

**DIŞ TİCARETTE DÖVİZ KURU RİSKİ  
VE RİSKTEN KORUNMAK İÇİN  
KULLANILAN FİNANSAL TEKNİKLER**

**Kâmil CİHAN**  
**(Yüksek Lisans Tezi)**

**Eskişehir-1994**

Eskişehir Üniversitesi  
Merkez Kütüphane

**T.C.ANADOLU ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ,**

**DIŞ TİCARETTE DÖVİZ KURU RİSKİ VE  
RİSKTEN KORUNMAK İÇİN  
KULLANILAN FİNANSAL TEKNİKLER**

**Yüksek Lisans Tezi**

**Kâmil CİHAN**

**Danışman:**

**Yrd.Doç.Dr. Kemâl BİÇERLİ**

**Eskişehir-1994**

**Eskişehir İktisadi ve Sosyal Bilimler  
Enstitüsü**

## ÖZET

Uluslararası ticareti artırma çalışmaları sonucu ülkelerarası ticarethacminde önemli oranda gelişme kaydedilmiştir. Gelişen dünya ekonomisi ile birlikte özellikle esnek döviz kuru sistemine geçilmesi sonucu uluslararası alanda faaliyette bulunan firmaların döviz fiyatlarındaki dalgalanmalar neticesinde döviz kuru riski ile karşı karşıya kalmalarına sebep olmuştur. Döviz kuru riski, irmaların kâr elde etmek için yapmış oldukları ticaretin zararlarla sonuçlanmasına neden olacağından önemli olmaktadır.

Döviz kuru riski sadece dış ticaret firmalarını etkilememekte yerel firmaları hatta döviz ile işlem yapmayan kişi ve kuruluşları da etkilemektedir. Ayrıca döviz kuru riskinden korumada kullanılan finansal tekniklerin uygulama alanları sadece kur riskinden korunma ile sınırlı değildir. Bunlar faiz oranları riskinden korunmada kullanılabileceği gibi bazıları mal ve hizmet fiyat riskinden korunmada da kullanılabilmektedir.

Bu çalışmada, uluslararası ticaret ile döviz piyasası tek tek incelenmiş aralarındaki ilişki ortaya konmuş ve döviz kuru riski ayrıntılı olarak incelenmiştir. Uluslararası faaliyette bulunan firmaların döviz kuru riskinden korunmak için kullanabilecekleri finansal teknikler geniş bir biçimde ele alınıp uygulama örnekleri de verilmiştir. Çalışma sonucunda döviz kuru riskinden korunmanın ne kadar önemli olduğu vurgulanmaya çalışılmıştır.

## SUMMARY

As a result of the efforts to enhance international trade, there have been significant expansion in international trade volume. With the developing world economy, especially after free exchange rate system is adopted, the international corporations faced risks arising from fluctuating exchange rates. Exchange rate risks are important for the corporations because they may end up with losses.

Exchange rate risk do not only threaten the corporations which import and export, but also the domestic firms even those people and organizations who do not deal with foreign exchanges. Financial techniques to avoid the risk of exchange fluctuations do not only involve avoiding exchange rate risk. They can also be used against interest rates as well as the risks of the prices of goods and services.

In this work international and trade and exchange markets are analyzed in detail and their interrelations are made clear. The exchange rate risk is also analyzed in depth. Financial techniques that international corporations may use are studied and implication samples are given. The importance of avoiding exchange rate risks is emphasized.

## İÇİNDEKİLER

GİRİŞ .....	1
-------------	---

## BİRİNCİ BÖLÜM

### ULUSLARARASI TİCARET VE DÖVİZ PİYASASI

I. ULUSLARARASI TİCARET VE KARŞILAŞILAN RİSKLER .....	5
1. ULUSLARARASI TİCARET VE ÜLKELERİN DIŞ TİCARET YAPMA NEDENLERİ .....	5
2. ULUSLARARASI TİCARETTE KARŞILAŞILAN RİSKLER .....	8
2.1. Ticari Risk .....	8
2.1.1. Kabul Riski .....	9
2.1.2. Finansal Risk .....	9
2.2. Ülke Riski .....	10

2.2.1. Politik Risk .....	10
2.2.2. Sosyal Risk .....	13
2.2.3. Ekonomik Risk .....	13
2.3. Vesaik Riski .....	14
2.4. Faiz Oranları Riski .....	14
2.5. Döviz Kuru Riski .....	15
<b>II. ULUSLARARASI TİCARET İLE DÖVİZ PİYASASI</b>	
<b>İLİŞKİSİ .....</b>	<b>16</b>
1. ULUSLARARASI PARA SİSTEMİ .....	18
2. DÖVİZ VE DÖVİZ PİYASASI .....	22
2.1. Döviz ve Efektif .....	22
2.2. Döviz Piyasası ve Organları .....	23
2.3. Döviz Piyasasının Fonksiyonları .....	26
2.4. Döviz Piyasasında İşlem Türleri .....	27
2.4.1. Peşin (Spot) Döviz İşlemleri .....	28
2.4.2. Vadeli (Forward) Döviz İşlemleri .....	29
2.4.3. Swap Döviz İşlemleri .....	31
2.5. Döviz Kurları .....	32
2.5.1. Uluslararası Ticaret ile Döviz Kuru	
İlişkisi .....	37
2.5.2. Döviz Piyasasını Etkileyen Etkenler .....	41

## İKİNCİ BÖLÜM

### DÖVİZ KURU RİSKİ VE RİSKTEN KORUNMAK İÇİN KULLANILAN FİNANSAL TEKNİKLERİN SINIFLANDIRILMASI

I. DÖVİZ İŞLEMLERİNDE RİSK VE DÖVİZ KURU RİSKİ .....	45
1. DÖVİZ İŞLEMLERİNDE RİSK .....	45
1.1. Kredi Riski .....	46
1.2. Likidite Riski .....	46
1.3. Ülke Riski .....	47
2. DÖVİZ KURU RİSKİ .....	47
2.1. Tanım ve Kapsam .....	48 +
2.2. Döviz Kuru Riskinin Önemli Olmasının Nedenleri .....	52
2.2.1. Uluslararası Ticaret ve Finansmandaki Büyüme .....	53
2.2.2. Döviz Kuru Dalgalanmalarındaki Artış .....	54
2.2.3. Döviz Kâr ve Zararlarının Görünürlüğünün Artması .....	55
2.3. Kur Riski Çeşitleri .....	56
2.3.1. Ticari Kur Riski (Döviz İşlem Riski) .....	56
2.3.2. Ekonomik Kur Riski .....	58
2.3.3. Dönüşüm (Çevrim) Riski .....	59
2.4. İhracat ve İthalatta Kur Riski Alanları .....	60
3. DÖVİZ KURU RİSKİNE KARŞI FİRMALARIN TUTUMU .....	62

3.1. Hiçbir Riskten Korunmamak .....	63
3.2. Her Riskten Korunmak .....	64
3.3. Selektif (Seçici) Olarak Riskten Korunmak .....	64
4. TÜRKİYE'DE DÖVİZ PİYASASININ TARİHİ GELİŞİMİ İÇERİSİNDE DÖVİZ KURU RİSKİNİN YERİ .....	65 +
II. DÖVİZ KURU RİSKİNDEN KORUNMAK (HEDGING) İÇİN KULLANILAN FİNANSAL TEKNİKLERİN SINIFLANDIRILMASI .....	73

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### DÖVİZ KURU RİSKİNDEN KORUNMAK İÇİN KULLANILAN İÇSEL TEKNİKLER

I. NETLEŞTİRME (NETTING) .....	76
II. EŞLEŞTİRME (MATCHING) .....	81
III. ÖNCELEME VE ERTELEME (LEADING AND LAGGING) .....	82
IV. FİYATLAMA POLİTİKASI (PRINCING POLICY) .....	85
1. FİYAT DEĞİŞİKLİĞİ (PRICE VARIATION) .....	85
2. DÖVİZLE FATURALAMA (INVOICINIG IN FOREIGN CURRENCY) .....	86
V. AKTİF VE PASİF YÖNETİMİ (ASSET AND LIABILITY MANAGEMENT) .....	91

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### DÖVİZ KURU RİSKİNDEN KORUNMAK İÇİN KULLANILAN DIŞSAL TEKNİKLER

I. VADELİ DÖVİZ KONTRATLARI (FORWARD FOREIGN EXCHANGE CONTRACTS) .....	95
1. TANIM .....	96
2. VADELİ DÖVİZ KONTRATLARININ TARAFLARI VE KULLANIM AMAÇLARI .....	98
3. VADELİ (FORWARD) KURLARIN BELİRLENMESİ .....	100
4. VADELİ DÖVİZ KONTRAT TÜRLERİ .....	104
4.1. Forward-Forward Swap .....	104
4.2. Vade Opsiyonlu Vadeli Döviz Kontratları .....	105
4.3. Döviz Bekletme Hesapları .....	106
4.4. Üstüste Vadeli Forward (Vadeli) Döviz Opsiyonları .....	107
4.5. Dolaylı Vadeli Döviz Kontratları .....	108
5. VADELİ DÖVİZ KONTRATLARININ AVANTAJLARI VE DEZAVANTAJLARI .....	109
5.1. Avantajları .....	109
5.2. Dezavantajları .....	109
6. VADELİ DÖVİZ KONTRATLARI İLE DIŞ TİCARET FİRMALARININ DÖVİZ KURU RİSKİNDEN KORUNMASI (HEDGING) .....	110

6.1. İhracat Alacaklarının Vadeli Döviz Kontratları ile Döviz Kuru Riskinden Korunması .....	111
6.2. İthalat Borçlarının Vadeli Döviz Kontratları ile Döviz Kuru Riskinden Korunması .....	113
II. GELECEK (FUTURES) DÖVİZ KONTRATLARI .....	116
1. TANIM .....	117
2. GELECEK KONTRATLARININ TEMEL ÖZELLİKLERİ VE ORGANİZASYONU .....	118
2.1. Organize Borsalar .....	119
2.2. Standardizasyon .....	120
2.3. Takas Merkezi (Clearing House) .....	122
2.4. Marjın Sistemi ve Günlük Mutabakat .....	124
2.5. Pozisyon Kapatma (Closing Out) .....	127
3. GELECEK PİYASALARININ İŞLEYİŞİ, TARAFLARI VE AMAÇLARI .....	127
4. GELECEK PİYASALARININ AVANTAJLARI VE DEZAVANTAJLARI .....	130
4.1. Avantajları .....	130
4.2. Dezavantajları .....	132
5. GELECEK DÖVİZ KONTRATLARI İLE DIŞ TİCARET FİRMALARININ DÖVİZ KURU RİSKİNDEN KORUNMASI (HEDGING) .....	133
5.1. İhracat Alacaklarının Gelecek Döviz Kontratları ile Döviz Kuru Riskinden Korunması .....	133
5.2. İthalat Borçlarının Gelecek Döviz Kontratları ile Döviz Kuru Riskinden Korunması .....	136
III. DÖVİZ SWAP KONTRATLARI .....	139
1. TANIM, TARAFLAR VE TARAFLARIN AMAÇLARI .....	140

2.SWAP TÜRLERİ .....	141
2.1. Faiz Swap'ı (Interest Rate Swap) .....	142
2.1.1. Faiz Swap Uygulaması .....	143
2.2. Döviz Swap'ları (Currency Swap) ve Riskten Korunma (Hedging) .....	146
2.2.1. Sabit Faizli Para Swap'ı .....	149
2.2.2. Sabit Faizden-Değişken Faize Para Swap'ı .....	151
2.2.3. Değişken Faizden-Değişken Faize Para Swap'ı .....	153
IV. DÖVİZ OPSİYON KONTRATLARI (CURRENCY OPTION CONTRACTS) .....	155
1.TANIM .....	156
2.TÜRLERİ .....	157
3.DÖVİZ OPSİYON İŞLEM STİLLERİ .....	158
4.DÖVİZ OPSİYON PİYASALARI .....	158
4.1. Banka Opsiyonları (Inter Bank veya Over-the-Counter Options) .....	159
4.2. Borsa Opsiyonları (Exchange-Traded Options) .....	160
4.2.1. Doğrudan Spot Döviz Üzerine Yazılan Opsiyonlar .....	160
4.2.2. Gelecek Döviz Kontratları Üzerine Yapılan Opsiyon Kontratları .....	161
4.3. Borsa Opsiyonlarının Temel Yapısı .....	162
4.3.1. Standardizasyon .....	162
4.3.2. Halka Açık Fiyatlandırma .....	164
4.3.3. Takas Merkezi .....	164
4.3.4. Marjin Sistemi .....	165
5. OPSİYONUN TEMEL ÖZELLİKLERİ .....	166
5.1. Döviz Opsiyonlarının Fiyatlandırılması (Prim) .....	166

5.2. Kullanma Fiyatı (Strike Price) .....	169
5.3. Kârda (in-the-money), Zararda (out-of-the-money) ve Başabaş (at-the-money) Opsiyonlar .....	169
6.DÖVİZ OPSİYON KONTRATLARI İLE DIŞ TİCARET FİRMALARIN DÖVİZ KURU RİSKİNDEN KORUNMASI (HEDGING) .....	171
6.1. İthalat Borçlarının Döviz Opsiyon Kontratları ile Döviz Kuru Riskinden Korunması .....	172
6.2. İhracat Alacaklarının Döviz Opsiyon Kontratları ile Döviz Kuru Riskinden Korunması .....	176
V. DIŞSAL TEKNİKLERİN TÜRKİYE'DEKİ DURUMU ....	178
1.TÜRKİYE'DE DIŞSAL TEKNİKLERİN KAMBIYO MEVZUATI KARŞISINDAKİ DURUMU ...	180
1.1. Vadeli (Forward) Döviz Alım Satımı .....	181
1.2. Döviz Swap İşlemleri .....	184
1.3. Gelecek(Futures) ve Opsiyon Döviz İşlemleri .....	188
2.TÜRKİYE'DE DIŞSAL TEKNİKLERİN FİRMALAR TARAFINDAN YAYGIN OLARAK KULLANILAMAMASININ NEDENLERİ .....	189
SONUÇ VE ÖNERİLER .....	192
YARARLANILAN KAYNAKLAR .....	198

## TABLULAR LİSTESİ

Tablo: 1	Nakit Akım Tablosu .....	57
Tablo: 2	Döviz Kurlarının Gelişimi .....	71
Tablo: 3	Türkiye Dış Ticaret Hacmi ve Dış Ticaretin GSMH İçindeki Payı .....	72
Tablo: 4	Döviz Kuru Riskinden Korunma Teknikleri ...	74
Tablo: 5	Çok Taraflı Netleştirme Matrisi .....	79
Tablo: 6	En Fazla İşlem Gören 10 Gelecek Kontratı ...	116
Tablo: 7	Döviz Gelecek Kontratları .....	121
Tablo: 8	Faiz Swap'ına Fon Akımı .....	144
Tablo: 9	Kontrat Büyüklükleri .....	163
Tablo: 10	Opsiyon Kullanma Fiyatı .....	167
Tablo: 11	Kârda, Başabaşta ve Zararda Opsiyonlar .....	170

## ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil: 1	Döviz Talep Eğrisi .....	38
Şekil: 2	Döviz Arz Eğrisi .....	40
Şekil: 3	Denge Döviz Kuru .....	41
Şekil: 4	Kur Riski ve Boyutları .....	51
Şekil: 5	Dış Ticarete Kur Riski Alanları .....	61
Şekil: 6	İki Taraflı Netleştirme .....	78
Şekil: 7	Çok Taraflı Netleştirme .....	80
Şekil: 8	Borsa Organizasyonu .....	120
Şekil: 9	Takas İşleminin Gerçekleştirilmesi .....	124
Şekil: 10	Sözleşme Yapma ve Emrin Oluşumu .....	130
Şekil: 11	Faiz Swap'ının Yapısı .....	145
Şekil: 12	Back-to-Back Krediler .....	146
Şekil: 13	Paralel Krediler .....	147
Şekil: 14	Ana Para Değiş Tokuşu .....	150
Şekil: 15	Faiz Değiş Tokuşu .....	150
Şekil: 16	Ana Paraların İadesi .....	150
Şekil: 17	Ana Para Değiştirilmesi .....	152
Şekil: 18	Periyodik Ödemeler .....	152
Şekil: 19	Vade ve Ana Paraların Değiştirilmesi .....	152
Şekil: 20	Ana Para Değişimi .....	154
Şekil: 21	Periyodik Ödemeler .....	154
Şekil: 22	Ana Para Geri Ödemeleri .....	155

## GİRİŞ

Dünya ekonomisinin sağlıklı olarak gelişebilmesi dış ticarete bağlıdır. Dünya'daki her ülkenin amacı kalkınmak için daha çok ihracatta bulunmak olduğuna göre, dünya toplam dış ticaretinin sürekli artması gerektiği söylenebilir. Dünya ticaret hacmini artırmak için İkinci Dünya Savaşı'ndan bu yana uluslararası ticaretin liberalizasyonu konusunda birbirini izleyen toplantılar sonucu ülkelerarası mal, hizmet ve yatırımlar önemli ölçüde artmıştır. Bu gelişmelere bağlı olarak uluslararası ticaretin hızlı ulaşım araçlarıyla oldukça geliştiği, bankacılık sektörünün bütün dünyada, gelişmiş telekomünikasyon ve bilgisayar ağları sayesinde etkinliğini artırdığı yüzyılın sonlarında ulusal ekonomilerin birbirlerine daha da bağımlı hale geldikleri inkar edilemez bir gerçektir. Bu bağımlılık benzer ekonomik sorunlara benzer çözümlerin bir çok ülkede uygulanır hale gelmesi sonucunu doğurmuştur.

Dünya ekonomisindeki bu bütünleşme bir taraftan global ekonomik büyümeye büyük ölçüde yardımcı olurken diğer taraftan da ticari girişimcileri, döviz kurlarındaki dalgalanmalara karşı çok daha hassas bir duruma getirmiştir. 1972 yılında Bretton Woods Sisteminin sona ermesiyle döviz kurlarının sürekli dalgalanma göstermesi sonucunda uluslararası alanda faaliyet gösteren bankalar, mali kuruluşlar ve firmalar ciddi bir şekilde kur riski ile karşı karşıya kalmışlardır. Döviz kurlarında zaman zaman, hatta bir gün içinde bile gözlenen büyük dalgalanmalar firmaların

kısa dönemli finansman kararları ile uzun dönemli stratejik kararlarını karmaşık hale getirmiş, firmalara önemli ölçüde kaynak maliyeti yüklemiştir. Dış ticaret firmaları gerçekleştirdikleri ihracat sonucu alacaklarını ve ithalat sonucu ödemelerini ihracat ya da ithalat sözleşmesinde belirlenmiş para birimi ile yapmaktadırlar. Firmaların alacaklarını ya da ödemelerini gerçekleştireceği para biriminin döviz piyasasında değer kazanması ya da değer kaybetmesi sonucu firmalar döviz kuru riski ile karşı karşıya kalırlar. Döviz kurundaki bu dalgalanmalar firmaların bekledikleri kârları azaltabileceği hatta yok edebileceği gibi kârlarını da artırabilmektedir, Ancak dış ticaret firmalarının amacı spekülâtif beklentiler yerine bir maliyet karşılığında da olsa riskten korunmaktır. Tahsilatta ya da ödemede kullanılacak para biriminin riskten korunması sonucunda firmalar için çok önemli olan maliyet hesapları kesinlik kazanacak ve gelecekte elde edilecek ya da ödenecek para biriminde herhangi bir değişim olsa dahi firma bundan etkilenmeyecektir.

(Esnek döviz kuru sistemine geçilmesiyle birlikte yukarıda sayılan nedenlerden dolayı önem kazanan döviz kuru riskinden korunmak (hedging) için dünyanın önde gelen finansman kuruluşları çeşitli teknikler geliştirmişlerdir. Hedging döviz ve para piyasalarında faaliyette bulunan banka ve diğer ticari kuruluşların gelecekteki faiz oranı ve döviz kuru dalgalanmalarından kaynaklanabilecek kayıplara ilişkin riskin asgariye indirilmesini sağlayacak korunma yöntemlerini ifade eder. Ayrıca bu teknikler gelişmiş finansal piyasalarda spekülâtif amaçla da kullanılır. Bu çerçevede dünyada borsacılık faaliyetleri ve bankacılık sektörü gelişmiş forward, futures, swap ve opsiyon gibi finansal tekniklerin bir çok ülkede yaygın bir şekilde kullanılır hale gelmiştir. Bu teknikler firmaların üçüncü kişilerle gerçekleştirdiği anlaşmalar oldukları için dışsal teknikler olarak adlandırılmaktadır. Dışsal teknikler dışsal döviz kuru riskinden korunmada kullanılabileceği gibi faiz oranı riskinden korunmada da

kullanılabilmektedir.

Bu çalışmanın amacı, esnek döviz kuru sistemi varsayımıyla ve gelişen uluslararası ticaret sonucu ortaya çıkan döviz kuru riskinin önemini vurgulayıp bu riskten korunma tekniklerini incelemektir.

Çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde, uluslararası ticarete değinilip ayrıntılı olarak karşılaşılan riskler ortaya konmuştur. Bu bölümde ayrıca dış ticaret firmalarının döviz piyasasına gitme nedenleri incelenerek uluslararası ticaret ile döviz piyasası ilişkisi kurulmuş ve burada döviz piyasası da ayrıntılı olarak incelenmiştir. Firmalar döviz piyasasına alıcı ve satıcı olarak girmenin yanısıra riskten korunma tekniklerini verimli bir şekilde kullanabilmek için de döviz piyasasını yakından takip etmek zorundadırlar. Bu sebeple döviz piyasası hakkındaki bilgiler birinci bölümde incelenilmiştir.

İkinci bölümde döviz işlemlerindeki riskler, döviz kuru riski tanımı, çeşitleri, Türkiye'deki gelişimi incelenip döviz kuru riskinden korunma teknikleri sınıflandırılmıştır.

Üçüncü bölümde, döviz kuru riskinden korunma tekniklerinin sınıflandırılmasında içsel teknikler olarak adlandırılan ve firmaların kendi finansal imkanlarını kullanmasıyla kur riskinden korunmaya çalıştığı teknikler netleştirme, eşleştirme, önceleme ve erteleme, fiyatlama politikaları ve aktif ve pasif yönetimi başlıkları altında incelenmiştir. Ancak içsel teknikler bir çok ülkede kambiyo mevzuatları, vergi yasaları ve diğer yasalarla sınırlandırılmakta hatta uygulanamamaktadır. Bu olumsuzluklara rağmen genel olarak bilgi vermesi bakımından çalışmamızda kısaca incelenmiştir.

Çalışmanın son bölümünü oluşturan dördüncü bölümde ise döviz kuru riskinden korunma tekniklerinin sınıflandırılmasında dışsal teknikler olarak tanımlanan tekniklerden forward (vadeli), futures (gelecek), swap ve opsiyon piyasaları ayrıntılı olarak incelenip her bir piyasayla ilgili döviz kuru riskinden korunma işlemi örneklerle açıklanmıştır. Ayrıca dışsal

tekniklerin Türkiye'deki uygulama imkanları ve uygulama örnekleri gösterilmiştir.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### ULUSLARARASI TİCARET VE DÖVİZ PİYASASI

#### I. ULUSLARARASI TİCARET VE KARŞILAŞILAN RİSKLER

##### 1. ULUSLARARASI TİCARET VE ÜLKELERİN DIŞ TİCARET YAPMA NEDENLERİ

Milli devletler, birbirleri ile siyasi, askeri, sosyal, ekonomik ve kültürel ilişkiler içinde olup değişik ölçülerde birbirlerine bağlanmışlardır. Uluslararasıdaki ekonomik ilişkiler, bir ülkenin kendi içindeki ekonomik ilişkilerinden oldukça farklıdır <sup>1</sup>.

Dünya üzerinde bir çok bağımsız ülke, kendilerinde üretilmeyen ya da diğer ülkelerde daha ucuza üretilen bazı mal, hizmet ve üretim faktörlerini başka ülkelere ithal, kendilerinde bulunan veya üretilen bazı mal, hizmet ve üretim faktörlerini ise ihraç ederler.

---

<sup>1</sup> Rıdvan KARLUK, *Uluslararası Ekonomi, Dış Ticaret Teorisi, Dış Ticaret Politikası, Bölgesel Ekonomik Birleşmeler, Parasal Uluslararası Ekonomi, Uluslararası Parasal İlişkiler*, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul, 1991, s.6-8.

Uluslararası ticaretin esası karşılaştırmalı üstünlük ilkesidir. Her ülke bazı ürün ve hizmetleri diğer ürün ve hizmetlerden daha verimli şekilde üretebilir. Ülkenin teknolojik gücü, nüfusunun eğitim ve kültür düzeyi, doğal kaynakları ona bazı alanlarda üstünlük sağlar. Bir ülkenin kaynaklarını en verimli biçimde kullanabilmek için onları avantajlı olduğu sahalara yöneltmesi, bu sahalardan elde edeceği ihraç geliri ile de dezavantajlı olduğu ürün ve hizmetleri ithal etmesi çıkarı gereğidir <sup>2</sup>.

“Karşılaştırmalı Üstünlükler Teorisine” göre her iki malın üretiminde de mutlak olarak dezavantajlı olan bir ülke, daha az dezavantaja sahip olduğu malı üretip ihraç ederse, bu malın üretim ve ihracatında karşılaştırmalı üstünlüğe sahip olur <sup>3</sup>. Böyle bir üstünlüğe sahip olan ülkede ilgili malın fiyatı diğer ülkeye göre daha ucuz olduğu söylenebilir.

Herhangi bir ülkede yaşayan insanlar aynı kalitedeki bir malın fiyatı daha düşük olanını tercih eder. Bu sebeple firmalar kendi ülkelerinde pahalıya üretilen bir malı daha ucuza üreten ülkelere ithal ederken, kendi ülkelerinde daha ucuza üretilen malı ise diğer ülkelere ihraç ederler. Bu nedenle ülkeleri birbirleri ile ticaret yapmaya iten ve bundan kârlı çıkaran birinci faktör fiyattır. Fiyat farklılığı, ülkelerdeki üretim maliyeti farklılıklarından, o da, üretim faktörlerinin nisbi bolluğu ile bunların verimli bir şekilde kullanılıp kullanılmadığından kaynaklanmaktadır <sup>4</sup>.

Ülkeleri dış ticaret yapmaya iten nedenlerden bir tanesi de yerli üretimin yetersizliğidir. Belirli malların bazı ülkelere hiç üretilmemesi, ya da yerli üretimin ulusal ihtiyaçları karşılamaya yeterli olmaması nedeniyle meydana gelecek olan iç talep açığını gidermenin yolu dış ticarettir. Yerli üretimin yetersizliğini; doğal kaynakların yeryüzüne dengesiz dağılımı,

<sup>2</sup> Cem M.KOZLU, **Uluslararası Pazarlama, İlkeler ve Uygulamalar**, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, Yayın No:234-16, Ankara, 1993, s.11.

<sup>3</sup> KARLUK, s.17.

<sup>4</sup> KARLUK, s.5.

teknik bilgice ileri derecede uzmanlaşmış işgücü yetersizliği, ekonomik gelişme farklılıklarına bağlayabiliriz.

Dış ticaretin diğer bir nedeni de farklılaştırılmış malların varlığıdır. Bir endüstriye bağlı firmaların ürettikleri mallar birbirinin benzeri olmakla birlikte tıpa tıp aynı değildir. Bunlar arasında dış görünüş ve ambalajlama yönünden olabileceği gibi, kullanım veya imalat bakımından da belirli farklar bulunur. Bunun nedeni tüketici tercihlerindeki farklılıklardır. Bilindiği gibi tüketicilerin tercihleri birbirine uymaz, bazıları bir malın bir türünü, diğerleri de başka türlerini tercih ederler. İşte, zevklerin ve üretilen malların farklı olması yeni bir ticaret alanı yaratmaktadır. Çok geniş bir mal grubu üzerindeki ticaret, ancak tüketicilerin farklı nitelikte mallar tercih etmeleri ile açıklanabilir <sup>5</sup>.

Ayrıca tüketici zevk ve tercihleri ile tüketici gelirleri uluslararası talebi belirlemede bu talebin yapısına göre dış ticaret yapılmaktadır.

Uluslararası ticaret, uluslararası kuruluşlar vasıtasıyla teşvik edilmektedir. Ancak uygulamada çeşitli etkenler serbest uluslararası ticareti engellemektedir. Devletler ulusal güvenlik amacıyla ekonomik avantajları olmayan verimsiz alanlara yatırım yapmakta ve ithalatı zorlaştırıcı önlemlerle bu sektörleri korumaktadır. Gene ülkenin üstünlüğe sahip olmadığı, devri geçmiş sanayi sektörleri de işsizliğe yol açmamak için devlet bütçesinden yardım yani sübvansiyon yoluyla ayakta tutulmakta, ithalatın rekabetinden gümrük duvarları ile korunmaktadır. Bu çaba günümüzde özellikle gelişmiş ülkelerin dokuma ve demir-çelik sanayilerinde izlenmektedir. Gelişmekte olan ülkeler ise genellikle yeni kurdukları ama serbest uluslararası ticaret ortamında yaşama şansına sahip olmayan çeşitli sanayi sektörlerini ithalatı önleyerek kuvvetlendirmeye çalışmaktadırlar. Devletler uluslararası ticareti engellemek için, gümrükler, kotalar, kambiyo sınırlamaları, boykotlar gibi araçlar

---

<sup>5</sup> Halil SEYİDOĞLU, **Uluslararası İktisat, Teori, Politika, Uygulama**, Güzem Yayınları, İstanbul, 1990, s.3-5.

kullanmaktadır. <sup>6</sup>.

Uluslararası ticarete bulunan firmalar her ülkenin uygulamakta olduğu dış ticaret rejimine göre ticaret yapmak zorundadırlar.

Uluslararası ticaret hakkında genel bilgilerden sonra dış ticaretle uğraşanların karşılaştıkları riskler izleyen kısımda açıklanacaktır.

## **2. ULUSLARARASI TİCARETTE KARŞILAŞILAN RİSKLER**

Dış ticarete alıcı ve satıcılar değişik ülkelerde bulduklarından, sosyal, ekonomik ve politik farklılıklarla karşı karşıyadırlar. Bu farklılıklar birbirleriyle ticari alışverişte bulunan tarafları çeşitli risklerle karşı karşıya getirir. Malların yurt dışına gönderilmesi satıcı açısından iç ticarete kıyasla daha büyük riskleri içerir.

Dış ticarete satıcı belli başlı iki soruya yanıt aramaktadır. Bunlardan birincisi satılan malın bedelinin ödenip ödenmeyeceği ve ikincisi de ödemelerin ne gibi riskleri içereceğidir. Dış ticarete karşılaşılan riskleri aşağıdaki gibi özetleyebiliriz.

### **2.1. Ticari Risk**

Dış ticarete ticari risk alıcının kredi itibarsızlığı ve sevk edilen malların alıcı tarafından kabul edilmeme riskini içerir. Bu tür risk, kabul riski ve finansal risk olarak ikiye ayrılır.

---

<sup>6</sup> KOZLU, s.11-12.

### ***2.1.1. Kabul Riski***

Bu riskte, alıcı gönderilen malı kabul etmemektedir. Malın kabul edilmemesi belgelerle belirlenebilir. Buradaki amaç satıcının satış sözleşmesine uymadığını göstermektir. Alıcı eğer alışverişini tamamlamak istemez, veya satıcıyı fiyat düşürmeye zorlamak isterse, gönderilen malları kabul etmeyecek gibi gözükebilir (Bu gibi olaylar malların yüklenmesinden sonra alıcıya varıncaya kadar geçen süre içinde mal fiyatlarında görülen düşüşlerden de kaynaklanabilir). Gönderilen mallar kabul edilmeyince satıcı, alıcının ülkesindeki limanda bulunan ve büyük demoraj ücretlerine konu olan mallarla karşı karşıya kalır. Satıcı bu anlaşmazlığı alıcı ile doğrudan anlaşarak çözümlenmeye çalışır veya uluslararası yasal yollara başvurabilir.

### ***2.1.2. Finansal Risk***

Ödemelerin zamanında yapılmaması veya iflas durumunda ortaya çıkan bir risktir. Alıcı malları sözleşmeye uygun olarak aldığı halde ödemesini zamanında yerine getiremeyebilir. Finansal risk derecesi, alıcıya sunulan kredi şartlarının uzunluğuna göre artacaktır.

Bu açıklamalar ışığında ticari risk için üzerinde önemle durulması gereken konuları ana başlıklar halinde şu şekilde belirlemek mümkündür:

- Ticari risklerde;
- Ticaretin şekli,
- Alıcının finansal gücü,

- Alıcı ile olan ilişkilerin niteliği,
- Alıcının ödeme gücü,
- Alıcının özel veya kamu nitelikli oluşu,
- Yüklemenin kabul edilmeme durumunda potansiyel kayıp,
- Yüklemenin değeri,
- Malın cinsi,
- Kabul edilmeyebilecek yükleme ihtimali (Piyasa koşulu değışen malları alıcı kabul etmeyebilir).

Konularını içeren gerekli belgelerin ve istatiksel bilgilerin iyi takip edilmesi ve değlendirilmesi gerekmektedir. Ayrıca bu risklerin oluşumuna veya korunma yöntemlerine ışık tutan teslim ve ödeme şekillerinin açık olarak taraflarca bilinmesi ve kontrolü gerekmektedir<sup>7</sup>.

## **2.2. Ülke Riski**

Ülke riski, herhangi bir ülkenin çeşitli sebeplerden dolayı dış borçlarını ödeyememesi ya da ödemek istememesi sonucunda ortaya çıkar. Ülke riskinin doğmasına yol açan olaylar politik, sosyal ve ekonomik olmak üzere başlıca üç grupta toplanabilir.

### **2.2.1. Politik Risk**

Politik risk bir ülkenin borçlarını ödeme isteğini belirlemektedir. Politik risk belirlenirken öncelikle bu riski etkileyen faktörlerin tesbit edilmesi gereklidir. Politik riski etkileyen faktörler arasında ülkenin yönetim

---

<sup>7</sup> Muzaffer DEMİRCİ, *İhracatta Finansman Teknikleri*, İzdaş Holding Yayın No: 3, İzmir, 1988, s.53-56.

