonunun sürekli takip ve analizi yöntemi kullanılmaktadır. Kredi riski en çok geçmiş tecrübeler ve cari ekonomik duruma göre değerlendirme yapılması ile yönetilmektedir. Daha çok kısa vadeli finansal araçların nakde çevrilmesi ve likit varlıkların tutulması yöntemiyle de likidite riskinin yönetimi gerçekleştirilmektedir.

Bu bilgiler verildikten sonra çalışmanın ana amacını oluşturan hipotezlerden ikincisi $\alpha=0,05$ önem düzeyinde aşağıda analiz edilmektedir. İşletmelerin demografik özelliklerine göre risk yönetim politikalarında anlamlı bir fark olup olmadığını test etmek için tek faktörlü varyans analizi (One-way ANOVA) yapılmıştır³. Test sonuçları Tablo-5'te yer almaktadır.

H₂: İşletmelerin demografik yapılarına göre, risk yönetim politikaları değişmektedir.

³Varyansların homojenliği testi yapılmış ve elde edilen Levene testi sonuca göre ANOVA testi yapılmasında gerekli önşartın sağlandığı görülmüştür.

Tablo 5: H₂ Hipotezi İçin Tek Faktörlü Varyans Analizi Sonuçları

Demografik Değişkenler		Risk Yönetim Politikaları			
		Faiz Oranına Göre	Döviz Kuruna Göre	Kredi Riskine Göre	Likidite Riskine Göre
Sektör	F	1,048	1,517	1,471	0,269
	p	0,402	0,204	0,218	0,928
Kuruluş Yılı	F	1,441	1,215	1,565	1,496
	p	0,229	0,318	0,189	0,208
Personel Sayısı	F	1,608	1,129	0,881	1,152
	p	0,178	0,359	0,502	0,346
Borçlanma Oranı	F	1,052	1,391	0,568	0,506
	p	0,391	0,252	0,687	0,731
İhracat Düzeyi	F	1,787	0,665	1,418	0,564
	p	0,148	0,620	0,243	0,690

Tablo-5'te gösterilen bilgiler dikkate alındığında, işletmelerin demografik yapılarına göre, risk yönetim politikalarında istatistikî olarak herhangi anlamlı bir farklılık tespit edilememiştir. Diğer bir ifadeyle, işletmelerin demografik yapılarının değişmesiyle söz konusu işletmelerin takip ettikleri risk yönetim politikaları değişmemektedir. Bu sonuçlara göre H₂ hipotezi doğrulanmamış ve reddedilmiştir.

5.4. Türev Ürünlerin Kullanımı ve VOB'a Yönelik Analiz Sonuçları

Tablo-6'da araştırma kapsamındaki işletmelerin türev ürün kullanımına ilişkin bilgiler yer almaktadır. Buna göre araştırma kapsamındaki işletmelerin %38'i daha önce türev ürünlerle ilgili olarak işlem yaptıklarını bildirmiştir. Buna karşın %62'sinin türev ürünleri hiç kullanmadıkları ortaya çıkmıştır. Türev ürün kullanan işletmelere bakıldığında bu işletmelerin %73'ü daha çok risk yönetimi amacıyla, %18'i spekülasyon amacıyla ve %36'sı ise arbitraj amacıyla türev ürünleri kullandıkları tespit edilmiştir. Risk yönetim sürecinde türev ürün kullanan işletmelerin bu işlemleri ne sıklıkta yaptıklarına bakıldığında %54,5'inin nadiren, %41'inin orta sıklıkta ve %4,5'inin ise sık sık türev ürünleri kullandıkları anlaşılmıştır (Tablo-6, Panel-A).

Risk yönetiminde türev ürün kullanan firmaların %71'i döviz kuru riskini yönetmede daha çok forward sözleşmelerini kullandıkları tespit edilmiştir. Bunu %12,5 ile futures sözleşmeleri ve %12,5 ile opsiyon sözleşmeleri takip etmektedir. Anket kapsamındaki şirketler opsiyon işlemlerini daha çok yurt dışı piyasalarda gerçekleştirmektedirler. Söz konusu firmaların %46'sı faiz oranı riskini yönetmek için daha çok swap sözleşmelerini ve %38,5'i de opsiyon sözleşmelerini kullanmaktadır. Ankete katılan işletmelerden hiçbiri kredi ve likidite riski için herhangi bir türev ürün kullanmamaktadır (Tablo-6, Panel-B).

Tablo 6: İşletmelerin Türev Ürün Kullanımları

Panel-A				
İşletmelerin türev ürünlerle ilgili işlem yapma durumu; Evet f, 22; % 37,9; Hayır f, 36; % 62,1				
Türev ürünlerin kullanım amaçları*; Risk Yönetimi f, 16;% 72,7; Spekülasyon f, 4; % 18,2; Arbitraj f, 8; % 36,4				
Türev ürünlerin kullanım sıklığı; Nadiren f, 12; %54,5; Orta sıklıkta f, 9; %40,9; Sık sık f, 1; %4,5				
Panel-B				
Türev ürünlerin hangi risk grubunu yönetmek için kullanıldığı;				
	Forward	Futures	Swap	Opsiyon
Döviz Kuru Riski İçin	f, 17 ; %71	f, 3 ; % 12,5	f, 1 ; % 4,1	f, 3 ; % 12,5
Faiz Oranı Riski İçin	f, 1 ; % 7,7	f, 1 ; % 7,7	f, 6 ; % 46,0	f, 5; % 38,5
Kredi Riski İçin	f, 0 ; % 0	f, 0 ; % 0	f, 0 ; % 0	f, 0 ; % 0
Likidite Riski İçin	f, 0 ; % 0	f, 0 ; % 0	f, 0 ; % 0	f, 0 ; % 0
Panel-C				
Türev ürünlerle ilgili işlemleri yapan ayrı bir birimin varlığı; Evet f, 4 ; % 18,2; Hayır f, 18 ; % 81,8				
Türev ürünlerle ilgili ayrı bir birim kurulması durumu; Evet f, 1 ; % 5,0; Hayır f, 19 ; % 95,0				
Türev işlemleri gerçekleştiren personelin eğitim durumu; Eğitim veriliyor f, 1 ; % 4,0; Eğitimli ve eğitimi devam ediyor f, 3 ; % 14,0; Eğitimli f, 16 ; % 73; Eğitim planlanıyor f, 2 ; % 9,0				
Türev ürünlerin kullanılmama sebepleri*; Bilgi eksikliği f, 15 ; % 26; Deneyim eksikliği f, 9 ; % 16; Piyasa şartlarının oluşmaması f, 7 ; % 12; Takip etme zorluğu f, 1 ; % 2; İşlem maliyetlerinin yüksekliği f, 4 ; % 7; Yönetim kararı f, 10 ; % 18; Riske girmeme isteği f, 11 ; % 19				
VOB'dan haberdar olma durumu; Evet f, 34; % 58,6; Hayır f, 24; % 41,4				
VOB'da işlem gören türev ürünlerden haber olma durumu; Evet f, 27; % 46,6; Hayır f, 31; % 53,4				
İşletmeler için VOB'un kurulmasının yararlılık durum; Evet f, 25; % 43,1; Hayır f, 28; % 48,3				

*Cevaplayıcı aynı anda birden çok seçeneği işaretlemiştir.

Ankete katılan işletmelerden %82'sinin işletme içinde türev ürünlerle ilgili işlemleri yapan ayrı bir birimleri yoktur. Ayrıca türev ürünler için ayrı bir birimi olmayan bu işletmelerin %95'i ise böyle bir birimi hiç kurmayı düşünmediklerini bildirmiştir. Türev ürünlerle ilgili işlemleri gerçekleştiren personelin eğitim durumuna bakıldığında türev ürünleri kullananlardan %73'ünün eğitimli olduğu tespit edilmiştir. Buna bağlı olarak işletmelerin %58,6'sı türev ürünlerin işlem gördüğü İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası hakkında bilgi sahibi olduklarını ve işletmelerin %46,6'sı ise borsadaki türev ürünlerden haberdar olduklarını ifade etmiştir. Türev ürünlerin kullanılmama sebeplerine yönelik analiz sonuçlarına göre, ankete katılanların %26'sı bilgi eksikliğinden, %19'u riske girmek istemediğinden, %18'i üst yönetimin istememesinden ve %16'sı ise deneyim eksikliğinden dolayı türev ürünleri kullanmadıklarını ifade etmiştir (Tablo-6, Panel-C).

Bu bilgiler verildikten sonra çalışmanın ana amacını oluşturan hipotezlerden üçüncüsü $\alpha=0,05$ önem düzeyinde aşağıda analiz edilmektedir. İşletmelerin demografik özelliklerine göre türev ürün kullanımları arasında anlamlı bir fark olup olmadığını test etmek için tek

faktörlü varyans analizi (One-way ANOVA) yapılmıştır⁴. Test sonuçları Tablo-7’de yer almaktadır.

H₃: İşletmelerin demografik yapılarına göre, türev ürün kullanımı değişmektedir.