şekli, politik partileri, hükümetin ülke yönetimindeki etkinliği, ülkenin dış politikası, ekonomi politikası, sosyal demografik, etnik ve dinsel yapısı, işçi sendikalarının etkinliği, yabancı sermayeyi ilgilendiren kanunlar, iç istikrarı etkileyen politik ve etnik çatışmalar, iç savaşlar, askeri darbeler, bölgesel anlaşmazlıklar, ülkeye uygulanan ambargolar ve savaşlar sayılabilir <sup>8</sup>.

İhracatçının başka bir ülkeye mal göndermesi ve bu ülkeden mal bedelinin transfer edilmesini beklemesi politik riskin alanına girmektedir. Geniş anlamda ifade edilen bu tür risklere ithalatçı ülkenin, malların kabul edilmemesi veya mal bedellerinin transfer edilmemesini içeren herhangi bir ekonomik kararı, politik riski doğuracaktır <sup>9</sup>.

İthalatçı ülke mal bedelini ulusal para yerine döviz olarak ödemesi halinde, yeterli ulusal parayı dövize dönüştürmesi gerekir. Döviz darboğazı sorunu olan ülkelerde, gerekli dövizin temini için birkaç ay, hatta daha uzun bir dönem beklemek zorunluluğu bulunmaktadır. Ulusal paranın yeterli dövize dönüşümünün hemen yapılamamasını içeren risk transfer riskidir <sup>10</sup>.

Ulusal paranın dövize çevrilmesinin zor olduğu ülkeler genelde kambiyo denetimi uygulayan ülkelerdir. Kambiyo denetimi, bir ülkedeki bütün gerçek ve tüzel kişilerce elde edilen her türlü yabancı paranın veya yabancı paraları temsil eden belgelerin merkezi bir kuruma (genellikle Merkez Bankası'na) devredilmesinin zorunlu kılınması ve yabancı para satın almak isteyen kimselerin bu merkezi kurumdan izin istemek zorunda olmasıdır. Kambiyo denetimi uygulanan ülkelerde dışarıya ödeme yapabilmek için yetkili kuruluştan izin almak gerekir. Eğer ithalatçılar bu izni almadan dışarıdan mal satın alırsa veya mal satın aldıktan sonra ithalatçı ülkede kambiyo denetimi konursa yabancı satıcıya olan borcun ödenmesi gecikebileceği gibi borcun ödenmesi de tehlikeye girer <sup>11</sup>.

<sup>8</sup> Fatoş TUĞAY, "Ülke Riski", **Bankacılar**, T.Bankalar Birliği Yayını, Yıl: 2, Sayı: 5, Temmuz 1991, s.30-33.

<sup>9</sup> DEMİRCİ, s.54.

<sup>10</sup> DEMİRCİ, s.55.

Ülkenin borçlarını ödeme kapasitesine bağlı olarak ortaya çıkan ve ülke riskinin ekonomik unsurunu oluşturan transfer riski, incelenen ülkenin özel kuruluşlarının borçları da dahil olmak üzere tüm dış borçlarından kaynaklanır. İncelenen ülkenin öncelikle ihracat, ithalat, turizm gelirleri gibi döviz kazandırıcı ve kaybettirici işlemlerine bakılması ve döviz kazancını etkileyerek transfer riskinin doğmasına neden olan tüm ekonomik ve politik faktörlerin tek tek incelenmesi gerekmektedir. Bu faktörler arasında enflasyon, döviz kuru politikası izlenen ekonomik politikalar, borç olarak alınan yabancı kaynakların kullanım alanları, doğal kaynaklar, gümrük ve tüketim vergileri, dış borçların yönetimi, sermaye hareketleri, dış ticaret sınırlamaları, ürün fiyatları, faiz oranları, doğal felaketler, nakliyat ve piyasa koşulları sayılabilir <sup>12</sup>.

Yukarıdaki açıklamalar ışığında politik riskte;

-Alıcı ülkenin politik durumu,

-Hükümetin istikrarlılığı,

-İthal lisanslarının iptali veya gelen malların kabul edilmemesini içerecek kaprisli davranışlar,

-Ülkede darbe ve kargaşa ihtimali,

-Ödemeleri tehlikeye düşürecek döviz kurunda yeni düzenleme ihtimali,

-Alıcının bulunduğu ülkenin ekonomik durumu, ekonomik gelişimi, enflasyon ve deflasyon durumu,

-Ülkenin ödemeler bilançosunun durumu,

gözönüne alınarak bu konuları içeren gerekli belgelerin ve istatistiksel bilgilerin iyi takip edilmesi ve değerlendirilmesi gerekmektedir <sup>13</sup>.

<sup>11</sup> Nahit TÖRE, **Bankacılar İçin Dış Ticaret ve Kambiyo Bilgisi**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayın No: 231-16, Ankara, 1989, s.6.

<sup>12</sup> TUĞAY, s.33.

<sup>13</sup> DEMİRCİ, s.56.

### 2.2.2. Sosyal Risk

Sosyal risk; devrim, iç savaşlar, gelir dağılımının dengesizliği sosyal sınıflar arasındaki anlaşmazlıklar ve farklı dini gruplar arasındaki çatışmalar oluşturur <sup>14</sup>. Sosyal etmenler ülkenin politik ve ekonomik yapısını etkileyen bir niteliğe sahiptir. Gelir grupları arasında farklılığın az olduğu, dini ve etnik kutuplaşmaların önemli sayılmayacağı, örgütlü ve nitelikli işgücüne, dengeli nüfus artış ve dağılımına ve de yüksek eğitim düzeyine sahip ülkelerin riski daha az olacaktır <sup>15</sup>.

### 2.2.3. Ekonomik Risk

Uzun vadede GSMH büyümesinin yavaşlaması, grevler, maliyetlerdeki hızlı artış, ihracat gelirlerinde azalma ve hammadde ile enerji ithalindeki hızlı artış ekonomik riski oluşturur <sup>16</sup>. Borçlu ülkenin borcunu ödeme olasılığı büyük ölçüde sözkonusu ülkenin ekonomisinin geçmiş ve gelecekteki performansı ile yakından ilgilidir. Ülke riskini etkileyen ekonomik etmenler ülkede ekonomik durum, dış ekonomik durum ve ülkenin borçluluk durumu şeklindedir <sup>17</sup>.

Uluslararası faaliyette bulunan firmalar ülke riski ile karşılaşmamak için ülke analizi yapmak zoundadırlar. Aksi takdirde beklemedikleri büyük zararlarla karşılaşabilirler <sup>18</sup>.

<sup>14</sup> TUĞAY, s.30.

<sup>15</sup> İhsan ERSAN, "Ülke Riski", **Para ve Sermaye Piyasası Dergisi**, Yıl: 7, Sayı: 81, Kasım 1985, s.25.

<sup>16</sup> TUĞAY, s.30.

<sup>17</sup> ERSAN, "Ülke Riski ...", s.25.

### 2.3. Vesaik Riski

İthal edilen mallar çeşitli ithalat kurallarına tabidir. İhracatçının belgeleri dikkatsizliği nedeniyle hatalı düzenlemesi veya bütün ihracat vesaiklerinin tamamlanamaması, malların gümrükten çekilebilmesine ve dolayısıyla mal bedeli dövizlerinin geciktirilmesine neden olacaktır. Bazen de mallara el koyma ve ağır para cezaları uygulanabilmektedir. Bu çeşit riske yükleme, paketleme, işaretleme vs. gibi gerekli belgeler ile ithalat lisansı ve döviz kurunun kabulü belgelerle tesbit edilmesi gerekir.

### 2.4. Faiz Oranları Riski

İhracatçı ve ithalatçı arasında gerekli anlaşmalar yapıp ticaretin finansman şartları tesbit edildikten sonra, faiz oranlarında bir değişim, ithalatçı veya ihracatçı açısından olumsuz olabilecek riskleri ortaya çıkarabilecektir <sup>19</sup>. Örneğin, firmalar gerçekleştirecekleri dış ticareti için gerekli olan finansman kredisini sağladıktan sonra faiz oranlarında meydana gelebilecek bir düşüş firmaları daha önce yüksek faizle borçlandıkları için zarara uğrattırırken, faiz oranlarındaki yükselme ise firmaların daha sonra ihtiyaç duyacağı kredileri pahalı hale getireceği için finansman maliyetleri yükselir. Bu sebeple gerek ithalat, gerekse ihracatla uğraşan dış ticaret firmaları işlemlerinin her aşamasında krediye ihtiyaç

---

<sup>18</sup> Ülke Analizi ile ilgili ayrıntılı bilgi için bkz., İlker PARASIZ-Kemal YILDIRIM, **Uluslararası Finansman Teori ve Uygulama**, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa, 1994, s.299-304.

<sup>19</sup> DEMİRCİ, s.55.

duyabileceklerinden faiz oranlarındaki değişime karşı oldukça duyarlıdırlar.

## 2.5. Döviz Kuru Riski

Dış ticaret işlemleri sonucunda ihracatçı ve ithalatçıların döviz bazında gelecek elde edecekleri gelirler (alacaklar) ve ödeme taahhütleri (borçları) -esnek kur sistemi uygulanması varsayımıyla- muhtemel kur değişimleri nedeniyle milli para karşılıkları kesin olarak bilinmemektedir. Yani işleme esas alınan dövizin milli para karşısına değer değişmesine uğrayarak, döviz kurunun yükselmesi alacaklarla kâr ve borçlarda zarar, kurun düşmesi ise alacaklarda zarar ve borçlarda ise kâr doğuracaktır. Dolayısıyla döviz kurlarının gelecekteki seviyesinin bilinmemesi, milli para bazında alacak veya borç tutarlarında bir belirsizlik meydana getirmektedir. İşte sözkonusu belirsizliklerin yarattığı zarar ihtimali kur riski olarak tanımlanmaktadır <sup>20</sup>.

1970'li yıllardan sonra uluslararası ticareti serbestleştirme çabaları sonucu dünyada ticaret hacminde gelişme olmuştur. Bu gelişme doğrultusunda ülkelerde dış ticaret hacminin artmasıyla birlikte kur riskinin önemide artmaktadır. Çünkü mikro seviyede kur riskinden doğacak zararlar, işletmelerin maliyetlerini ve dolayısıyla fiyatlarını olumsuz yönde etkileyebileceğinden, bu firmaların rekabet gücü de aynı yönde etkilenebilecektir.

Döviz kuru riski bu çalışmanın ana konusu olması nedeniyle sonraki bölümlerde ayrıntılı olarak incelenecektir. Bu amaçla öncelikle, konuya temel oluşturması açısından, uluslararası ticaret ile döviz piyasası ilişkisine değinmek yararlı olacaktır.

<sup>20</sup> Rifat YILDIZ, **Dış Ticarete Kur Riskine Karşı Korunma Araçları**, T.Dış Ticaret Derneği Araştırma ve Eğitim Merkezi, Ankara, 1988, s.10.

## II. ULUSLARARASI TİCARET İLE DÖVİZ PİYASASI İLİŞKİSİ

İthalat yapan bir firma, karşı taraftaki ihracatçı firmanın isteyeceği para birimine göre ödemede bulunacaktır. İhracatçı firma kendi para birimi ile ya da yabancı bir para birimi ile de ödeme yapılmasını isteyebilir. Bu durumda ithalatçı firma, ihracatçı firmanın talep ettiği para birimini sağlamak için döviz piyasasına gider. (İlgili ülkedeki kambiyo rejiminin, yabancı ülke paralarının elde edilmesini sağlayan döviz piyasasının oluşmasını engelleyici nitelikte olmaması gerekir.)

İthalatçı firma ile ihracatçı firma arasındaki ödeme ilişkisini bir örnekle açıklayabiliriz. Örneğimizde (A) Amerikan firması ve (J) Japon firması olsun. Her iki ülke ihracatçı firması karşılıklı ticaret sonucu doğan alacaklarını dolar olarak talep etsinler. Bunun sonucu olarak da ithalatçılarda ödemelerini dolar olarak yapsınlar. (J) Otomobil üreticisi (A) ya otomobil ihraç edince, bunun karşılığı kendisine bir (A) bankasına yazılan çekle ödenmektedir. (J) İhracatçısı eline geçen dolarları kendi ülkesinde harcayamayacaktır. Çünkü Japonya'da halk ödemelerin Yenle yapılmasını beklemektedir. Bu durum da (J) ihracatçı firma eline geçen dolarları yen karşılığında satma gereği duyacaktır. Öte yandan bir başka Japon ithalatçısı yine başka bir Amerikan firmasında çikolata ithal etmek istesin. Bununla ilgili gerekli ödemede bulunmak için dolar satın almak isteyecektir. İthalatçı Japonya'da oturduğu için yine sahiptir, elinde doları yoktur. Bu durumda Japon ithalatçısı ve ihracatçısının ihtiyaçlarına cevap vermek için yen karşılığında doların alınıp satıldığı bir döviz piyasasına ihtiyaç vardır <sup>21</sup>.

Örnekten de anlaşıldığı gibi ithalatçı firma ithal ettiği çikolata karşılığında Amerikan firmasının talep ettiği dolarları döviz piyasasından

---

<sup>21</sup> PARASIZ-YILDIRIM, s.21.

temin edecektir. Ancak ithalatçı firmanın, ülkesindeki kambiyo rejiminin ihracatçı firmanın talep ettiği para birimini sağlamasına engelleyici olmaması gerekir.

Sonuç olarak ithalatçı firma, dış ülkedeki alacaklısına yapacağı ödeme kendi ulusal parası değilse bu istenen parayı elde etmek için, ihracatçı firma ise elde edeceği ihracat geliri kendi ulusal parası değilse bu parayı kendi ulusal parasına çevirmek için döviz piyasasına giderler.

Uluslararası ödemelerde bulunabilmek için ulusal paraların birbirine çevrilmesi zorunluluğu, ulusal paraların birbirine çevrildiği bir döviz piyasasını gerektirmektedir. Döviz piyasasında, döviz fiyatında meydana gelen dalgalanmalar sonucu firmalar kur riski ile karşı karşıya kalırlar. Firmalar piyasada oluşan döviz fiyatına razı olmak durumundadırlar. Çünkü döviz fiyatı üzerinde tek başlarına etkili olamazlar. Bu nedenle dış ticaret firmaları, döviz alıp sattığı ve kur riskine neden olan döviz fiyatındaki dalgalanmaların gerçekleştiği döviz piyasasını yakından bilmek ve takip etmek durumundadırlar. Ayrıca dış ticaret firmaları kur riskine karşı korunmak için dışsal teknikler vasıtasıyla döviz piyasasından geniş bir biçimde yararlanacaktır.

Günümüzde, her ülke kendi milli para birim ve sistemine sahip olup halen yüzün üzerinde milli para birimi bulunmaktadır <sup>22</sup>. Bu kadar çok milli para arasında uluslararası ödemeleri kolaylaştıran bir rezervin temin edilmesi ve sistemin aksamadan işlemesi için kurumsal yapı ve mekanizmanın oluşturulması gerekir. Bu sebeplerden dolayı kur riskine ve bu riskten korunma yöntemlerine geçmeden önce uluslararası para sistemi ve daha yukarıda sayılan sebeplerden dolayı geniş bir şekilde döviz piyasası incelenecektir.

---

<sup>22</sup> KARLUK, s.502.

## 1. ULUSLARARASI PARA SİSTEMİ

Günümüz ekonomilerinde para, klasik fonksiyonlarının yanında ekonomide istihdam ve gelir seviyesini, fiyat istikrarını ve dış dengeyi etkileyebilen önemli bir ekonomi politikası aracı haline gelmiştir. Bu sebeple paranın ne miktarda yaratılacağı, arzının ne şekilde kontrol edilebileceği gibi konular, milli ekonomilerde giderek önem kazanmaya başlamıştır. Aynı şekilde paranın uluslararası ticaretin hızla gelişimine bağlı olarak kullanım alanının ülke sınırları dışına taşması, uluslararası ödemelerde kullanılacak bir “uluslararası para” sorununun ortaya çıkmasına yol açmıştır.

Uluslararası ödemelerde tek bir para birimi kullanılmaması ve dünyada para arzını ve mali kurumları düzenleyebilecek bir merkezi güç veya kurumunun olmayışı nedeniyle uluslararası para sisteminin kurulması ihtiyacı ortaya çıkmaktadır.

Para sistemi, bir ülkede parayla yapılan işlemleri düzenlemek amacıyla alınan bütün tedbirleri, kanuni hükümleri ve uygulama şekillerini kapsar. Ülkede para biriminin seçimi ve tanımlanması, para çeşitlerinin belirlenmesi, para yaratacak kurumların tesbiti ancak para sistemi içinde gerçekleşir. Uluslararası para sistemi ise, dünya üzerinde mevcut olan bağımsız ülkeler ile ekonomik birimlerin kendi aralarındaki her türlü ödemenin yapılabilmesine imkan tanıyan uluslararası kurumsal yapı, mekanizma ve uygulamalar bütünüdür. Uluslararası para sistemi, uluslararası ödemeleri kolaylaştıran bir rezervin oluşumunu temin etmeli, sistemin aksamadan işleyebilmesi için gerekli kurumsal yapı ve mekanizmayı oluşturmalı, paranın ölçü birimi ile merkez bankaları arasında ödeme aracı olma fonksiyonlarını eksiksiz sağlamalıdır. Bütün bu görevlerin yerine getirilebilmesi ve sistemin işleyebilmesi için, ülkelerin

para konusunda bağımsız politikalar izlemekten vazgeçerek, uluslararası işbirliğini artırmaları şarttır. Özetle belirtmek gerekirse, uluslararası para sisteminde döviz kuru rejimleri ile uluslararası döviz arzını belirleyen para standartlarının özel bir yeri ve önemi vardır.

Uluslararası ödeme sistemi bakımından, dünya ekonomi tarihi belirli dönemlere ayrılabilir. Bunlardan birincisi, 1870’li yıllardan 1929 dünya ekonomik krizine kadar süren “altın standardı”dır. Dünyada 1879’lerden Birinci Dünya Savaşı’nın başlangıcına kadar kesintisiz olarak altın standardı (sabit döviz kuru sistemi) uygulanmıştır. Altın standardı savaş sırasında uygulamadan kalkmış, savaştan sonra ise 1929 dünya ekonomik krizine kadar kısmen yürürlükte kalabilmiştir <sup>23</sup>.

Bu sistemin başlıca özelliklerini şu şekilde sıralayabiliriz:

Ulusal paralar arasındaki değişim oranı ilgili paraların kapsadığı altın miktarlarına göre belirlenir. Döviz kurlarındaki değişimler, altının bir ülkeden diğerine gönderilmesi için gerekli masrafların belirlediği altın ithal ve ihraç noktalarıyla sınırlıdır. Dış denkleşme otomatik gelir ve fiyat mekanizması yoluyla sağlanır. İktisat politikasının başta gelen amacı dış dengedir. “Oyunun kuralları” uyarınca hükümetler ödemeler bilançosundaki bir dengesizliğin para arzı üzerindeki otomatik etkilerini önleme yoluna gitmeyeceklerdir <sup>24</sup>.

Uluslararası ödeme sistemi bakımından ikinci dönem, 1930 ile 1943 yılları arasında buhran dönemidir. Dünya ekonomik krizi ile birlikte altına yönelik talep hızla yükselmiştir. Kriz ile birlikte artan işsizlik ve noksan istihdam düşüncesi, ülkeleri, kısa vadeli avantajlar sağlayacağı ümidiyle bazı politikalar uygulamaya yöneltmiştir. Ekonomik kriz ile birlikte artan işsizliğe engel olmak isteyen ülkeler, ithalatı kısmak, yerli üretimi ve ihracatı teşvik ederek istihdamı artırmak amacıyla, paralarının dış değerini düşürmüş yani devalüasyon yapmışlardır. Böylece, ithalat kısılrken

<sup>23</sup> KARLUK, s.502-504.

<sup>24</sup> SEYİDOĞLU, s.626.

ihracat artacak ve işsizlik sorunu çözümlenecektir. Fakat buna karşılıklı diğer ülkelerin ihracatları azalacağı için bu ülkelerde işsizlik artacaktır. Sonuç olarak bu politikalar, bir ülkenin sorunlarını diğerlerine satarak çözümlene anlamını taşıdığı için komşuyu zarara sokma veya işsizliğin ihracına yönelik politikalar olarak tanımlanır. 1931 yılında Credit-Anstalt isimli Viyana Ticaret Bankası'nın iflası, mali alandaki paniğin doruğa çıkmasına yol açmış ve altına hücumu başlatmıştır. Bu gelişmeler üzerine daha savaş bitmeden sosyalist blok dışında kalan ülkelerin katılmasıyla, dünya ticaretini serbestleştirerek, çok taraflı ticarete imkan sağlayacak bir uluslararası ticari ve mali sistemin esaslarını belirlemek üzere ABD'nin Bretton Woods kentinde bir konferans toplanmıştır. Bu konferans sonucunda, uluslararası para sisteminin esasları yeniden belirlenmiştir.

Üçüncü dönemde, II. Dünya Savaşı sonrası Bretton Woods'ta toplanan konferansta alınan kararlar ile kurulan ve 15 Ağustos 1971 tarihine kadar süren uluslararası para sistemi, "altın döviz standardı"na dayanmıştır. Bretton Woods para sistemi, sabit fakat ayarlanabilir döviz kurlarına dayanmaktadır. Altın döviz standardının geçerliliği için, bir banker ülkenin varlığı ve sistem içindeki diğer ülkelerin sınai üretim için kullanmadıkları altınları belirli sabit fiyattan banker ülkeye vermeleri gerekir. Banker ülke, altınları sadece rezerv olarak saklar ve diğer ülkeler talep ettikleri anda kendi milli parasını altına çevirir. Diğer ülkelerin paralarının altına doğrudan konvertibilitesi yoktur. Banker ülke milli parası yanında, kendisine ait devlet tahvilleri, hazine bonoları, ticaret senetlerini de altına dönüştürmek zorundadır. Banker ülkenin milli parasının (anahtar para) altına konvertibilitesi tam olup, sistem içindeki bütün ülkelerde dış borç ödemelerinde kullanılabilir.

Bretton Woods Anlaşması ile dünya çapında iki büyük mali kuruluş doğmuştur. Bunlar; Uluslararası Para Fonu ile Dünya Bankası'dır. İkinci

Dünya Savaşı'ndan sonra uluslararası para konularını düzenleme görevi Fon'a verildiği için, Bretton Woods sistemine IMF sistemi de denir <sup>25</sup>.

Bretton Woods sistemi, 1960'lı yıllara gelinceye kadar, özellikle sanayileşmiş ülkelerce başarı ile işletilmiş bir sistemdir. Sabit kurlara dayanan sistem, 1973 yılı Mart'ında başlıca sanayileşmiş ülkelerin milli paralarını dalgalanmaya bırakması sonucunda tamamen yıkılmıştır. Sistemin çöküşünü hazırlayan sorunları sırasıyla; likidite ve anahtar paraya güven sorunu, dış denge sorunu, emisyon kazançları sorunu, kaynak israfı sorunu, spekülasyon sorunu olarak belirleyebiliriz <sup>26</sup>.

1973 yılından beri ise esnek (flexible) döviz kuru sistemi uygulanmaktadır. Esnek döviz kuru sistemine, serbest döviz kuru (freely fluctuating exchange rates), dalgalanan (fluctuating) veya yüzen (floating) kur sistemleri de denilmektedir. Bu sisteme göre döviz kurları esnek kur sistemi çerçevesinde büyük ölçüde özel piyasa güçleri tarafından belirlenir. Piyasa koşullarına göre günlük olarak belirlenen döviz kurlarına müdahale sözkonusu değildir. Döviz kurları, bir müdahale olmaksızın döviz arz ve talebine göre belirlenir. Ancak ulusal para otoriteleri, genellikle de Merkez Bankaları, uzun dönemdeki eğilimi etkilemeksizin kısa dönemli döviz kuru dalgalanmalarını düzenlemek üzere müdahalede bulunabilir. Bu durumda GÜdümlü Dalgalanan Döviz Kuru Sistemi (Managed Floating System) sözkonusudur.

Değişken döviz kurları, uluslararası faaliyetlerde bulunan işletmeler için yeni bir oluşumu temsil eder. Sadece fonların diğer ülkelere transferinden doğan bir kerelik kayıplar değil, aynı zamanda, yeni yatırım yerlerinin seçimi, uzun vadeli yabancı kaynak sağlama ve yeni yatırımlar yapma isteği gibi uzun vadeli işletme kararları da döviz kurlarındaki dalgalanmaların tahmin edilmesi, yönlendirilmesi ve istenmeyen etkilerin en aza indirgenmesinde uygun faaliyetlerin gerçekleştirilmesi konusunda

<sup>25</sup> KARLUK, s.505-507.

<sup>26</sup> Bretton Woods sisteminde ortaya çıkan sorunlar hakkında ayrıntılı bilgi için Bkz., KARLUK, s.511-514.

uluslararası faaliyetlerde bulunan işletmeleri zorlamıştır<sup>27</sup>.

Uluslararası para sisteminde esnek döviz kuru uygulanmaya başlanmasıyla birlikte döviz piyasası daha da önem kazanmıştır.

## 2. DÖVİZ VE DÖVİZ PİYASASI

### 2.1. Döviz ve Efektif

Bir ülkede ekonomik işlemler sonucu meydana gelen ödemeler nakit para (banknot) ve kaydi para (çek, bono, havale) ödeme araçları ile yapılarak farklılaştırıldığı gibi, uluslararası ödemelerde finansal akımlar da aynı paralel de nakit para ve kaydi para şeklinde meydana gelmekte ve birincisi “efektif” ikincisi ise “döviz” olarak adlandırılmaktadır. Döviz yabancı paralar cinsinden ve yabancı ülkelerde ödenebilir kaydi para olarak tanımlanmaktadır. Yani nakit olmayan uluslararası bütün ödeme araçları döviz (foreign exchange) kapsamına girmektedir. Bankalarla banka dışı işletmeler arasında ödeme aracı olarak birinci derecede çek, bono ve havale kullanılmaktadır. Bankalararası döviz ticareti ise genellikle yabancı bankalardaki yabancı para cinsinden muhafaza edilen mevduatlar aracılığı ile yapılmaktadır.

Öte yandan yabancı ülke banknotları ve madeni paraları örneğin, Federal Alman banknotları, İtalyan banknotları vs. Türkiye’de “efektif” (foreign currency) olarak tanımlanmaktadır. Diğer bir ifade ile bir ülkedeki yabancı ülke nakit paraları efektif kapsamına girmektedir. Efektifler bir bankada ticari hesaba alacak olarak yatırılmak suretiyle dövize dönüştürülebilirler; ancak ilgili ülkedeki kambiyo mevzuatının buna elverişli

<sup>27</sup> Saime ÖNCE, İşletmelerde Döviz Riskinden Korunmanın Muhasebe Üzerindeki Etkileri, Basılmamış Eser, Eskişehir, 1994 s.13-14.

olması gerekir.

Döviz ticareti, dar anlamda dövizlerin kaydi-milli para karşılığında veya diğer dövizler karşılığında ve taraflarca kararlaştırılan değişim oranı (döviz kuru)'na göre alınması veya satılmasıdır <sup>28</sup>.

## 2.2. Döviz Piyasası ve Organları

Bir ülke ile diğer ülkeler arasında meydana gelen mal, hizmet ve sermaye ihracı ve ithali gibi ekonomik hareketler için alıcı ve satıcılar döviz talebi ve arzında bulunurlar, işte söz konusu döviz arz ve talebinin karşılaşması “döviz piyasası” olarak tanımlanmaktadır <sup>29</sup>. Başka bir ifadeyle, döviz piyasası ulusal paraların birbirine dönüştürülmesiyle ilgili tüm işlemleri kapsar.

Döviz piyasasında işlem yapan kurumların başında büyük ticari bankalar gelir. Bankalar müşterileri adına döviz alım-satım işlemleri yaparlar. Ancak bazı durumlarda doğrudan doğruya kendi adlarına da hareket edebilirler. Ticari bankaların yanında belirli paralarla yapılan işlemler konusunda uzmanlaşan ve bir mali merkezdeki bankalararası işlemlere aracılık eden döviz simsarları (“broker”ler) da vardır. Döviz piyasasına müdahalelerde bulunan Hazine, Merkez Bankası veya bunların görevlendirdiği resmi kuruluşlar da döviz piyasasının kurumları arasında yer alırlar <sup>30</sup>.

Döviz piyasa ya da borsalarının çekirdeğini bankalararası pazar oluşturmaktadır. Bu piyasa bankaların birbirleri ve müşterileri ile doğrudan veya brokerler aracılığı ile yaptıkları alım-satımları içermektedir

<sup>28</sup> YILDIZ, s.2.

<sup>29</sup> YILDIZ, s.3.

<sup>30</sup> SEYİDOĞLU, s.125-126.

31. Bankalar arasındaki işlemler “toptan döviz piyasası”nı, bankalarla müşterileri arasındaki işlemler de “perakende döviz piyasası”nı oluşturur. Bankaların en önemli görevlerinden birisi uluslararası ödemelere aracılık etmektedir <sup>32</sup>.

Ticari bankalar, müşterilerinin kendilerine getirdikleri dövizleri satın alır, onların talep ettikleri dövizleride kendilerine satar. Dövizle dayanan işlemler yapar, dövizle çevrilebilir mevduat kabul eder. Dövizle kredi açar ve döviz plasmanlarını iç ve dış piyasalarda işletir. Kambiyo komisyoncuları ise dünyanın belli başlı mali merkezleri ile devamlı haberleşme içinde buldukları için arbitraj <sup>33</sup> yapar, mali kurumlara aracılık eder. Merkez Bankaları, döviz piyasalarında para otoritesini temsil eder ve gerektiğinde piyasaya müdahalede bulunur. Piyasanın talep fazlasını kendi rezervlerinden karşılar, arz fazlasını ise piyasadan emer. Açık piyasa işlemlerine başvurarak kurlarda istikrar sağlamaya çalışır. Ticari bankaların ve kambiyo komisyoncularının faaliyetlerini kontrol eder <sup>34</sup>.

Her piyasada olduğu gibi döviz piyasasında da alıcılar ve satıcılar vardır. Alıcı, yabancı mal ve hizmet ithal etmek veya yabancı mali değerler satın almak gibi nedenlerle ulusal para karşılığında döviz satın almak isteyen gerçek veya tüzel kişilerdir. Tüzel kişiler arasında, ticari, sınai veya

---

<sup>31</sup> İhsan ERSAN, **Bankalarda Döviz Yönetimi**, T.Bankalar Birliği Yayın No: 150, Konferans Serisi No.48, Ankara, 1988, s.7.

<sup>32</sup> SEYİDOĞLU, s.127.

<sup>33</sup> Döviz arbitrajı, döviz piyasalarının tamamen liberal bir şekilde işlediği ekonomik düzenlerde belli bir milli paranın bir tek kuru olur. Milli paraya olan talep ile bu paranın arzının kesiştiği yerde tek döviz fiyatı ortaya çıkar. Diğer bir deyişle bu fiyat, döviz arz ve talebini dengeye getiren fiyat veya döviz kurudur. Eğer iki ayrı döviz piyasasında iki farklı kur oluşursa, bu fark “döviz arbitrajı” ile ortadan kalkar. Böylece arbitraj, değişik döviz piyasalarını birbirine bağlar ve hepsinin bir tek piyasaya dönüşmesine yardımcı olur. Ayrıntılı bilgi için Bkz., KARLUK, s.316-317).

<sup>34</sup> KARLUK, s.345.

mali şirketler, piyasa dışında kalan ufak bankalar veya hükümet kuruluşları yer alabilir. Satıcılar ise yabancılara mal, hizmet veya mali varlık satıp döviz geliri elde eden ve bu dövizleri piyasaya arz ederek kaşılığında ulusal para elde etmek isteyen kişilerdir<sup>35</sup>.

Döviz piyasalarına yön veren finansal merkezler coğrafi konum olarak birbirinden uzakta olsalar bile gerçekte bir bütünün parçasıdırlar. Birinin kapanış fiyatları bir diğerrinin açılış kurları olmaktadır. Döviz piyasalarına giriş noktaları olarak tanımlanan “büyük merkez”leri bölgeler açısından ele alırsak; Orta ve Uzakdoğuda en önemli döviz borsaları, Tokyo, Hong Kong, Singapur ve Bahreyn’dir. Batı Avrupa’da Londra, Paris, Frankfurt ve Zürih’tir. Kuzey Amerika’da ise New York, Şikago ve Toronto’dur<sup>36</sup>.

Döviz piyasasının en önemli özelliklerinden biri bu piyasanın belli bir mekana sahip olmaması ve bu nedenle öteki piyasalardan farklı olarak bu piyasada alıcı ve satıcıların hemen hemen hiç karşılaşmamasıdır. Döviz piyasalarında arz ve talep, döviz ticareti yapan tacirlerin, müşterileri için çalışan simsarların, bankaların, ihracat ve ithalatçıların, merkez bankaları gibi aktörlerin tele-komünikasyon araçları ile aralarında kurdukları irtibat sonucu karşılaşmaktadır.

Sanayileşmiş batılı ülkelerde döviz ticareti kısmen belirli şehirlerde kurulmuş “döviz borsaları” aracılığı ile yapılabilmektedir. Borsalarda, kurumsal şartları yerine getirmiş bulunan döviz tacirleri, simsalar ve kredi bankası temsilcilikleri bulunmaktadır. Bu aktörler dünyadaki diğerr döviz piyasaları ile yoğun ve hızlı bir tele-komünikasyon irtibatıyla karşılıklı olarak döviz arz ve talebine cevap vermektedirler. Bu borsalarda alım ve satımı yapılan dövizlerin kurları iş günlerinin belli saatlerinde değişebilmekte ve buralarda piyasalara yansımaktadır. Dolayısıyla her ülkedeki döviz piyasası diğerr ülkelerin döviz piyasalarındaki gelişmelerden

<sup>35</sup> SEYIDOĞLU, s.126.

<sup>36</sup> ERSAN, **Bankalarda Döviz ...**, s.9-11.

anında etkilenmekte ve böylece döviz kurlarındaki değişmeler gecikmeksizin meydana gelmektedir. O nedenle döviz piyasalarında genellikle tam rekabet şartlarının hakim olduğu fikri yaygınlık kazanmıştır <sup>37</sup>.

### 2.3. Döviz Piyasasının Fonksiyonları

Döviz piyasasının fonksiyonlarını üç başlık altında toplayabiliriz. Bunlar satın alma gücünün transferi, dış ticaret işleminin finansmanı (kredi sağlama) döviz kuru değişmesi rizikolarına karşı koruma fonksiyonlarıdır.

Satın alma gücünün transferi, döviz piyasasının en temel fonksiyonu kuşkusuz bir ulusal paranın temsil ettiği satın alma gücünün başka bir ulusal paraya dönüştürülmesidir.

Eğer döviz piyasaları olmasaydı bir ülke sakinlerinin sahip oldukları ulusal para fonlarıyla yabancı mal veya hizmet satın almaları mümkün olmazdı. Döviz piyasaları ulusal paraların, yabancı ülkelerin paralarına veya uluslararası ödemelerde kullanılan bir anahtar paraya çevrilmesini sağlayarak yabancı mal veya hizmet satın alımını mümkün kılar <sup>38</sup>.

Satın alınan mal ve hizmet için ödeme telgrafla, bir banka kanalıyla veya çek göndermek suretiyle olabilir. Her üç durumda da satınalma gücü transfer edilmiş olur. Uluslararası ödemeler kendi paraları cinsinden olmuş, malların değişimi de satınalma gücünün transferini sağlamıştır.

Döviz piyasası aracılığıyla ithalatçı ve ihracatçılar arasındaki ödemeler sağlanmıştır <sup>39</sup>.

<sup>37</sup> YILDIZ, s.4.

<sup>38</sup> Halil SEYİDOĞLU, **Uluslararası İktisat, Teori-Politika-Uygulama**, Turhan Kitabevi, Ankara, 1986, s.173-174.

<sup>39</sup> Erol İYİBOZKURT, **Uluslararası İktisat Teorisi**, Uludağ Üniversitesi Yayın

**Kredi Sağlama:** Dış ticaret işlemlerinde malın sevki sırasında yani ihracatçıdan ithalatçıya ulaşıncaya kadar geçecek süre içerisinde finansmanın nasıl sağlanacağı önemli bir sorundur. Malların gemiye yüklenilmesi ile ithalatçıya ulaşmasında uzunca bir zaman geçer. İşte bu süre içerisinde satışı yapılan malın finansmanını ne ithalatçı ne de ihracatçı karşılayamayabilir. Çünkü bu kadar süre, fonları henüz yoldaki bir mala bağlamak istemeyebilir veya mali güçleri buna yetmeyebilir. İşte bu süre içerisinde dış ticaretin finansmanı döviz piyasası, daha açık bir deyişle, dış ticarete aracılık eden bankalar tarafından karşılanabilir. Böylece ithalatçı ve ihracatçının karşılaştığı finansman sorunu çözümlenmiş olur.

**Döviz Kuru Değişmesi Rizikosuna Karşı Koruma:** Döviz piyasasının diğer bir fonksiyonu da döviz kuru değişmelerinden doğacak risklerden korunmadır (hedging). Örneğin ithalat bedellerinin ödenmesine kadar geçecek sürede ulusal paranın değerindeki bir düşme (devalüasyon), ithalatçının yerli para cinsinden yapacağı ödeme tutarını beklenmedik şekilde artırır. Öte yandan, ulusal paranın değer kazanması da ilerde belirli bir tarihte ihracatçıya ödenecek dövizin karşılığı yerli para tutarını azaltır<sup>40</sup>.

Firmalar döviz fiyatındaki değişiklikler sonucu oluşan döviz kuru riskinden korunmak (hedging) için döviz piyasasından yararlanırlar. Bu konu ileriki bölümlerde ayrıntılı olarak incelenecektir.

## 2.4. Döviz Piyasasında İşlem Türleri

Döviz piyasasında işlemler vadesiz (peşin veya spot), vadeli (forward) ve swap olmak üzere üç şekilde yürütülür<sup>41</sup>.

---

No: 3-043-0177, Bursa, 1985, s.235.

<sup>40</sup> SEYİDOĞLU, 1986, s.175-176.

### 2.4.1. Peşin (Spot) Döviz İşlemleri

Sözleşme ile birlikte alım satımı yapılan ulusal paraların hemen teslimini gerektiren işlemlere anında teslim işlemi (peşin veya spot işlem), bunların oluşturduğu piyasaya da anında teslim piyasası (spot market) adı verilir <sup>42</sup>. Spot döviz işleminde ticari anlaşmayı yapan taraflar, döviz değişimi ile ilgili herhangi bir vade şartı ileri sürmemekte ve peşin alım satım muamelesi yapmaktadırlar. Değişimi sözkonusu olan döviz tutarları karşılıklı olarak anlaşmayı takip eden ikinci işgünü içinde takdim edilmesi gerekmektedir. Şayet anlaşmayı takip eden gün Cumartesi, Pazar veya herhangi bir resmi tatil günü ise döviz değişimi bunu takip eden işgününe bırakılır <sup>43</sup>. Spot işlemler aslında döviz teslimatının hemen yapılması gereken işlemler olmasına rağmen bu iki günlük süre, satışı yapılan ulusal paranın yurtiçi veya yurtdışındaki kaynaklardan sağlanabilmesi için tanınmaktadır <sup>44</sup>. Ayrıca ülkeler arasındaki zaman farklılıkları nedeniyle tarafların işlemlerini bankalarına bildirmeleri ve hesaplarını kontrol etmeleri amacıyla da bu süre verilmektedir. Bu süreye rağmen piyasada işlemler derhal yapılabilmiş olmaktadır; bu iki günlük süre, işlemin derhal yapılmış olması özelliğini bozmaz. Fakat her zaman bu iki günlük sürenin geçmesini beklemek gerekmez <sup>45</sup>.

Bu piyasada döviz değişimine esas alınan döviz kuru, işlemin yapıldığı tarihte döviz piyasasında oluşan spot kurdur. Spot kur, veri bir paranın yabancı para karşısında işlem anındaki değeridir. Daha önce de

<sup>41</sup> ÖNCE, s.15.

<sup>42</sup> SEYİDOĞLU, 1990, s.253.

<sup>43</sup> YILDIZ, s.8.

<sup>44</sup> SEYİDOĞLU, 1990, s.253.

<sup>45</sup> ÖNCE, s.16.

belirttiğimiz gibi dünyanın çeşitli bölgelerindeki döviz borsaları sıkı bir haberleşme ağı ile birbirine bağlanmıştır. Bir ulusal para için iki ayrı borsada farklı fiyatlar uygulanması durumunda arbitrajcular kâr sağlamak için derhal harekete geçer. Arbitraj spot piyasalarda bir ülke parasının ucuz olduğu piyasadan satın alınıp pahalı olduğu piyasada satılması şeklinde işlemektedir. Arbitraj işlemleri bireysel kazanç arzusuyla yapılmış olsalar da bir ulusal paranın çeşitli piyasalarda kurları arasında doğabilecek farklılıkların giderilmesine ve böylece de her para için dünya çapında uyumlu bir piyasanın oluşmasına katkıda bulunurlar. Arbitraj işleminin bir rizikosu da yoktur.

Spot piyasada alım satımlarda dolar anahtar paradır. Diğer paralar cinsinden işlemlerde ise çapraz kurların hesaplanması gerekmektedir. çapraz kur, iki para arasındaki kurun üçüncü bir para cinsinden ifadesidir <sup>46</sup>. Çapraz kurlar ileride açıklanacaktır.

#### ***2.4.2. Vadeli (Forward) Döviz İşlemleri***

Vadeli (forward) piyasaları ileri bir tarihte teslimi sözkonusu olacak herhangi bir malın (döviz, faiz, tarımsal veya metalurjik ürün vb) vadesi miktarı ve fiyatı bugünden belirlenerek sözleşmeye bağlandığı işlemleri içerirler <sup>47</sup>. Teorik olarak, vadeli sözleşmelerin süresi bir günden birkaç yıla kadar değişebilir. Bununla birlikte, uygulamada vadeli sözleşmeler genellikle kısa-vadeli olmakta ve bu süreler 30, 60 veya 90 gün olarak belirlenmektedir <sup>48</sup>. Ancak, özel olarak 2 yıla kadar forward işlem düzenlenmesi de mümkündür. Bundan daha uzun süreler için forward piyasalar yerine, uzun-vadeli döviz anlaşmaları (LTFX) uygulanır <sup>49</sup>.

<sup>46</sup> ERSAN, **Bankalarda Döviz...**, s.19.

<sup>47</sup> Arman KIRIM, "Mali Risk Yönetimi Açısından Forward Döviz ve Faiz Piyasaları", **Bankacılar**, T.Bankalar Birliği Yayını, Yıl:1, Sayı: 4, Ocak 1991, s.33.

<sup>48</sup> SEYİDOĞLU, 1990, s.253.

Vadeli (forward) piyasada bir ulusal paranın diğerine dönüştürülmesinde uygulanan kurlara vadeli kur (forward exchange rate) denir. Vadeli piyasa kurları, genellikle peşin (spot) kurlardan farklıdır. Vadeli kurla ve peşin kur arasındaki ilişki izleyen kısımda incelenecektir.

Geleneksel vadeli döviz kontratları, mevcut döviz pozisyonunu riskten korumak amacıyla yaygın olarak kullanılan bir yöntem olmasına karşın son yıllar da diğer bazı yeni döviz piyasası işlemleri geliştirilmiştir. Bunlar, gelecek (futures) döviz ve döviz opsiyon piyasalarıdır<sup>50</sup>.

Gelecek döviz (futures) kontratları, belli bir dövizin belirlenmiş sabit bir miktarının, başka bir döviz karşılığında, kuru şimdiden belirlenen ancak dövizlerin tesliminin belirlenmiş ileri bir tarihte gerçekleşeceği anlaşmalardır<sup>51</sup>. Başka bir tanımda future sözleşme, belirli tutardaki standardize edilmiş bir malın, menkul değer, dövizin ileri belirlenmiş bir tarihte sabit bir miktarının bugünden belli olan bir fiyattan teslimi koşuluyla satın alma ya da satma yükümlülüğüne dair yapılan bir sözleşmedir. Gelecek (futures) işlem piyasaları ise bu sözleşmelerin ticaretinin yapıldığı organize bir borsadır ve fiziksel bir mekana sahiptir<sup>52</sup>.

Gelecekte işlemlerin dayanağı alıcı ile satıcı arasında yapılan bir sözleşme (contract) oluşturmaktadır. Bu sözleşme ile satıcı kalitesi ve miktarı tanımlanmış belirli bir finansal aracı (döviz, mal ya da altın olabilir) gelecekteki bir tarihte teslim etmeyi taahhüt ederken alıcı da bunu teslim alma ve ödeme yapmayı üstlenmektedir<sup>53</sup>. Gelecek işlem piyasaları çoğu

<sup>49</sup> KIRIM, **Mali Risk Yönetimi Açısından Forward...**, s.33.

<sup>50</sup> ÖNCE, s.17.

<sup>51</sup> KIRIM, **Mali Risk Yönetimi Açısından Forward...**, s.28.

<sup>52</sup> Yusuf ERDEM, **Vadeli İşlem Piyasaları, "Forward & Futures ve Türkiye'de Oluşumunun Ekonomik Şartları"**, Araştırma ve Planlama Müdürlüğü, Ankara, 1993, s.3.

<sup>53</sup> İhsan ERSAN, "Gelecekteki Pazar", **Para ve Sermaye Piyasası Dergisi**, Yıl: 8, Sayı: 90, Ağustos 1986, s.25.

kez vadeli döviz piyasaları ile karıştırılır. Future sözleşmeler kaynak itibariyle forward işlemlere dayanıyor ve forward işlemlerin bir türevi olarak ortaya çıkmış olsalar da zamanla forward işlemlerden oldukça önemli oranda değişiklikler göstermişlerdir<sup>54</sup>. Gelecek piyasaları belli bir mekana sahipken vadeli işlem piyasaları belli bir mekana sahip değildir. Gelecek (futures) piyasaları ileride daha ayrıntılı olarak işlenecektir.

Gelecekteki (futures) işlemlerinin oldukça yeni ve de önemli bir bölümü olan döviz opsiyonları<sup>55</sup> yabancı paraları önceden belirlenmiş temel bir fiyat üzerinden gelecekteki bir tarihte satın alma veya satma hakkıdır. Vadeli sözleşmelere (forward contract) oranla daha esnek olan, alım-satım yükümlülüğü değil de hakkı tanıyan opsiyon döviz riskini önlemenin ötesinde kur dalgalanmalarından yararlanma olanağında veren bir araçtır<sup>56</sup>. Opsiyonlar ile ilgili bilgiler ileride ayrıntılı olarak verilecektir.

### **2.4.3. Swap Döviz İşlemleri**

Vadeli döviz işleminde ya da sadece döviz alımı ya da sadece döviz satımı yapılmaktadır. Swap işleminde ise döviz alım ve satımı aynı anda yapılabilmektedir. Swap işlemi, aynı ticaret ortaklarının aynı tutarlardaki dövizleri belli bir zaman limiti içinde spot ve vadeli kur üzerinden değiştirmesi olarak tanımlanmaktadır. Swap ticareti iki taraflı döviz ticareti olup, taraflar arasında eşzamanlı olarak spot döviz ticareti ve vadeli döviz ticareti anlaşmaları yapılmaktadır<sup>57</sup>. Yani swap işlemlerinde vadeli bir alım (satım) işlemi aynı anda ve aynı miktarda döviz için yapılan

<sup>54</sup> ERDEM, s.3.

<sup>55</sup> ERSAN, **Gelecekteki Pazar**, s.26.

<sup>56</sup> İhsan ERSAN, "Döviz Opsiyonları", **Para ve Sermaye Piyasası Dergisi**, Yıl: 8, Sayı: 89, Temmuz, 1986, s.36.

<sup>57</sup> YILDIZ, s.9.

bir başka satım (alım) işlemi ile tersine çevrilir<sup>58</sup>. Swap işleminde önemli rakam swap oranıdır. Bu oran, paranın alındığı ve satıldığı fiyat farkıdır. Bu fark basit olarak iki parayla ilgili faiz oranı farkının döviz kuruna yansımış durumudur. Swap oranı peşin (spot) ve vadeli (forward) fiyatlar arasındaki farkı göstermektedir<sup>59</sup>. Başka bir ifadeyle satın alma ve satma fiyatları arasındaki fark, iki paranın borç alma maliyetleri arasındaki faiz oranı farklılıklarına eşit olmaktadır<sup>60</sup>. Swap oranı ayrıntılı olarak izleyen kısımda, swap işlemleri ile ise daha sonraki bölümlerde incelenecektir.

## 2.5. Döviz Kurları

Uluslararası ticarete bir tarafta bir ülkenin vatandaşı olan alıcı, diğer tarafta ise diğer bir ülkenin vatandaşı olan satıcı vardır. Yurt içi ticaretten farklı olarak, bu tür ekonomik işlemde en az iki farklı milli para söz konusudur. Bu durumda bir ülke parasının diğer ülke parasına çevrilmesi gerekir. İşte döviz kuru, iki milli para birimi arasındaki değişim oranıdır. Diğer bir ifadeyle döviz kuru, bir yabancı paranın milli para cinsinden fiyatıdır. Bu sebeple kur, ülkeler arasındaki fiyat seviyelerini birbirine bağlayarak fiyat ve maliyet karşılaştırmaları yapılmasına imkan sağlar. Döviz kuru olmasa, ülkeler birbirlerinde üretilen mal ve hizmetlerin fiyat ve maliyetleri konusunda tamamen bilgisiz ve yabancı kalırlar. Döviz kuru, işte bu yabancılık ve bilgisizliği ortadan kaldırır.

Döviz piyasasında, döviz kurunun belirtilmesi iki temel yöntemle yapılmaktadır. Eğer milli para birimi değeri yabancı ülke parası ile ifade ediliyorsa “belirli” (certain) usul geçerlidir. Mesela Londra piyasasında bu usul uygulanır. Bir sterlinin kaç dolar, kaç mark veya frank ettiği gösterilir. Eğer yabancı para biriminin değeri milli para ile ifade ediliyorsa “belirsiz”

<sup>58</sup> KIRIM, *Mali Risk Yönetimi Açısından Forward...*, s.33.

<sup>59</sup> PARASIZ-YILDIRIM, s.359.

<sup>60</sup> ÖNCE, s.18.

(uncertain) usul sözkonusudur. Türkiye’de bu usül geçerlidir ve bir doların, bir markın, bir frangın kaç Türk Lirası ettiği belirlenir. Döviz piyasası daha öncede değindiğimiz gibi farklı milli paraların birbirine çevrilmesini sağlayan bir organizasyondur. Döviz piyasalarında yapılan alış ve satışlarda belirlenen ve her gün kambiyo fiyta cetvelleri ile ilan edilen döviz fiyatlarına “cari” veya “gerçek” kur denir <sup>61</sup>. Döviz piyasasında gerçek kurlar, alış ve satış kurları olmak üzere ikili olarak belirlenmektedir. Dealer’in veya bankanın o dövizini satın alırken uygulayacağı fiyata “alış (bid) fiyatı”, satarken uygulayacağı fiyata “satış (offer veya ask) fiyatı” denilmektedir. Alış ve satış kurları arasındaki fark spread veya marjin olarak adlandırılır ve bu fark bankanın döviz alım satımı nedeniyle kârı olmaktadır <sup>62</sup>. Cari kurların döviz piyasasında nasıl oluştuğuna ilişkin bilgiler izleyen kısımda verilecektir. Resmi kur uygulayan ülkeler, dış alış ve satışlara farklı kur tatbik edebilirler. Bu sebeple, serbest cari kur yanında resmi alış verişlere temel olan resmi kur da vardır <sup>63</sup>.

Gelecekte belirli bir tarihte, belirli miktardaki dövizin belirlenmiş bir kur üzerinden değişimini sağlayan işlemlerin vadeli işlemler olduğunu biliyoruz. Vadeli işlemlere ilişkin en önemli özellik, döviz değişiminin gelecekte bir tarihte yapılacak olmasına rağmen o değişim tarihinde uygulanacak olan kurun, anlaşmanın yapıldığı günde belirlenmesidir. Vadeli kontratlarda uygulanacak olan kur, vadeli döviz kuru olarak adlandırılır. Normal piyasa koşullarında vadeli kur, uluslararası faiz oranı farklılıklarıyla belirlenir <sup>64</sup>.

Döviz kurları peşin alış ve satışlar ile vadeli satışlarda farklılık gösterir. Vadeli kur ile vadesiz kur arasındaki mutlak rakam farkı “swap limiti” olarak adlandırılmaktadır.

<sup>61</sup> KARLUK, s.350-351.

<sup>62</sup> ÖNCE, s.19.

<sup>63</sup> KARLUK, s.351.

<sup>64</sup> ÖNCE, s.19.

Döviz piyasalarında onbinde (0.0001 gibi) olarak ilan edilen swap limitlerinin vadesiz kurlarla toplanması (artı) veya onlardan düşülmesi (eksi) sonucunda vadeli kurlar elde edilmektedir. Örneğin Frankfurt borsasında Dolar/Mark altı aylık swap limiterinin alış ve satış esasına göre 368-358 şeklinde ilan edilebilmektedir. İlan edilen bu swap limitlerinden birinci rakamın ikinciden büyük (368-358) olması iskonto (dolar iskontosu), tersi (358-368) ise prim (dolar pirimi) anlamına gelmektedir.

Bu durumu aşağıdaki örneklerde açıklayabiliriz:

	\$DM		\$/DM	Fark
Vadesiz alış	1.9010	Vadesiz Satış	1,8990	0,0080
Swap limiti (eksi)	<u>0,0368</u>	Swap limiti (eksi)	<u>0,0358</u>	
Vadeli alış	1,8542	Vadeli Satış	1,9632	0,0090

Şayet swap limitleri 358-368 şeklinde ilan edilseydi, o takdirde bir prim söz konusu olacaktı ve vadeli alış ve satış kurları aşağıdaki gibi elde edilecekti:

	\$DM		\$/DM	Fark
Vadesiz alış	1,8910	Vadesiz satış	1,8990	0,0080
Swap limiti (artı)	<u>0,0358</u>	Swap limiti (artı)	<u>0,0368</u>	
Vadeli alış	1,9268	Vadeli satış	1,9358	0,0090

Yukarıda altı aylık swap limiti örneklerinde görülebileceği gibi, vadeli kurlarda alış-satış farkı vadesiz kurlara kıyasla daha yüksek olabilmektedir, zira birincisinde risk ve iş yoğunluğu daha yüksektir.

Döviz piyasalarında vadeli kurun vadesiz kurdan büyük olması halinde aradaki fark prim (report) ve tersi durumda, yani vadesiz kurun vadeli kurdan büyük olması halinde ise aradaki fark iskonto (deport) olarak adlandırılmaktadır. Vadeli ve vadesiz kurların birbirine eşit olması durumu ise “pari” olarak adlandırılır.

İşte swap limitlerinin (deport veya report) oransal olarak ifade edilmesi ise “swap oranı” şeklinde adlandırılmaktadır. Swap oranının en basit hesap edilme biçimi, vadeli ve vadesi döviz farkının vadesiz kura bölümünün 100 ile çarpılması şeklinde elde edilmekte ve böylece ilgili vadeli kurun vadesine göre swap oranı da belirlenmiş olmaktadır.

w1- Vadesiz kur 1,8950 DM

w2= Altı ay vadeli kur 1,8590 DM

sp= swap oranı

$$sp \text{ (altı aylık)} = \frac{w2-w1}{w1} \times 100 \quad (1)$$

$$sp = \frac{0,0360}{1,8950} \times 100 = 1,90$$

Öte yandan yıllık olmayan vadeli kurlar esas alınarak yıllık swap oranı da aşağıdaki gibi hesap edilebilmektedir:

$$sp \text{ (yıllık)} = \frac{(w2-w1) \frac{360}{180} \times 100}{w1} \quad (2)$$

$$sp \text{ (yıllık)} = \frac{0,0360 \times 200}{1,8950} = 3,80$$

Bu formül sonucunda elde edilen swap oranı yıllık, vade ise altı ay (180 gün) olduğundan, yıllık swap oranının ikiye bölünmesiyle altı aylık swap oranı elde edilmektedir.

Yukarıdaki her iki formülde de alış ve satış kur farkları dikkate alınmamıştır. Dolayısıyla gerek vadesiz kurlarda ve gerekse vadeli kurlarda alış ve satış kurları ayrı ayrı dikkate alınarak elde edilecek iki ayrı swap oranının ikiye bölünmesiyle gerçek swap oranı elde edilebilecektir.

Yukarıdaki hesaplamalarda görüleceği gibi, (1)'de elde edilen altı aylık swap oranı 1,90 ve (2)'de elde edilen yıllık swap oranı 3,8 olarak bulunmuştur. Böylece her iki formül de aynı neticeyi vermektedir. Ancak döviz piyasalarında genellikle vadelerine göre ilan edilen swap limitleri ve dolayısıyla oranlarından (2)'nin kullanılmasıyla yıllık swap oranı elde edilebilecektir; zira para piyasası oranları ile karşılaştırma yapabilmek için yıllık oranlar gereklidir. Çünkü para piyasasında faiz oranları daima yıllık hesap ve ilan edilmektedir. Ayrıca yukarıdaki her iki formülden de anlaşılacağı üzere, swap oranının artı sonuçlanması prim, eksi sonuçlanması iskonto anlamına gelmektedir <sup>65</sup>.

İki milli para arasında doğrudan doğruya uygulanan döviz kuruna düz kur denir. Eğer Türk Lirası ile doğrudan dolar satın almak istenirse ABD doları ile TL arasındaki parite 1\$=80 TL olduğu varsayımı altında bir dolar için 80 TL verilmesi gerekecektir. Bu durumda doların düz kuru 80 TL'dir. Fakat dolar, dolaylı bir şekilde de satın alınabilir. Mesela TL ile önce sterlin, sterlin ile mark ve bu marklar ile de dolar satın alınır. Böylece Türk Lirası ile dolar arasında bir çapraz kur meydana gelir. Uluslararası ödemelerin normal bir şekilde yapılabilmesi için düz ve çapraz kurlar arasında bir fark olmaması gerekir <sup>66</sup>.

<sup>65</sup> YILDIZ, s.6-8.

<sup>66</sup> Teoride başlıca iki temel döviz kuru sistemi olduğu daha önce belirtilmişti. Bunlardan sabit döviz kuru sisteminde döviz kurları zaman içinde sabit tutulurken, serbest (değişken veya esnek) döviz kuru sisteminde döviz kuru serbest bir şekilde piyasada arz ve talebe göre belirlenmektedir. Bkz., s.18-22.

### ***2.5.1. Uluslararası Ticaret ile Döviz Kuru İlişkisi***

Döviz kuruna ilişkin genel açıklamalardan sonra bu başlık altında kısaca uluslararası ticaret ile döviz kuru arasındaki ilişki döviz talebi ve arzı şeklinde incelenip piyasa dengesinin oluşturulması gösterilecektir. Bu temel bilgiler ilerleyen bölümlerde döviz kur riski ve koruma yöntemlerinin daha iyi anlaşılmasına yardımcı olacaktır.

Aşağıda basit bir model ele alınarak döviz arz ve talebi incelenip denge piyasa kurunun oluşumu gösterilecektir. Modelde Türkiye ve ABD olmak üzere iki ülke ele alınacak ve bu ülke sakinlerinin birbirlerinden mal, hizmet ve mali değerler alıp sattıkları kabul edilecektir.

Döviz piyasasında dolar talebi, Türk halkının Amerikan mal, hizmet ve mali değerlerine olan talebini, TL talebi de Amerikan halkının Türk mal, hizmet ve mali varlıklarına karşı talebini yansıtır. Bu duruma göre döviz piyasasında dolar talebi, TL arzı ile özdeştir. Çünkü dolar satın alabilmek için karşılığında TL ödemek gerekir. Bunun gibi, TL talebi de dolar arzına eşittir. O halde döviz piyasasını ya dolar arz ve talebi ya da TL arz ve talebi cinsinden inceleyebiliriz. İkisi sadece birbirinin tersidir. Biz açıklamalarımızı dolar cinsinden sürdürelim.

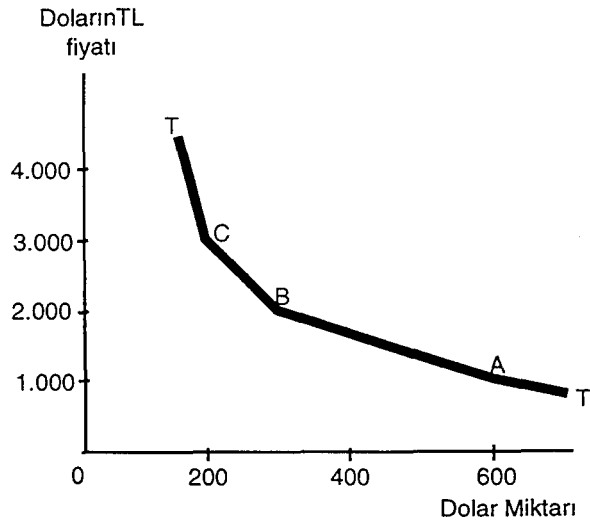
Döviz arz ve talebi içinde en önemli yeri genellikle mal ve hizmet akımları oluşturur. Bu nedenle sermaye akımlarını bir tarafa bırakarak mal ve hizmet ticaretini ele alalım.

Döviz talebi; döviz kuru ile döviz talebi arasında normal olarak ters yönlü bir ilişkisi vardır. Yani döviz kuru (Doların TL fiyatı) yükselince döviz talebi azalır. Bunun nedeni döviz kuru yükselince yabancı malların ülkede ulusal para cinsinden fiyatlarının artmasıdır. Örnek olarak Türkiye'nin ABD'den kağıt ithal etmekte olduğunu ve kağıdın, Amerika'daki fiyatının 1000 dolar olduğunu varsayalım. Bu durumda çeşitli döviz kurlarından

kağıdın Türkiye’de TL cinsinden fiyatları, her fiyat düzeyinde talep edilen kağıt ve döviz piyasasında talep edilen dolar (arz edilen TL) miktarları aşağıda tabloda gösterilmiştir.

Amerika’da Fiyat, \$	Döviz Kuru TL/\$	Türkiye’de Fiyat, TL (1x2)	Talep edilen mal miktarı (ton)	Talep edilen Dolar miktarı (1x4)
1	2	3	4	5
1.000	1.000	1 milyon	600	600 bin
1.000	2.000	2 milyon	300	300 bin
1.000	3.000	3 milyon	200	200 bin

Tablodan da açıkça görülebileceği gibi, döviz kurundaki her yükseliş, Türkiye’de kağıt fiyatını artırarak ithal edilen miktarı azaltmakta ve dolayısıyla döviz talebinin kısılmasına yol açmaktadır. Dikey ekseninde döviz fiyatını (dolar birimi başına TL miktarı), yatay ekseninde de döviz miktarını göstererek tablodaki sonuçları bir grafik üzerine aktarırsak döviz talep eğrisini elde ederiz. (Şekil: 1)



**Şekil: 1 Döviz Talep Eğrisi.**

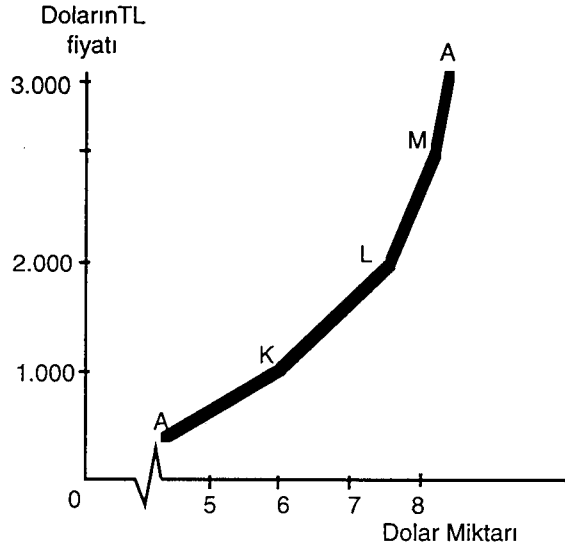
Döviz talep eğrisi normal, mallarda olduğu gibi negatif eğilimlidir. Yani döviz kuru yükseldikçe döviz talebinin azaldığını, döviz kuru düştükçe (ulusal paranın değer kazanması) döviz talebinin arttığını gösterir.

Döviz arzı; döviz arzı ile döviz kuru arasında normal koşullar altında pozitif yönlü bir ilişki vardır. Yani, döviz kuru yükseldikçe döviz arzı artar, döviz kuru düştükçe döviz arzı azalır.

Dolar arz eğrisi Amerikan halkının Türkiye'den yapacağı mal, hizmet va mali değerlere olan talebini temsil eder. Dolar kuru ile dolar arzı arasındaki ilişkiyi göstermek için örneğin, ABD'nin Türkiye'den kumaş ithal ettiği ve kumaşın Türkiye'deki fiyatınının 60 bin TL. olduğu varsayalım. Buna göre bir düzenleme aşağıda gösterilmiştir.

Türkiye'de Fiyat, TL	Döviz Kuru TL/\$	ABD'de Fiyat,\$	ABD'de Toplam Talep Miktarı	Arz Edilen Toplam \$ (3x4)	Talep Edilen Toplam TL (1x4)
1	2	3	4	5	6
60 bin	1.000	60	100	6.000	6 milyon
60 bin	2.000	30	250	7.500	15 milyon
60 bin	3.000	20	400	8.000	24 milyon

Bu bilgilerden döviz kuru ile döviz arzı arasındaki ilişki şekilde gösterilirse döviz arz eğrisi elde edilir. (Şekil: 2)

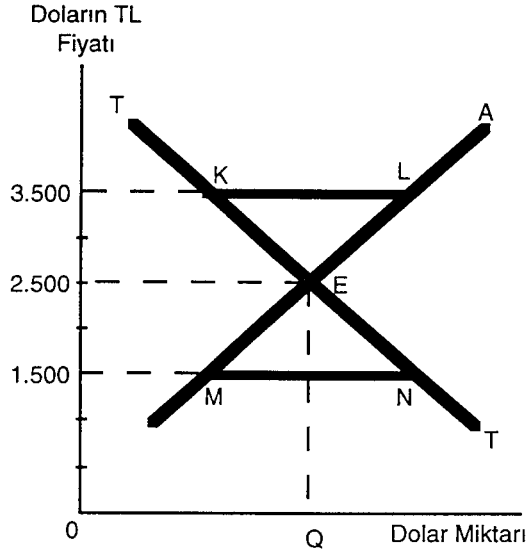


**Şekil: 2 Döviz Arz Eğrisi.**

Görüldüğü gibi döviz arz eğrisi pozitif eğilimlidir. Döviz kuru yükseldikçe Türk malları Amerikan halkına göre ucuzlar, böylece de Türk mallarına olan talepleri artar, bu da döviz arzını artırır. Döviz kuru düştükçe aksine Türk mal ve hizmetleri Amerikan halkı için pahalılaşır. Bu ise ithalat taleplerinin kısılmasına ve sonuçta da döviz arzının azalmasına yol açar.

Döviz arz eğrisinin grafikteki gibi pozitif eğilimli olması, Türkiye'nin ihracat mallarına olan dış talep esnekliğinin yüksek olmasının sonucudur.

**Piyasa dengesi;** piyasa dengesi döviz arz ve talep eğrilerinin kesiştiği noktada gerçekleşir. Denge kuru (cari veya gerçek kur), döviz arz ve talebini eşitleyen döviz fiyatıdır. Daha önce de ayrı ayrı incelediğimiz döviz arz ve talep eğrilerini aynı grafik üzerine aktarırsak bunların kesiştiği fiyat düzeyi denge kurunu gösterir. Şekil:3'e göre 1\$2.500 TL. fiyatıdır. Bu kurdan arz ve talep edilen dolar miktarları birbirine eşit olup OQ düzeyindedir. Böylece piyasa dengesi sağlanmış olur.



**Şekil: 3 Denge Döviz Kuru.**

Cari kurdan piyasa dengesi sağlanmışken arz ve talep güçlerinde bir değişme olmadığı sürece denge kuru da değişmez. Bu kararlı bir denge halini ifade eder. Yani arz ve talep eğrileri sabitken, döviz kurunun herhangi bir nedenle denge düzeyinin altına veya üstüne kaydığını varsayarsak bu kurlardan piyasa dengesi sağlanamaz. Kayan kurların harekete geçireceği bir etkiler sonucu fiyatlar denge düzeyine yönelir ve sonunda eski düzeyinde karar kılar <sup>67</sup>.