Tablo 7: H₃ Hipotezi İçin Tek Faktörlü Varyans Analizi Sonuçları

Demografik Değişkenler		Türev Ürün Kullanımları				
		Risk yönetimi	Spekülasyon	Arbitraj	Döviz kuru riski için kullanılan türev ürün	Faiz oranı riski için kullanılan türev ürün
Sektör	F	1,455	1,134	0,790	1,586	4,218
	p	0,259	0,383	0,572	0,220	0,120
Kuruluş Yılı	F	1,819	0,302	1,498	1,908	3,139
	p	0,172	0,873	0,247	0,155	0,420
Personel Sayısı	F	1,687	3,673	0,849	2,384	0,406
	p	0,195	0,021*	0,535	0,850	0,838
Borçlanma Oranı	F	0,273	0,546	1,027	0,726	2,318
	p	0,891	0,704	0,422	0,586	0,990
İhracat Düzeyi	F	0,406	0,492	0,576	5,803	0,676
	p	0,802	0,742	0,684	0,004*	0,618

Tablo-7’de gösterilen bilgiler dikkate alındığında, işletmelerin demografik yapılarına göre türev ürün kullanımlarında istatistikî olarak herhangi anlamlı bir farklılık tespit edilememiştir. Dolayısıyla H₃ hipotezi reddedilmektedir. Daha açık bir ifadeyle, işletmelerin demografik yapılarının değişmesiyle türev ürünleri risk yönetimi, spekülasyon ve arbitraj amacıyla kullanmalarında herhangi bir değişim olmamaktadır. Ancak işletmelerin büyümesi (personel sayısı) ile spekülasyon amacıyla türev ürünlerin kullanmasında anlamlı bir farklılık tespit edilmiştir. Farklılığın nereden kaynaklandığını belirlemek için yapılan Tukey testine göre, işletmelerin büyüdükçe spekülasyon amacıyla türev ürünleri daha çok kullandıkları tespit edilmiş ve H₃ hipotezi spekülasyon kullanımı için reddedilememiştir. Ayrıca döviz kuru riskinin yönetimi için kullanılan türev ürünün ihracat düzeyine bağlı olarak değiştiği tespit edilmiştir. Buna göre ihracat düzeyi arttıkça işletmeler, forward sözleşmeleri daha çok kullanmaktadır. Bu anlamda H₃ hipotezi reddedilememiştir.

6. SONUÇ

Son yıllarda iş hayatında yaşanan hızlı gelişmeler neticesinde işletmeler birçok finansal riskle karşı karşıya kalmaktadır. Bu risklerle başa çıkmanın en temel yollarından biri de türev ürünlerin kullanımınıdır. Bilindiği gibi türev ürünler işletmelerin finansal yapısını olumsuz yönde etkileyen finansal riskleri azaltmak ya da ortadan kaldırmak amacıyla işletmelerin kullandığı araçlardır. Tüm dünyada uluslararası entegrasyonun hızlandığı 1970’li

⁴Varyansların homojenliği testi yapılmış ve elde edilen Levene testi sonuca göre ANOVA testi yapılmasında gerekli önşartın sağlandığı görülmüştür.

yıllardan sonra risk sürecini yönetme ve oluşabilecek kar fırsatlarından yararlanma düşüncesi türev ürünlere olan talebi artırmıştır. Gelişmekte olan ülkelerdeki işletmelerde de finansal risklerin yönetiminde türev ürünlerin kullanımı hızlı bir şekilde artmaktadır.

Bu çalışmada, Denizli ilinde faaliyet gösteren 58 imalat sanayi işletmesinin risk algılamaları, risk yönetim politikaları ve türev ürün kullanımları anket yoluyla incelenerek; araştırmanın kuramsal modeli geliştirilen hipotezlerle sınanmıştır.

Analizler sonucu elde edilen bulgulara göre işletmeler çeşitli risklerle yoğun şekilde karşılaşmalarına rağmen, en çok döviz kuru riski ve likidite riskine maruz kalmaktadır. Genel olarak; işletmelerin türev ürünleri firma içi yöntemlere göre daha az kullandığı dikkat çekmektedir. Türev ürünlerin yeterince kullanılmamasının nedeni; türev ürünlerin yeterince bilinmemesinden, daha doğrusu anlaşılmasından kaynaklanmaktadır. İşletmeler daha çok döviz kuru ve faiz oranı riski için türev ürünleri kullanırken, likidite ve kredi riski için firma içi yöntemleri kullanmaktadır. En çok forward türev ürünü kullanılmakta ve türev ürünler daha çok risk yönetim amacıyla kullanılmaktadır. Genel olarak çalışmada kurulan hipotezler doğrulanamamıştır. Çalışmada kullanılan veri setinin darlığı nedeniyle elde edilen sonuçlara bu açıdan ihtiyatla yaklaşılmalıdır.

KAYNAKLAR

- Akgüç, Öztin (1997), Finansal Yönetim, 7. Baskı, Avcıol Basım Yayın, İstanbul.
- Akgül, Aziz – Çevik, Osman (2005), İstatistiksel Analiz Teknikleri: SPSS’te İşletme Yönetimi Uygulamaları, 2. Baskı, Emek Ofset Ltd. Şti., Ankara.
- Anand, Manoj. – Kaushik, K. P., (2008), “Currency Derivatives: A Survey of Indian Firms” IIMB Management Review, Vol. 20, No. 3, pp. 324- 339.
- Aşıkoğlu, Rıza. - Cantürk, Kayahan (2008), “Global Finansal Sistem Etkileşimiyle Türkiye’nin Türev Piyasa Görünümü”, Afyon Kocatepe Üniversitesi, İİBF Dergisi, Cilt X, Sayı 2, s. 157-179.
- Aydın, Nurhan. - Başar, Mehmet. - Coşkun, Metin (2007), Finansal Yönetim, İkinci Baskı, Eskişehir.
- Bartram, Söhnke M. - Brown, Gregory W. - Fehle, Frank. (2009), “International Evidence on Financial Derivative Usage”, Financial Management, Vol 38, No 1, pp. 185-206.
- Bodnar, Gordon. M. - Jong, Abe De. – Macrae, Victor. (2003), “The Impact of Institutional Differences on Derivatives Usage: A Comparative Study of US and Dutch Firms”, European Financial Management, Vol. 9, pp. 271-297.
- Chambers, Nilgün (2007), Türev Piyasalar, Beta Yayıncılık, İstanbul.
- Ciner, Çetin (2006), “Hedging or Speculation In Derivative Markets: The Case of Enerjy Futures Contracts” Applied Financial Economic Letter, Sayı 2/3, ss. 188-192.
- Demir, Sezgin (2009), “Döviz Riskinden Korunma Yöntemleri ve Kullanılma Nedenleri: İMKB Örneği”, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı 41, ss. 156- 170.

- Denizli Sanayi Odası (2011), Denizli Sanayi Odası İstatistik Yıllığı: Rakamlarla Denizli, http://www.dso.org.tr/images/file/istatistik/2011/BULTEN_TR_haziran11.pdf, (10.02.2012).
- Ebiçlioğlu, Fatih Kemal - Kahraman, Abdülkadir (1999), Swap İşlemleri İşleyişi ve Vergisel Boyutu, Türmob Yayınları - 82, Ankara.
- El-Masry, Ahmed A. (2006), “Derivatives Use and Risk Management Practices by UK Nonfinancial Companies”, *Managerial Finance*, Vol 32, No. 2, ss. 137-159.
- Ergincan, Yakup (1996), Endekse Dayalı Vadeli İşlem Sözleşmeleri, Portföy Yönetiminde Kullanımı ve Türkiye’de Uygulanabilirliği, SPK Yayın No: 33, Ankara.
- Ersoy, Ersan (2011), “Türkiye’de ve Dünyada Organize Türev Piyasaların Gelişimi” *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı 51, Temmuz, ss. 63-80.
- Géczy, Christopher. - Minton, Bernadette A. - Schrand, Catherine (1997), “Why Firms Use Currency Derivatives”, *Journal of Finance*, No. 52, pp.323-354.
- Gorton Gary - Rosen, Richard (1995), “Banks and Derivatives”, National Bureau of Economic Research, Working Paper No 5100, April.
- Güngör, Ali İhsan.- Yılmaz, Celali. - Yılmaz, Mustafa Kemal. (2006), “Do the Derivatives Help the Companies to Manage Their Risks? Evidence from the Istanbul Stock Exchange”, *International Finance Symposium*, Istanbul, May 25-26.
- Hagelin, Niclas (2003), “Why Firms Hedge With Currency Derivatives: An Examination of Transaction And Translation Exposure”, *Applied Financial Economics*, Vol 13, ss.55-69.
- Kayahan, Cantürk (2009), “Finansal Turevler: Efsaneleri ve Algılanma Hataları”, *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, Cilt 16, Sayı 1, ss. 23-37.
- Kaygusuzoğlu, Mehmet (2011), “Finansal Türev Ürünlerden Forward Sözleşmeleri Ve Muhasebe İşlemleri”, *Atatürk Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt 25, Sayı 2, ss. 137- 149.
- Koçyiğit, Seyhan Çil. - Çına Bal, Emine. - Bal, Hasan. (2009), “İMKB’de İşlem Gören Şirketlerde Türev Ürünlerin Risk Yönetimi Amacıyla Kullanılma Düzeyleri”, *Muhasebe Ve Denetime Bakış*, Sayı 28, Nisan.
- Korkmaz, Turhan (2001), “Yeni Gelişmekte Olan Sermaye Piyasalarına Yatırım ve Türev Ürünlerin Rolü”, *İMKB Dergisi*, Sayı 17, ss. 69-100.
- Loderer, Claudio - Pichler, Karl (2000), “Firms, Do You Know Your Currency Risk Exposure? Survey Results”, *Journal of Empirical Finance*, Vol. 7, ss. 317-344.
- Muller, Aline - Verschoor, Willem F. C. (2005), “The Impact of Corporate Derivative Usage on Foreign Exchange Risk Exposure”, November.

- Özalp Pınar (2003), “Türev Araç Piyasalarının Finansal Sistemin İşleyişindeki Rolü: Türkiye’de Bu Piyasalara İşlerlik Kazandırma Çalışmaları”, TCMB Uzmanlık Yeterlik Tezi, Ankara.
- Popov, Victor - Stutzmann, Yann (2003), “How is Foreign Exchange Managed: An Empirical Study Applied to Two Swiss Companies”, University of Lausanne, http://www.hec.unil.ch/cms_mbf/master_thesis/0314.pdf, (14.02.2012).
- Selvi, Yakup (2000), Türev Ürünlerin Muhasebeleştirilmesi, ARC Yayınları, İstanbul.
- Yanagida, Munehiko - Inui, Koji (1996), “Survey of Derivatives Usage Among Non-Financial Japanese Firms - Implications of a Comparison With U.S. Firms”, NLI Research Institute.
- Yavilioğlu, Cengiz - Delice, Güven (2006), “Tezgah-Üstü Türev Piyasaları: Bir Değerlendirme”, Maliye Dergisi, Sayı 151, Temmuz - Aralık.,ss. 63-84
- Yılmaz, Mustafa K. - Kurun, Engin (2007), “The Impact of Derivatives on Financial Stability in Turkish Economy Evidence from the İstanbul Stock Exchange and TurkDEX”, International Research Journal of Finance and Economics, No.9, ss. 180-199.
- Yücel, Tülay. - Mandacı, P. Evrim.- Kurt, Gülüzar. (2007), "Financial Risk Management and Use of Derivative Instruments in Companies: An Application on Companies Listed on İstanbul Stock Exchange", Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı 36, Ekim, ss. 106-113.

İşletmelerinin Finansal Risk Yönetiminde Türev Ürün Kullanımlarına İlişkin Bir Saha Araştırması: Denizli İli Örneği*

Ali BAYRAKDAROĞLU**
Bilgehan SARI***
Burhan HEYBELİ***

ÖZET

Bu çalışmanın amacı işletmelerin risk algılamaları, risk yönetim politikaları ve türev araç kullanımlarını incelemektir. Bu amaçla Denizli ilinde faaliyet gösteren 58 imalat sanayi şirketine anket uygulanmıştır. Araştırmanın bulgularına göre şirketlerin çoğu döviz kuru riskinden etkilenmektedir. Büyük firmaların spekülasyon amaçlı türev ürün kullanma eğiliminin daha fazla olduğu tespit edilmiştir. Türev ürün kullanan şirket sayısının azlığı dikkat çekmektedir. Şirketler türev ürünlerden haberdar olmalarına rağmen onları kullanma konusunda isteksizdir.

***Anahtar Kelimeler:** Risk Yönetimi, Türev Ürünler, İmalat Sanayi İşletmeleri*

***JEL Sınıflandırması:** G22, G32*

A Field Study on Using Derivative Instruments for Financial Risk Management in the Companies: Denizli Case Study

ABSTRACT

The aim of this study is to analyze the risk perception of the companies, their risk management policies and usage of financial derivative instruments. For this purposes, a survey was made to 58 active industrial companies in Denizli. According to the findings of this survey, most of the companies are being affected by exchange rate risk. And it is revealed in this survey that the tendency of companies usage of derivatives aiming speculation is more. Furthermore, the analysis shows that the number of the companies using derivative financial instruments is low. Although the companies are aware of derivative instruments, most of them are reluctant to use them.

***Keywords:** Risk Management, Derivatives Instruments, Industrial Companies*

***Jel Classification:** G22, G32*

* Bu çalışma, Sosyal Bilimler Araştırmaları Derneği (SoBiAD) tarafından 28 Nisan 2012 tarihinde düzenlenen 2. Sosyal Bilimler Araştırmaları Konferansı'nda (SOSBİLKO) sunulmuş olup, ilgili tebliğin gözden geçirilmiş ve genişletilmiş halidir.

**Yrd. Doç. Dr. Ali Bayrakdaroğlu, Muğla Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, ali.bayrakdaroglu@hotmail.com

***Bilgehan Sarı, Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, bilgesari67@gmail.com

***Arş. Gör. Burhan Heybeli, Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, bheybeli@mu.edu.tr

1. GİRİŞ

İş hayatında yoğun rekabet ortamının yaşanması, piyasalardaki küreselleşme olgusu, sermayenin serbest dolaşımının hız kazanması ve zamanla ekonomilerin dışa açık hale gelmesi, işletmelerin döviz kuru riski, faiz oranı riski, kredi riski gibi birçok finansal riskle daha fazla karşı karşıya kalmalarına neden olmuştur (Yücel ve diğ., 2007: 107). Özellikle yakın geçmişte sabit döviz kuru sisteminin temsilcisi olan Bretton Woods'un sona ermesiyle beraber döviz kurlarında meydana gelen dalgalanmalar işletmeleri döviz kuru riskine maruz bırakmıştır (Chambers, 2007:1). Döviz kurlarının ve ürün fiyatlarının değişimine bağlı olarak gelirleri ve maliyetleri değişen hem ihracatçı hem ithalatçı hem de çok uluslu şirketler, piyasadaki değişikliklerden daha fazla etkilenir hale gelmiştir (Koçyiğit ve diğ., 2009: 110). Bununla beraber uluslararası para piyasalarındaki faiz oranlarında meydana gelen değişimler de yüksek faiz oranı riski sorununu gündeme getirmiştir (Kaygusuzoğlu, 2011:138; Yavilioğlu ve Delice, 2006: 64). Hızlı ekonomik gelişmelerin yaşandığı ve yoğun rekabet şartlarının olduğu bir ortamda işletmelerin yaptıkları yatırımlarda veya borçlanma durumlarında üstlendikleri finansal risklerden kaynaklanacak zararlarının en aza indirilmesi önemli bir zorunluluk halini almıştır. Bu gelişmeler sonucunda, makro düzeyde finansal piyasalara derinlik kazandırarak piyasalarda istikrarın devamına katkı sağlamak ve işletme düzeyinde ise geleceğin belirsizliğinden kaynaklanan riskleri minimize ederek etkin bir risk yönetim politikası uygulayabilmek amacıyla türev ürünlerin kullanımı gündeme gelmiştir (Kaygusuzoğlu, 2011: 138-139).

Türev ürünler, piyasalardaki belirsizliklerin azaltılması, işletmelerin etkin planlama ve geleceğe ilişkin öngörü yapabilmeleri ve beklenmedik sürprizleri asgariye indirmelerinde önemli bir araç olarak kullanılmaktadır (Kaygusuzoğlu, 2011: 139). 1880'lerden itibaren mal piyasalarında kullanılan, 1970'li yıllardan sonra da finansal piyasalarda kullanılmaya başlanan türev ürünler dünyada değişen şartlar sonucu ortaya çıkan yeni risk yönetim anlayışının önemli bir unsurudur. Günümüzde işletmeler gelecekteki piyasa şartlarından kazançlı çıkma ve piyasada oluşabilecek olumsuzluklardan kaçınma amacı ile bu finansal araçları yoğun bir şekilde kullanmaktadırlar (Ebiçlioğlu ve Kahraman, 1999:2). Türev ürünlerin önemi hem dünyada hem de ülkemizde gittikçe artmaktadır. International Swaps and Derivatives Association (ISDA) tarafından 2009 yılında yayımlanan raporda dünyada yer alan en büyük 500 şirketin %94'ü maruz kaldıkları risklerin yönetiminde türev ürünleri kullandıkları ifade edilmiştir.

Etkin bir risk yönetim aracı olarak kullanılan türev ürünler, genel olarak iki taraf arasında nitelikleri önceden belirlenmiş bir veya daha fazla varlığın gelecekteki değerine bağlı olarak bugünden alım satımının yapılması için düzenlenen finansal sözleşmelerdir (Aydın vd., 2007: 520-531; Ergincan, 1996: 1; Gorton ve Rosen, 1995). İşletmelerin değişen piyasa koşullarına karşı korunmasında ve uyum sağlamasında kullanılacak güncel finansal risk yönetim araçlarının başında gelen türev ürünler; forward, futures, opsiyon ve swap isimleriyle ifade edilen sözleşmelerden oluşmaktadır (Kayahan, 2009: 23). Türev ürünler sermaye

piyasalarının gelişmesinde önemli bir rol oynamaktadır. Çünkü bu tür ürünler, yerli ve yabancı işletmeler veya yatırımcılar için finansal riskten korunmanın (hedging)¹ yanında, spekülasyon ve arbitraj stratejilerine de olanak sağlamaktadır (Korkmaz, 2001:78). Bunların dışında firmaların türev ürünleri kullanma nedenleri ise kaynak maliyetlerini düşürmek, likidite düzeyini arttırmak, geleceğe yönelik fiyat tanımlamalarında bulunmaktır (Akgüç, 1998: 696; Selvi, 2000: 7; Özalp, 2003: 5).