### ***2.5.2. Döviz Piyasasını (Denge Kuru) Etkileyen Etkenler***

Değişken kur sisteminde döviz kurları arz ve talep güçlerine göre piyasada serbestçe belirlenebilmektedir. Piyasa güçlerinde bir değişme ortaya çıkınca kurlar da kendiliğinden değişir.

<sup>67</sup> SEYİDOĞLU,1990, s.131-134.

Uluslararası ticaret ile ilgili gelişmeler döviz kurları üzerinde etkili olmaktadır. Ülkelerin ithal mallarına olan talepleri büyük ölçüde uyguladıkları makroekonomik politikalardan etkilenir. Makro-ekonomik değişkenlerin başında ilgili ülkelerdeki nisbi fiyat değişimleri (enflasyon oranları) ile büyüme ve reel gelir oranlarındaki değişimler gelir. Bu arada, üretimde mevsimlik dalgalanmalar, nüfus artış hızı, grevler, kapasite değişimleri ve öteki arz ve talep faktörlerinin etkileri de ihmal edilemez.

Serbest değişken kur sisteminde, enflasyon oranı yüksek olan bir ülkenin parası, enflasyon oranı düşük olan bir ülkenin parası karşısında değer kaybeder. Enflasyon oranlarındaki bu fark ne kadar yüksekse ülke parasının değeri o ölçüde düşer.

Bir ülkenin toplam gelir ve harcama düzeyindeki bir artış tüm mal ve hizmetlere olduğu kadar yabancı mal ve hizmetlere olan talebi de artırır. İç ekonomik amaçlar için uygulanmış olsalar da, harcama genişletici politikaların öbür yandan doğurduğu etkiler bu yöndedir.

Döviz piyasaları gerçekte ekonomik ve siyasal alandaki gelişmelere karşı son derece duyarlıdır. İç karışıklıklar, askeri müdahaleler, savaş olasılıkları ünlü bir devlet adamının hastalığı, ölümü vs. gibi olayların yol açtığı güvensizlik ortamı, döviz piyasasını etkilemektedir. Böyle durumlarda, yerli servet veya tasarruf sahipleri, kendilerini maddi güvence altına almak amacıyla ellerindeki fonları dövize çevirip yurtdışına aktarma yoluna gidebilirler. Siyasal olayların ekonomik politikalar üzerinde tahmin edilen sonuçları spekülasyon akımlarının hız kazanmasına neden olabilir. Özellikle ekonomik ve siyasal istikrarsızlıkların yoğun olduğu ve hükümetlerin halka güven veremediği ortamlarda ortaya spekülasyon akımları yani, zayıf bir paradan kaçış veya sağlam bir paraya yöneliş, döviz kurlarını etkileyen önemli faktörlerdendir.

Uluslararası piyasalarda döviz fiyatları ile altın fiyatları arasında belirli bir ilişki vardır. Bu ilişki genellikle ters yönlüdür. Örneğin doların öteki ulusal paralar karşısında değer kaybetmesi durumunda altın fiyatları

yükselir, ya da doların değerinin yükselmesi karşısında borsalarda altın fiyatları düşer <sup>68</sup>.

Ülkelerin belirli bir zaman dilimi içinde birbirleriyle gerçekleştirdikleri ekonomik işlemlerin sistematik bir kaydı olarak tanımlanan ödemeler bilançosu döviz kurunu belirlemede büyük öneme sahiptir. Dış ticaret dengesi olarak ifade edilen ülkenin sattığı ve aldığı mal tutarı arasındaki olumlu ya da olumsuz fark döviz uzmanlarınca duyarlılıkla izlenmektedir. Cari işlemlerin açık vermesi, dış borçların artış göstermesi ve sermaye girişinin azalma eğilimi gibi gelişmelerin de ülke parasını olumsuz etkilediğini belirtmek gerekmektedir.

Yüksek enflasyon dönemlerinde faiz oranlarının en azından yaşanan enflasyon oranına eşit olması (reel faiz), döviz kuru üzerinde etken bir değişkendir. İki ülke arasında temel ekonomik göstergelerde büyük ölçüde bir denge geçerli ise, yüksek faiz uluslararası fonları ülkeye çekecek bu da ulusal paranın döviz borsalarında değer kazanmasına neden olacaktır.

Para ve maliye politikaları araçları vasıtasıyla döviz piyasasında dolayısıyla döviz kuru üzerinde etkili olunabilmektedir. Piyasaya para sürülmesi veya piyasadan para çekilmesi gibi parasal düzenlemeler, vergi oranlarını değiştirme, doğrudan veya dolaylı vergileme, dış alım vergileri, vergi iadesi vb.mali düzenlemeler ülke sakinlerinin satın alma güçlerini azaltma ve artırmaları döviz fiyatına da yansımaktadır.

Ayrıca altın ve petrol piyasalarındaki gelişmeler, gelişmekte olan ülkelerin borçları, piyasayı oluşturan bankaların (market maker) beklentileri, döviz pozisyonları, çeşitli rivayet ve söylentiler döviz kurunu etkileyebilmektedir <sup>69</sup>.

Döviz kurlarındaki dalgalanmalardan doğan döviz kuru riskini yönetmek için, döviz kuru hareketlerinin ve bu hareketlerin belirlenmesindeki etkili faktörlerin bilinmesi gerekli olmaktadır. Döviz

<sup>68</sup> SEYİDOĞLU, 1990, s.131-140.

<sup>69</sup> ERSAN, **Bankalarda Döviz...**, s.16-17.

kurlarının gelecekteki değerlerinin tam ve kesin olarak tahmin edilmesi her zaman mümkün olmasa bile tahmin için bazı ekonometrik modeller geliştirilmiştir <sup>70</sup>

---

<sup>70</sup> Ayrıntılı bilgi için Bkz., ÖNCE, s.24-28.

## **İKİNCİ BÖLÜM**

### **DÖVİZ KURU RİSKİ VE RİSKTEN KORUNMAK İÇİN KULLANILAN FİNANSAL TEKNİKLERİN SINIFLANDIRILMASI**

#### **I. DÖVİZ İŞLEMLERİNDE RİSK VE DÖVİZ KURU RİSKİ**

##### **1. DÖVİZ İŞLEMLERİNDE RİSK**

Uluslararası ticarete karşılaşılan riskler başlığı altında incelediğimiz konular içerisinde parasal risklerle ilgili açıklamalar dövizlerle ilgili olmaktadır. Bu nedenle döviz işlemlerinde karşılaşılan riskleri burada bir başlık altında incelemek yararlı olacaktır.

Döviz ile işlem yapanlar ya da ellerinde döviz bulunduranlar çeşitli döviz riskleri ile daima karşı karşıyadırlar. Ana konumuz olan döviz kuru riskide bu risklerden sadece bir tanesidir. Serbest kur sisteminde döviz kurlarının iniş-çıkışları ve belirsizlikleri bilinen bir niteliktir. Döviz kurlarının seyrini kestirebilme ve riskten korunabilmek için öncelikle döviz işlemlerindeki risklerin bilinmesi gereklidir. Bu sebeple ellerinde döviz bulunduran firmaların, bireylerin, kurum ve kuruluşların vb. karşı karşıya

kaldıkları döviz riskleri aşağıda dört başlık altında genel olarak incelenecektir. Bunlardan ana konumuz olan döviz kuru riski ayrıntılı olarak incelenecek ve bu riskten korunma yöntemleri analiz edilecektir.

### 1.1. Kredi Riski

Kredi riski, döviz işlemlerinde muhatabın yükümlülüklerini yerine getirmesinin taşıdığı belirsizliktir. Diğer bir ifade ile sözleşme tarihinde veya önce iflas vb. nedenlerle ödeme gücüğü içine düşmesidir <sup>71</sup>. Banka, döviz kredisi verdiği anda kredinin geri ödenmemesi riskide beraberinde doğar. Döviz kontratlarında da vade uzaması söz konusu olmamasına rağmen geri ödeme riski söz konusudur <sup>72</sup>.

Uluslararası bankacılıkta bu tür riskin bilinen örneklerinin başında 1973 petrol krizi sonrası ortaya çıkan “Herstatt Krizi” gelmektedir.

### 1.2. Likitide Riski

Likidite bankaların, firmaların ya da döviz ödemesi olanların ödemelerini zamanında yapma güç ve yeteneğidir. Döviz borcu olanlar bu ödemeleri kasasındaki para, her an nakte dönüşecek varlıklar, bankalar açısından Merkez Bankası ve muhabirleri nezdindeki vadesiz hesaplarının serbest bakiyeleri ile yapabilirler. Likidite riski nakit giriş

---

<sup>71</sup> ERSAN, **Bankalarda Döviz ...**, s.35.

<sup>72</sup> Serdar AKTAN, “Döviz Ticareti ve Riski”, **Para ve Sermaye Piyasası Dergisi**, Yıl:8, Sayı: 91, Eylül, 1986, s.45.

ve çıkışları arasındaki dengenin gerçekleştirilmesinin taşıdığı belirsizliktir<sup>73</sup>.

Likidite riski ile karşı karşıya kalmamak için nakit girişleri gözönüne alınarak döviz borcuna girilmesi hususuna dikkat edilmesi önemli olacaktır.

### 1.3. Ülke Riski

Ülke yönetimlerinin döviz işlemlerine müdahalesindeki artışlar, genelde uluslararası piyasada o ülkenin dış ödemelerinde sorunlarının arttığına işaret olarak yorumlanmaktadır. Ülkelerin ekonomik yasa ve tutumlarındaki ani ve tutarsız değişimler, o ülke para birimlerinin değerini çok olumsuz etkilemekte, döviz piyasalarını çok çabuk istikrarsızlığa götürebilmektedir. Hükümet karar ve politikalarının değişmesi ile aktedilen dövizli sözleşmelerin yerine getirilmemesi sözkonusu olduğunda, kontrata giren taraflar taahhütlerini yerine getirememesi ve prestij kaybetmenin yanısıra döviz pozisyonlarının bozulması ve kârlılığın olumsuz etkilenmesi riski ile de karşılaşmaktadırlar.

1970'li yıllardan sonra batılı ülkelerin çoğu döviz piyasalarını serbest bırakma ve mevzuatı serbestleştirme eğilimi içine girmişlerdir<sup>74</sup>.

## 2. DÖVİZ KURU RİSKİ

Döviz işlemlerindeki risklerin bir tanesi de döviz kuru riskidir. Bu çalışmanın ana konusunu oluşturması nedeniyle döviz kuru riskini ayrı bir

<sup>73</sup> ERSAN, *Bankalarda Döviz...*, s.35.

<sup>74</sup> AKTAN, s.47.

başlık altında ayrıntılı olarak incelemek yararlı olacaktır.

Döviz kuru riski daha önce de değindiğimiz gibi 1970'li yıllarda esnek kur sistemine geçilmesi sonucu döviz fiyatlarının piyasada serbestçe belirlenmeye başlanması ile döviz fiyatlarındaki dalgalanmalar sonucu ortaya çıkmış ve önem kazanmıştır.

## 2.1. Tanım ve Kapsam

Dış ticaretle uğraşan ithalatçı ve ihracatçı firmalar, değişik ülkelerde yerleşik olduklarından alış-verişlerinde farkı para birimleri kullanabilmektedirler. Herhangi bir ticari işlemde bir ülkenin para birimi diğer ülke para birimlerine dönüştürülecek ve bu dönüşüm de değişik ülke paralarının birbirlerine karşı değeri değişebileceği için, taraflara kur riski yükleyecektir.

Dış ticaret döviz işlemleri gerektiren bir sistemdir. Dövizle yapılan her işlem de bir risk içermektedir. Dış ticaretle uğraşan bir firma gelecekte döviz ile ödeme taahhüdü altına girmişse veya döviz cinsinden bir alacak tahsili yapacaksa, o firma kur iski ile karşı karşıya kalmaktadır. Döviz ile ödeme yapacak bir firma, kendi ülke parası ile döviz satın almak zorundadır. Milli para yabancı paralara karşı değer kaybediyorsa aynı miktardaki döviz satın alabilmek için daha fazla milli para ödemek zorunda kalacaktır. Tersine firmanın döviz cinsinden tahsilatı varsa, bu döviz kendi milli parasına dönüştürecektir. Yabancı paranın değeri milli paraya göre düşerse, firma milli para cinsinden daha az tahsilat yapmış olacaktır 75.

Kısaca kur riskini döviz piyasalarında döviz fiyatlarının karşılıklı olarak değişmesi ile ortaya çıkan ve bunun sonucunda döviz borcu ya da

75 DEMİRCİ, s.82.

alacakları olanların bir zararla karşı karşıya kalması olarak tanımlayabiliriz.

Başka bir tanım da döviz kurlarında meydana gelen değişmeler firmanın değeri ve faaliyetleri üzerinde bir etkiye sahip olduğunda ortaya çıkan risk döviz kuru riskidir. Döviz riski, döviz kuru dalgalanmalarından dolayı firmanın gelecekteki ekonomik değerindeki değişme riski olarak da tanımlanabilir <sup>76</sup>.

Günümüz dünyasında mal ve hizmetlerin uluslararası ticaretinin hızla artması, ithalat ve ihracat firmalarında döviz kuru riskinin önemini de arttırmıştır. Uluslararası finans piyasasında döviz kurlarının düşük veya yüksek olması da ithalat ve ihracatı doğrudan etkilemektedir <sup>77</sup>.

Kur riski doğurabilecek her bir döviz alacak veya borcu “döviz pozisyonu” olarak ve ilgili dövizler cinsinden tüm döviz alacak ve borçlarının toplamı “brüt döviz pozisyonu” şeklinde adlandırılmaktadır.

Döviz pozisyonlarının döviz cinsine ve vadelerine göre birleştirilerek, alacak (aktif) ve borç (pasif) arasında meydana gelen fark “net döviz pozisyonu” yani kur riski taşıyan “açık pozisyon” elde edilmektedir. Başka bir deyişle her döviz pozisyonu kur riski taşımamaktadır; aynı döviz cinsinden aynı vadeli ve aynı tutardaki döviz alacak ve borçları karşılıklı olarak birbirlerini riskini nötürleştirecekleri için, burda “net döviz pozisyonu” (kur riski taşıyan döviz pozisyonu) sözkonusu olmamaktadır.

Döviz pozisyonlarının alacak ve borcunun toplanması sonucu, alacakların büyük olması “artı net pozisyon”, borçların büyük olması ise “eksi net pozisyon” olarak adlandırılmaktadır. Sözkonusu net pozisyonların taşıdığı kur riskinin boyutlarını (a)olumsuz döviz kuru değişmesinin meydana gelme ihtimali, (b) döviz kuru değişmesinde beklenen muhtemel büyüklük, ve (c) net pozisyonun büyüklüğü gibi faktörler belirlemektedir.

Kur riskini belirleyen faktörler ışığında, net pozisyona sahip bir

---

<sup>76</sup> ÖNCE, s.28-29.

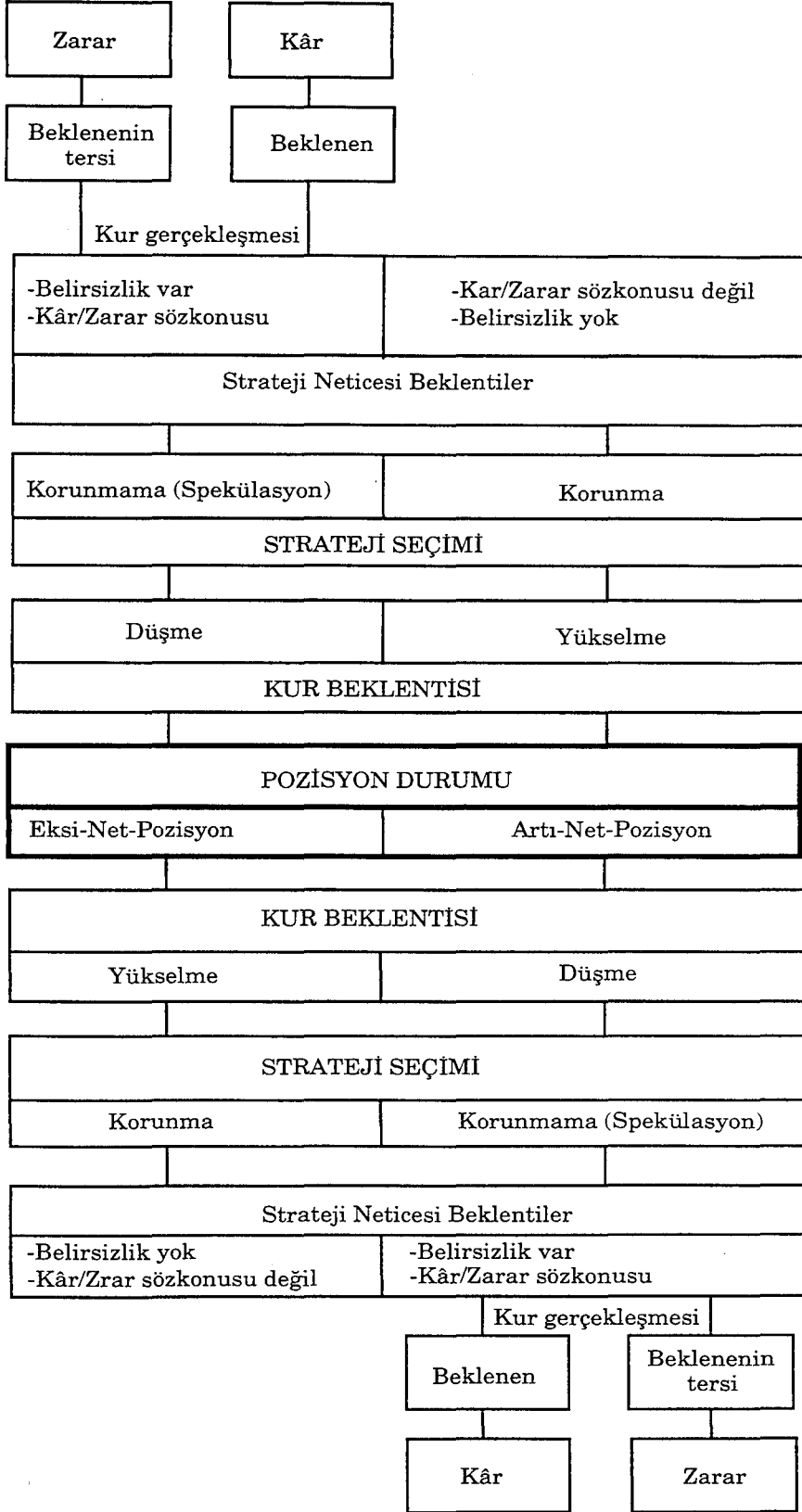
<sup>77</sup> DEMİRCİ, s.82.

firmanın kur riski yüklenip yüklenmeyeceği, net pozisyonlarının artı veya eksik olma ve aynı zamanda firmanın döviz kuru beklentisinin hangi yönde olacağına bağlı olmaktadır. Artı pozisyonu olan firmanın kur beklentisi kurun yükselme istikametinde ise, firma kâr edeceği düşüncesiye herhangi bir tedbire başvurmayabilir; ancak bu bir spekülatif harekettir. Firmanın beklentisi tersinde bir döviz kuru değişmesinin meydana gelmesi durumunda, firma zarara uğrayacaktır. Öte yandan firmanın eksi pozisyona sahip olması ve beklentisi kurun yükselmesi doğrultusunda ise, firma risk taşımaktadır; riskin telafi edilmesi için gerekli araçlara başvurmak zorunda kalacaktır. Şayet ilgili firmanın beklentisi kurun düşmesi doğrultusunda ise, risk taşımadığı ve bilakis kâr elde edebileceği düşüncesiyle firma herhangi bir korunma teşebbüsünde bulunmayabilecektir. Ancak bu davranış da diğerinde olduğu gibi spekülatif bir harekettir. Zira kur değişimleri firmanın beklentisine ters olarak gelişebilir ve böylece firma zarara uğrayabilir<sup>78</sup>. Kaldı ki firmaların amacı spekülatif beklentilerden kâr elde etmek değil, mevcut riskleri minimize etmek olmalıdır. Çünkü, maliyet hesapları firmalar açısından oldukça önemlidir ve eğer firma spekülatif beklentiyle hareket ederse maliye hesapları yapmak oldukça güçleşecektir. Daha sonra da beklentinin tersine bir gelişme olması durumunda firma likidite riski ile karşılaşacak ve ödeme gücüne düşebilecektir.

Yukarıdaki açıklamaları aşağıdaki şekil yardımıyla daha net hale getirebiliriz.

---

<sup>78</sup> YILDIZ, s.10-11.



**Şekil: 4 Kur Riski ve Boyutları.**

Şekilden de izlenebileceği gibi, net pozisyona sahip firma, iki alternatif strateji ile karşı karşıya bulunmaktadır. (a) Korunma tekniklerine başvurmak, (b) Korunma tekniklerine başvurmamak, zira firma döviz kurunun kendi beklentisi doğrultusunda gerçekleşeceği inancını taşır.

Birinci stratejide firma spekülasyona gitmemekte, kur riskinden korunma tekniklerine başvurarak riski, yani belirsizlikleri tamamen ya da kısmen telafi edebilmektedir. İkinci durumda ise firma, döviz kurundaki değişmelerin kendi tahmin ve beklentileri doğrultusunda gerçekleşeceğine inanarak, açık pozisyon (risk yüklenmek) politikasıyla spekülatif bir uygulamayı tercih edebilmektedir. Ancak böyle bir tercihte bulunabilmek, ilgili firmanın kur tahminlerinin çok sağlıklı ve gerçekleşme derecesinin yüksek olmasına bağlı olacağı söylenebilir. Diğer yandan bir çok firma, esas olarak alacak ve borç miktarının kesin olup olmamasına önem vermekte ve her halükârda spekülatif harekete başvurmamaktadırlar. Böylece firmanın para akımında belirsizliklerden doğabilecek yukarıda değindiğimiz likidite riski de önlenmiş olacaktır<sup>79</sup>.

## 2.2. Döviz Kuru Riskinin Önemli Olmasının Nedenleri

30 yıl öncesine kadar döviz kuru riski çok nadir tartışılırdı. Ancak serbest döviz kuru sistemine geçilmesi ile birlikte döviz fiyatlarındaki dalgalanmalar ve bununla birlikte uluslararası ticaretteki gelişmeler sonucunda firmaların döviz kuru riskine ciddi bir şekilde eğilmeye başlamışlardır. Şimdi bir firmanın yıllık raporu veya firmanın başarısı hakkında finansal baza bir raporu döviz kuru riskinin etkisini dikkate almadan değerlendirmek artık çok nadirdir. Uluslararası firmaların döviz

<sup>79</sup> YILDIZ, s.11-12.

kuru riskini kontrol altına almasına yönelik tekniklerin geliştirilmesi için çalışmalar sürekli olarak yapılmaktadır. Döviz kuru riskinin bu derece önemli olmasının nedenlerini şu şekilde sıralayabiliriz<sup>80</sup>.

- Uluslararası ticaret ve finansmandaki büyüme,
- Döviz kuru dalgalanmalarının artan büyüklüğü,
- Döviz kâr/zarar unsurlarının firma finansal tablolarında görünürlüğünün artması.

İlk iki faktör döviz kuru riski probleminin kaynağıdır. Üçüncü faktör bu problemin neden firma finansal yöneticileri için giderek daha önemli olmaya başladığını açıklamaya yardım eder. Aşağıda bu faktörleri sırasıyla ele alalım.

### ***2.2.1. Uluslararası Ticaret ve Finansmandaki Büyüme***

II.Dünya savaşından sonraki dönem uluslararası ticaretin otomatik bir artış gösterdiği dönem olmuştur. Dünya ticaretinin değeri 1939-1979 döneminde 63 kat artmıştır. Bu artışın bir bölümü enflasyon nedeniyledir. Yıllık %5 üzerinden enflasyona göre düzeltildiğinde uluslararası ticaretin hacminin 1938-1975 arasında altı kat arttığı bulunur. Bu artışın çoğunluğu bu dönemde çok uluslu firmaların çok büyük bir hızla artmasından dolayı olmuştur. "Çok uluslu" firmaları, birden fazla ülkede yerleşmiş faaliyet birikimi olan tüm işletmeleri kapsayacak şekilde tanımlayabiliriz. 1950-1970 dönemi boyunca bu firmaların satışları on kez artmıştır.

Son otuz yıldır diğer önemli bir ekonomik gelişme uluslararası finansmanda görülmüştür. Euro dolar ve euro tahvil piyasalarında işlem hacmi hızla artmaktadır. Bu artış gösteriyor ki, artık firmalar bu

<sup>80</sup> Thomas W. McRAE-David P. WALKER, **Foreign Exchange Management**, Prentice-Hall, International, London, 1980, s.3.

piyasalardan geniş bir şekilde yararlanmakta ve firmaların finans departmanları artık fon sağlamak için dünya finansal piyasalarına başvurumaktadırlar.

### ***2.2.2. Döviz Kuru Dalgalanmalarındaki Artış***

Uluslararası ticaret ve finansmandaki büyük artış, çok büyük miktarlardaki paranın uluslararası sınırların dışına taşınmasıyla sonuçlanmıştır. Bu, dışsal bir problemin doğmasına neden olmuştur. Dünyadaki tüm ülkeler aynı para birimini kullanmamaktadırlar. Örneğin Amerikan doları, İngiltere sterlini, Fransa frankı kullanmaktadırlar. Daha önce belirttiğimiz gibi dünya üzerinde yüzdenden fazla para birimi bulunmaktadır. Fonlar ülke sınırlarını dışına gönderildiğinde iki para birimi arasında değiş tokuş olacaktır. Problemin temeli burada yatmaktadır. Kaç birim X, bir birim Y'ye eşittir veya daha özel olarak kaç birim X bir birim Y'ye eşit olacaktır.

Eğer dünyadaki tüm firmalar kendi paralarının değerini tek bir ürüne veya tek bir paraya (örneğin Amerikan Dolarına) göre sabitlenseydi bu durumda risk alanı yönetimine çok az önem verilecekti. Döviz kâr veya zararları sadece bu esnek olmayan düzenlemeler değiştirildiğinde ortaya çıkacaktı. Bu değişiklikler de çok banka yaygın olmayan ve büyük ölçüde tahmin edilebilen olaylar olacaktı. Bununla birlikte dünyadaki temel para birimlerinin çoğu dalgalanmaların oludğunda -merkez bankalarınca pek tahmin edilemeyen müdahaleler- risk alanı yönetimi uluslararası firmalar için temel bir problem olmuştur.

Açıktır ki bu büyük döviz fiyatlarındaki dalgalanmalar firmaların performanslarında dramatik etkilere sahiptir. Birkaç puanlık yüzde değişimler uluslararası firmaların kârını tamamen götürebileceği gibi ikiye

de katlayabilir. Yabancı para itibarıyla belirtilen bir borç, firmaların ülke parasındaki çökmeden dolayı bir gecede ezici bir finansal yük olabilir. Hiçbir uluslararası firma günümüzün esnek döviz kuru sisteminde döviz riskini gözardı edemez.

### ***2.2.3. Döviz Kâr ve Zararlarının Görünürlüğünün Artması***

Döviz riskinin bugünkü öneminin üçüncü ve en önemli nedeni, kâr ve zararların zorunlu muhasebe kurallarından dolayı daha görünür olmasıdır. Elbetteki buna da Amerika'daki muhasebe standartlarını katı olması ve kâr veya zararların doğrudan doğruya her dönemin gelir tablosuna alınması zorunluluğu Amerikan firmaları için raporlanmış kârlarda büyük bir dalgalanma yarattı.

Bu artan görünürlük, şimdi daha çok muhasebe risk alanları üzerinde yoğunlaşan Amerikan firmaları üzerinde davranışsal bir etkiye sahip oldu. Bunun aksine Avrupa'daki döviz muhasebesi düzenlemeleri daha esnektir. Birçok ülkede yabancı bağlı firmaların finansal tablolarının konsolide edilmesi zorunlu değildir ve erteleme veya rezerv muhasebenin kullanımı belirli türdeki döviz zararlarının görünürlüğünü azaltmaktadır. Bu bakış katı muhasebe uygulayan ülkeler ile daha esnek muhasebe kurallarını olduğu ülkelerdeki firmalar arasında risk alanları tanımlamaları ve yönetmelerinde paralel farklılıklar yaratmaktadır.

Sonuç olarak döviz kâr ve zararlarının muhasebe kayıtlarında gösterilmesi hususunda ülkeler arasındaki farklı uygulamalar, firmaların döviz kuru riskine bakış açısını belirlemede oldukça etkili olmaktadır. Muhasebe sistemi katı olan ülkelerdeki firmalar muhasebe sistemi esnek olan ülkelerdeki firmalara oranla döviz riski yönetimine daha duyarlı olmak zorundadır.

### 2.3. Kur Riski Çeşitleri

Genel olarak kur riski, ticari, ekonomik ve dönüşüm risk kavramlarını içermektedir. Bu kavramlar aşağıda kısaca ele alınmaktadır.

#### 2.3.1. Ticari Kur Riski (Döviz İşlem Riski)

Bir firmanın uluslararası ticari faaliyetleri sonucu ortaya çıkan risktir. Üzerinde anlaşılan fiyat ile ödeme tarihine kadar geçecek süre içinde ortaya çıkacak döviz kuru değişiklikleridir<sup>81</sup>.

Dış ticaretle uğraşan uluslararası firmalarda, elde ettikleri gelirleri kapsayan yabancı ülke parası ile harcamalarını içeren kendi ülke parası arasındaki kambiyo dönüşüm oranları, zaman içerisinde değişime uğrayabilecektir. Mal ticaretinin başladığı andaki kambiyo oranları ile paranın ödeneceği andaki kur oranları arasında fark olabilmektedir. Dönüşüm oranı yani iki ülke arasındaki döviz kuru her işgünü içerisinde değişime uğrayabilmektedir. Döviz kurlarının bu değişimi firmaları ticari riskle karşı karşıya getirmektedir.

Ticaret sonucu ortaya çıkacak ticari kayıp veya kazanç ulusal paranın ticarete konu teşkil eden yabancı paralar karşısındaki değer kazanma veya değer kaybetme durumlarına göre bir nakit akımını oluşturacaktır. Bu nakit akımı da genellikle ulusal vergi sistemine tabi olacaktır.

---

<sup>81</sup> Milletlerarası Ticaret Odası (MTO) Türkiye Milli Komitesi, **Kur Risklerinin Kontrolü**, Yayın No:422, 1987, s.9.

Örneğin Almanya'da faaliyette bulunan bir X Amerikan firmasının 31 Mart'ta 600 Fransız Franklık bir mal ihracatı yaptığını düşünelim. Alman Markı ve Fransız Frankı arasındaki parite oranında 3.00 olsun. Mal bedelinin 30 Mayıs'tan önce tahsil edilemeyeceğini varsayalım. İki aylık bu süre içerisinde Fransız Frangının 30 Nisan'da Mark karşısında değer kaybettiğini ve oranın 3.75'e düştüğünü ve 30 Mayıs'ta da bir değer kazanarak 3.53' yükseldiğini varsayalım. Bu örneğe göre oluşacak nakit akım tablosu aşağıdaki gibi olacaktır <sup>82</sup>.

Tahsil Edilecek	FF./DM	DM	DM olarak ticari
600 F.F.		değeri	kazanç (veya kayıp)
31 Mart	3.00	200	-----
30 Nisan kazanç veya kayıp	3.75	160	(-40) kayıp
30 Mayıs kazanç veya kayıp	3.53	170	(+10) kazanç
gerçekleşen nakit			(-30) kayıp

**Tablo: 1 Nakit Akım Tablosu**

İhracat anlaşmasının yapıldığı zamanda 1 mark= 3 franka eşittir. 600 franklık ihracat tutarının iç piyasada mark karşılığı 200 mark etmektedir. Tahsilat zamanı geldiğinde ise 1 mark= 3.53 franka eşitlenmekte ve 600 franklık ihracat karşılığı 170 mark olmaktadır. Bu sebeple ihracatçı 30 marklık bir zararla karşı karşıya kalmaktadır. Bu zarar ihtimali ticari risktir.

Örnekten de anlaşılacağı gibi, firmanın satın alması, satması, borç vermesi veya borç alması gibi işlemler ticari riski içermektedir. Bu çalışmamızda özellikle ticari riskten korunma teknikleri üzerinde durulmaktadır.

<sup>82</sup> DEMİRCİ, s.83-84.

### 2.3.2. Ekonomik Kur Riski

Ekonomik kur riski, döviz kurlarında meydana gelecek değişikliklerin firma değerinde yaratacağı potansiyel değişikliklerle ilgilidir <sup>83</sup>. Bir firmanın belirli paralara ve parasal çevrelere olan taahhütlerinin sonucu ortaya çıkar. Bir çok piyasada mal ve hizmetlerin fiyatları döviz kuru dalgalanmalarının etkisi altındadır <sup>84</sup>. Döviz kuru dalgalanmaları sonucunda iç piyasada fiyatların yükselmesi ihracat firmalarının üretim maliyetlerini artırabilmektedir. İthalatçı açısından da yerli paranın değer kaybetmesi sonucu ithal ettiği malın iç piyasada fiyatı yükselmekte ve o malı satamama tehlikesi ile karşılaşmaktadır. Dolayısıyla bu durumlar firmalar açısından ekonomik kur riskini oluşturmaktadır.

Ekonomik kur riski ile zarar ya da risk ihtimallerini aşağıdaki gibi sıralayabiliriz<sup>85</sup>.

a) Diğer yabancı paralar karşısında ulusal paranın değer kazanması ihracatta piyasa payının kaybedilmesine neden olacaktır. Ülke içinde faaliyette bulunan yabancı kaynaklı firmaların veya bağlı şirketlerin ulusal para cinsinden satışları da azalacaktır. Yabancı sermayeli fiyalyal<sup>86</sup> bir firmanın yerli piyasada rekabet imkânı ise döviz kurundaki değer yitirmeyi dengeleyecek fiyat artışları ile satışlarının azalmasına neden olacaktır.

b)Ulusal paranın değer kaybı nedeniyle uzun dönemli dış kredi ilişkileri büyük ekonomik riskleri gündeme getirecektir.

c)Firmaların enflasyon ve döviz kurları nedeniyle üretim

<sup>83</sup> ÖNCE, s.53.