Genel olarak işletmelerde finansal risklerin yönetiminde türev ürünlerin kullanımı hızlı bir şekilde yayılmasına karşın, gelişmekte olan ülkelerdeki işletmelerin bu ürünler hakkında yeterli bilgiye sahip olmadıkları bilinmektedir. Bu konudaki bilgi eksikliğinin giderilmesi halinde, söz konusu türev ürünlerin kullanımının artacağı beklenmektedir. Bu sayede işletmeler finansal risklerden doğabilecek zararları minimize edebilir ve rakipler karşısında rekabet güçlerini arttırarak geleceği daha iyi yönetebilirler. Bu çalışmanın amacı; sanayi işletmelerinin risk algılamalarını ve risk yönetim politikalarını tespit etmek ve bu bağlamda risk yönetim politikası olarak türev ürünlerin kullanım etkinliğini ortaya koymaktır. Bu amacı gerçekleştirmek için Denizli ilinde faaliyet gösteren KOBİ'lere anket çalışması uygulanmıştır. Bu çalışmanın literatürdeki diğer çalışmalardan en önemli farkı bilanço dipnotlarından ziyade anket yönteminin uygulanmasıdır. İşletmelerin risk yönetim aracı olarak türev ürün kullanımının incelendiği bu çalışma; giriş, literatür taraması ve uygulama bölümlerinden oluşmaktadır.

2. LİTERATÜR TARAMASI

Literatüre bakıldığında dünyada finansal risklerin yönetiminde türev ürünlerin kullanımına ilişkin çok sayıda çalışma olmasına karşın, Türkiye'de bu alanda yapılan çalışmaların oldukça sınırlı düzeyde kaldığı görülmektedir. Aşağıda literatürde önemli yer tutan bazı çalışmaların özetine yer verilmiştir.

Yanagida ve Inui (1996) Japon sermaye piyasasında faaliyet gösteren 2065 finansal olmayan şirketi inceledikleri çalışmalarında büyük ölçekli şirketlerin risklerin yönetiminde daha fazla ve daha çeşitli türev ürünleri kullandıklarını tespit etmişlerdir. Buna benzer bir sonuç Geczy, Minton ve Schrand (1997) tarafından yapılan çalışmada da elde edilmiştir. Buna göre, daha az finansal sıkıntı çeken ve daha fazla büyüme fırsatı olan işletmelerde nakit akış riskinden korunmak için daha fazla türev ürün kullanıldığı sonucuna ulaşılmıştır.

Loderer ve Pichler (2000) İsviçreli endüstri işletmelerinin maruz kaldığı döviz kuru riski üzerine yaptıkları anket çalışmasında türev ürün kullanımının yerine daha çok içsel hedging yöntemlerinin kullanıldığını tespit etmiştir. Bodnar, Jong ve Macrae (2003) Amerika Birleşik Devletleri'nde ve Hollanda'da faaliyet gösteren işletmelerin risk yönetim politikaları

¹Finansal risklere karşı türev ürünlerin kullanımı, finansal piyasalarda dışsal hedging (external hedging) olarak ifade edilmektedir. Bunun yanında firmalar içsel hedging (internal hedging) olarak ifade edilen diğer yöntemleri de kullanabilmektedirler. İçsel hedging yöntemleri; netleştirme, ön ödeme, uzun vadeli yapısal değişiklikler, fiyat ayarlamaları, varlık ve borç yönetimidir (Popov ve Stutzmann, 2003: 19).

üzerine yaptıkları çalışmada, iki ülke arasında hem risk yönetim politikaları açısından hem de türev ürünlerin kullanımı açısından önemli farklılıkların olduğu ortaya çıkmıştır.

Hagelin (2003) ise Estonyalı işletmeler için yaptığı çalışmada türev ürünlerin sadece döviz kuru riski ve faiz oranı riskinden korunmak için kullanıldığını ancak spekülasyon amaçlı kullanımının daha yaygın olduğunu iddia etmektedir. Bartram, Brown ve Fehle (2009) finansal olmayan 7319 firma üzerine yaptıkları çalışmada, türev ürünlerin kullanımının yüksek firma değeri ile yakın ilişkisi olduğunu tespit etmişlerdir. Muller ve Verschoor (2005) Avrupa şirketlerinin karşı karşıya kaldığı döviz kuru riskine karşı aldığı önlemleri araştırdıkları çalışmalarında, Avrupalı büyük şirketlerin çoğunlukla türev ürünler kullandıklarını tespit etmişlerdir. Ayrıca çalışmada türev ürünlerin daha çok spekülasyon amaçlı değil riskten korunma amaçlı olarak kullanıldığı da ifade edilmektedir.

Ciner (2006) enerji piyasalarında yaptığı çalışmasında şirketlerin türev ürünleri spekülasyon amaçlı kullanmaktan çok riskten korunma amaçlı kullandıklarını tespit etmiştir. El-Masry (2006) İngiltere’de finansal olmayan 401 şirketi inceleyerek türev ürünleri kullanma ve kullanmama nedenlerini araştırdığı alan çalışmasında, risk yönetiminde büyük şirketlerin küçük ve orta ölçekli şirketlere göre daha fazla türev ürün kullanma eğiliminde olduklarını ve genellikle nakit akışlarındaki dalgalanmaları yönetebilmek için bu finansal araçları kullandıklarını tespit etmiştir. Ayrıca, çalışmada şirketlerin bir kısmının türev ürün kullanmadıkları tespit edilmiştir. Bunun en önemli nedeni ise bu şirketlerin türev ürünlerden beklenen faydanın maliyetini karşılamadığına inanmalarından kaynaklandığı şeklinde ortaya çıkmıştır.

Anand ve Kaushik (2008) Hindistanlı firmalar üzerine yaptıkları çalışmada işletmelerin %70’inin türev ürün kullandığını tespit etmiştir. Aynı çalışmada türev ürünlerin daha çok riskten korunma amaçlı olarak kullanıldığı, ancak vergi sonrası kârdaki dalgalanmaları azaltmak, likidite dengesizliğini engellemek ve faiz riskini düşürmek için kullanıldığı da raporlanmıştır.

Türkçe literatürde yapılan çalışmalara bakıldığında Yılmaz ve Kurun (2007) Türk Sermaye Piyasası’nda yer alan işletmelere yaptıkları çalışmalarında, Türk ekonomisindeki finansal istikrarı sağlamak için türev ürün kullanımını ve risk yönetim politikalarını araştırmıştır. Bu çalışmanın sonucunda, işletmeler en çok döviz kuru riskine önem vermekte bunu emtia fiyatlarındaki risk takip etmektedir. Ayrıca büyük ölçekli firmaların türev ürün kullanımına karşı daha istekli oldukları da tespit edilmiştir.

Koçyiğit ve diğ. (2009) İMKB’de işlem gören şirketlerde türev ürünlerin risk yönetimi amacıyla kullanılma düzeyleri üzerine yaptıkları çalışmada işletmelerin finansal tablo dipnotlarını incelemişler ve araştırma sonucunda işletmelerin faaliyet konuları gereği çeşitli risklerle yoğun şekilde karşılaşmalarına rağmen, bu risklerin yönetimi için türev ürün kullanımının az olduğunu tespit etmişlerdir. Benzeri bir çalışma Yücel ve diğ. (2007) tarafından İMKB 100 endeksinde yer alan işletmelere yapılmıştır. İşletmelerin finansal

tablolarının ve dipnotlarının incelendiği araştırmada ulaşılan en önemli sonuç işletmelerin büyük ölçekli olmalarına rağmen türev ürün kullanan firma sayısı azlığıdır. Ayrıca işletmelerin risk yönetimine ilişkin kamuya yeterince açıklayıcı bilgi verilmediği görülmüştür.

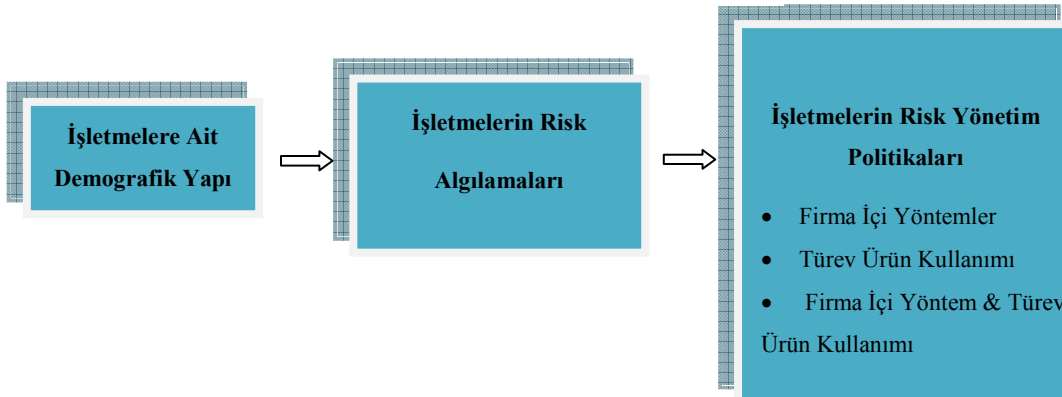
Kaygusuzoğlu (2011) türev ürünlerin kullanımını hakkında kamuoyunun yeterli bilgiye sahip olmadığını ifade ederken, Kayahan (2009) ise türev ürünlerin kamuoyunda yanlış algılandığını ve bu ürünlerin spekülasyon amaçlı kullanılırken dikkat edilmesi gerektiğini ifade etmektedir. Aşıkoğlu ve Kayahan (2008) dünyada ve Türkiye’de türev ürün kullanım düzeylerini karşılaştırarak Türkiye’de çok sık kullanılmamasına rağmen dünyada türev ürün kullanımının hızla arttığını ifade etmişlerdir. Yavilioğlu ve Delice (2006) ve Ersoy (2011) da benzer çalışmalar yaparak Türkiye’nin türev piyasa gelişimini dünya ölçeğinde karşılaştırmışlardır. Güngör ve diğ. (2006) türev ürün kullanımı ile işletme büyüklüğü arasında pozitif ilişki olduğunu ifade etmektedirler. Demir (2009) 147 işletme üzerine yaptığı çalışmada incelenen işletmeler açısından döviz cinsinden türev ürün kullanımının ve döviz cinsinden borç kullanımının birbirlerini tamamlayıcı stratejiler olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Görüldüğü gibi literatürde yapılan çalışmalarda türev ürünlerin özellikle riske karşı kullanım amacı öne çıkmaktadır. Ayrıca türev ürünlerin kullanımı ile firma büyüklüğü, firmanın uluslararasılaşması gibi özellikler arasında pozitif ilişkilerin olduğu görülmektedir.