<sup>84</sup> MTO, Türkiye Milli Komitesi, s.10.

<sup>85</sup> DEMİRCİ, s.85.

<sup>86</sup> Filyal, çeşitli ülkelerde faaliyet gösteren çok uluslu bir firmanın merkez ülke dışında bağlı kuruluşları anlamına gelmektedir.

maliyetlerinin artması ekonomik riskleri artıracaktır.

d) Firmaların işletme sermayelerinin azlığı (veya çokluğu) ekonomik riskin yüksek (veya düşük) olmasına neden olacaktır.

e) Sermaye ve döviz piyasasında kurların büyük oranlı dalgalanmaları finansman maliyetlerini belirsiz kılmakta ve riski artırmaktadır.

### **2.3.3. Dönüşüm (Çevrim) Riski**

Bu tür risk firmaların bilanço değerlerini ölçmek veya finansal varlıkları ifade etmek amacıyla yöneliktir. Dönüşüm riski daha çok ülke içinde faaliyette bulunan yabancı sermayeli fiyalyal bir şirketin faaliyette bulunduğu ülke parası ile ifade edilen finansal kayıtların ana merkezdeki konsolide bilanço değerlerine göre ortaya çıkar<sup>87</sup>.

Genel olarak çevrim, bir para birimiyle ifade edilmiş olan hesapların diğer bir para birimi cinsinden ifade edilmesidir. Döviz cinsinden varlık ve yükümlülükler sahip olan işletmeler bilançolarını hazırlarken bilanço tarihinde sahip oldukları bu varlık ve yükümlülüklerin kendi ülke paraları cinsinden değerini bilmek isteyeceklerdir. Yabancı bağılı şirketleri, branşları veya birimleri olan çok uluslu işletmeler ise bu birimlerin faaliyetlerine ilişkin sonuçları biraraya getirmek üzere konsolide finansal tablolar hazırlamak gerekliliğini duyarlar. Bu nedenle bağılı şirket, branş veya birimlerin faaliyette buldukları ülkenin yerel parası cinsinden hazırlanmış oldukları finansal tabloların ana şirketin raporlama arasına çevrilmesi gerekir. Çevrim risk alanı, varlık, yükümlülük ve faaliyet sonuçlarının finansa raporlama amacıyla önceden belirlenmiş muhasebe kurallarına göre yerel para birimine çevrilmesi nedeniyle doğar<sup>88</sup>.

<sup>87</sup> DEMİRCİ, s.85-86.

<sup>88</sup> ÖNCE, s.42.

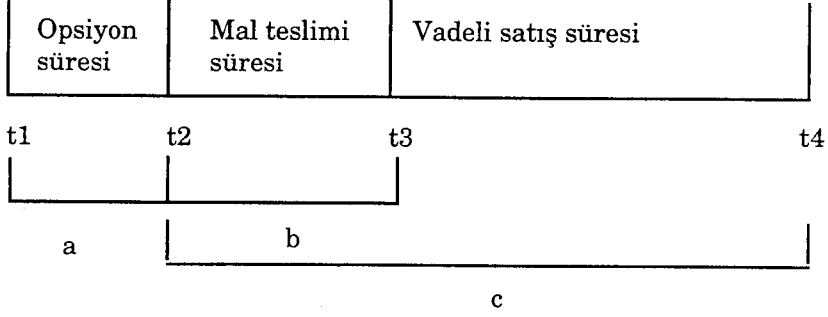
## 2.4. İhracat ve İthalatta Kur Riski Alanları

Uluslararası ekonomik işlemler sonucu kur riski yabancı para bazında yapılan dış ticaret işlemlerinde, uluslararası finansman işlemlerinde ve yurt dışı yatırımlarda meydana gelebilmektedir. Bu ekonomik işlemlerde kur riskinin doğması döviz alacak (artı pozisyon) ve döviz borçları (eksi pozisyon) ile ilgili olmakta ve fiilen kur riskinin meydana gelmesinin nedeni ise döviz alacak ve borçlarının yabancı para, vade ve tutar bazında birbirlerine eşit olmamasıdır. Şimdi ithalatçı ve ihracatçı açısından açık pozisyonların doğurduğu kur riskini örneklerle ortaya koymaya çalışalım:

Bir Alman ihracatçı üç ay sonra ödemek üzere 200.000 Dolar değerinde bir satış anlaşması yapıyor. İhracat anlaşmasının yapıldığı gün Dolar/Mark spot kuru  $1\$ = 2.00 \text{ DM}$  ve üç ay sonra ödemenin gerçekleştirildiği gün ise spot kur 1.80 marka düştüğü varsayalım. Yani bir dolar, mark karşısında 0.20 mark ucuzlamaktadır. Dolayısıyla ihracatçı sözkonusu ihracat sonucunda satış anlaşmasının yapıldığı gün cari kur bazında elde edeceği gelire kıyasla 40.000 mark zarar yüklenmiş olacaktır; kur sabit kalmış olsaydı 200.000 dolar karşılığında 400.000 mark elde edecekti. Oysa dolar kurunun %10 düşmesiyle ( $1.80 \times 200.000$ ) 360.000 mark gelir sağlamış olmaktadır. Şayet aynı ihracat alacağından dolar %10 değer kazanmış olsa idi ( $1\$ = 2.20 \text{ DM}$ ), o durumda ihracatçı 40.000 mark kur kârı elde etmiş bulunacaktı. Ancak anlaşılacağı üzere, ihracatçının fiyat teklifi ile ihracat anlaşmasının gerçekleştiği sürede meydana gelebilecek olan kur riski burada alınmamıştır.

Dış ticarete kur riski alanlarını aşağıdaki şekil yardımıyla incelemek

mümkündür.



**Şekil: 5 Dış Ticarete Kur Riski Alanları**

t1= İhracatçı fiyat teklifi

t2= İhracat anlaşmasının yapılması

t3= Mal teslimi zamanı ve kredisiz satışta teslimin yapılması

t4= Vadeli satış durumunda mal bedelinin tahsil edilmesi

Kredisiz satışlarda “b” alanı ve kredili satışlarda ise “c” alanı açık pozisyonu göstermekte ve kur riski taşımaktadır. Halbuki her iki durumda da (kredisiz veya kredili satış) “a” alanı kesin olmayan açık pozisyonu göstermekte ve buradaki kur riski “kesin olmayan kur riski” durumundadır.

Şekil:5’de de görüldüğü gibi ihracatçının kur riski, fiyat teklifi yapıldığı zaman başlamaktadır. Ancak fiyat teklifi ile anlaşmanın yapıldığı zaman arasındaki kur riski “kesin olmayan açık pozisyon” statüsünde değerlendirilmektedir. Yani ihracat anlaşması yapılabilir de yapılmayabilir de.

Aynı döviz kuru değişimleri varsayımı ile, 200.000 dolar değerinde üç ay sonra (ilk bir ay mal teslimi ve geri kalan iki ay kredili alış süresi)

ödenmek üzere mal ithal eden bir Alman ithalatçısı için, ihracatçıya kıyasla tersi bir durum meydana gelecek ve dolar kurunun aynı oranda düşmesi halinde 40.000 mark ucuza ithalatını gerçekleştirmiş ve kur kârı, tersi durumunda yani dolar kurunun yükselmesi durumunda ise 40.000 mark fazla ödeyerek kur zararı yüklenmiş olacaktır.

İhracatçıya kıyasla ithalatçının kesin olmayan herhangi bir açık pozisyon riski sözkonusu olmamaktadır. Çünkü ithalatçının kur riski ithalat anlaşmasının yapılması ile fiilen kesinlik kazanmaktadır. Dolayısıyla şekilde ithalat için yalnız “b” ve “c” kur riski alanları geçerli olmaktadır<sup>89</sup>.

### 3. DÖVİZ KURU RİSKİNE KARŞI FİRMALARIN TUTUMU

Özellikle yeni ve küçük dış ticaretle uğraşan bazı firmalar ya yüklendikleri kur riskinin farkında olmadıklarından ya da mevcut koruma (denging) tekniklerini bilmediklerinden riskten korunma yolunda hiç işlem yapmazlar. Diğer bazı şirketler ise aldıkları riskin farkında olmalarına ve de varolan korunma tekniklerini bilmelerine rağmen çok farklı düzeylerde korunma gerçekleştirirler.

Küçük ve yeni dış ticaret firması kur riskine karşı genellikle üç, zaman zaman ise dört safhalı bir davranış gösterir. Bir firma ilk olarak dış ticaret başladığında döviz kuru riskinin farkında olmaması ya da korunma tekniklerini bilmemesi nedeniyle hemen hemen hiç korunmama eğilimindedir. Firmanın kur kayıplarına karşı sözkonusu olan riskinin sınırsız olması nedeniyle bu durum oldukça tehlikelidir. Küçük bir firma için ortaya çıkabilecek bir kaybın karşılanabilmesi zordur.

İkinci safhada, aldığı riskin farkına varır, buna karşı korunabileceğini

---

<sup>89</sup> YILDIZ, s.11-14.

öğrenir ve her işlem için yüzde yüz karşılık bulundurur. Ancak işlem (ticari) riskine karşı her işlem için yüzde yüz karşılık bulundurmamak firmayı ekonomik risk ile karşı karşıya getirir. Bu ise firmanın ticaret yaptığı piyasalardaki rekabet gücünün olumsuz bir şekilde etkilenmesi demektir.

Bu nedenle firma, üçüncü safhada risk ihtimalinin zaman içinde artması sonucunda edindiği kişisel görüşleri doğrultusunda seçici bir şekilde ilerleyerek korunmaya (hedging) başlar. Seçici korunmadaki risk, firmanın kur hareketlerinin yönü ya da zamanlaması konusunda yanlış bir karar alması ve bunun da kambiyo kayıplarına sebebiyet vermesidir.

Son olarak döviz kurlarından elde edilecek kârın cazibesine kapılan bir firma dördüncü safhaya geçerek para piyasalarında sadece spekülâtif amaçlarla çeşitli oyunlara girişebilir. İşte o zaman sözü edilen tüm evrelerde kendi ürünlerinin yanında döviz ticaretine de girmiş bulunan firmaya, kendi idareci kadrosunun yanısıra dışarıdaki uzmanlardan yardım almasının gerekli olacağı söylenebilir.

Hem eksikliği hem de parasal mevcutları açılardan büyük ve köklü bir firma bile, mevcut ve gelecekteki risk oluşumuna karşı riskleri hiç karşılamama, tüm risklerini karşılama ve gerektiği zaman risk karşılama seçenekleriyle karşı karşıyadır.

### **3.1. Hiçbir Riskten Korunmamak**

Parasal mevcutlarının optimum değerlerine vade bitiminde ulaşacağı beklentisiyle büyük bir riske girmeyi göze alan bir firma, işlemin ortaya çıktığı dönem ile vadeye kadar geçecek süre içinde para birimine göre parasal alacaklarının değer kazanacağı borçların ise değer kaybedeceği varsayımı ile ve bilinçli bir kararla risklerini korumayabilir.

### **3.2. Her Riskten Korunmak**

Değerin kesinleşmesi için muhtemel risklerini belirlemiş olan ve bunların karşılığında sözkonusu olabilecek kazançlardan belirginlik uğruna vazgeçmeye hazır firmaların tutumu riskten korunmaktır. Bu tür firmaların genellikle riske karşı tutumları oldukça serttir ve herhangi bir pozisyonu açık bırakmanın spekülasyona sebep olacağı görüşünü taşımaktadırlar.

### **3.3. Selektif (Seçici) Olarak Riskten Korunmak**

İki aşırı ucun arasındadır. Kaybetme şansının kazanmaktan daha fazla olduğu durumlarda sözkonusu olan korunmadır. Ancak burada başarıya ulaşabilmek, idari ve kullanıma hazır kaynakların, dövizlerin zaman içinde birbirlerine karşı değer kaybedeceği ya da kuvvetleneceği şeklinde bir ayırımı gidilmesi ve buna uygun korunma stratejilerinin uygulanmasına bağlıdır. Örneğin herhangi bir firma Amerikan dolarının ilk üç ay içinde kuvvetli olacağı, daha sonra ise zayıflayacağı görüşünde olabilir. Bu görüşe uygun olarak 90 günden daha kısa süreli dolar alacaklarını korumaz. Bunun yanında 90 günden uzun vadeli alacaklarını vadeli olarak satar.

Yukarıda sözü edilen üç seçeneğin etkinliği karşılaştırıldığında, eldeki veriler riskin genellikle birbirlerine karşı kuvvetli ya da zayıf durumunda bulunan para cinslerinin olduğu durumlarda zaman içinde herşeyden korunma ve hiçbir şeyden korunmama politikaları arasında, her ikisinin de oluşabilecek kazanç ve kayıpları hesaba katmaması nedeni ile bir fark olmadığını göstermektedir. Bunun yanında kısmi (ya da seçici) korunma

parasal alacakların değerini koruma ya da artırma fırsatı verir ve ödemelerin de maliyetini belli bir düzeyde tutar ya da azaltır<sup>90</sup>.

#### 4. TÜRKİYE'DE DÖVİZ PİYASASININ TARİHİ GELİŞİMİ İÇERİSİNDE DÖVİZ KURU RİSKİNİN YERİ

Türkiye'de cumhuriyetin kuruluşunu takibeden yıllardan itibaren, 1971 yılında Bretton Woods sisteminin çöküşüne kadar döviz kurları ve döviz piyasası tamamen devlet tekelinde kalmıştır<sup>91</sup>. Cumhuriyetin ilk yıllarında Türkiye, savaş sonrası zaruri ihtiyaçların karşılanması, ekonomik kalkınmada önemli olan altyapı yatırımlarının yapılması ve bazı temel endüstrilerin kurulması amacıyla büyük miktarda ithalat yapmak zorunda kalmıştır. 1929 yılına kadar süregelen dış ticaret açıkları, dış ticareti kredilerle karşılanmıştır. Bu tarihte genişleyen ithalat hacminin yanısıra, borç ödemelerinin artması ödemeler dengesine olumsuz etkiler yapmaya başlamıştır. 1929 yılında ödemeler dengesi açığının büyümeye başlaması sonucunda, 16 Mayıs 1929 tarihinde 1447 sayılı "Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu" yayımlanmıştır. Bu kanun, Türkiye'de gerçek anlamıyla kambiyo denetimine girişin başlangıcı sayılır<sup>92</sup>. "Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu" ile ülkedeki döviz kontrolü ve kur tespiti yetkisi büyük ölçüde Maliye Bakanlığı'na verilmiştir. 1930 yılında çıkarılan "Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu" ve kurulan "T.C.Merkez Bankası", Maliye Bakanlığı ile birlikte 1971 yılına kadar Türkiye'de döviz politikalarını belirlemişlerdir. Bu dönemde, küçük istisnalar hariç olmak üzere sürekli olarak "ayarlanabilir sabit kur sistemi

<sup>90</sup> MTO, Türkiye Milli Komitesi, s.12-14.

<sup>91</sup> ERDEM, s.142.

<sup>92</sup> Saniye GÜMÜŞELİ, **Döviz Kuru ve Faiz Oranı Risklerinden Korunma Teknikleri** T.Bankalar Birliği Yayınları, Yayın No.179, Ankara, 1994, s.95.

uygulanmış, döviz kontrolleri bu iki mercii ile sınırlandırılmıştır<sup>93</sup>. Bankalarımızın döviz yönetimindeki etkileri oldukça sınırlı idi. Döviz bulundurma ve bu dövizleri kullanma yetkisi yalnızca T.C.Merkez Bankası'na ait bulunmaktaydı. Bu hüküm gereğince kişiler kazandıkları dövizleri yanlarında taşıyamazlar, harcayamazlar, evlerinde saklayamazlardı. Bankalar ise döviz alım-satım işlemlerini kendilerine tanınmış kısıtlı bir yetki çerçevesinde T.C.Merkez Bankası namına yaparlardı. Aldıkları dövizler Merkez Bankası'nın gösterdiği hesaba girer, sattıkları dövizler ise, yine Merkez Bankası hesaplarından, onun verdiği otorizasyona dayanarak transfer edilirdi. Bunun doğal sonucu olarak da kur farklarından oluşan kâr ve zarar (döviz kuru riski) Merkez Bankası'na ait olur, kişiler ve bankalar arbitraj yapamazlar, kur farklarından (döviz kuru riski) olumlu ve olumsuz olarak etkilenmezlerdi<sup>94</sup>. Bu genel görünüm bankalara döviz pozisyonu tutma yetkisinin verildiği 1974 yılına dek süregelmiştir. Bu tarihte oldukça kısıtlı da olsa bankaların döviz bulundurmalarına ve oluşan kâr-zararı (döviz kuru riskini) üstlenmelerine izin verilmiştir<sup>95</sup>.

1971 yılında Bretton Woods sisteminin çökmesi bazı ülkelerin paralarını diğer ülke paralarına bağlaması (dolar, sterlin gibi), bazı ülkelerin de paralarını serbest dalgalanmaya bırakması sonucunu doğurmuş, bu da Türkiye'de "ayarlanabilir sabit kur sistemi"nin uygulanmasını güçleştirmeye başlamıştır. Nitekim 1970-1980 döneminde Türk Lirasının değeri, diğer paralar karşısında gerçek kurundan daha yüksek tutulmuş ve bunun sonucu olarak dış ödemeler dengesinde büyük açıklar oluşmaya, dış ticaret ithalat lehine gelişmeye başlamıştır. Bütün bu olumsuz gelişmeler, 1970-1980 yılları arasında Türkiye'nin döviz kuru sistemini değiştirmesi

<sup>93</sup> ERDEM, s.143.

<sup>94</sup> Şenay ERYÜREK, **Uluslararası Bankacılıkta Döviz Pozisyonu ve Döviz Ticareti**, Anadolu Bankası Eğitim Yayınları 3, İstanbul, 1987, s.2.

<sup>95</sup> ERSAN, **Bankalarda Döviz ...**, s.37.

ihtiyacını doğurmasına rağmen, bu dönemde ortaya çıkan problemler, yapılan devalüasyonlar ile atlatılmaya çalışılmıştır. Bu durum ise, 1979 yılında aşırı döviz kıtlığına sebep olmuş ve nihayet 24 Ocak 1980 tarihinde, Türk Kamuoyunda “24 Ocak Kararları” olarak bilinen istikrar paketinin hazırlanması kaçınılmaz hale gelmiştir. 24 Ocak Kararları, bütün Türkiye ekonomisinde yapısal bir değişikliği öngörürken, ülkede uygulanan döviz kuru politikasında da bir liberasyon döneminin başlangıcı olmuştur.

24 Ocak 1980 programında kambiyo rejimi ve döviz politikaları hakkında belirlenen amaçlar ve araçlar ana başlıklar altında aşağıda belirtilmiştir.

- Döviz girdilerinin artırılması, ödemeler dengesi açığının kapatılması;
- a)Gerçekçi kurla işçi döviz ve diğer döviz girişlerinin teşvik edilmesi,
- b)Turizm, uluslararası taşımacılık, yurt dışı müteahhitlik gibi döviz kazandırıcı sektörler için özel teşvikler sağlanması, c)Etkin para ve yüksek faiz politikasıyla dış kredi kullanımının teşvik edilmesi, d)Yabancı sermayeye çeşitli teşvik ve kolaylıklar, gerekirse ayrıcalıklar sağlanarak Türkiye’de yatırım yapmasının sağlanması, e)Türk vatandaşlarının yurt dışındaki döviz varlıklarını ekonominin hizmetine sokmak için önlemler alınması.

- İhracatın artırılması; a)İç talep daraltılırken üretim artırılarak ihraç edilebilir üretim fazlası oluşturulması, b)Gerçekçi kur politikasıyla dış pazara satmanın çekici hale getirilmesi, c)Diğer teşviklerle dış satımın desteklenmesi, d)Ücretler ve enflasyon aşağıya çekilerek sanayinin dış rekabet gücünün artırılması, dış satıma dönük yeni sanayi tesislerinin kurulması.

- Sanayi kesiminin dışa açılması <sup>96</sup>.

12 Eylül 1989 askeri darbesi sonrası yapılan ilk seçimlerde yönetime

---

<sup>96</sup> ERDEM, s.143-144’de Can AYYILDIZ, **Döviz Kuru Risklerinin Azaltılmasında Bankacılıkta Uygulanan Yöntemler**, TKB Uzmanlık Etüdü, Ankara, 1991, s.34.

gelen hükümetin aldığı 29 Aralık 1983 kararları döviz alanında köklü değişiklikler getirmiştir. Söz konusu kararların döviz yönetimine ilişkin önemli bazı maddeleri şu şekilde özetlenebilir.

Döviz kurları T.C. Merkez Bankası tarafından belirlenecektir. Bankalar Merkez Bankası'nca belirlenecek "esas kur"un yüzde 6 alt ve üst limitler dahilinde döviz fiyatlarını belirleyebilir. (Md.1)

Bankalar Merkez Bankası'nca belirlenen esaslar dahilinde vadeli döviz alım-satımı yapabilirler. (Md.4)

Dövizle ilişkin işlemler, Merkez Bankası'nca belirlenen konvertibl dövizler üzerinden yapılır. (Md.6)

Döviz tahsil, tahsis ve transfer işlemleri Merkez Bankası ve bankalar aracılığı ile yapılır. (Md.7)

Bankalar kesin alışını yaptıkları dövizin yüzde 20'sini Merkez Bankası'na devrederler. (Md.8)

Türkiye'deki kişilerin beraberlerinde döviz bulundurmaları hiçbir kayda tabi değildir. İstenildiği takdirde bu dövizler bankalarda açılacak döviz hesaplarında tutulabilir. (Md.9)

Türkiye'de yerleşik kişiler yurtdışına çıkışlarında beraberlerinde üçbin dolar veya eşdeğer döviz çıkarabilirler. (Md.10) <sup>97</sup>.

Görüldüğü gibi "24 Ocak Kararları" ve bu kararların amaçları doğrultusunda çıkarılan "29 Aralık Kararları", ekonomide ihracata dayalı bir büyüme modelini ve döviz kuru sisteminde ise gerçekçi kur sistemini öngörmektedir. Nitekim 1 Mayıs 1981 tarihinden itibaren Türkiye'de döviz kurları T.C. Merkez Bankası'nca "günlük kur" olarak ve ABD dolarına bağlı olarak belirlenmeye başlanmıştır. Bu tarihe kadar, Türkiye'de uygulanan döviz kuru politikalarının bir sonucu olarak, kullanıcılar açısından önemli sayılabilecek bir döviz kuru riski söz konusu değildir. Kaldı ki, bundan önceki dönemde T.C. Merkez Bankası'nın, döviz kuru risklerini tamamen üzerine aldığı görülmektedir. Ancak bu tarihten itibaren, "günlük kur" uygulaması

<sup>97</sup> ERSAN, **Bankalarda Döviz ...**, s.37.

ve döviz kurlarının dolara bağı olarak belirlenmesiyle birlikte TL, doların uluslararası piyasalardaki dalgalanmalarından aşırı etkilenir hale gelmiş, bu durum ise kullanıcılar açısından önemli döviz kuru risklerinin doğmasına sebep olmuştur. Tabii olarak bu uygulamalar beraberinde kanuni değişiklikleri de getirmiş ve 1980 yılından sonra Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu'na ek 28, 30 ve 32 sayılı kararlar çıkarılmıştı. Bbu kararlarla döviz kurlarının belirlenmesinde serbest piyasanın etkin olması sağlanmaya çalışılmıştır<sup>98</sup>.

Konvertibiliteye geçiş yolunda önemli bir dönemeç sayılan 1 Temmuz 1985 Kararları ile bankaların döviz fiyatlarını serbestçe belirlemeleri öngörülmüştür. Bu süre döviz fiyatlarını resmi kurun yakınlarında belirlemeye özen gösteren bankaların 1986 yılının ilk günlerinden itibaren rotalarını değiştirmeye başlamaları sonucu ülkemizin döviz gelir ve gider dengesinin bozulma eğilimi sonucunda gündeme gelen 14 Mart Krizine T.C. Merkez Bankası idari bir kararla müdahale etmiştir<sup>99</sup>.

Ülkemizde döviz işlemlerini yönlendiren 30 Ekim 1986 Kararları ve 29 Temmuz 1988 yılında alınan bir karar ile T.C. Merkez Bankası'nca Döviz ve Efektif Piyasalarının oluşturulmasına, bankalar, özel finans kurumları ve yetkili müesseselerin (Döviz Büfeleri), döviz ve efektif işlemleri yapabilmelerine imkan tanınmıştır. Bu kararlar sonucunda döviz piyasaları oldukça etkin hale gelmiş, banka ve özel finans kuruluşlarının yanısıra birçok yeni döviz büfeleri kurulmuş, döviz kurları büyük ölçüde serbest piyasada tesbit edilmeye başlanmıştır. Ancak T.C. Merkez Bankası, döviz kurlarının serbest piyasada aşırı dalgalanması karşısında piyasaya alıcı ya da satıcı pozisyonunda girerek kurların dengeli değişiminde etkili olabilmektedir.

1980'li yılların sonlarından itibaren Kalkınma ve Yatırım Bankaları olsun, Ticari Bankalar ve T.C. Merkez Bankası olsun kredi işlemlerinde

<sup>98</sup> ERDEM, s.144-145.

<sup>99</sup> ERSAN, **Bankalarda Döviz...**, s.37-38.

büyük oranda “kur garantisi”ni azaltmaya başlamışlar ve bu da döviz piyasasının taraflarının döviz kuru riskini önemli ölçüde artırmıştır <sup>100</sup>.

Ancak yetkili mercilerce 1993 sonlarına kadar döviz kurları üzerinde kurulan baskı sonucu TL'nin olduğundan fazla değerlenmesi ihracat üzerinde olumsuz etki yaparken ithalat lehine gelişmeler olmuş bu gelişmeler iç piyasada ihracata yönelik üretimi yavaşlatmıştır. Dış ödemeler dengesi açığının büyümesi, bütçe açıklarının büyük oranda artması, yüksek enflasyon gibi ekonomik istikrarsızlıklar sonucu uluslararası kredi kuruluşlarının Türkiye'nin kredi notunu düşürmesiyle birlikte dövize olan talep patlama noktasına gelmiştir. Bu talep patlaması ile birlikte döviz piyasasında döviz fiyatları devletin yetkili kurumlarının müdahalelerine rağmen hızla yükselmiş, bu hızlı fiyat artışı devleti devalüasyon yapmaya zorlamıştır. Buna rağmen uluslararası kredi kuruluşlarının Türkiye'nin kredi notunu yeniden düşürmesi aynı şekilde döviz kurlarının yükselmesini ve peşindende devalüasyonları getirmiştir. Bu gelişmeler sırasında uygulanması gelenek haline getirilmiş seçim ekonomisinin uygulanıyor olması gerekli tedbirlerin alınmasını geciktirmesiyle ekonomik istikrarsızlık siyasi istikrarsızlığa dönüşmüştür. Sonuçta 5 Nisan 1994 Ekonomik İstikrar Paketi açıklanmış ve Ocak 1994'de 15.000 TL. civarında olan dolar ekonomik istikrar paketiyle birlikte 40.000 TL'ye yükselmiştir. Daha sonra uygulanan tedbirlerle özellikle yüksek faiz politikaları ile döviz fiyatının yükselişi kısmen kontrol altına alınmıştır. Gösteriyor ki ellerinde döviz bulunanlar, döviz borcu ya da alacağı olanlar için döviz kuru riski yönetimi oldukça büyük bir önem kazanmıştır.

Tabloda döviz kurlarının değişimi hakkında bir fikir vermesi açısından 4 döviz cinsi üzerinden, 1989, 1990, 1991, 1992 yılları için yıllık 1993 yılı ve 1994 yılı için aylık döviz kurları verilmiştir <sup>101</sup>.

<sup>100</sup> ERDEM, s.145.

<sup>101</sup> DPT, **Temel Ekonomik Göstergeler**, Ankara, Şubat 1994, s.67.

**Yıllık Ortalama Kurlar (TL/Yabancı Para) \***

Yıllar	ABD Doları	Alman Markı	İng.Sterlini	Japon Yeni
1989	2.120,78	1.129,98	3.467,64	15,37
1990	2.607,62	1.620,62	4.669,75	18,85
1991	4.169,85	2.511,49	7.343,54	31,10
1992	6.887,51	4.442,34	12.083,95	54,41
1993	10.985,96	6.635,80	16.508,50	99,77
1993 (aylık ortalama kurlar)				
Ocak	8.699,02	5.379,48	13.298,95	69,58
Şubat	9.047,62	5.518,21	13.048,22	75,54
Mart	9.391,18	5.698,90	13.736,29	80,37
Nisan	9.547,57	5.982,09	14.713,27	84,91
Mayıs	9.956,56	6.213,11	15.462,86	90,32
Haziran	10.467,49	6.355,89	15.866,85	97,56
Temmuz	11.173,96	6.523,79	16.738,41	103,91
Ağustos	11.632,43	6.853,84	17.358,02	112,03
Eylül	11.858,34	7.309,06	18.092,40	112,55
Ekim	12.519,85	7.651,25	18.834,54	117,10
Kasım	13.375,99	7.864,38	19.795,19	124,06
Aralık	14.026,12	8.215,67	20.947,06	127,82
1994 (Aylık)				
Ocak	15.196,10	8.729,89	22.681,74	136,56
Şubat	17.724,60	10.213,97	26.650,13	166,63

**Tablo: 2 Döviz Kurlarının Gelişimi**

**Kaynak:** DPT, T.C.Merkez Bankası

(\*) Yıllık kurlar, yıllık ortalama; aylık kurlar ise aylık ortalama olmak üzere TCMB döviz alış kurlarıdır.

Tablo: 2'de döviz kurunun zaman içerisindeki hareketine bakıldığında

dış ticaretle uğraşan firmaların döviz kuru riski ile karşı karşıya kaldığı açıkça görülmektedir.

1980 yılında alınan "24 Ocak Kararları"ndan sonra getirilen tedbirlerle birlikte dış ticaret hacminde de gelişmeler olmuştur. Bu gelişmeler doğrultusunda Türkiye'de döviz kuru riskine maruz kalması muhtemel kesim öncelikle dış ticaretle uğraşan kesimdir. Dolayısıyla uluslararası ticaret hacminin artması döviz kuru riskine maruz kalması muhtemel rezervleri de arttıracaktır. Tablo:3'de 1980 sonrası Türkiye'nin dış ticaret hacmi ve GSMH'ya oranları verilmiştir <sup>102</sup>.

Yıllar	Dış Ticaret Hacmi (Bin \$)	GSMH (Bin \$)	Dış Ticaretin GSMH İçindeki Payı (%)
1980	10.819.486.0	69.149.971.8	15.65
1981	13.636.308.0	71.657.190.0	19.03
1982	14.588.711.0	64.737.580.8	22.54
1983	14.962.834.0	61.265.920.0	24.42
1984	17.890.526.0	60.562.194.0	29.54
1985	19.301.384.0	68.074.079.2	28.35
1986	18.561.494.0	76.465.441.1	24.27
1987	24.347.853.0	87.808.406.6	27.73
1988	25.997.419.0	93.883.077.0	27.69
1989	27.416.837.0	110.065.954.3	24.91
1990	35.261.416.0	151.773.139.0	23.23
1991	34.640.370.0	149.311.299.6	23.20

**Tablo: 3 Türkiye'de Dış Ticaret Hacmi ve Dış Ticaretin  
GSMH İçindeki Payı**

**Kaynak:** DİE, Temmuz 1992'de Türkiye Ekonomisi İstatistik ve Yorumlar HDTM Aylık Dış Ticaret Bülteni, Temmuz 1992 Sayısı.

Dış ticaret hacmindeki artışla birlikte döviz kurundaki yükseliş uluslararası faaliyette bulunan işletmelerin, döviz kuru riskine karşı

<sup>102</sup> ERDEM, s.147.

korunma yöntemlerini kullanmalarını gerektirmektedir.

Bu bölümde buraya kadar anlatılanların ışığında döviz kuru riskine karşı korunmanın gerekliliği ortaya çıkmaktadır.

Bu nedenle izleyen başlık altında döviz işlemlerinde karşılaşılan risklere karşı kullanılan tekniklerin neler olduğu hakkında genel olarak bilgiler verilecektir. Bu bilgiler ışığında da diğer bölümlerde seçilen korunma tekniklerin ayrıntılı olarak incelenecektir.

## **II. DÖVİZ KURU RİSKİNDEN KORUNMAK (HEDGING) İÇİN KULLANILAN FİNANSAL TEKNİKLERİN SINIFLANDIRILMASI**

Riskten korunma işlemi ile fiyat, faiz ve döviz riskleri, bu risklerden kaçınmak isteyenlerden kabul etmek isteyenlere transfer edilir. Riskten korunma işleminin (hedging) en basit şekli, döviz cinsinden bir borcun ödenmesi veya denizaşırı bir yatırımdan sağlanacak kâr paylarının elde edilmesi gibi bilinen gelecek döviz nakit akışlarını dengelemek üzere, gelecekteki bir tarihte belirli bir dövizin belirli bir miktarını satın almak veya satmak üzere bir kontrata girilmesini içerir. Bu prosedür, firmanın nakit akışlarını kendi para birimi itibarıyla tanımlamasına olanak verir ve döviz kuru hareketleri nedeniyle oluşan risk alanını azaltır hatta yok edebilir<sup>103</sup>.

Döviz kuru riski yönetiminde kullanılabilen teknikler çok sayıda ve muhtemelen zihni karıştıracak kadar çoktur. Bu tekniklerin kullanımının altında yatan mantığı anlamak için onları temel noktaları itibarıyla sınıflandırmak yararlı olacaktır. Temelde, döviz riskine maruz risk alanlarını minimize etmeyi hedefleyen işletmenin düzenli finansal

<sup>103</sup> ÖNCE, s.59-60.

yönetiminin bir parçası olarak kullanılan firma için içsel olan bu teknikler ve mevcut bir işlem veya riske maruz bir pozisyondan dolayı doğan (gerçekleşmiş veya gerçekleşmemiş) bir döviz zararına karşı korunmak için temelde kontrata bağlı araçlardan oluşan ve firma için dışsal olan teknikler arasındaki ayrımı ortaya koymaya çalışalım.