3. ARAŞTIRMANIN MODELİ VE HİPOTEZLER

Araştırmanın amacına uygun olarak uygulanacak modelin belirlenebilmesi için literatürden yararlanılmıştır. Literatür taramaları sonucu oluşturulan araştırma modeli aşağıdaki gibidir;

Şekil-1: Araştırmanın Kuramsal Modeli



Şekil-1, araştırmanın kuramsal modelini göstermektedir. Yapılan araştırmada, temel amaç işletmelerin maruz kaldığı finansal risklerin yönetiminde risk yönetim politikalarını belirlemek ve ayrıca bu yönetim politikaları içerisinde işletmelerin türev ürünlerin kullanımına ilişkin tutumlarını ortaya çıkarmaktır. Araştırma modeline dayandırılarak oluşturulan araştırma hipotezleriyle işletmelere ait demografik yapı dikkate alınarak bunların türev ürün kullanımını etkilemede ne kadar önemli olduğu test edilmiştir.

Araştırmada kullanılan bu modele ait test edilen hipotezler ise aşağıdaki gibi oluşturulmuştur;

H₁: İşletmelerin demografik yapılarına göre, risk algılamaları değişmektedir.

H₂: İşletmelerin demografik yapılarına göre, risk yönetim politikaları değişmektedir.

H₃: İşletmelerin demografik yapılarına göre, türev ürün kullanımı değişmektedir.

4. ARAŞTIRMANIN VERİ SETİ VE METODOLOJİSİ

Bu çalışmada, işletmelerin hangi risklere maruz kaldığı, söz konusu bu riskleri azaltmak için hangi risk yönetim politikalarının uygulandığını ve bu risk yönetim politikaları içerisinde etkin bir riskten korunma yöntemi olarak türev ürünlerin kullanılma düzeylerini tespit etmek amacıyla imalat sanayi işletmelerine bir anket uygulaması yapılmıştır.

Uygulamada kullanılan anket formu üç bölümden oluşmaktadır. Anket formunun birinci bölümünde işletmelere ait demografik yapıyı ortaya çıkarmak için sektör, yaş, personel sayısı, toplam varlıkların içindeki borç oranı, ihracat düzeyi gibi sorular yer almaktadır. İkinci bölümde; işletmelerin risk algılamaları ve risk yönetim politikalarını belirlemeye yönelik kapalı uçlu ve sıralamaya yönelik toplam 10 adet soru yer almaktadır. Anketin üçüncü ve son bölümünde ise, türev ürünlerin kullanımı ve İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası (VOB) ile ilgili olarak işletmelerin bilgi düzeylerini ölçmeye yönelik sorulara yer verilmiştir. Anket sorularının oluşturulmasında ve ölçüklerin belirlenmesinde Yılmaz ve Kurun (2007) ve Yücel ve diğ. (2007) çalışmalarından yararlanılmıştır. Toplam 26 adet sorudan oluşan anket sorularının geçerliliğini artırabilmek amacıyla 12 işletmeyle pilot anket çalışması yapılmıştır. Elde edilen bilgiler doğrultusunda sorularda revizyona gidilmiş ve ankete nihai hali verilmiştir.

Anketler, Türkiye’de önemli bir ekonomik yere sahip olan Denizli ilinde yer alan ve organize sanayi bölgelerinde faaliyet gösteren küçük ve orta ölçekli sanayi işletmelerine uygulanmıştır. Sanayi şirketlerinin incelenmesinin temel nedeni ise, bu şirketlerin mevcut bütün finansal risklere maruz kalabileceği düşüncesi ve diğer işletmelere göre daha büyük ölçekli işletmeler olabileceğinden türev ürünleri daha fazla kullanabileceklerinin düşünülmesidir. 2012 yılı verilerine göre Denizli sanayi odasına bağlı 5 ana sektörde toplam 1408 sanayi işletmesi bulunmaktadır. Bunlardan 135 tanesi organize sanayi bölgesinde faaliyet gösteren işletmelerdir (www.dso.org.tr, 2011). Araştırmada tüm şirketlere ulaşılamamış ancak bu şirketlerden 58 tanesi ile yüz yüze görüşme olanağı sağlanmış ve anketler yüz yüze görüşme yöntemi ile doldurulmuştur. Böylece ankete katılım oranı %43 olarak gerçekleşmiştir.

Araştırma sonucu elde edilen bulgular; SPSS 17.0 paket programı yardımıyla analiz edilmiştir. Oluşturulan anketin güvenilirliğinin analizi için Cronbach Alfa Katsayısı kullanılmıştır. Araştırmanın bulguları frekans analizi ile yorumlanmış ve işletmelere ait

demografik özelliklere göre cevapların değişip değişmediğini analiz etmek için tek yönlü varyans analizi (ANOVA) yapılmıştır.

Araştırmadaki en önemli kısıt, sadece sanayi işletmelerinin dikkate alınmasıdır. Araştırma kapsamındaki sanayi işletmelerinin büyük ölçekli işletmeler olduğu ve bir takım finansal risklere maruz kaldığı varsayımı yapılmıştır. Daha önce belirtildiği gibi araştırmada anketler yüz yüze görüşme yapılarak doldurulmuştur. Dolayısıyla uygulanan anketteki sorulara, işletmelerin doğru cevap verdikleri kabul edilmiştir.

5. ARAŞTIRMANIN AMPİRİK BULGULARI

5.1. Güvenirlilik Analizi ve Tanımlayıcı İstatistikler

Araştırma için hazırlanan anketin güvenilirliğini ölçmek için Cronbach Alpha Testi kullanılmıştır. Test sonucunda elde edilen değer 0,60 ile 0,80 arasında olması ölçeğin oldukça güvenilir olduğunun göstergesi olarak kabul edilmektedir (Akgül ve Çevik, 2005). Bu doğrultuda yapılan anketin güvenilirliği %69,02 olarak hesaplandığından güvenilir olduğuna ve istatistiksel analizlerin yapılabileceğine karar verilmiştir. Araştırma, işletmelerin genel demografik özelliklerinin belirlenmesinin yanısıra, işletmelerin risk algılamalarının ve risk yönetim politikalarının demografik özelliklere göre farklılık gösterip göstermediğinin belirlenmesi amacıyla da yapılmıştır. Yapılan ankete katılan işletmelerin demografik özellikleri aşağıda Tablo-1’de özetlenmektedir.

Tablo 1: İşletmelere Ait Demografik Yapı

Değişken	f	%	Değişken	f	%
Sektör			Kuruluş Yılı		
Gıda-İçecek	4	6,9	1970 ve Öncesi	1	1,7
Tekstil-Deri	36	62,1	1971-1980	6	10,3
Orman-Kâğıt-Basım	2	3,4	1981-1990	15	25,9
Kimya-Petrol-Plastik	4	6,9	1991-2000	27	46,6
Tas-Toprak	8	13,8	2001-2010	8	13,8
Metal Eşya-Makine	4	6,9	2011 ve Sonraki	1	1,7
Borçlanma Oranı			Personel Sayısı		
%0-%20	31	53,4	100 ve Altı	35	60,3
%21-%40	16	27,6	101-200	8	13,8
%41-%60	7	12,1	201-300	6	10,3
%61-%80	1	1,7	301-400	3	5,2
%81-%100	3	5,2	401-500	4	6,9
			501 ve Üstü	2	3,4
Risk Yönetim Birimi			İhracat Düzeyi		
Var	16	27,6	%0-%20	26	44,8
Yok	42	72,4	%21-%40	12	20,7
İhracat/İthalat			%41-%60	6	10,3
Evet	42	72,4	%61-%80	7	12,1
Hayır	16	27,6	%81-%100	7	12,1

Yapılan analizler sonucunda, ankete katılan işletmelerin %62'si tekstil-deri sektöründe faaliyet göstermektedir. İşletmelerin %47'si 1991-2000 yılları arasında kurulmuştur. İstihdam edilen personel sayısı incelendiğinde ankete katılan işletmelerin %60'ının 100 ve altında personel çalıştırdığı 100 kişinin üzerinde personel çalıştıran işletmelerin sayısının 23 olduğu belirlenmiştir. Dolayısıyla araştırma kapsamında olan işletmelerin personel sayısının çok düşük olmadığı söylenebilir. İşletmelerin %53'ünün toplam kaynaklar içinde en fazla %20 oranında borçlanma yoluna gittiği görülmüştür. %21-%40 arasında borçlanan işletmelerin sayısının 16 olduğu görülmektedir. Araştırma kapsamındaki işletmelerin %72'sinin ihracat-ithalat yaptıkları tespit edilmiştir. İhracat yapan işletmelerden %45'i mevcut satışların en fazla %20'si oranında ihracat yapmaktadır. Buna karşın işletmelerin %72'sinin bünyesinde risk yönetim biriminin olmadığı tespit edilmiştir.

5.2. İşletmelerin Risk Algılamalarına Yönelik Analiz Sonuçları

Araştırma kapsamında olan işletmelerin en çok maruz kaldıkları finansal risk türleri, en çok işlem yapılan yabancı para birimleri, açık pozisyonu olan ve değişken faizle borçlanan işletmelere ait istatistikî bilgiler Tablo-2'de gösterilmektedir.