Ayrımı basitleştirmek için, içsel teknikler (iç finansal teknikler), riske maruz bir pozisyonu genellikle doğduğunda azaltmayı veya önlemeyi hedeflemektedir. Dışsal teknikler (dış finansal teknikler), içsel tekniklerle elimine edilemeyen riske maruz pozisyonlardan dolayı ortaya çıkacak döviz kuru riski ihtimaline karşı korunmak için kullanılırlar.

Ayrım çok fazla kesin olmamakla birlikte mevcut seçeneklerin özetlenmesinde yararlı bir yoldur.

İÇSEL TEKNİKLER	DIŞSAL TEKNİKLER
NETLEŞTİRME	KISA VADELİ BORÇLANMA
ÖNCELEME ve ERTELEME	İSKONTO
FIYATLAMA POLİTİKALARI	FACTORING
AKTİF ve PASİF YÖNETİMİ	HÜKÜMET DÖVİZ GARANTİLER
ESLEŞTİRME	VADELİ DÖVİZ KONTRATLARI
	<ul style="list-style-type: none"> <li>— GELECEK DÖVİZ KONTRATLARI</li> <li>— OPSİYON DÖVİZ KONTRATLARI</li> <li>— SWAP DÖVİZ KONTRATLARI</li> </ul>

**Tablo: 4 Döviz Kuru Riskinden Korunma Teknikleri**

Bu tekniklerin kullanılması her zaman mümkün olmamaktadır. Piyasa tarafından getirilen sınırlamalar (az gelişmiş ülkelerin alışılmamış

paralarının çoğunda vadeli piyasalar yoktur) ve düzenleme yapma yetkisi olan taraflar (birçok ülke çevrim risk alanlarının riskten korunmasında vadeli piyasalara başvurulmasına izin verilmemektedir) nedeniyle bu durum sözkonusudur. İçsel tekniklerin mevcudiyeti büyük ölçüde her firmanın uluslararasılaşmasının bir fonksiyonudur. Uluslararası işletmecilik literatüründe “Çokulusluk” işletmenin gerçek tanımının ne olduğuna sıkça rastlanmaktadır. Burada basitçe ihracatçı ve ithalatçı olarak tanımlanan uluslararası işletmeler için içsel risk alanı yönetim teknikleri son derece sınırlıdır. Bunun aksine, denizaşırı bağlı, şirketlere sahip olan işletmeler olarak tanımlanan çokuluslu işletmeler, muhtemelen çok daha kompleks yabancı faaliyet ağına sahiptirler ve böylece döviz risk alanlarına da sonuç olarak çokuluslu işletme hem içsel hem de dışsal teknikler konusunda çok daha fazla geniş bir imkana sahiptir <sup>104</sup>.

Yukarıda bahsedilen tekniklerden içsel teknikler, firmaların kendi finansal imkanları ile riskten korunmalarını sağlarken dışsal teknikler ise firma dışındaki üçüncü kişilerle kontrat destekli yapılan anlaşmalarla riskten korunma (hedging) sağlar.

Bu çalışmamızın üçüncü bölümünde, döviz kuru riskinden korunma teknikleri arasında uygulama imkanlarının sınırlı olmasına rağmen dış ticaret firmalarına bilgi olması bakımından, içsel teknikler kısaca ele alınacaktır. Dışsal tekniklerden vadeli döviz kontratları ve vadeli kontrat başlığı altındaki gelecek döviz kontratları, opsiyon döviz kontratları ve swap döviz kontratları dördüncü bölümde ayrıntılı olarak ele alınıp ülkemizdeki uygulama imkanları araştırılacaktır.

---

<sup>104</sup> McRAE-WALKER, s.100-101.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### DÖVİZ KURU RİSKİNDEN KORUNMAK İÇİN KULLANILAN İÇSEL TEKNİKLER

İçsel teknikler, firmanın finansal yönetiminin bir parçası olan risk alanı yönetimi metodlarını kullanır ve şirketin dışında özel olarak kontratlı ilişkilere dayanmaz. İçsel teknikler, riske maruz pozisyonları azaltmayı veya önlemeyi amaçlar. Bu teknikler bazı ülkelerde yasal değildir ve diğerlerinde de sınırlandırılmıştır.

İçsel teknikler netleştirme (netting), eşleştirme (matching), önceleme ve erteleme (leading and lagging), fiyatlama politikası (pricing policy), aktif ve pasif yönetimi (asset and liability management) olarak sınıflandırılmaktadır.

#### 1. NETLEŞTİRME (NETTING)

En basit şekliyle netleştirme, birbirleriyle ticaret yapan bağlı şirketlerin grup içi borçlarında sadece net miktarlarını ödeme veya tahsil etmelerini ifade eder <sup>105</sup>. Netleştirme, birbirleriyle ticaret yapan ortak

---

<sup>105</sup> McRAE-WALKER, s.102.

işletmeleri içerir. Teknik basittir. Grup işletmeler, bağlı şirketlerin aralarındaki borç miktarlarını sadece borçlu oldukları net miktarlar olarak ele alır. Grup dışından olan ticari alacak ve borçlar netleştirilmez. En basit şekli, iki taraflı netleştirme olarak bilinen şeklidir. Birliğin her bir çifti kendi pozisyonunu diğer tarafla netleştirir ve her işletmenin netleştirme yaptığı ortağından olan alışları veya ona yaptığı satışları azaltılarak nakit akışları düşürülür. İki taraflı netleştirme, diğer grup işletmelerinin net pozisyonlarını biraraya getirmeyi gerektirmez.

İki taraflı netleştirmeyi bir örnekle gösterebiliriz. Örneğin bir gruptaki İngiliz bağlı şirket, yine aynı gruptaki Fransız bağlı şirkete 6 milyon dolar eşiti kadar Fransız Frangı borçluyken aynı zamanda Fransız şirketi de İngiliz şirketine 4 milyon dolar eşiti kadar sterlin borçludur.

İşletmeler arası hesapların ödenmesi için fiili olarak gönderilen para miktarı, 2 milyon dolar eşitine (anlaşılan para birimi itibarıyla, dolar, Fransız frangı, sterlin veya başka bir para birimi olabilir) netleştirecek ve bu tutar İngiliz bağlı şirketi tarafından Fransız şirketine ödenecektir. İkisi arasında, iki işletme 8 milyon dolar eşiti üzerinden değişim maliyetleri ve transferinden tasarruf sağlamışlardır. Netleştirme temel olarak döviz değişiminden geçerek yapılan işletmeler arası ödeme ve tahsilat miktarlarını azaltır<sup>106</sup>.

İki taraflı netleştirme, işlem yapmak için oldukça uygundur. Ancak iki temel problemi vardır. Birincisi, katılımcıların net tutarının belirtileceği para birimine karar vermeleridir. İkincisi ifa tarihleri üzerinde bir uzlaşma sağlama konusundaki kararlarıdır. İki taraflı netleştirme sadece iki işletme arasında karşılıklı bir akış olduğunda mümkündür<sup>107</sup>.

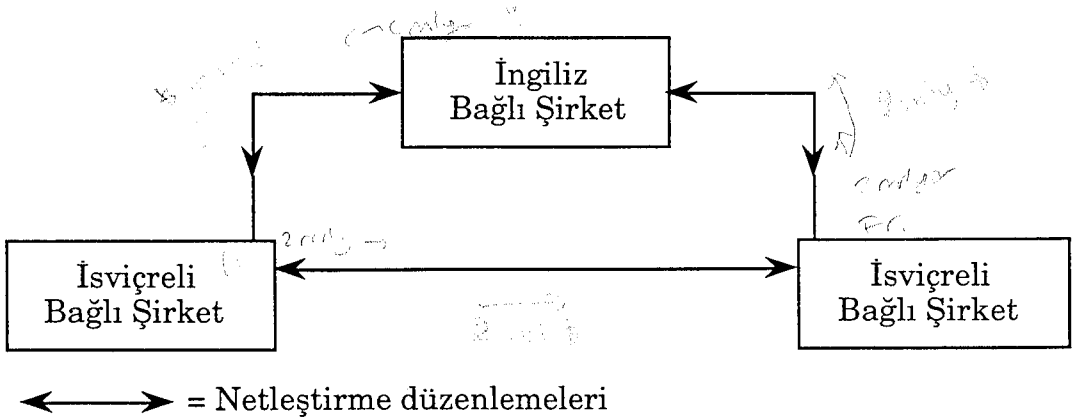
Çok taraflı netleştirme daha karmaşıktır ama prensipte iki taraflı netleştirmeden farkı yoktur. Çok taraflı netleştirme, ikiden fazla ortak

<sup>106</sup> Adrian BUCKLEY, **Multinational Finance**, Second Edition, Prentice Hall, 1992, s.190-191.

<sup>107</sup> McRAE-WALKER, s.102-103.

işletmenin grup içi borçlarını kapsar ve daima grup hazinesinin desteğine gereksinim duyar. İki taraflı netleştirme sadece iki tarafı kapsar ve genellikle şirket merkezinin olaya dahil edilmesi pek sözkonusu değildir. Elbette ki birçok bağlı şirket kendi aralarında iki taraflı netleştirme yapabilir. Şekil: 6, bağlı şirket çiftleri arasında borç kalanlarının netleştirilerek bir gruptaki üç bağlı şirketin her birinin diğeriyle nasıl iki taraflı netleştirme yaptığını göstermektedir. Bu şekil iki taraflı netleştirmenin üç alanını içerir.

Çok taraflı netleştirmeyi örneklendirebiliriz. İngiliz bağlı şirketinin İsviçre’li bağlı şirketten 6 milyon dolar değerinde mal ve hizmet ithal ettiği (aylık netleştirme dönemi boyunca) ve Fransız bağlı şirketine 2 milyon dolar değerinde mal ihraç ettiği işletmeler grubunu dikkate alalım. Aynı ay boyunca İsviçre’li bağlı şirketin Fransız bağlı şirketten 2 milyon dolar değerinde mal ve hizmet aldığını varsayalım. Çok taraflı netleştirme için potansiyel, Tablo:1’deki matriste gösterilmiştir. Üç bağlı şirket içindeki işletmeler arası borçların ifadesinin, İngiliz işletmenin İsviçreli bağlı şirkete 4 milyon dolar eşitini ödemesi ile sona ereceği görülebilir.



**Şekil: 6 İki Taraflı Netleştirme**

Tablo: 5, iki taraflı netleştirmelerin bağlı şirketlerdeki çitlerin birbirleriyle olan hesap kalanlarının netleştirilmesiyle sağlandığı ve çok taraflı netleştirmenin ise daima netleştirme işlemlerinin merkezi olarak

grup hazinesini içerdği farklı örnekleri gösterir (Bkz. Şekil: 7).

		ÖDEME YAPAN BAĞLI ŞİRKET						
		İsviçre	İngiliz	Fransız	Toplam	Net	Elimine	
						Tahsilat	Tahsilat	Edilen
	İsviçre	—	6	0	6	4	2	
TAHSİL EDEN	İngiliz	0	—	2	2		2	
BAĞLI ŞİRKET	Fransız	2	0	—	2		2	
Toplam ödemeler		2	6	2	10			
Net ödemeler		4				4		
Elimine edilenler	2	2	2				6	
	Netleştirme Potansiyeli				: Brüt akış	\$10 milyon		
					Net akış	\$4 milyon		
					Elimine edilmiş akış	\$6 milyon		

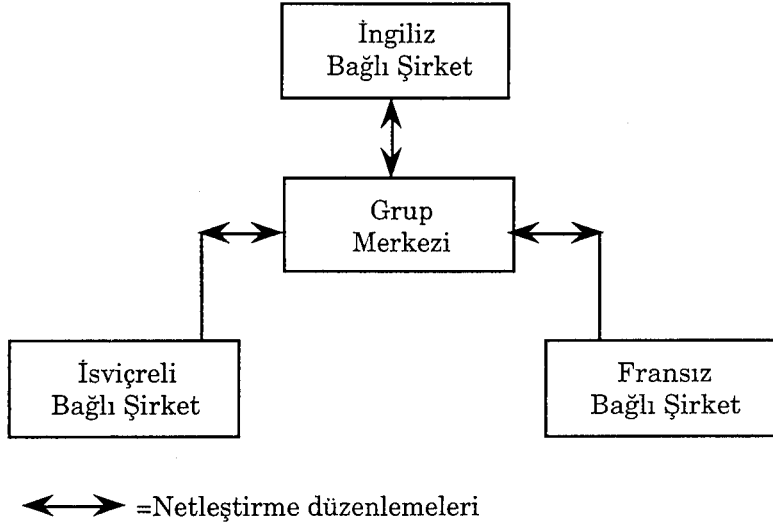
**Tablo: 5 Çok Taraflı Netleştirme Matrisi (\$M)**

Katılımcı bağlı şirketler, grup içi tüm kalanlarını anlaşmış oldukları tarihte grup hazinesine rapor ederler ve hazine, daha sonra belirli bir tarihte tüm bağlı şirketlerin diğer bağlı şirketlerden olan alacakları ve ödeyecekleri miktarlara ilişkin tavsiyelerde bulunur. Çok taraflı netleştirme, değişim ve transfer maliyetlerinden oldukça büyük ölçüde tasarrufta bulunur. Fakat merkezleşmiş bir iletişim bir iletişim sistemi ve bağlı şirketlerin birimleri üzerinde disiplini gerekli kılar. Fakat birçok ülkenin kambiyo kontrolleri iki taraflı ve çok taraflı netleştirme konusunda sınırlamalar getirmektedir. Netleştirme politikalarını belirlemeden önce

kambiyo kontrol düzenlemelerinin dikkatle araştırılması gereklidir. Bunlar genellikle temel şemanın aşağıdaki türleri çevresinde değişir:

-Sabit ifa tarihi (örneğin, her ayın altısı)

-İfa tarihinden beş gün önce tüm katılımcı bağlı şirketler, işletmeler arası borçlarını, borçlarının para birimini belirterek ve onların belirlenmiş bir döviz kurundan yaygın bir para birimine çevrimini yaparak merkeze teleksle bildirirler.



**Şekil: 7 Çok Taraflı Netleştirme**

-İfa tarihinden dört gün önce işletmeler arası kalanlar birbirleriyle mutabık kılınır.

-İfa tarihinden üç gün önce grup hazinesi kullanılan netleştirmenin kapsamını hesaplar.

-İfa tarihinden iki gün önce bağlı şirketler bankalarına bundan iki gün sonra ödeme yapmaları talimatını verirler.

-İfa tarihi, ödeme veya tahsilatın olduğu zamandır.

Netleştirme, bankayla ilgili maliyetleri azaltır ve işletmeler arası ifa

işlemlerinin merkezi kontrolünü artırır. Ödeme miktarlarının ve sayılarının azalması spot ve vadeli piyasalarda alış/satış spread'leri itibarıyla tasarruf sağlar ve banka giderlerini azaltır. Toplam yararı tahmin etmek güçtür 108.

Netleştirme işlemine en önemli zorlayıcılar da yasal kambiyo kontrollerince empoze edilir. En yaygın üç sınırlayıcı:

- a) Netleştirme için önceden onay gerekebilir.
- b) (Finansal işlemlerden ziyade) Sadece ticari işlemler netleştirilebilir.
- c) (Üçüncü taraflardan ziyade) Sadece işletmeler arası işlemler netleştirilebilir 109.

## II. EŞLEŞTİRME (MATCHING)

Netleştirme ve eşleştirme terimleri çokça birbirinin yerine kullanılmakla birlikte aralarında farklar vardır. çok katı olarak söylendiğinde netleştirme, grup işletmeler içinde potansiyel akışlara uygulanabilirken eşleştirme hem grup içindeki hem de üçüncü tarafların kalanlarına uygulanabilir.

Eşleştirme, işletmenin yaklaşık zaman ve miktarlı yabancı para itibarıyla olan nakit girişine ilişkin akışları ile yabancı para itibarıyla olan nakit çıkışlarına ilişkin akışların eşleştirildiği bir mekanizmadır. Belirli bir para itibarıyla olan tahsilatlar, o para birimi itibarıyla ödeme yapmada kullanılır. Böylece grup işletmelerinin eşleştirilmemiş döviz nakit akışlarının dışında döviz piyasalarına gitme gereksinimi azalır 110.

Eşleştirme için temel gerek, aynı para biriminden iki yönlü nakit akışı olmasıdır. Bu tür bir işlem bazen "doğal" eşleştirme olarak adlandırılır 111.

108 BUCKLEY, s.191-193.

109 McRAE-WALKER, s.104.

110 BUCKLEY, s.193.

111 McRAE-WALKER, s.106.

Bu durum, farklı fakat birbirine son derece yakın hareket edeceği beklenen para birimleri itibarıyla olan ödeme veya tahsilatların yapılmasıyla eşleştirmenin sağlandığı paralel eşleştirmeden ayrılmalıdır. Avrupa Para Sisteminin döviz kuru mekanizmasına bağlı paralar buna bir örnektir. Elbetteki paralel eşleştirmede ilgili para birimlerinin daha önceki paralellikten uzaklaşma şansı daima vardır. Örneğin, Avrupa Para Sisteminde yeniden bir düzenleme olabilir. Bu durumda beklenen eşleştirme başarısızlıkla sonuçlanabilir.

Eşleştirmenin uygulamaya ilişkin işleyişi çok taraflı netleştirme işlemine benzer. Çünkü grup hazinesini içerir ve ifa işleminden önce grubun finans fonksiyonuyla merkezileşmiş bilgilere olan gereksinimi artırır. Üçüncü tarafların ödeme ve tahsilatlarının zamanlamasının belirsizliğinden dolayı uygulamayla ilgili sorunlar doğabilir. Beklenmeyen ertelemeler, çokuluslu hazinenin ödeme ve tahsilatları eşleştirme çabalarında problemler yaratabilir.

Belirli bir ifa tarihindeki toplam alacaklara ilişkin tahsilatının ertelenme fakat bununla birlikte ödemelerin daha önceden belirlenmiş olan orijinal tarihte yapılması imkanı en aşık zorluklardır.

Bu nedenle eşleştirmedeki başarı, şirket finansman merkezine gelen bilginin -ifa tarihlerinin doğru ve gerçekçi tahminini de içerecek şekilde niteliğinin bir fonksiyonudur. Netleştirme gibi eşleştirmenin boyutu bazı ülkelerin kambiyo kontrolleriyle sınırlandırılmıştır <sup>112</sup>.

### III. ÖNCELEME VE ERTELEME (LEADING AND LAGGING)

Önceleme ve erteleme, işletmeler arasında kredi koşullarının ayarlanmasını ifade eder. Genellikle, grup içindeki birlik işletmeler arasında

<sup>112</sup> BUCKLEY, s.193-194.

ödemelerle ilgili olarak uygulanır. Önceleme, bir borcun vade tarihinden daha önce ödenmesi anlamını taşır. Erteleme, bir borcun ödenmesinin vade tarihinden daha sonraki bir tarihe ertelenmesi anlamını taşır. Önceleme ve erteleme, beklenen devalüasyon ve revalüasyonlardan avantaj sağlamak üzere düzenlenen döviz yönetim taktikleridir.

Bir örnek bununla ilgili süreci göstermede yardımcı olacaktır. B ülkesindeki b bağlı şirketinin A ülkesindeki a bağlı şirketine nakit borcu olduğunu ve bu borcun Amerikan doları itibariyle belirtildiğini ve ödemenin vadesinin üç ay olduğunu varsayalım. B'nin parasının bu üç ay içinde Amerikan dolarına ve A'nın para birimine karşı devalüe edileceğinin beklendiğini de varsayalım. Eğer b işletmesi önceleme yaparsa yani vadeden önce ödemede bulunursa, A işletmesine olan borcun ödemek için satın alacağı Amerikan dolarları için daha az B ülkesi para birimi ayıracaktır. Bu yüzden önceleme yapma isteği cazip olacaktır.

Bununla birlikte karar vericilerin olaya bundan daha ayrıntılı bakmaları gereklidir. Uluslararası Fisher Etkisi kısa vadede geçerliyse bu durumda B'nin para birimindeki mevduata uygulanan faiz oranı, beklenen devalüasyon miktarı tarafından US ... mevduattaki faiz oranını aşmalıdır. Önceleme veya ertelemeye ilişkin kararlar, beklenen döviz hareketlerinin yanısıra nisbi faiz oranlarının da gözönünde tutulmasını gerekli kılar. Burada olayın üçüncü bir boyutu da sözkonusudur. Bu da farklı ülkelerdeki efektif vergi oranlarıdır. Örneğimize geri dönersek grup açısından faizler hesap edildikten sonra vergiden arındırılmış nakit akış etkilerini karşılaştırmamız gerekir. Böylece eğer b işletmesi önceleme yaparsa, yakında olacak olan devalüasyonun üstesinden gelerek B'nin para birimi itibariyle tasarruf sağlayacaktır. Fakat grup daha sonra B'nin para biriminden değil de US\$ faiz elde edecekti ve bu US\$ faiz oranı B'nin para biriminin faiz oranından daha düşük olmalıdır. Bunların tümü, önceleme döneminde vergiden arındırılmış temelde dikkate alınması gereken unsurlardır.

Benzer bir örnek ertelemeyi öneren durumlara da uyarlanabilir. Eğer B'nin parasının revalüe edileceği bekleniyorsa veya US\$'ye karşı daha güçlüyse bu durumda erteleme önerilir. Fakat bir kez daha, eğer önceleme ve erteleme kaarları sözkonusuysa aşağıda sıralanan birleşik etkileri grup açısından daima dikkate almamız gereklidir:

- Beklenen kur değişimleri ve bunun zamanı
- Nisbi faiz oranları
- Vergi sonrası etkiler.

Eşleştirmede olduğu gibi grup hazinesinin işletmeler arası ifalarının zamanlamasının sağlanmasında genellikle yer alması, sadece yerel bir işletme açısından ziyade grup açısından fonksiyoneldir. Eğer bazı bağlı şirketlerin erteleme yapması istenirken bazılarının da önceleme yapması isteniyorsa performans ölçümlemesinin bundan etkilenebileceğine de dikkat çekilmelidir. Açıkçası önceleme yapan bağlı şirket için faiz alacaklarından dolayı bir kayıp söz konusuysa, önceye aldığı fonlardan doayı faiz gideri oluşur. Bu problemin üstesinden gelmek için performans değerlemesi daha çok faiz öncesi ve vergi öncesi temelde yapılır.

Yerel azınlık çıkarlarının varlığı, önceleme ve erteleme kararlarında karmaşıklığın doğmasına neden olur. "Kaybeden" bağlı şirketteki belli başlı yerel hissedarlar, yerel borçlanmadan dolayı ilave faiz maliyetleri ve daha düşük kârlılık nedeniyle daima güçlü bir itiraz gösterirler. Bu durumlarda azınlık hissedarların ilgileri çoğunluk hissedarların, ana şirketin, ilgilerine boyun eğmiş görünür. Güçlü yerel azınlıkların varlığı işletmelerin önceleme ve erteleme tekniklerinden vazgeçmeleriyle sonuçlanır.

Önceleme veya erteleme kambiyo kontrol düzenlemeleriyle de sınırlandırılabilir. Önceleme ve erteleme, döviz kurları gibi ödemeler dengesi rakamları etkiler. Bu yüzden ev sahibi hükümetler çoğunlukla tüm uluslararası ticarete kredi koşullarında uyulması zorunlu olan izin verilebilir sınırlar koyarlar.

Önceleme ve erteleme tekniklerinin uygulanması, risk alanı yönteminde sadece risk minimizasyonundan daha geniş kapsamlıdır. Fırsatlar, finansmanda atak tutumlar alınarak yaratılır. Bu atak stratejinin bakış açısına, ampirik kanıtlarla taşındığı, Uluslararası Fisher etkisinin kısa vadede geçerli olmadığı, bağlı olduğunun anlaşılması gerekir. Böylece ev sahibi ülkedeki beklenen bir devalüasyon, uluslararası bir işletmenin yabancı para itibariyle olan borçlarını ödemek için muhtemelen yerel finansmanı artırmayı dikkate almasına neden olabilecektir.

#### **IV. FİYATLAMA POLİTİKASI (PRICING POLICY)**

Risk alanı yönetimi koşullarında fiyatlama politikaları iki stratejiyi benimser. Fiyat değişikliği ve faturalama para birimi.

##### **1. FİYAT DEĞİŞİKLİĞİ (PRICE VARIATION)**

Fiyat değişikliği, döviz kurlarının ters yöndeki etkilerine karşı koymak için satış fiyatının artırılmasını içerir. Bu taktik, eğer işletmenin buna gücü varsa neden şimdiden fiyatlarını artırmıyor gibi soruları akla getirebilir. Bazı ülkelerde fiyat artırma, risk alanlarının yönetiminde mevcut yasal tek taktiktir. Örneğin, çoğu Güney Amerikan ülkesinde diğer yöntemlerin çoğu yasal değildir, vadeli piyasalar yoktur ve yerel finansal piyasalar risk alanı yönetimi başarma amacıyla borçlanmada bulunmayı olanaksız kılacak derecede sığdır (yetersizdir).

İşletmeler arası ticarete fiyat değişikliğine geri dönelim. Transfer fiyatlaması, grup işletmeler arasında el değiştiren mal veya hizmetlerin fiyatlamasında kullanılan bir terimdir. Bir risk alanı yönetim tekniği olarak

transfer fiyat değişikliği, işletmeler arası mal ve hizmet satışlarının fiyatlamasının normal ticari işlemlerin gerçek ticari fiyatından (fair price) farklı olarak keyfi bir şekilde daha yüksek veya daha düşük bir fiyat belirlenmesi anlamını taşır. Bu gerçek ticari fiyat, eğer piyasa (borsa) mevcutsa piyasa fiyatı olacak fakat piyasa mevcut değilse üçüncü kişi müşteriye uygulanan fiyat olacaktır. Birçok ülkede vergileme yetkisine sahip olan taraflar, gümrükler ve vasıtalı vergi departmanları ile kambiyo kontrol düzenlemeleri, normal ticari işlemlere uygulanan fiyatlamasının kullanılmasını gerekli kılar. Aslında dünyadaki tüm ülkelerde vergi otoriteleri transfer fiyatı manipilasyonlarından kuşkulandığında bir fiyat belirleme yetkisine sahiptir ve gümrük ve vasıtalı vergi departmanları, transfer fiyatı gerçek ticari fiyat olarak görmediğinde vergi otoritelerince belirlenmiş olan fiyat üzerinden vasıtalı vergi alırlar.

Bütün bunların yanısıra çok uluslu işletmelerin çoğu, vergi ödemelerini minimize etmek için transfer fiyatlamasıyla grubun vergi sonrası nakit akışlarını maksimize etmeye çalışırlar.

## **2. DÖVİZLE FATURALAMA (INVOICING IN FOREIGN CURRENCY)**

Mal veya hizmet ihraç veya ithalatı yapan işletmeler, mal veya hizmetlerin faturalanacağı para birimiyle ilgili kararlarla karşı karşıyadırlar. Yabancı parayla yapılan ticaret, onun mevcut risk ve fırsatlarıyla birlikte işlem risk alanını da doğurur. Sadece ülkenin kendi yerel parası itibarıyla ticaret yapmak sadelik avantajına sahiptir. Malların faturalandığı para biriminin, müşteriye verilen genel pazarlama paketinin temel bir parçası olduğu gerçeğini hesaba katmaz<sup>113</sup>

Bir satıcı, genellikle kendi para biriminden veya maliyetlerinin oluştuğu para biriminden satış yapmayı ister. Bu, döviz risk alanından kaçınmayı sağlar. Fakat alıcıların tercihleri diğer para birimleri olabilir. Petrol veya alüminyum gibi birçok piyasa, satışların asli rekabetçiler tarafından kote edilen para birimi itibarıyla yapılmasını etkili bir şekilde gerektirebilir. Bu para birimi satıcının para birimi olmayabilir. Alıcıların piyasasında satıcılar, alıcının idealindeki parayla faturalama yönünden artan bir eğilim göstermektedirler. Satıcıya daha yakın olanı, alıcının hedeflerine yaklaşabilmektir, alıcının en büyük şansı onun satış yapmak zorunda olmasıdır.

Satıcı yabancı parayla faturalamayı seçerse, bu, belki onun müstakbel müşterileri bu yolu tercih ettiği için olabilir veya satıcı piyasa öncülerini izleme eğiliminde olabilir. Bu durumda satıcı, sadece en azından ödeme dönemi kadar uzun vadelere sahip aktif vadeli piyasaların olduğu temel para birimlerini seçmelidir. Sınırlı konvertibiliteye sahip, kronik olarak zayıf veya Londra'da sınırlı bir vadeli piyasaya sahip paralar dikkate alınmamalıdır.

Küçük ekonomili bir ülkeye büyük bir ihracat olasılığı olduğunda böyle bir kontratın değeri muhtemelen o ülkenin ödemeler dengesinin önemli bir faktörü olur ve böylece daha ayrıntılı faktörlere başvurulur. Satıcıya alıcının parasından kaçınması önerilir.

Hükümet veya hükümet birimlerinden birisi müşteri olduğunda müşterinin ödeme tarihinden önce, kendi kendine parasını devalüe etmeye muktedir olduğunun ve bunun ihracatçının parası itibarıyla hasılatını etkin bir şekilde azaltacağını satıcı tarafından bilinmesi gerekir.

Satıcı için ideal para birimi ya kendisinin para birimi ya da kendi parası karşısında istikrarlı olan bir para birimidir. Satıcı sık sık piyasa öncülerinin para birimini seçmeye zorlanır. Ne şekilde olursa olsun seçilen para birimi kesinlikle derin bir vadeli piyasası olan para birimi olmalıdır.

113 BUCKLEY, s.196.

Fakat alıcı için ideal para birimi genellikle kendi para birimi veya kendi parası karşısında istikrarlı olan bir para birimidir veya rezervlerinin olduğu veya rezervlerini kazandığı para birimi de olabilir.

Güçlü alıcılar fiyatlamada kendi para birimlerinin kullanılması konusunda direnme pozisyonuna sahip olabilirler; bir anlaşmanın durumu ve diğer para birimlerinin kotasyonu gözardı edilir. Satış, alıcının parasından yapıldığında satıcı için bir avantaj, ödemenin alıcı için basitçe verme işlemi olmasıdır; alıcı için yapması gereken şeyin tamamı, kendi parasından ödeme yapmaktır. Bu koşullarda ödeme, genellikle çok daha hızlıdır ve bu durum da alıcının parasıyla faturalama için iyi bir nedendir.

Elbetteki birçok uluslararası ticaret yapan taraf risk alanlarını kaynakta netlemek için gelirlerini elde ettikleri para biriminden satın alma yollarını ararlar. Bunun kendi ülke para birimi olması gerekli değildir. Birçok piyasa, rekabetçilerin piyasa liderini izleyeceği şekilde yapılandırılmıştır. Bu durumlarda piyasa katılımcılarının kotasyonları, piyasa liderinin kotasyonda bulunduğu para birimiyle aynı olur. Bu para birimi ne alıcının ne de satıcının ülkesinin para birimi olmayabilir <sup>114</sup>

Bazen faturalama parası, alıcı ve satıcı arasında bir anlaşmazlık nedeni olabilir. Alıcının para birimine benzer şekilde hareket eden bir para birimi-vekil para-, bu çıkmazın çözümü olarak sık sık kullanılır. Şimdi daha az kullanılmakla beraber eskiden daha sık kullanılan diğer bir teknik, ödemenin bir para biriminden yapılırken ödenmesi gerekli miktarın diğer bir para birimiyle sabitlendiği döviz şartıdır.

Bir ihracat kontratında genellikle en azından bir taraf döviz işlemine girer. Eğer satış yabancı para ile yapılmışsa bu taraf, ihracatçıdır; eğer kendi parasından başka bir para birimi itibarıyla alıyorsa, döviz işlemine giren taraf ithalatçıdır. Eğer kontratın yapıldığı para birimi hem ihracatçının hem de ithalatçının ülke para biriminden farklıysa bu durumda her iki taraf için de döviz işlemi söz konusudur. Bu bilgiyi verdikten sonra,

<sup>114</sup> BUCKLEY, s.197.

döviz kontratına girme maliyetinin minimize edilmesi gibi sorunları düzenlemek fevkalade duyarlıdır. Avrupa'daki döviz piyasaları, rekabet güçleri ve spread veya komisyon yapıları itibarıyla oldukça kapsamlıdır. Örneğin, Fransız döviz kontrolleri, bir Fransız işletmesinin döviz anlaşmalarını Londra'daki standartlara göre daha yüksek maliyetleri olan Fransa'daki bir bankayla yapmasını gerektirmektedir. İskandinav ülkeleri için de durum aynıdır. Bu piyasaya ulaşabilenler için Londra piyasası, işlem yapmak için dünyaya açılmada en ucuz döviz piyasasıdır. Eğer ticaret yapan taraflardan birisi, kambiyo kontrolleri nedeniyle yerel piyasanın göreceli olarak, pahalı olduğu bir ülkede yerleşmişlerse bu durumda Londra piyasası gibi daha ucuz bir piyasaya ulaşarak anlaşma yapmaya çalışmak daha akıllıca olacaktır. Bu, grup içi ticaret için uygundur. Anglo-İskandinav bir ticaret için İskandinavya'da bir döviz işlemi doğmasın diye Krona ile faturalamak ve döviz işlemi Londra'da yapmak faydalı olabilir.

Yukarıda belirttiğimiz tartışmalar, dövizle faturalama sorununun pazarlama açısıyla ilgilidir. Bu görüşlerin hiçbirisi güçlü paralarda faturalamayı araştıran bakış açılarıyla ilgili değildir. Buckley'in görüşüne göre kambiyo kontrolü olmayan ülkelerde güçlü paralarla faturalamayı aramak için ayrılan zaman boşa harcanan bir çabadır. Çünkü eğer işletme belirli bir parada long (satın alma) olmayı isterse orada mevcut bir ticaret olsun ya da olmasın bu paraları almakta serbesttir. Vadeli piyasalar, futures ve döviz opsiyonlarının tümü, atak işletmeler için -eğer üst yönetim isterse- dövizde pozisyon almaya olanak sağlar. Bu, işletmenin temel işletme faaliyetlerini direkt olarak içermeksizin birinin dövizle ilgili yargılarına destek olan daha direkt bir yöntemdir <sup>115</sup>.