Tablo 2: İşletmelerin Risk Algılamaları

Karş. Finansal Riskler	f		Açık Poz.	f		İşlem Yapılan Para Birimi	f		Değ. Faizli Borç	f	
		%			%			%			%
Döviz Riski	27	47	Evet	27	47	ABD Doları	28	47	Evet	17	29
Likidite Riski	13	22	Hayır	31	53	Euro	27	47	Hayır	41	71
Kredi Riski	10	17				İngiliz Sterlini	3	5			
Faiz Riski	8	14									

Araştırma kapsamında yer alan 58 işletmenin ortalama %47'sinin döviz kuru riskine, ortalama %22'sinin likidite riskine, ortalama %17'sinin kredi riskine ve ortalama %14'ünün ise faiz kuru riskine maruz kaldıkları tespit edilmiştir. Elde edilen bu bulgular birçok akademik çalışma ile tutarlıdır. Faiz kuru riski en çok maruz kalınan dört risk grubu arasında sonuncu olmuştur. Diğer bir ifadeyle, Denizli ilinde finansal sektörde faaliyet göstermeyen işletmelerin faiz kuru riskini önemli bir risk grubu olarak görmedikleri söylenebilir. İşletmelerin risk algılamaları kapsamında en çok işlem yapılan yabancı para birimine bakıldığında ABD Doları ile Euro'nun ihracat ve ithalatta en çok işlem yapılan yabancı para birimi olduğu görülmektedir. İşletmeler için döviz kuru riski oluşturan açık pozisyon ve faiz riskini artıran değişken faizli borçlanma durumları incelendiğinde firmaların ortalama %47'sinin yabancı para cinsinden açık pozisyonda olduğu ve ortalama %29'unun da değişken faizle borçlandığı görülmektedir (Tablo-2).

Bu bilgiler verildikten sonra çalışmanın ana amacını oluşturan hipotezlerden ilki $\alpha=0,05$ önem düzeyinde aşağıda analiz edilmektedir. İşletmelerin demografik özelliklerine

göre risk algılamalarında anlamlı bir fark olup olmadığını test etmek için tek faktörlü varyans analizi (One-way ANOVA) yapılmıştır². Test sonuçları Tablo-3'te yer almaktadır.

H₁: İşletmelerin demografik yapılarına göre, risk algılamaları değişmektedir.

Tablo 3: H₁ Hipotezi İçin Tek Faktörlü Varyans Analizi Sonuçları

Demografik Değişkenler		Maruz Kalınan Risk	İşlem Yapılan Para Birimi	Açık Pozisyon	Değişken Faizli Borç
Sektör	F	4,377	0,846	1,207	1,302
	p	0,002*	0,524	0,319	0,278
Kuruluş Yılı	F	0,677	0,215	0,693	2,020
	p	0,643	0,955	0,631	0,910
Personel Sayısı	F	1,319	1,598	0,689	1,043
	p	0,271	0,177	0,634	0,402
Borçlanma Oranı	F	2,625	2,032	3,808	1,808
	p	0,045*	0,103	0,009*	0,141
İhracat Düzeyi	F	1,430	1,946	1,378	0,543
	p	0,002*	0,116	0,254	0,705

Tablo-3'te gösterilen bilgiler dikkate alındığında, işletmelerin kuruluş yılı ve personel sayısı ile risk algılamaları arasında anlamlı bir farklılık bulunamamıştır ve H₁ reddedilmektedir. Sektöre göre işletmelerin maruz kaldığı riskler arasında anlamlı bir fark tespit edilmiştir. Bu farklılığın hangi sektörlerden kaynaklandığı Tukey testi ile belirlenmiştir. Buna göre gıda-içecek, taş-toprak ve metal eşya-makine sektörlerinde karşılaşılan döviz, faiz ve kredi riskleri farklılıklar taşımaktadır. Borçlanma oranı ve ihracat düzeyine göre işletmelerin maruz kaldıkları riskler arasında anlamlı farklılıklar tespit edilmiştir. Yapılan Tukey testi sonucuna göre borçlanma oranı değiştikçe işletmelerin maruz kaldığı kredi riski, ihracat düzeyi değiştikçe de işletmelerin maruz kaldığı döviz ve faiz riski değişmektedir. İşletmelerin maruz kaldığı risk için H₁ hipotezi kabul edilmektedir. Ayrıca işletmelerin borçlanma oranı değiştikçe açık pozisyonları da artmaktadır. Açık pozisyon değişkeni için H₁ hipotezi kabul edilmektedir.

5.3. İşletmelerin Risk Yönetim Politikalarına Yönelik Analiz Sonuçları

Araştırma kapsamında yer alan işletmelerden %53,4'ünün etkin bir risk yönetim politikasına sahip olduğu tespit edilmiştir. Buna bağlı olarak işletmelere mevcut durumda hangi risk yönetim politikalarını kullandıkları sorulmuş ve işletmelerin %62,5'inin firma içi yöntemleri kullandıkları, buna karşın %3,1'inin türev ürünleri kullandıkları ve %34,4'ünün ise hem firma içi yöntemleri hem de türev ürünleri kullandıkları tespit edilmiştir. Tablo-4, işletmelerin maruz kaldıkları risklerin yönetiminde firmaların kullandıkları firma içi yöntemlere ait istatistikî sonuçları vermektedir.

²Varyansların homojenliği testi yapılmış ve elde edilen Levene testi sonuca göre ANOVA testi yapılmasında gerekli önşartın sağlandığı görülmüştür.

Tablo 4: İşletmelerin Risk Yönetim Politikaları

Faiz Oranı Riskinin Yönetiminde Kullanılan Firma İçi Yöntem	f	%
Faiz oranına duyarlı varlık ve yükümlülüklerin dengelenmesi	11	16
Faiz oranlarının sabitlenmesi	24	35
Faiz değişimlerinden etkilenen varlıkların kısa vadeli elde tutulması	9	13
Faiz oranlarını inceleme ve güncelleme	24	35
Döviz Kuru Riski Yönetiminde Kullanılan Firma İçi Yöntem	f	%
Döviz pozisyonunun sürekli takip ve analizi ile sınırlandırılıyor	31	49
Döviz cinsinden aktif ve pasiflerin dengelenmesi suretiyle yönetiliyor	23	37
Atıl nakit yabancı para yatırımlarda değerlendiriliyor	9	14
Kredi Riski Yönetiminde Kullandığınız Firma İçi Yöntem	f	%
Riskin her bir müşteri için sınırlandırılması	18	20
Teminat alınması	13	15
Borçlu tarafların sayıca çok olması ve değişik iş alanlarında faaliyet göstermesi	8	9
Geçmiş tecrübeler ve cari ekonomik duruma göre değerlendirme yapılması	25	28
Kredi derecelendirme/değerlendirme çalışmalarının yapılması	8	9
Etkili bir kontrol sistemi ile yönetilmesi	16	18
Likidite Riskinin Yönetiminde Kullandığınız Firma İçi Yöntem	f	%
Kredi sağlayıcılarının erişilebilirliğinin sürekli kılınması	22	29
Kreditörlerden ve hissedarlardan fon sağlanması	13	17
Nakit giriş çıkışlarının dengelenmesi	4	5
Kısa vadeli finansal araçların nakde çevrilmesi ve likit varlıkların tutulması	38	49
<i>İşletmelerin 9 tanesi bu sorulara cevap vermemiştir. Cevaplayıcılar aynı anda birden çok seçeneği işaretlemişlerdir.</i>		

Tablo-4'teki sonuçlara göre, faiz oranı riskini yönetmek için işletmeler tarafından en çok faiz oranlarının sabitlenmesi ve faiz oranlarını inceleme ve güncelleme yöntemleri kullanılmaktadır. Döviz kuru riski için ise, en çok döviz pozisyonunun sürekli takip ve analizi yöntemi kullanılmaktadır. Kredi riski en çok geçmiş tecrübeler ve cari ekonomik duruma göre değerlendirme yapılması ile yönetilmektedir. Daha çok kısa vadeli finansal araçların nakde çevrilmesi ve likit varlıkların tutulması yöntemiyle de likidite riskinin yönetimi gerçekleştirilmektedir.

Bu bilgiler verildikten sonra çalışmanın ana amacını oluşturan hipotezlerden ikincisi $\alpha=0,05$ önem düzeyinde aşağıda analiz edilmektedir. İşletmelerin demografik özelliklerine göre risk yönetim politikalarında anlamlı bir fark olup olmadığını test etmek için tek faktörlü varyans analizi (One-way ANOVA) yapılmıştır³. Test sonuçları Tablo-5'te yer almaktadır.

H₂: İşletmelerin demografik yapılarına göre, risk yönetim politikaları değişmektedir.

³Varyansların homojenliği testi yapılmış ve elde edilen Levene testi sonuca göre ANOVA testi yapılmasında gerekli önşartın sağlandığı görülmüştür.

Tablo 5: H₂ Hipotezi İçin Tek Faktörlü Varyans Analizi Sonuçları

Demografik Değişkenler		Risk Yönetim Politikaları			
		Faiz Oranına Göre	Döviz Kuruna Göre	Kredi Riskine Göre	Likidite Riskine Göre
Sektör	F	1,048	1,517	1,471	0,269
	p	0,402	0,204	0,218	0,928
Kuruluş Yılı	F	1,441	1,215	1,565	1,496
	p	0,229	0,318	0,189	0,208
Personel Sayısı	F	1,608	1,129	0,881	1,152
	p	0,178	0,359	0,502	0,346
Borçlanma Oranı	F	1,052	1,391	0,568	0,506
	p	0,391	0,252	0,687	0,731
İhracat Düzeyi	F	1,787	0,665	1,418	0,564
	p	0,148	0,620	0,243	0,690

Tablo-5'te gösterilen bilgiler dikkate alındığında, işletmelerin demografik yapılarına göre, risk yönetim politikalarında istatistikî olarak herhangi anlamlı bir farklılık tespit edilememiştir. Diğer bir ifadeyle, işletmelerin demografik yapılarının değişmesiyle söz konusu işletmelerin takip ettikleri risk yönetim politikaları değişmemektedir. Bu sonuçlara göre H₂ hipotezi doğrulanmamış ve reddedilmiştir.

5.4. Türev Ürünlerin Kullanımı ve VOB'a Yönelik Analiz Sonuçları

Tablo-6'da araştırma kapsamındaki işletmelerin türev ürün kullanımlarına ilişkin bilgiler yer almaktadır. Buna göre araştırma kapsamındaki işletmelerin %38'i daha önce türev ürünlerle ilgili olarak işlem yaptıklarını bildirmiştir. Buna karşın %62'sinin türev ürünleri hiç kullanmadıkları ortaya çıkmıştır. Türev ürün kullanan işletmelere bakıldığında bu işletmelerin %73'ü daha çok risk yönetimi amacıyla, %18'i spekülasyon amacıyla ve %36'sı ise arbitraj amacıyla türev ürünleri kullandıkları tespit edilmiştir. Risk yönetim sürecinde türev ürün kullanan işletmelerin bu işlemleri ne sıklıkta yaptıklarına bakıldığında %54,5'inin nadiren, %41'inin orta sıklıkta ve %4,5'inin ise sık sık türev ürünleri kullandıkları anlaşılmıştır (Tablo-6, Panel-A).

Risk yönetiminde türev ürün kullanan firmaların %71'i döviz kuru riskini yönetmede daha çok forward sözleşmelerini kullandıkları tespit edilmiştir. Bunu %12,5 ile futures sözleşmeleri ve %12,5 ile opsiyon sözleşmeleri takip etmektedir. Anket kapsamındaki şirketler opsiyon işlemlerini daha çok yurt dışı piyasalarda gerçekleştirmektedirler. Söz konusu firmaların %46'sı faiz oranı riskini yönetmek için daha çok swap sözleşmelerini ve %38,5'i de opsiyon sözleşmelerini kullanmaktadır. Ankete katılan işletmelerden hiçbiri kredi ve likidite riski için herhangi bir türev ürün kullanmamaktadır (Tablo-6, Panel-B).

Tablo 6: İşletmelerin Türev Ürün Kullanımları

Panel-A				
İşletmelerin türev ürünlerle ilgili işlem yapma durumu; Evet f, 22; % 37,9; Hayır f, 36; % 62,1				
Türev ürünlerin kullanım amaçları*; Risk Yönetimi f, 16;% 72,7; Spekülasyon f, 4; % 18,2; Arbitraj f, 8; % 36,4				
Türev ürünlerin kullanım sıklığı; Nadiren f, 12; %54,5; Orta sıklıkta f, 9; %40,9; Sık sık f, 1; %4,5				
Panel-B				
Türev ürünlerin hangi risk grubunu yönetmek için kullanıldığı;				
	Forward	Futures	Swap	Opsiyon
Döviz Kuru Riski İçin	f, 17 ; %71	f, 3 ; % 12,5	f, 1 ; % 4,1	f, 3 ; % 12,5
Faiz Oranı Riski İçin	f, 1 ; % 7,7	f, 1 ; % 7,7	f, 6 ; % 46,0	f, 5; % 38,5
Kredi Riski İçin	f, 0 ; % 0	f, 0 ; % 0	f, 0 ; % 0	f, 0 ; % 0
Likidite Riski İçin	f, 0 ; % 0	f, 0 ; % 0	f, 0 ; % 0	f, 0 ; % 0
Panel-C				
Türev ürünlerle ilgili işlemleri yapan ayrı bir birimin varlığı; Evet f, 4 ; % 18,2; Hayır f, 18 ; % 81,8				
Türev ürünlerle ilgili ayrı bir birim kurulması durumu; Evet f, 1 ; % 5,0; Hayır f, 19 ; % 95,0				
Türev işlemleri gerçekleştiren personelin eğitim durumu; Eğitim veriliyor f, 1 ; % 4,0; Eğitimli ve eğitimi devam ediyor f, 3 ; % 14,0; Eğitimli f, 16 ; % 73; Eğitim planlanıyor f, 2 ; % 9,0				
Türev ürünlerin kullanılmama sebepleri*; Bilgi eksikliği f, 15 ; % 26; Deneyim eksikliği f, 9 ; % 16; Piyasa şartlarının oluşmaması f, 7 ; % 12; Takip etme zorluğu f, 1 ; % 2; İşlem maliyetlerinin yüksekliği f, 4 ; % 7; Yönetim kararı f, 10 ; % 18; Riske girmeme isteği f, 11 ; % 19				
VOB'dan haberdar olma durumu; Evet f, 34; % 58,6; Hayır f, 24; % 41,4				
VOB'da işlem gören türev ürünlerden haber olma durumu; Evet f, 27; % 46,6; Hayır f, 31; % 53,4				
İşletmeler için VOB'un kurulmasının yararlılık durum; Evet f, 25; % 43,1; Hayır f, 28; % 48,3				

*Cevaplayıcı aynı anda birden çok seçeneği işaretlemiştir.

Ankete katılan işletmelerden %82'sinin işletme içinde türev ürünlerle ilgili işlemleri yapan ayrı bir birimleri yoktur. Ayrıca türev ürünler için ayrı bir birimi olmayan bu işletmelerin %95'i ise böyle bir birimi hiç kurmayı düşünmediklerini bildirmiştir. Türev ürünlerle ilgili işlemleri gerçekleştiren personelin eğitim durumuna bakıldığında türev ürünleri kullananlardan %73'ünün eğitimli olduğu tespit edilmiştir. Buna bağlı olarak işletmelerin %58,6'sı türev ürünlerin işlem gördüğü İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası hakkında bilgi sahibi olduklarını ve işletmelerin %46,6'sı ise borsadaki türev ürünlerden haberdar olduklarını ifade etmiştir. Türev ürünlerin kullanılmama sebeplerine yönelik analiz sonuçlarına göre, ankete katılanların %26'sı bilgi eksikliğinden, %19'u riske girmek istemediğinden, %18'i üst yönetimin istememesinden ve %16'sı ise deneyim eksikliğinden dolayı türev ürünleri kullanmadıklarını ifade etmiştir (Tablo-6, Panel-C).

Bu bilgiler verildikten sonra çalışmanın ana amacını oluşturan hipotezlerden üçüncüsü $\alpha=0,05$ önem düzeyinde aşağıda analiz edilmektedir. İşletmelerin demografik özelliklerine göre türev ürün kullanımları arasında anlamlı bir fark olup olmadığını test etmek için tek

faktörlü varyans analizi (One-way ANOVA) yapılmıştır⁴. Test sonuçları Tablo-7’de yer almaktadır.

H₃: İşletmelerin demografik yapılarına göre, türev ürün kullanımını değiştirmektedir.

Tablo 7: H₃ Hipotezi İçin Tek Faktörlü Varyans Analizi Sonuçları

Demografik Değişkenler		Türev Ürün Kullanımları				
		Risk yönetimi	Spekülasyon	Arbitraj	Döviz kuru riski için kullanılan türev ürün	Faiz oranı riski için kullanılan türev ürün
Sektör	F	1,455	1,134	0,790	1,586	4,218
	p	0,259	0,383	0,572	0,220	0,120
Kuruluş Yılı	F	1,819	0,302	1,498	1,908	3,139
	p	0,172	0,873	0,247	0,155	0,420
Personel Sayısı	F	1,687	3,673	0,849	2,384	0,406
	p	0,195	0,021*	0,535	0,850	0,838
Borçlanma Oranı	F	0,273	0,546	1,027	0,726	2,318
	p	0,891	0,704	0,422	0,586	0,990
İhracat Düzeyi	F	0,406	0,492	0,576	5,803	0,676
	p	0,802	0,742	0,684	0,004*	0,618

Tablo-7’de gösterilen bilgiler dikkate alındığında, işletmelerin demografik yapılarına göre türev ürün kullanımlarında istatistikî olarak herhangi anlamlı bir farklılık tespit edilememiştir. Dolayısıyla H₃ hipotezi reddedilmektedir. Daha açık bir ifadeyle, işletmelerin demografik yapılarının değişmesiyle türev ürünleri risk yönetimi, spekülasyon ve arbitraj amacıyla kullanmalarında herhangi bir değişim olmamaktadır. Ancak işletmelerin büyümesi (personel sayısı) ile spekülasyon amacıyla türev ürünlerin kullanmasında anlamlı bir farklılık tespit edilmiştir. Farklılığın nereden kaynaklandığını belirlemek için yapılan Tukey testine göre, işletmelerin büyüdükçe spekülasyon amacıyla türev ürünleri daha çok kullandıkları tespit edilmiş ve H₃ hipotezi spekülasyon kullanımı için reddedilememiştir. Ayrıca döviz kuru riskinin yönetimi için kullanılan türev ürünün ihracat düzeyine bağlı olarak değiştiği tespit edilmiştir. Buna göre ihracat düzeyi arttıkça işletmeler, forward sözleşmeleri daha çok kullanmaktadır. Bu anlamda H₃ hipotezi reddedilememiştir.