Döviz kontrolü olan veya olmayan bir ülkenin uluslararası ticaretinde faturalama aracı olarak niçin güçlü bir parayı kullanmayı seçtiği ticari sebeplere dayanmaktadır. En sık belirtilen sebep, fiyat

<sup>115</sup> BUCKLEY, s.198.

listelerini değiştirmenin pahalı olduğu durumlarda firmaya sabit bir fiyat listesi sürdürme olanağı vermesi olmaktadır. Kambiyo kontrolü olan ülkelerde, ticaret, işletmenin yasal olarak pozisyon üstlenebileceği dövizlerin olduğu mekanizmaları temsil eden durumlardır.

Piyasada güçlü bir pozisyona sahip ve rakiplerinin kısa dönemli baskısına maruz işletmeler, zayıflayacağı beklenen dvizlerde faturalamaya karar verebilirler. Böylece, faturalama parası değer yitirdiğinde, müşteri, işletmenin formal olarak fiyat indirimi ilan etmeksizin mallar üzerinde daha fazla bir iskonto sağlar. Bu taktik, pazar koşulları kötü olduğunda işletmenin pazar payını korumasını sağlar. Bunun aksine satıcılar piyasasında güçlü bir pazar pozisyonuna sahip bir işletme, kısa dönemde güçlü bir parayla faturalamayı isteyebilir. Böylece fiyatlarını formal olarak değiştirmeksizin kendi ülke parasında sürekli olarak artan fiyatlardan yarar elde edebilir.

Dövizle işlem yapmayı sınırlayan kambiyo kontrollerinin olduğu ülkelerde uluslararası işletmeler gelecekteki döviz kuru hareketleri üzerinde ticari yargılarını destekleyecek çok az sayıdaki mekanizmalardan birisi olan karşı sınır ticaretini (cross-frontier trade) kullanırlar. Bu koşullarda ve üçüncü taraf ticareti gözönüne alındığında defensiv strateji tüm ihracatı ve kendi ülke para birimi itibarıyla faturalanan tüm ithalatı diğer para birimlerinin güçlü ve zayıf oluşuna bakmaksızın faturalama girişimidir. Bunun aksine atak taktik, ihracat satışlarını hard para birimlerinden faturalama yolunu ararken alışların da göreceli olarak soft para birimlerinden faturalanmasını sağlamayı aramaktır. Kambiyo kontrolleri varsa ve vadeli piyasaları kullanmak pahalı ise yabancı paralarla faturalama tekniği uygun olur. Müşteriler daha çok zayıf para birimi itibarıyla ürün almayı araştırırken satıcı şirketler güçlü para birimleri itibarıyla faturalamayı tercih ederler. Burada açık bir çıkar atışması vardır. Pazarlama yöneticileri satışı hangi araç mevcutsa onunla kapatmayı tercih ederler ve zayıf para birimini seçmek için

etkilenmiş olabilirler; bu politika işletmenin toplamı gözönünde bulundurulduğunda fonksiyonel olmayabilir. Açıktır ki bu fonksiyonel olmayan taktiği önleyecek pazarlama sistemi kontrol mekanizmaları olmalıdır.

Şimdi işletmeler arası ticarete faturalama parasına döneceğiz. Vergi öncesi açısından analiz edildiğinde atak ve savunmaya yönelik faturalama para birimi, eşit sahiplik statüsü olan bağlı şirketler arasındaki işletmeler arası ticarete ortadan kalkar. Fakat azınlıklar sözkonusu olduğunda bu durum sözkonusu değildir. Faturalama para birimi sıfır toplamı bir oyundur (zeri-sum game) ve bu yüzden bir bağlı şirketin faturalama para biriminden sağladığı potansiyel yarar, diğerinin karşılaştığı potansiyel zarara eşittir. Bununla birlikte vergi sonrası etkisi asla karar verme kriteri olarak gözardı edilmemelidir ve bu bağlamda faturalama para birimi tekniğinden dolayı elde edilen kazançlar olabilir. Farklı ülkelerde olan ve birbirleriyle ticaret yapan A ve B olmak üzere iki bağlı şirketi gözönüne alalım. A'nın B'den daha fazla marjinal vergi ödediğini varsayalım. Bu koşullarda ve diğer herşeyin eşit olduğu varsayımıyla A, B'ye zayıf para biriminden faturalama yaparken B, A'ya güçlü para birimi itibarıyla faturalama yapacaktır. Bu politika, genel vergi sonrası gelir ve nakit akışını artırırken B için döviz karı, A için ise zararı ortaya çıkarır <sup>116</sup>.

## **V. AKTİF VE PASİF YÖNTEMİ (ASSET AND LIABILITY MANAGEMENT)**

Risk alanı yönetiminde kullanılan tekniklerden sonuncusu aktif ve pasif yöntemidir. Bu teknik bilanço, gelir tablosu veya nakit akışı risk

<sup>116</sup> BUCKLEY, s.199.

alanlarının yönetimi için kullanılabilir. Daha önceden de belirtildiği gibi, nakit akışı risk alanının üzerinde yoğunlaşarak ekonomik bir bakış yaratır. Fakat sadece çevrim risk alanı üzerinde yoğunlaşmak yanlıştır. Bizim buradaki odak noktamız, aktif-pasif yönetiminin nakit akışı risk alanının yönetiminde kullanılan bir teknik olduğu yönündedir. Bununla birlikte diğerlerini de alan bir çok eser vardır ve bizim görüşümüze göre aktif-pasif yönetiminin nakit akışı olmayan risk alanlarının yönetimine uygulanması gerektiğine ilişkin sağlıklı bir fikir yaratmaktadır.

Aslında aktif-pasif yöntemi atak ve savunmacı durumları içerebilir. Atak tutumlarda firma, güçleneceğini beklediği para birimlerinden olan riske maruz kalmış nakit girişlerini ve zayıf para birimleri itibarıyla olan riske maruz kalmış nakit çıkışlarını artırır. Bunun tersine savunmacı yaklaşım, nakit giriş ve çıkışlarını güçlü ya da zayıf para birimleri itibarıyla olup olmadıklarına bakmaksızın belirttikleri para birimleri itibarıyla eşleştirmeyi içerir <sup>117</sup>.

Eleştirmenler faaliyet değişkenlerini ve finansal değişkenleri sık sık birbirinden ayırır. Ayrım, aktif-pasif açısından yararlıdır. Nakit akışı risk alanını yönetmek için faaliyet değişkenlerinin manipölasyonu bir örnekle daha iyi ortaya koyulabilir. Alman markı satışlarından dolayı nakit girişleri olan bir İngiliz ihracatçının Mark itibarıyla risk alanından kaçınmak istediğini varsayalım. Büyük bir olasılıkla bunun için vadeli piyasayı kullanacaktır. Bununla birlikte Almanya'dan büyük miktarda Alman markı itibarıyla belirtilen kaynak satın almaya karar verebilir. Bu politikayı buraya uyarladığımızda, nakit girişlerinin olduğu para birimi ile nakit çıkışlarının belirtildiği para birimi arzında kısmi bir eşleşme vardır.

Finansal değişkenler gözönüne alındığında, uluslararası şirket, aktif-pasif yönetimi itibarıyla dikkate değer şekilde bir yetkiye sahiptir. Atak bakış açısı riske maruz kalmış güçlü paralardaki nakdi, borçlu ve alacakları (faiz etkisi, döviz hareketleri ve vergi etkilerini dikkate alarak)

<sup>117</sup> BUCKLEY, s.199.

ve zayıf paralardaki ticari kreditorleri ve borç almaları (yine faiz etkisi, döviz değeri yitirmelerini ve vergi etkilerini dikkate alarak) artıracaktır.

Aynı zamanda politika, riske maruz kalmış güçlü paralardaki borç alma ve ticari kreditorleri, zayıf paralardaki nakdi, borçlu ve alacakları azaltmayı içerir. Zayıf paralı bir ülkede faaliyette bulunan bir çok uluslu işletmede hedef, yerel borç almak ve nakit kalanını ya kâr payı olarak göndererek ya da ana şirkete borç ödemesi olarak vererek ana şirketin hard para birimine mümkün olduğu kadar çabuk göndermek olmalıdır. Zayıf paralı bir ülkede yerleşmiş olan bağlı şirketlerin sermaye yapıları, fon transfer olanaklarıyla organize edilebilir. Örneğin, dağıtılmamış kârlar, kâr payı esnekliğinin hasılat rezervlerinin korunarak devam ettirilebilmesi için kapitalize edilmemelidir. Bağlı şirketin sermaye yapısında, yüksek bir işletmeler arası borçların ana şirketin özsermayesine oranı, yüksek kâr payı ödemelerinin kısıtlandığı veya vergi tarzına karşı farklı davranıldığı durumlarda paranın kendi ülkesine dönmesine yardım eder.

Bununla birlikte, bu finansal stratejilerin bazıları yerel finansal kaynakların yetersizliği nedeniyle birçok ülkede kısıtlanmıştır. Daha da fazlası ev sahibi ülkeler sık sık borçların özsermayeye oranı için bazı sınırlamalar getirirler ve ev sahibi ülkenin dışından getirilen sermayenin belirli bir yüzdesi için kâr paylarının ülke dışına gönderilmesini kısıtlarlar. Ev sahibi hükümetler, kâr payları için kararlaştırılan belirli seviyelerin aşılmasında yüksek vergilerle cezalandırmalar da yapabilirler<sup>118</sup>.

---

<sup>118</sup> BUCKLEY, s.200.

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### DÖVİZ KURU RİSKİNDEN KORUNMAK İÇİN KULLANILAN DIŞSAL TEKNİKLER

Esnek döviz kuru sistemine geçilmesi sonucunda döviz kurlarındaki dalgalanmalar sıkça görülmeye başlanmıştır. Döviz kurlarındaki dalgalanmalar karşısında döviz üzerinden borçlu ya da alacaklı olan firmalar döviz kuru riskiyle karşı karşıya kalmışlardır. Firmalar sözkonusu riskten korunmak (hedging) için çeşitli tekniklere başvurmaktadır. Firmaların, kendi finansal imkanlarından yararlanarak içsel teknikler vasıtasıyla, döviz kuru riskine karşı korunmaları, hem kendi finans yapısı hem de yasal engeller sebebiyle oldukça zordur. Bunun yerine firma dışındaki üçüncü kişilerle yapılan ve kontratla desteklenen dış finans tekniklerini kullanabilir.

Döviz kuru riskinden korunmak için kullanılan dış finans teknikleri; vade (forward) döviz kontratları ve vadeli piyasada gelişen gelecek (futures) döviz kontratları, opsiyonları ve döviz swaplarıdır.

Bu teknikler kur riskinden korunmanın yanı sıra spekülasyon ve arbitraj amaçlı olarak da kullanılabilir.

Bu bölümde yukarıda sayılan dışsal tekniklerin (dış finansal tekniklerin) tanımları, temel yapı ve kullanım şekilleri ayrıntılı olarak incelenmektedir.

## I. VADELİ DÖVİZ KONTRATLARI (FORWARD FOREIGN EXCHANGE CONTRACTS)

1970'li yıllara kadar futures (gelecek) piyasaların gelişimi, vadeli işlemlerin aleyhine olmuştur. Standart sözleşmeler getiren futures piyasalar geliştikçe, özellikle mala dayalı vadeli (forward) kontratlar olmak üzere, vadeli işlemler ikinci plana itilmiştir<sup>119</sup>. Ancak geçmişi oldukça eski olan vadeli piyasalar da, yeni gelişen ihtiyaçlar doğrultusunda kendilerini yenileyebilmiş, yeni buluşlar geliştirebilmiş ve mali risk yönetiminde ciddi bir alternatif olma özelliğini sürekli yeniliklerle koruyabilmiştir<sup>120</sup>. Bu yeniliklerin başında “vade esnekliği” konusu gelmektedir. Normal vadeli kontratta vade, kesin bir tarihtir ve bu tarihte teslim şarttır. Ancak, yapılan yeni düzenlemelerle “vade opsiyonlu forward anlaşmaları” geliştirilmiştir. Bu konuya ileride değinilecektir.

Futures (gelecek) piyasaların getirdiği avantajlar dolayısıyla vadeli işlemler içerisinde mala dayalı işlemlerin payı günümüzde azalmıştır. Ancak yoğun olmamakla birlikte mala dayalı vadeli işlemler sürmektedir. Bununla birlikte günümüzde vadeli (forward) işlemler, yoğun olarak bir döviz işlemi gibi algılanmaktadır<sup>121</sup>.

Bu kısımda vadeli piyasalarda yapılan klasik vadeli döviz işlemlerinden başlayıp, yukarıda sözünü ettiğimiz diğer vadeli piyasa yeniliklerini kısaca tanıtip vadeli döviz kontratların mali risk yönetimi kapsamında ithalatçı ve ihracatçı açısından nasıl kullanılabilecekleri açıklanmaya çalışılacaktır.

---

119 ERDEM, s.32-33.

120 KIRIM, “Mali Risk Yönetimi Açısından Forward ...”, s.33.

121 ERDEM, s.33-34.

## 1. TANIM

Vadeli piyasalar, ileri bir tarihte teslimi sözkonusu olacak herhangi bir malın (döviz, faiz, tarımsal veya metalurjik ürün vb.) vadesi, miktarı ve fiyatı bugünden belirlenerek kontrata başlandığı işlemleri içerirler<sup>122</sup>. Böyle bir kontrat satın alan kişi, o malı belirlenen zamanda belirlenen fiyattan satın almak satan kişi ise satmak zorundadır<sup>123</sup>.

Vadeli döviz kontratı, kontrat tarihinden geçerli olan vadeli kurlarından, gelecekte bile bir tarihte, döviz alım-satım veya değişmesini ifade eden bir döviz işlemidir. Vadeli bir döviz kontratı, iki farklı ülke para birimlerinin, daha önceden belirlenmiş gelecekteki bir tarihte ve kontrat tarihinde belirlenmiş döviz kurundan değişmesini sağlayan bir anlaşmadır<sup>124</sup>. Bugün, gelecek için yapılan vadeli döviz kontratında üç esasın belirlenmesi gerekmektedir. Bunlar, değiştirilmesi söz konusu olan döviz tutarı, değişimin yapılması gereken zaman ve değiştirilmesi söz konusu olan dövizlerin karşılıklı değişim oranıdır (vadeli döviz kuru)<sup>125</sup>.

Vadeli döviz kontratına konu olan kur vadeli kurdur, kontratın süresi dolduğunda, aradaki sürede olagelen değişmeler sonucu kur ne olursa olsun değişim kontratta belirlenen vadeli kur üzerinden yapılır. Vadeli kurlar, genellikle spot kurlardan farklı olmakla birlikte çoğunlukla spot kurlarla ilişkili olarak ifade edilir. Eğer bir yabancı paranın vadeli piyasa fiyatı spot fiyata fiyatından daha yüksekse bu para vadeli piyasa da daha öncede değindiğimiz gibi “prim” yapıyor demektir. Aksine eğer bu para vadeli piyasada spot piyasadan daha düşük fiyattan satılıyorsa (iskonto) dan söz

122 KIRIM, “Mali Risk Yönetimi Açısından Forward ...”, s.33.

123 ERDEM, S.1.

124 ÖNCE, s.62.

125 YILDIZ, s.16.

edilir. Vadeli kurların spot kurlardan ne oranda farklı olacağı prensip olarak, ilgili ülkenin kısa süreli faiz oranları arasındaki farka bağlıdır. Kısa süreli faiz oranı yüksek olan ülkenin ulusal parası vadeli piyasada, faiz oranı düşük olan ülkenin parası karşısında bu faiz farkı oranında iskontolu satılır. Bunun tersine, iç faiz oranı öteki ülkeye göre daha düşük olan bir ülkenin parası ise vadeli piyasada o ülke parasına karşı bu fark kadar prim yapar<sup>126</sup>. Vadeli döviz kurları, piyasayı düzenleyen (market-maker) bankalar tarafından bir yıla kadar her an verilebilmektedir. Ancak, özel olarak iki yıla kadar vadeli işlem düzenlenmesi de mümkündür.

Vadeli döviz işlemleri “SWAP” ya da “OUTRIGHT” (düz forward) kontratlar şeklinde gerçekleştirilebilirler. Yukarıda bahsedildiği gibi outright işlemlerde belirli miktar dövizin ileri bir tarihte satılması ya da alınması sözkonusudur. Swap işlemlerde ise daha önce değinildiği üzere vadeli bir alım (satım) işlemi, aynı anda ve aynı miktarda döviz için yapılan bir başka satım (alım) işlemi ile tersine çevrilir.

Vadeli işlemlerde dövizlerin teslim tarihleri (valör) küsürsüz (flat) ve küsürlü (Broken Dates) olarak iki farklı şekilde ifade edilebilirler. Kusürsüz (flat) valörler, spot tarihine belirli sayıda tam ay eklenmek suretiyle bulunurlar. Örneğin eğer 3 aylık bir “flat” anlaşma yapılmışsa ve tarih 15 Ocak ise spot valör 17 Ocak, vadeli kontratın valörü de 17 Nisan olacaktır (elbette, sözkonusu spot ve vadeli valörlerin tatil günü olmamaları koşuluyla; böyle bir durumda tatil gününden sonraki ilk işgünü uygun valördür) Yaygın kusürsüz valörler, 1,2,3,6 ve 12 aydır. Bu tarihler için piyasaların derinliği oldukça fazladır. Kusürsüz tarihler özellikle bankalar ve profesyonel dealer’ler tarafından tercih edilirler. Kusürlü tarihler ise tam ay olmayan tüm süreleri içerirler. Banka dışı sektör tarafından ve hedging (riskten korunma) amacıyla yaygın olarak kullanılır<sup>127</sup>.

<sup>126</sup> SEYİDOĞLU, 1990, s. 254-258.

<sup>127</sup> KIRIM, “Mali Risk Yönetimi Açısından Forward....”, s33.

## 2. VADELİ DÖVİZ KONTRATLARININ TARAFLARI VE KULLANIM AMAÇLARI

Vadeli döviz kontratının tarafları satıcılar ve alıcılar olarak belirlenebilir. Hem satıcıları hem de alıcıları, vadeli döviz kontratı satma veya alma aracılara göre iki ana grup altında toplamak mümkündür. Bunlar, içinde bulunduğu pozisyon ya da yaptığı her hangi bir işlem sebebiyle karşılaşmış olduğu döviz kuru riskini minimize etmeye çalışan “hedger” ler ile kâr elde etmek amacını taşıyan, beklentileri yönünde hareket ederek piyasadaki değişimlerden yararlanmayı uman, bu yüzden de maruz kaldığı riski arttıran, kısaca risk yüklenerek kâr elde etmeye çalışan “spekülatör”lerdir. Hedgerler ve spekülatörler, sözkonusu amaçları doğrultusunda piyasaya alıcı veya satıcı olarak girebilirler. Spekülatörler kontrata girdikten sonra, beklentilerinden herhangi bir değişkenliğin olması halinde, ellerindeki bu kontratı ters bir işlemle kapatmak isterler. Ancak vadeli kontratlarda bu imkanın oldukça sınırlı olması, kontratların ikinci pazarının olmaması sebebiyle vadeli kontratlar spekülatörler açısından çok cazip olmamaktadır<sup>128</sup>.

Vadeli döviz kontratları, merkez bankaları arasında, bir merkez bankası ile kredi bankaları arasında; kredi bankalarının kendi aralarında; kredi bankaları ile işletme veya şahıslar arasında yapılabilmektedir<sup>129</sup>. Daha açık şekilde vadeli kontratlar; bankalar, sigorta şirketleri, emeklilik fonları, mali kurum ve kuruluşlar, endüstriyel ve ticari şirketler ile bireysel yatırımcılar gibi farklı grupların farklı ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla yaptıkları işlemlerden biridir. Bu gruplardan bir kısmı ellerindeki mevcut fonları, gelecekte oluşması muhtemel olan zarar risklerine karşı korumak

<sup>128</sup> ERDEM, s.26-29.

<sup>129</sup> YILDIZ, s.16.

amacıyla vadeli kontratlara taraf olurken bir kısmı ise önsezilerine ve araştırmalarına dayanarak kazanç elde etmek amacıyla vadeli sözleşme yaparlar. Birinci grupta yeralanlar, sözkonusu risklerini azaltırken, kâr yönlü beklentilerinden de vazgeçmiş olurlar<sup>130</sup>.

Vadeli kontratların yapılması için kurumsallaşmış bir mekanizma olmadığından dolayı, bu işlemler için kullanılması gereken bir aracı kurum sözkonusu değildir. Ancak özellikle döviz işlemlerinde ve dış ticarete hem alıcı, hem de satıcı arasında bankacılık mekanizması aracı gibi davranabilmektedir. Aynı mal üzerinde vadeli işlem yapmak isteyen bir alıcı ve satıcı için banka, alıcı taraf karşısında satıcı, satıcı taraf karşısında ile alıcı pozisyonunu alarak işlemin taraflarına güvenilir bir muhatap olarak aracılık etmekte ve alış-satış fiyatları arasına kendi kârını eklemektedir. Ancak burada bankanın hukuki pozisyonu gerçekte ve bir aracı değil, her iki taraf için de muhataptır. Dolayısıyla burada görünen işlem her ne kadar bir aracılık işlemine benzese de gerçekte yapılmış iki ayrı kontratın doğrudan alıcı ve satıcı pozisyonuna girmektir. Ayrıca bankalararası piyasalarda vadeli işlemlerin bir trampa metodu şeklinde yapıldığına da sıkça rastlanılmaktadır<sup>131</sup>.

Yukarıda bahsedilen outright forward işlemleri büyük ölçüde kur riskine karşı korunma (hedging) amaçlı olarak şirketler tarafından kullanılır. Bankalararası işlemlerde ise swap anlaşmaları yaygındır. Bu nedenle bankalararası vadeli kurlar swap kotasyonu olarak verilir<sup>132</sup>.

Dalgalı döviz kuru sisteminde döviz kuru riskinin minimizasyonu vadeli döviz işlemlerinin temel amacıdır<sup>133</sup>. Vadeli döviz işlemleri; ticari işlemler açısından uluslararası ticarete döviz riskinin minimizasyonu

<sup>130</sup> ERDEM, s.37.

<sup>131</sup> ERDEM, s.26.

<sup>132</sup> KIRIM, "Mali Risk Yönetimi Açısından Forward...", s.33.

<sup>133</sup> İhsan ERSAN, "Vadeli Döviz İşlemleri", *Para ve Sermaye Piyasası Dergisi*, Yıl:8, Sayı: 93, Kasım 1986, s.26).

amacıyla ya da finansal işlemler bakımından ticari olmayan türden işlemler sonucunda yabancı para cinsinden varlıklar (menkul değer yatırımı, ülke dışındaki yavru şirketlere açılan krediler, doğrudan yatırımlar vb) ile dış kredilerin döviz riskine karşı korunmaları amacıyla başvurulan bir tekniktir<sup>134</sup>.

Vadeli döviz kontratlarını daha çok, pozisyonları gereği döviz kurlarındaki dalgalanmalardan dolayı oluşması muhtemel risklerden zarar görebilecek kişiler tercih etmektedir. Bunların başında ise dış ticaretle uğraşan ithalatçı veya ihracatçı kişi ve kuruluşlar yer almaktadır. Bu kişi ve kuruluşların vadeli döviz işlemlerini yapmaktaki temel amaçları hedgingdir (riskten korunma). Ayrıca ileri bir tarihte döviz fon girişi veya çıkışı bekleyen diğer bütün kişi ve kuruluşlarda vadeli döviz işlemlerini hedging (riskten korunma) amacıyla tercih etmektedirler. Bütün kişi ve kuruluşların risk minimizasyonu için vadeli döviz işlemlerini tercih etmelerinin temel sebebi ise bu işlemlerin tam olarak riskten korunmaya imkan vermeleridir. Vadeli döviz işlemleri riskten korunmanın yanı sıra spekülasyon amaçlarında kullanılmaktadır. Vadeli döviz işlemleri hedgingin yanı sıra spekülasyon amaçlarında kullanılmaktadır ancak vadeli döviz işlemleri yapan bankalar, spekülasyon yerine riskleri minimize etmek isteyen hedgerler ile çalışmayı tercih etmektedirler<sup>135</sup>.

### **3. VADELİ (FORWARD) KURLARIN BELİRLENMESİ**

Vadeli döviz kuru kotasyonları anlık olarak REUTER ve TELERATE gibi haber servislerinden on-line olarak, Financial Times ve Wall Street Journal gibi gazetelerden de günlük olarak elde edilebilirler<sup>136</sup>. Ancak

---

134 ERSAN, *Bankalarda Döviz...*, s.21-22.

135 ERDEM, s.34.

vadeli kurların nasıl belirlendiği hakkında bilgi olması açısından konuya kısaca değinilecektir.

Vadeli döviz kontratı, bir paranın başka para ile belli bir vadede değişimi hususunda, bir bankanın başka bir taraf ile yaptığı anlaşma olduğuna göre, vadeli işlem yapan bankanın hesabına kararlaştırılan vadede belli bir para girecek ve yine aynı gün belli bir para hesaptan çıkacaktır. Bu durumda bankanın ve kontrata taraf olanların diğerlerinin; ileriye yönelik yaptığı alış veriş konusu olan paraların gelecekteki değerini, şimdiden bilmesi gerekmektedir.

Bir paranın gelecekteki nisbi değeri, faiz oranı yüksek olduğu ölçüde düşük, faiz oranı düşük olduğu ölçüde de yüksektir. İki paranın belli bir sürede faiz fiyatları arasındaki fark, o süre sonunda faizi yüksek olan para için iskonto, faiz düşük olan para için de primdir. Bu paraların söz konusu vadedeki fiyatları, spot kurlarına primin eklenmesi veya spot kurlarından iskontonun düşülmesi suretiyle bulunur<sup>137</sup>.

İki döviz arasındaki vadeli kur, tamamen bu iki döviz üzerinden elde edilebilen net erişilebilir faiz farkına bağlı olarak belirlenir. Genelde euro-currency mevduat faizleri üzerindeki farklılığa bakılarak vadeli kurlar hesaplanır. Daha önce açıklandığı gibi iki döviz arasında, faiz getirisi daha yüksek olan para, vadeli piyasada iskonto yapar ve faiz getirisi daha düşük olan para prim yapar. İşlem maliyetlerini sıfır varsayarak, prim ve/veya iskonto oranı faiz farklılığı kadar olur. Bu tanıma göre, faiz farklılıklarına bakarak swap kurlar (daha önce açıklandığı gibi swap kuru, bir paranın spot kuru ile vadeli kuru arasındaki farktır.) şu formüllere göre bulunabilir:

$$\text{Swap Kur} = \frac{\text{Spot Kur} \times \text{Gün} \times \text{Karşı Döviz Faizi} - \text{Baz Döviz Faizi}}{360 + (\text{gün} \times \text{baz döviz faizi})}$$

Bunda dikkat edilmesi gereken baz döviz üzerindeki faiz, karşı döviz

<sup>136</sup> KIRIM, "Mali Risk Yönetimi Açısından Forward....", s.33.

<sup>137</sup> ERYÜREK, s.61.

faizinden daha yüksek olduğunda swap olarak çıkar, bu da bize baz dövizin iskonto yapacağını bildirmiş olur. Bir yılın 365 gün olarak kabul edildiği Sterlin, Belçika Frangı ve diğer benzer dövizler için ise yukarıdaki formül şu şekilde değiştirilmelidir:

$$\text{Swap Kur} = \frac{\text{Spot Kur} \times \text{Gün} \times [\text{Karşı Döviz Faizi} \times (365/360) - \text{Baz Döviz Faizi}]}{365 + (\text{gün} \times \text{baz döviz faizi})}$$

Bunu bir örnekle daha açık bir şekilde ifade edelim.

Sterlin / Dolar Spot kuru

1.9510	- 1.9520
3-ay Dolar faizi	= % 8 - %7 7/8 (yıllık)
3-ay Sterlin faizi	= %13 1/2 - %13 7/16 (yıllık)
Vade (1. 1.-1 .4. 1990)	= 90 gün
365 / 360	= 1.0139

$$\text{Swap Kur} = \frac{1.9510 \times 90 \times [(0.08 \times 1.0139) - 0.134375]}{365 + 90 \times 0.134375}$$

$$= - 0.248$$

$$= - 248 \text{ pip İSKONTO}$$

Bu alış kuru için elde etmiş olduğumuz swap kurunu, spot kurdan çıkarmak suretiyle Sterlin'in dolara karşı 3-aylık vadeli (forward) outright kurunu elde ederiz:

$$1.9510 - 248 = 1.9262$$

Vadeli kurların, iki döviz arasındaki faiz farkını yansıtması, korumalı faiz arbitrajı adı verilen bir sürecin sonucudur. Buna göre eğer vadeli kurlar faiz farkından daha yüksek veya düşük prim ya da iskontoyu

gösteriyorlarsa o zaman arbitraj olanağı ortaya çıkar ve bu eşitsizlik tekrar eşitliğe doğru değişime girer.

Buraya kadar temel olarak “flat” (küsürsüz) tarihli vadeli anlaşmalarına uygulanacak olan kurların hesaplanması üzerinde durulmuştur. Ancak, daha önce değinmiş olduğumuz gibi, özellikle dış ticaret şirketleri, döviz cinsinden vadeli alacak ve borçlarını vadede meydana gelebilecek kur değişikliklerinin yaratacağı olası zararları bertaraf etmek amacıyla vadeli anlaşmalara gitmemektedirler. Bu alacak ve borçların vadelerinin genelde tam ay’lık vade tarihleri ile çakışmayacağı düşünülürse, hedging amaçlı ve firmalara yönelik vadeli döviz anlaşmaları genelde küsürlü olacaklardır. Bu tür vadeli anlaşmaların kurlarının hesaplanmasında kullanılan en yaygın yöntemle göre aşağıdaki açıklama yapılmıştır. Ancak bundan başka hesaplama yöntemleride mevcuttur.

Bu yöntemle göre küsürlü tarih, en yakın bir önceki ve bir sonraki tam-ay (flat) vadeli tarihleri arasında olarak kabul edilir. Buradan tam-ay tarihi için forward swap kur hesaplanır ve böylece bulunmuş olan kur sözkonusu dönem içindeki gün sayısına bölünerek, dönem için geçerli bir günlük prim/iskonto dönem içindeki gün sayısına bölünerek elde edilen günlük rakam, kusurlu tarih ile uzak tarih arasındaki gün sayısı ile çarpılır ve bu son rakam uzak tarih swap kurundan çıkartılır. Böylece, kusurlu vadeli kur bulunmuş olur. Bu hesaplamayı bir örnekle açıklarsak:<sup>138</sup>.

14 Mart 1990 tarihinde bir müşteri, 10 Haziran 1990 için Dolar/DM kurunu (bizim alış kurumuz) istemektedir (müşteri DM satmak istemektedir), bu durumda spot (tarih), 16 Mart 1990’dır.

Reuter ekranına bakarak, ya da bir market-maker (piyasayı düzenleyen) bankayı telefonla arayarak, şu kurları almış olduğumuzu varsayalım:

<sup>138</sup> KIRIM, “Mali Risk Yönetimi Açısından Forward....”, s.34-35.

2-aylık swap	= -98 pip 16 Mayıs
3-aylık swap	= -144 pip 16 Haziran 31 gün
Hesaplama:	
3-aylık swap	-144 pip
2-aylık swap	-98 pip
	(-) _____
2-3 ay arası	- 46 pip
Bir günlük swap	= -46 / 31 = - 1.5 pip
10-16 Haziran= 6 gün x -1.5 pip = -9 pip	
16. 3. 1990'dan 10. 6. 1990'a kadar swap	
3-ay(16.3.-10.6.1990)	-144 pip
10.6. -16.6.1990	-9 pip
	(-) _____
16.3. - 10.6.1990	-135 pip olarak bulunur.

## 4. VADELİ DÖVİZ KONTRAT TÜRLERİ

### 4.1. Forward-Forward Swap

Her swap işleminde ilk alım ya da satım işleminin yapılacağı vade olan bir KISA AYAK ile, UZUN AYAK vardır. Hem kısa ayak hem uzun ayaktaki vadeli döviz alım/satım anlaşmalarının her ikisine de aynı spot kuru (anlaşmaların yapıldığı günlük) uygulanıp, vadeli kurlar her iki ayak için de, spot + (prim ya da iskonto) şeklinde belirlenir. Bu durumda bu forward swap işleminde her iki ayağa aynı spot kur uygulamakta olduğundan, kur kotasyonunda bu spot kurun belirtilmesi gereksizdir. O nedenle, swap anlaşmalarında yalnızca dövizin spot kura göre yaptığı pirim

ya da iskonto miktarı belirtilir. Yalnızca prim ya da iskonto miktarı belirtilmesi suretiyle, ya da yalnızca son birkaç pip belirtilmek suretiyle verilen vadeli kur kotasyonu swap kotasyonu adı verilir. Forward swapi döviz ve faiz swaplarından farklıdır. Döviz ve faiz swapına ileride değinilecektir.

Forward-forward swap anlaşmaları, oldukça kısa vadeli işlemler içinde yaygın olarak gerçekleştirilmektedirler. Bu kısa vadeli swap işlemlerinde de kısa ve bir de uzun ayak bulunmaktadır. En yaygın kullanılan kısa vadeli swaplar şunlardır:

**Overnight** : Burada kısa ayak bugün, uzun ayak bir sonraki iş günüdür.

**Tom/Next** : Kısa ayak bir sonraki iş günü, uzun ayak ise işgününden sonraki iş günüdür.

**Spot/Next** : Burada kısa ayak spot valör (yani iki iş günü sonra), uzun ayak ise üç iş günü sonrasındır (ilk forward gün).