6. SONUÇ

Son yıllarda iş hayatında yaşanan hızlı gelişmeler neticesinde işletmeler birçok finansal riskle karşı karşıya kalmaktadır. Bu risklerle başa çıkmanın en temel yollarından biri de türev ürünlerin kullanımınıdır. Bilindiği gibi türev ürünler işletmelerin finansal yapısını olumsuz yönde etkileyen finansal riskleri azaltmak ya da ortadan kaldırmak amacıyla işletmelerin kullandığı araçlardır. Tüm dünyada uluslararası entegrasyonun hızlandığı 1970’li

⁴Varyansların homojenliği testi yapılmış ve elde edilen Levene testi sonuca göre ANOVA testi yapılmasında gerekli önşartın sağlandığı görülmüştür.

yıllardan sonra risk sürecini yönetme ve oluşabilecek kar fırsatlarından yararlanma düşüncesi türev ürünlere olan talebi artırmıştır. Gelişmekte olan ülkelerdeki işletmelerde de finansal risklerin yönetiminde türev ürünlerin kullanımı hızlı bir şekilde artmaktadır.

Bu çalışmada, Denizli ilinde faaliyet gösteren 58 imalat sanayi işletmesinin risk algılamaları, risk yönetim politikaları ve türev ürün kullanımları anket yoluyla incelenerek; araştırmanın kuramsal modeli geliştirilen hipotezlerle sınanmıştır.

Analizler sonucu elde edilen bulgulara göre işletmeler çeşitli risklerle yoğun şekilde karşılaşmalarına rağmen, en çok döviz kuru riski ve likidite riskine maruz kalmaktadır. Genel olarak; işletmelerin türev ürünleri firma içi yöntemlere göre daha az kullandığı dikkat çekmektedir. Türev ürünlerin yeterince kullanılmamasının nedeni; türev ürünlerin yeterince bilinmemesinden, daha doğrusu anlaşılmasından kaynaklanmaktadır. İşletmeler daha çok döviz kuru ve faiz oranı riski için türev ürünleri kullanırken, likidite ve kredi riski için firma içi yöntemleri kullanmaktadır. En çok forward türev ürünü kullanılmakta ve türev ürünler daha çok risk yönetim amacıyla kullanılmaktadır. Genel olarak çalışmada kurulan hipotezler doğrulanamamıştır. Çalışmada kullanılan veri setinin darlığı nedeniyle elde edilen sonuçlara bu açıdan ihtiyatla yaklaşılmalıdır.

KAYNAKLAR

- Akgüç, Öztin (1997), Finansal Yönetim, 7. Baskı, Avcıol Basım Yayın, İstanbul.
- Akgül, Aziz – Çevik, Osman (2005), İstatistiksel Analiz Teknikleri: SPSS’te İşletme Yönetimi Uygulamaları, 2. Baskı, Emek Ofset Ltd. Şti., Ankara.
- Anand, Manoj. – Kaushik, K. P., (2008), “Currency Derivatives: A Survey of Indian Firms” IIMB Management Review, Vol. 20, No. 3, pp. 324- 339.
- Aşıkoğlu, Rıza. - Cantürk, Kayahan (2008), “Global Finansal Sistem Etkileşimiyle Türkiye’nin Türev Piyasa Görünümü”, Afyon Kocatepe Üniversitesi, İİBF Dergisi, Cilt X, Sayı 2, s. 157-179.
- Aydın, Nurhan. - Başar, Mehmet. - Coşkun, Metin (2007), Finansal Yönetim, İkinci Baskı, Eskişehir.
- Bartram, Söhnke M. - Brown, Gregory W. - Fehle, Frank. (2009), “International Evidence on Financial Derivative Usage”, Financial Management, Vol 38, No 1, pp. 185-206.
- Bodnar, Gordon. M. - Jong, Abe De. – Macrae, Victor. (2003), “The Impact of Institutional Differences on Derivatives Usage: A Comparative Study of US and Dutch Firms”, European Financial Management, Vol. 9, pp. 271-297.
- Chambers, Nilgün (2007), Türev Piyasalar, Beta Yayıncılık, İstanbul.
- Ciner, Çetin (2006), “Hedging or Speculation In Derivative Markets: The Case of Enerjy Futures Contracts” Applied Financial Economic Letter, Sayı 2/3, ss. 188-192.
- Demir, Sezgin (2009), “Döviz Riskinden Korunma Yöntemleri ve Kullanılma Nedenleri: İMKB Örneği”, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı 41, ss. 156- 170.

- Denizli Sanayi Odası (2011), Denizli Sanayi Odası İstatistik Yıllığı: Rakamlarla Denizli, http://www.dso.org.tr/images/file/istatistik/2011/BULTEN_TR_haziran11.pdf, (10.02.2012).
- Ebiçlioğlu, Fatih Kemal - Kahraman, Abdülkadir (1999), Swap İşlemleri İşleyişi ve Vergisel Boyutu, Türmob Yayınları - 82, Ankara.
- El-Masry, Ahmed A. (2006), “Derivatives Use and Risk Management Practices by UK Nonfinancial Companies”, *Managerial Finance*, Vol 32, No. 2, ss. 137-159.
- Ergincan, Yakup (1996), Endekse Dayalı Vadeli İşlem Sözleşmeleri, Portföy Yönetiminde Kullanımı ve Türkiye’de Uygulanabilirliği, SPK Yayın No: 33, Ankara.
- Ersoy, Ersan (2011), “Türkiye’de ve Dünyada Organize Türev Piyasaların Gelişimi” *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı 51, Temmuz, ss. 63-80.
- Géczy, Christopher. - Minton, Bernadette A. - Schrand, Catherine (1997), “Why Firms Use Currency Derivatives”, *Journal of Finance*, No. 52, pp.323-354.
- Gorton Gary - Rosen, Richard (1995), “Banks and Derivatives”, National Bureau of Economic Research, Working Paper No 5100, April.
- Güngör, Ali İhsan.- Yılmaz, Celali. - Yılmaz, Mustafa Kemal. (2006), “Do the Derivatives Help the Companies to Manage Their Risks? Evidence from the Istanbul Stock Exchange”, *International Finance Symposium*, Istanbul, May 25-26.
- Hagelin, Niclas (2003), “Why Firms Hedge With Currency Derivatives: An Examination of Transaction And Translation Exposure”, *Applied Financial Economics*, Vol 13, ss.55-69.
- Kayahan, Cantürk (2009), “Finansal Turevler: Efsaneleri ve Algılanma Hataları”, *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, Cilt 16, Sayı 1, ss. 23-37.
- Kaygusuzoğlu, Mehmet (2011), “Finansal Türev Ürünlerden Forward Sözleşmeleri Ve Muhasebe İşlemleri”, *Atatürk Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt 25, Sayı 2, ss. 137- 149.
- Koçyiğit, Seyhan Çil. - Çına Bal, Emine. - Bal, Hasan. (2009), “İMKB’de İşlem Gören Şirketlerde Türev Ürünlerin Risk Yönetimi Amacıyla Kullanılma Düzeyleri”, *Muhasebe Ve Denetime Bakış*, Sayı 28, Nisan.
- Korkmaz, Turhan (2001), “Yeni Gelişmekte Olan Sermaye Piyasalarına Yatırım ve Türev Ürünlerin Rolü”, *İMKB Dergisi*, Sayı 17, ss. 69-100.
- Loderer, Claudio - Pichler, Karl (2000), “Firms, Do You Know Your Currency Risk Exposure? Survey Results”, *Journal of Empirical Finance*, Vol. 7, ss. 317-344.
- Muller, Aline - Verschoor, Willem F. C. (2005), “The Impact of Corporate Derivative Usage on Foreign Exchange Risk Exposure”, November.

- Özalp Pınar (2003), “Türev Araç Piyasalarının Finansal Sistemin İşleyişindeki Rolü: Türkiye’de Bu Piyasalara İşlerlik Kazandırma Çalışmaları”, TCMB Uzmanlık Yeterlik Tezi, Ankara.
- Popov, Victor - Stutzmann, Yann (2003), “How is Foreign Exchange Managed: An Empirical Study Applied to Two Swiss Companies”, University of Lausanne, http://www.hec.unil.ch/cms_mbf/master_thesis/0314.pdf, (14.02.2012).
- Selvi, Yakup (2000), Türev Ürünlerin Muhasebeleştirilmesi, ARC Yayınları, İstanbul.
- Yanagida, Munehiko - Inui, Koji (1996), “Survey of Derivatives Usage Among Non-Financial Japanese Firms - Implications of a Comparison With U.S. Firms”, NLI Research Institute.
- Yavilioğlu, Cengiz - Delice, Güven (2006), “Tezgah-Üstü Türev Piyasaları: Bir Değerlendirme”, Maliye Dergisi, Sayı 151, Temmuz - Aralık.,ss. 63-84
- Yılmaz, Mustafa K. - Kurun, Engin (2007), “The Impact of Derivatives on Financial Stability in Turkish Economy Evidence from the İstanbul Stock Exchange and TurkDEX”, International Research Journal of Finance and Economics, No.9, ss. 180-199.
- Yücel, Tülay. - Mandacı, P. Evrim.- Kurt, Gülüzar. (2007), "Financial Risk Management and Use of Derivative Instruments in Companies: An Application on Companies Listed on İstanbul Stock Exchange", Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı 36, Ekim, ss. 106-113.