#### 4.2. Vade Opsiyonlu Vadeli Döviz Kontratları

Geleneksel vadeli kontratların en önemli özelliklerinden biri de vade konusunda esnek olmaları idi. Gerek flat, gerekse küsürlü tarihli kontratlarda, vade tek bir gün olarak belirlenmekte ve bu gün geldiğinde dövizlerin teslimatı mutlaka gerekmektedir. Ancak, özellikle vadeli koşullarda ihracat yapan firmalar kendilerine sözkonusu dövizlerin tam olarak kontrat vadesine teslimini sağlamakta güçlüklerle karşılaşmaktadır. Bu nedenle, örneğin ödemenin kendisine bir gün geç yapılması bile firmayı vadeli anlaşma vadesinde spot işleme gitmek suretiyle sözleşme gereklerini yerine getirmek zorunda bırakmaktadır. Bu nedenle, yani dış ticaret firmalarına ve özellikle açık hesapla çalışan firmalara kesin ve tek

bir vade günü vermektense, anlaşmayı belirli bir zaman dilimi üzerine vadelenmek ve kontratlara bir esneklik kazandırmak amacıyla “vade opsiyonlu forward anlaşmaları” (forward opsiyonları) geliştirilmiştir. Forward opsiyonları (option date forwards), belirli bir dövizin iki tarih arasında herhangi bir zamanda teslimi olanağını sağlayan vadeli döviz kontratlarıdır. Bu sözkonusu iki tarihten yakın olanına yakın vade uzak olanına da uzak vade adları verilir. Bu tarihler arasındaki süre, opsiyon süresi olarak adlandırılır. Bankalar, opsiyon sürelerinin standart dealing dönemleri (tam-aylar) içinde kalmasını tercih etmektedirler.

### 4.3. Döviz Bekletme Hesapları

Vade opsiyonlu forward kontratları, opsiyon taşımaları nedeniyle banka açısından en cazip, firma açısından ise en aleyhte kurlara dayanmaktadırlar. Aynen vadeli opsiyonlarda olduğu gibi müşteriye döviz teslimi açısından bir vade esnekliği getirmek ama aynı zamanda bir vadeli anlaşmaların özelliklerini taşımaları amacıyla döviz bekletme hesapları geliştirilmiştir.

Döviz bekletme hesapları, opsiyon forwardlarına kıyasla vadeli (forward) döviz kontratlarına esneklik getirmenin daha ucuz bir yolu olma özelliğini taşırlar. Bu ürün özellikle yabancı döviz cinsinden sürekli nakit akışı olan firmalar açısından caziptir. Döviz bekletme hesapları, kırmızı bakiye olanağına izin verilen bankacılık mevzuatına sahip ülkelerde uygulanabilirler. Bu hesaplar, ilgili döviz cinsinden açılan banka hesaplarıdır. Bir vadeli anlaşmaya girmiş olan firma, döviz cinsinden alacağını forward vadesinden önce tahsil ederse, bu tahsil edilen döviz, ilgili döviz tevdiat hesabında, forward vadesine dek, faiz işletilmek suretiyle bekletilir ve forward vadede vadeli anlaşmanın gereğini yerine getirmek

amacıyla otomatik olarak kullanılır. Öte yandan eğer beklenen döviz, vadeli anlaşmanın vadesinde ihracatçının eline geçmezse, bu durumda döviz bekletme hesabı, vadeli kontrat miktarında overdraft (kırmızı bakiye) edilir, bu miktara overdraft faizi işletilir ve beklenen dövizler tahsil edilip bankaya teslim edildiğinde kırmızı bakiye kapatılmış olur.

#### 4.4.Üstüste Vadeli Fordward (Vadeli) Döviz Opsiyonları

Vade opsiyonlu forwardlarda, tüm döviz alım ya da satımının bir gün içinde tamamlanmasından ziyade döviz işlemlerinin belirli bir süreye yayılmasına imkan tanınır. Bu olanak özellikle düzenli bir ödemeler akışı bekleyen firmalar için oldukça caziptir. Ancak, bankaların opsiyon süresi içinde müşteri açısından en dezavantajlı kuru vermeleri, müşterileri mümkün olan en kısa opsiyon sürelerini seçmeye zorlamaktadır. Zira, opsiyon süresi kısaldıkça aleyhte kur olasılığı o ölçüde azalacaktır. Fakat sürenin kısaltılması, sözü edilen bu yararın yanısıra, ödemelerin kısaltılmış olan bu opsiyon dönemine denk düşüp düşmeyecekleri sorusunu ve riskini gündeme getirir. Bu çelişkili tercihleri uzlaştırmak amacıyla, üstüste vadeli opsiyon kontratları geliştirilmiştir. Bu kontratları döviz akışının bir kısmını kısa, diğer kısmını ise uzun opsiyon süresinde hedge etmek mümkün olabilmektedir. Bu kontratları bir örnekle açıklayalım. (A) firmasının döviz alacakları, önümüzdeki üç aydan herbirine yayılmıştır. O nedenle, üç aylık bir vadeli korunmaya gereksinimi vardır. Ancak, bu üç ay içinde her aya denk düşen vadeli ödemelerin yalnızca 2/3'nun sözkonusu ay içinde kesinlikle yapılacağı bellidir. Fakat geri kalan 1/3 bu üç ay zarfında herhangi bir zamanda ödenebilir. Bu durumda dövizlerin 2/3'lük kısmı ile full üç aylık opsiyonla hedge edilebilir. Herhangi bir ay içinde dövizler tahsil edildiğinde, bu ay ile ilgili forward fasilite öncelikle kullanılır, bundan sonra, o

ay ile ilgili bakiye üç aylık opsiyon anlaşmasına gidilmek suretiyle korumaya alınır.

#### 4.5. Dolaylı Vadeli Döviz Kontratları

Vadeli döviz kontratları kuramsal olarak her döviz için yapılabilirse de, vadeli piyasalar herhangi bir anda belli başlı dövizler için likittir. Bu nedenle her istenilen an, her istenilen döviz cinsinden hazır kotasyon bulmak mümkün olmayabilir. Bu tür durumlarda dolaylı vadeli kontratlarına gidilerek hedging (riskten korunma) yapılabilir. Burada firmanın hedge etmek istediği döviz, bu döviz ile istikrarlı bir ilişki içinde olan ve derinliği olan bir başka döviz üzerinden vadeli kontrata gitmek suretiyle hedge edilebilir.

Örnek olarak, bir Amerikan firması Danimarka Kronu cinsinden fatura edilen riskini hedge etmek istemektedir. Ancak firma, arzu ettiği vade için kron cinsinden vadeli döviz kontratı bulunmamaktadır. Firma bu durumda Alman Markı (DM) hedge'i yapabilir. Bunun nedeni Danimarka Kronu ve DM'nin Avrupa Para Sistemi üyesi olmaları ve aralarında istikrarlı bir ilişkinin sözkonusu olmasıdır. Amerikan firması vade sonunda kron borcunu ödeyebilmek için önce anlaşılmış kur üzerinden DM'leri dolar karşılığında teslim alır, daha sonra bu marklar ile spot kron satın alır ve kron borcunu böylece kapatır<sup>139</sup>.

---

139 KIRIM, "Mali Risk Yönetimi Açısından Forward....", s.34-36.

## 5. VADELİ DÖVİZ KONTRATLARININ AVANTAJLARI VE DEZAVANTAJLARI

### 5.1. Avantajları

Vadeli kontratların diğer hedging anlaşmalarına göre tercih edilmesini sağlayan avantajları bulunur. Bunlardan birisi belirliliktir. Vadeli kontratlar, spot döviz kurundaki dalgalanmalar gözönüne alınmaksızın, alınan veya satılan parayı belli bir döviz kurundan kesinleştirir. Başlıca dövizler için bir yıla kadar çok likit bir vadeli piyasa bulunur. Bu da istenilen döviz cinsinden hedging yapmak için esneklik sağlar<sup>140</sup>. Vadeli döviz kontratlarında miktar ve vade standardizas-yonunun olmaması tam hedgingi mümkün kılmaktadır<sup>141</sup>. Ayrıca vadeli kontratlar vadesinde yerine getirildiğinden nakit akışları kontrol edilebilir. Diğer bir avantajı da vadeli kurların faiz oranı farklılıklarından güvenilir bir şekilde hesaplanabilmesidir<sup>142</sup>.

### 5.2. Dezavantajları

Vadeli döviz kontratlarının avantajlarının yanında dezavantajları da bulunmaktadır. Bunlardan bir tanesi vadeli kontratın taraflarının risklerini

<sup>140</sup> Saniye GÜMÜŞELİ, **Döviz Kuru ve Faiz Oranı Risklerinden Korunma Teknikleri**, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Yayın No: 170, Ankara, 1994, s.39.

<sup>141</sup> ERDEM, s.34.

<sup>142</sup> GÜMÜŞELİ, s.39.

minimize ederken diğeryandan kâr elde etme olasılığını da ortadan kaldırmaktadır. Dolayısıyla vadeli kontratların dezavantajlarından birisi, fırsat maliyetidir. Bir başka dezavantajı da vadeli kontrat yapmak, bu kontratın tabiatı gereği kontratı yapanlar için bir risk üstlenmek güven demektir. Şöyle ki; vadeli kontratlar, ayrı bir garanti mekanizması içermeyip güven ağırlıklı işlemler olmaları dolayısıyla tarafları karşı tarafın taahhüdünü yerine getirmemesi veya kontrata uymaması halinde çok büyük sayılabilecek zararlara karşı karşıya bırakabilmektedir. Bu durum, taraflardan birinin iflası ya da ölümü gibi durumlarda da geçerlidir<sup>143</sup>. Bir başka deyişle bu duruma kredi riski de denilebilir<sup>144</sup>.

## **6. VADELİ DÖVİZ KONTRATLARI İLE DIŞ TİCARET FİRMALARININ DÖVİZ KURU RİSKİNDEN KORUNMASI (HEDGING)**

Uluslararası ticaretle uğraşan firmalar, daha önce açıkladığımız gibi döviz fiyatında meydana gelen beklenmeyen değişimlere karşı kendilerini korumak isterler (hedging) ve bu amaçla yukarıdaki açıklamaya çalıştığımız vadeli döviz kontratlarına başvururlar. Şimdi önce ihracat açısından daha sonra ithalat açısından birer örnekle dış ticaret firmalarının kur riskinden vadeli döviz kontratı vasıtasıyla nasıl korunduğunu açıklayalım.

---

143 ERDEM, s.34-47.

144 GÜMÜŞELİ, s.39.

## 6.1. İhracat Alacaklarının Vadeli Döviz Kontratları İle Döviz Kuru Riskinden Korunması

Uluslararası ticaretle uğraşan firma, alacaklarını döviz olarak tahsil edeceğinden, işlemin yapıldığı tarih ile tahsilatın yapıldığı tarih arasında döviz kurlarında meydana gelen değişimler sonucunda bu alacağı nedeniyle döviz kuru riskine maruz kalacaktır. Bu nedenle firma, kendi yerel parası için döviz satmak üzere vadeli bir döviz kontratı yapar. Bu durumda kontratın karşı tarafından (banka, dealer gibi) olan alacaklar, sabit yerel para miktarıyla belirlenmiştir ve bu miktar daha önce üzerinde anlaşılmış olan vadeli kura bağlıdır. Kontratın karşı tarafına olan borç ise döviz olarak belirtilmiştir ve spot kuru üzerinden yerel paraya çevrilir<sup>145</sup>.

Örneğimizde bir Alman ihracatçısı (A), 1. 2. 1987'de ABD doları bazında 100.000.\$'lık bir satış sözleşmesi yaparak, ithalatçıya mal teslimini takiben iki ay sonra ödemenin yapılması için vade tanınmaktadır. Mal teslimi 1.6.1987'de gerçekleşirken ödeme de 1.8.1987'de yapılacaktır. İhracatçıların döviz kuru riski (doların marka karşı değer kaybetmesi) ihracat sözleşmesinin yapıldığı günden ödemenin gerçekleşeceği güne (1.8.1987) kadar olan altı aylık süreyi kapsamaktadır. Bu durumda ihracatçı kur riskine karşı korunmak üzere bankasına başvuruyor ve aşağıdaki ilgili istihbaratı alıyor:

<u>spot kuru</u>	<u>swap oranı</u>	<u>vadeli kur</u>
1.2.1987	\$.iskonto	1.8.1987
1\$=1,8 DM	%-6	1\$=1,70 DM

Böylece ihracatçı dolar kurunun 1.8.1987'de düşebileceği ihtimalini

<sup>145</sup> ÖNCE, s.126.

dikkate alarak 100.000.\$ alacağını vadeli kur üzerinden satmak üzere bankası ile bir kontrat yapacaktır. İhracatçı 1.8.1987'de ithalatçıdan elde edeceği 100.000.\$'ı bankasına devredecek ve bunun karşılığında 170.000.DM alacaktır. Böylece ihracatçının korunma masrafları ex-ante yaklaşımla 10.000.DM olarak ortaya çıkmaktadır.

Öte yandan ihracatçı 1.8.1987'de ödemelerin gerçekleşmesinden sonra yapacağı ex-post değerlendirme yaklaşımı ile sözkonusu outright döviz işleminin ne derece kârlı olduğunu alternatif masraflarını da dikkate almak suretiyle görülebilecektir.

Birinci durum olarak 1.8.1987'de gerçekleşen spot kurun 1,65 mark olduğunu kabul ettiğimizde, ihracatçı artı açık pozisyonunu vadeli piyasada satmamış olsaydı (spekülatif hareket) 100.000.\$'ı karşılığında 165.000 DM elde edecekti. Böylece ihracatçı vadeli işlem sonucunu daha iyi bir durumda bulunacak ve 5.000 DM zarar önlenmiş olacaktı.

İkinci bir durum olarak 1.8.1987'de gerçekleşen spot kurun 1,85 mark olduğunu ve ihracatçının 100.000.\$ alacağını vadeli piyasada satmayarak (spekülatif hareket) açık pozisyon politikası izlediğini varsayalım. Bu durumda ihracatçı, ilgili dolar alacağı karşılığında 185.000. mark elde olacaktır. Ancak ihracatçı vadeli işlem yapmakla 15.000 DM (185.000-170.000) tutarında ek bir kazançtan mahrum olmuştur. İhracatçının sözkonusu kazanç kaybı "alternatif maliyet" olarak adlandırılmaktadır.

İhracatçının spekülatif hareket edip etmeyeceği, elde edeceği kur tahminlerin güvenilirliğine bağlıdır. Ancak kısa vadeli kurun tatmin edilebilmesi çok zayıf bir ihtimaldir. Bu nedenle ihracatçının vadeli döviz kurlarını dikkate alarak ve bunların masrafını maliyetlerine yansıtarak korunma aracına başvurmasının sağlıklı olacağı söylenebilir. Çünkü ihracatçının amacı spekülatif kazanç sağlamaktan ziyade açık pozisyonlarını kur riskine karşı korumaktır<sup>146</sup>.

<sup>146</sup> YILDIZ, s.17-18.

## 6.2. İthalat Borçlarının Vadeli Döviz Kontratları İle Döviz Kuru Riskinden Korunması

Bir firmanın döviz kuru riskine maruz kalmış bir borcunun olması firmanın ileride döviz cinsinden ödemek zorunda olduğu yükümlülüklerin varlığı anlamındadır. Bu borç, döviz cinsinden belirtildiği için, işlem tarihi ile vade tarihi arasında döviz kurlarında meydana gelen değişimler, bu borcun yerel para miktarının değişmesine neden olacaktır. Direkt döviz kurları yükseldiğinde döviz cinsinden belirtilen bu borcu ödemek için daha fazla yerel paraya gereksinim duyulurken döviz kurlarındaki düşme daha az yerel paraya gereksinim duyulmasına neden olacaktır<sup>147</sup>.

Vadeli döviz piyasası araçlarının ithalat borçlarının kur riskine karşı korunmasına yönelik kullanılması, ihracatçının kur beklentilerinin tersi istikametinde bir değişme ihtimaline dayanmaktadır. Yani ödemeye esas olan dövizin vadeli piyasada prim (report) yaptığı, diğer bir ifadeyle zaman geçtikçe ithalatçının milli parasının değer kaybettiği ve böylece kur zararına uğrayacağı noktasından hareket edilmektedir.

Açıklamaların daha kolay anlaşılması açısından Türk ithalatçısının 100.000.DM'lik bir ithalat sözleşmesine dayanan ödemeyi "kabul kredili ithalat" esasına göre altı ay sonra gerçekleştireceğini kabul edelim. Böyle bir durumda markın altı ayda kaç Türk Lirasından işlem göreceğini kestiremeyen ithalatçı, ithalatın kesin maliyetini yapabilmek için, bugün altı ay sonra için Türk lirası karşılığında 100.000 DM satın alarak kur riskini belli bir maliyet karşılığında telafi edebilecek ve böylece ithalatın maliyetini belirsizlikten kurtararak kesinleştirilebilecektir.

1.2.1987'de ithalat sözleşmesi yapılırken markın spot kuru 1 DM=440.TL, altı aylık vadeli kuru ise 484.-TL olduğunu varsayalım.

<sup>147</sup> ÖNCE, s.120.

Buradan markın altı aylık vadeli alımı ithalatçıya 1 mark başına 44. TL'ye mal olduğu veya markın %10 primle işlem gördüğü şeklinde ifade edilmektedir.

Dolayısıyla Türk ithalatçısı altı ay sonra ödeyeceği 100.000. DM karşılığında 48.400.000. TL ödeyerek, 4.400.000 TL tutarında bir kur riskine korunma maliyeti yüklenmiş olacaktır. Böylece 1.8.1987'de markın spot kuru hangi seviyede olursa olsun ithalatçıyı hiç bir şekilde etkilemeyecektir.

Esas olarak ithalatçının, ithalat sözleşmesini kesinleştirmeden vadeli piyasa hakkında bilgi edinmiş olması, böylece korunma masrafını önceden maliyet hesaplarına yansıtabilmesi önemli bir husus olmaktadır. Bu maliyet hesabı, sözleşme günü yapılacak ex-ante yaklaşım çerçevesinde yürütülecektir.

Diğer taraftan, vade gününde gerçekleşen spot kur dikkate alınarak, ithalatçı vadeli döviz işlemi operasyonunun kârlı veya zararlı olduğunu değerlendirerek ex-post yaklaşımla alternatif maliyetlerini ortaya koyabilecektir. Şöyle ki, 1.8.1987'de spot kurun iki değişik seviyede gerçekleştiğini varsayalım ve bunlara göre değerlendirmeleri aşağıda yapalım:

Birinci durum olarak 1.8.1987'de spot kurun 1 DM+500. TL olarak gerçekleştiğini kabul ettiğimizde, ithalatçı vadeli mark alımı yapmasıyla, vade günü geldiğinde borcu olan her bir mark için (500-484) 16. TL daha fazla bir ödeme yapmak zorunda kalacaktı. Böylece ithalatçının vadeli mark alımının kârlı bir sonuç verdiği ortaya çıkmaktadır.

İkinci alternatif olarak, 1.8.1987'de Türk Lirasının Mark kuru 420. TL'ye spot piyasada işlem gördüğünü kabul edecek olursak, ithalatçı borcu karşılığında her bir mark için vadeli alışına kıyasla (484-420) 64. TL daha az ödeme yapacaktı. Dolayısıyla ithalatçı bir kazanç kaybına uğramıştır; işte bu mark başına 64. TL ithalatçı açısından korunmanın alternatif

masrafları olarak adlandırılmaktadır. Ancak ithalatçı, birinci durumdaki kur zararını önlemek için, döviz borcu (eksi açık pozisyonu)'nu vadeli piyasada koruyarak muhtemel alternatif yüklenme zorunda kalacaktır.

Burada ithalatçı ile ihracatçının vadeli döviz piyasası operasyonları ile döviz kuru riskine karşı korunabilme imkanları karşılaştırıldığında ithalatçının daha avantajlı bir durumda olduğu söylenebilmektedir. Zira ihracatçı fiyat teklifi yaptığı anda kur riski yüklenirken, ithalatçı sözleşme yapıldığı anda kur riskini yüklenmektedir. Dolayısıyla ihracatçı ithalatçıya kıyasla “fiyat teklifi (1) = sözleşme (2) = tahsilat” risk sürecinde ek olarak birinci dönem (fiyat teklifi-sözleşme) kur riskini tek taraflı olarak taşımaktadır.

İthalatçının karşı tarafa (ihracatçıya) yapması gereken ödemenin günü kesin belli olmadığında veya sonradan bir gecikmenin sözkonusu olduğu durumlarda (benzeri durum ihracatçı için de geçerlidir), ithalatçı aynı işlem için outright anlaşması yaptığı bankayla bir uzatma (opsiyon) işlemi yapabilir.

Şayet ithalatçı vadeli kontratının gereğini yerine getirmezse (banka ile vadeli döviz değişimini gerçekleştirmemesi), banka ithalatçıya vadeli olarak sattığı döviz, vade gününde spot piyasa kurundan satabilir ve vadeli kur ile spot kur arasındaki farkı ithalatçıya fatura edebilir. İhracatçı için de tersi bir durumda aynı uygulamalar geçerlidir.

Bu nedenlerden dolayı döviz işleminde bankalarca müşterilerinin kredibilitesi esas alınabilmekte veya her vadeli işlem için belli bir oranda depozite alınmakta veya bankalarca her müşteri için vadeli döviz işlemi limiti tesbit edilmektedir<sup>148</sup>.

---

148 YILDIZ, s.18-19.

## II. GELECEK (FUTURES) DÖVİZ KONTRATLARI

Finansal gelecek (futures) piyasaları ve bu piyasalarda giderek çeşitlenerek artan farklı gelecek ürünleri, temelde 1970'li yıllardan bu yana görülen faiz oranları ve döviz kurlarındaki dalgalanmalara karşı korunma sağlamak amacıyla oldukça uzun bir tarihe sahip olsalarda, 1970 yılına gelinceye kadar herhangi bir finansal gelecek ürününe rastlamak mümkün değildir. 1980'li yılların ortasından itibaren en fazla işlem gören on gelecek ürünü büyük çoğunlukla finansal gelecek kontratlarından oluşur hale gelmiştir. Bu durumu Tablo: 6'dan 1972 yılı ile karşılaştırarak görebiliriz. Günümüzde "gelecek" piyasaları artık ağırlıklı olarak finansal gelecek piyasaları özelliği arz etmeye başlamıştır<sup>149</sup> Bu bölümde riskten korunmada etkili bir araç olan mali gelecek kontratlarının, öncelikle temini, temel özellikleri, tarafları ve amaçları ve döviz gelecek kontratları ile riskten korunmaya bir örnekle açıklama getirilecektir.

		1972				1986	
SIRA	ÜRÜN	BORSA	İŞLEM HACMİ	SIRA	ÜRÜN	BORSA	İŞLEM HACMİ
1	Soya Fasülyesi	CBOT	4.073.474	1	T Bond	CBOT	52.598.811
2	Domuz Yağı	CME	2.057.064	2	S+P 500 endex	CME	10.505.273
3	Mısır	CBOT	1.942.120	3	Eurodollar	CME	10.824.914
4	Canlı Hayvan	CME	1.370.471	4	Altın	COMEX	8.400.175
5	Soya Yağı	CBOT	1.110.776	5	Ham Petrol	NYMEX	8.331.529
6	Şeker	NYSEI	875.178	6	DM	CME	6.582.145
7	Buğday	CBOT	855.813	7	Mısır	CBOT	6.160.298
8	Gumus	COMEX	815.168	8	Soya F.	CBOT	6.133.668
9	Gümüş	CBOT	813.492	9	İsviçre Fr.	CME	4.998.430
10	Soya Yemi	CBOT	<u>630.916</u>	10	Canlı Hayvan	CME	<u>4.690.638</u>
Toplam Kontrat			18.332.00	Toplam Kontrat			184.354.496

**Tablo: 6 En Fazla İşlem Gören 10 Gelecek Kontratı**

**Kaynak :** Futures Magazine, Şubat 1987

<sup>149</sup> Arman KIRIM, "Mali Risk Yönetimi Açısından Gelecek (Futures) Piyasaları", **Bankacılar**, Yıl: 1, Sayı: 3, Ekim 1990, s. 28

## 1. TANIM

*Futures döviz kontratları*

Genel olarak gelecek (futures) kontratı, belli nitelikteki ve belli miktardaki bir malın veya mali enstrümanın, gelecekteki önceden belirlenmiş herhangi bir tarihte, yine önceden belirlenmiş bir fiyat üzerinden teslimi hükmüne bağlayan yasal bir sözleşmedir. Bu tanıma göre, gelecek kontratının özünde, ileri bir tarihte gerçekleşecek olan bir alım satım işleminin fiyatının bugünden belirlenip anlaşmaya bağlanması yatmaktadır<sup>150</sup>. Gelecek kontratları tarımsal ürünler, doğal kaynaklar, dövizler, sabit faizli borç araçları ve borsa endeksleri üzerine yazılmaktadır. Döviz, sabit faizli borç araçları ve borsa endeksleri üzerine yazılan gelecek kontratlarına finansal gelecek kontratları adı verilir<sup>151</sup>. Gelecek piyasaları içerisinde finansal gelecek piyasalarının gelişimi, şu temel kontratların ortaya çıkmasıyla olmuştur: Döviz gelecek kontratları; kısa ve uzun vadeli faiz gelecek kontratları; borsa endeksi gelecek kontratları ve gelecek kontratı bazlı opsiyon kontratları. Bu kontratların ortaya çıkması ile mali piyasalarda faiz ve kur riskine karşı çok önemli bir korunma (hedging) olanağı doğmuştur. Döviz gelecek kontratları, belli bir dövizin belirlenmiş sabit bir miktarının, başka bir döviz karşılığında, döviz kuru kontratın yapıldığı zamanda belirlenen, ancak dövizlerin tesliminin belirlenmiş ileri bir tarihte<sup>152</sup> organize borsalarda alınması veya satılması için yapılan bir anlaşmadır. Bir finansal gelecek kontratı türü olan ve döviz kurlarındaki değişmelerin ortaya çıkardığı döviz kuru riskinin yönetilmesinde kullanılan döviz gelecek kontratı belirli miktardaki bir paranın, gelecekte belirli bir tarihte Amerikan dolarına değiştirilmesi için

<sup>150</sup> KIRIM, "Mali Risk Yönetimi Açısından Gelecek (Futures) ...", s. 28.

<sup>151</sup> Sudi APAK, *Uluslararası Finansal Teknikler Analiz Teori Uygulama*, Emlak Bankası Yayınları, İstanbul, 1992, s. 17

<sup>152</sup> KIRIM, "Mali Risk Yönetimi Açısından Gelecek ...", s. 28.

yapılan bir taahhüttür. Döviz gelecek kontratı, alıcısına, kontratın vadesi sonunda, kontrat tarihinde belirlenmiş kur üzerinden standart miktardaki bir dövizi, Amerikan doları ile satın alma zorunluluğu verirken; satıcısına ise yine kontratın yapıldığı tarihte belirlenmiş olan kur üzerinden, standart miktardaki bir dövizi vade tarihinde Amerikan doları karşılığında satma zorunluluğunu verir. Vadeli döviz piyasalarından farklı olarak gelecek piyasalarındaki bütün kotasyonlar, Amerikan dolarına karşı yapılmalıdır ve tüm fiyat kotasyonları, bir birim yabancı paranın dolar değerini yansıtır<sup>153</sup>. Bunlara ek olarak yakın zamanlarda Financial Instrument Exchange (FINEX) borsasında ABD dolar endeksi döviz kontratı piyasaya sunulmuştur. Bu kontrat sayesinde ABD doları yükümlülüklerini veya alacaklarını, dolar dışı dövizlerden oluşan bir sepet ile hedge etmek mümkün olabilmektedir<sup>154</sup>.

Gelecek kontratlarının fiyatlandırılmasında taşıma maliyeti yaklaşımı uygulanmaktadır. Bir ürünün spot fiyatı ile gelecek fiyatı arasındaki farka basis denir <sup>155</sup>. İzleyen bölümde gelecek kontratlarını vadeli döviz kontratlarından ayıran temel özellikleri ele alınacaktır.

## **2. GELECEK KONTRATLARININ TEMEL ÖZELLİKLERİ VE ORGANİZASYONU**

Tüm gelecek piyasalarının işleyişi aynı şekilde olduğundan genel olarak gelecek kontratlarının temel özellikleri verilecek ve aynı zamanda organizasyon yapısı da verilmiş olacaktır.

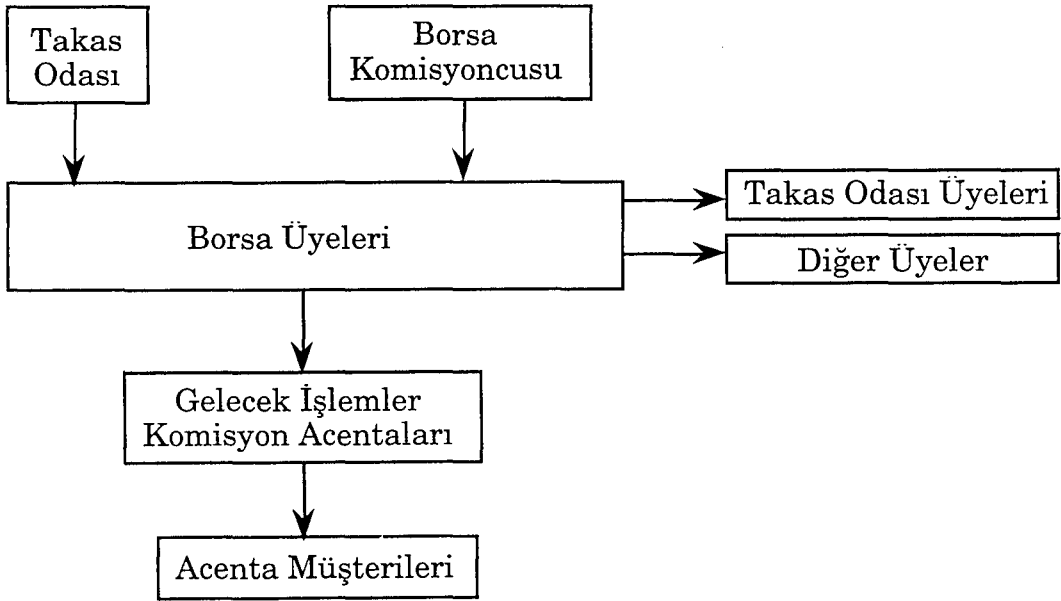
### **2.1. Organize Borsalar**

<sup>153</sup> ÖNCE, s. 81-82.

<sup>154</sup> KIRIM, "Mali Risk Yönetimi Açısından Gelecek ...", s. 28.

<sup>155</sup> APAK, s. 21.

Merkezi bir pazar yeri olmayan ve münferit bankalarla müşteri arasında gerçekleştirilen geleneksel vadeli döviz anlaşmalarının tersine, gelecek piyasaları, belli başlı bazı organize gelecek borsalarında oluşur. Bunlar arasında en önemlileri Chicago Board of Trade (CBOT), New York Futures Exchange (NYFE), Chicago Mercantile Exchange (CME), Philadelphia Stock Exchange, Kanada'da Toronto Stock Exchange Londra'da London International Financial Futures Exchange (LIFFE) ve Singapur'da Singapore International Monetary Exchange (SIMEX) dir<sup>156</sup>. Bütün anlaşmalar açık pazarlık yöntemine göre yapılır. Bütün alıcılar ve satıcılar "pit" adı verilen, kenarları, basamaklı, çukurumsu bir alanda biraraya gelerek, herkes tarafından duyulabilecek bir sesle, alış ve satış fiyatlarını haykırarak (yüksek sesli pazarlık), alım satım yaparlar<sup>157</sup>. Gelecek kontratların yapıldığı bu borsaların genel yapısı Şekil: 8'de verildiği gibi olmaktadır.



**Şekil: 8 Borsa Organizasyonu**

Borsa komisyonu, gerçek ve tüzel kişiler tarafından kurulan bir

<sup>156</sup> KIRIM, "Mali Risk Yönetimi Açısından Gelecek ...", s. 30.

<sup>157</sup> APAK, s. 18.

kurumdur. Üyeleri genellikle şahıslar olmakla beraber şirketler de üye olabilmektedir. Komisyonun temel fonksiyonları, üyelerine organize bir piyasa yeri temin etmek, bu piyasanın işleyiş kurallarını tesbit etmek ve borsada işlem göreceği yeni malların gerekli araştırma ve fizibilitelerini yapmaktadır. Komisyon, bir anlamda borsanın araştırma, eğitim merkezi ve bilgi akış sistemi ile ilgili çalışmaların koordinasyonunu sağlamaktadır<sup>158</sup>. Her borsanın, gelecek kontratlarının büyüklükleri, teslim tarihleri, asgari fiyat değişimleri gibi konularda uyguladıkları standartlar vardır<sup>159</sup>.

## 2.2. Standardizasyon

Gelecek kontratlarının vadeli kontratlardan en büyük farkı, miktar açısından standart olmalıdır. Örneğin Chicago Mercantile Exchange'e (CME) bağlı Uluslararası Para Piyasasında standart Alman markı kontratında 125.000 mark, sterlin kontratında, 25.000 sterlin bulunmaktadır. Tablo: 7'de belli başlı döviz gelecek kontratları ve satıldıkları borsalarda tanımlanmış olan standart kontrat büyüklükleri verilmektedir.

---

158 ERDEM, 55-56.

159 APAK, s. 18.

KONTRAT	STANDART MİKTAR	BORSA	ENAZ FİYAT DALGALANMALARI (TİK)
İngiliz Sterlini	25.000	CME	\$ 2,50
Kanada Doları	100.000	CME	\$ 10
Kanada Doları	50.000	MACE	\$ 5
Alman Markı	125.000	SIMEX	\$ 12,50
Alman Markı	62.500	MACE	\$ 6,25
Japon Yeni	12.500.000	CME	\$ 12,50
İsviçre Frangı	125.000	LIFFE	\$ 12,50
Fransız Frangı	250.000	CME	\$ 12,50

**Tablo: 7 Döviz Gelecek Kontratları**

Farklı borsalar, birbirleri ile rekabeti bir sonucu olarak farklı büyüklüklerde döviz gelecek kontratları sunmaktadırlar. Kontrat büyüklüklerinin standart olması sayesinde ki sesli pazarlık yöntemi ile fiyatların belirlenmesi mümkün olabilmektedir<sup>160</sup>.

Bütün alımlar ve satımlar, kontrat adı verilen miktarların katları üzerinden yapılır. Bir başka ifadeyle her alım ve satımda minimum miktar "1 kontrat" dır. Daha yüksek miktarları içeren alım satımlar, 2 kontrat, 3 kontrat vs. şeklinde kontratın tamsayı katları üzerinden yapılır. Örneğin, gelecek piyasasında bir kontratlık Alman markı almak ya da satmak, 125 bin mark almak ya da satmak anlamına gelir<sup>161</sup>.

Gelecek kontratlarının teslim tarihleri de standarttır. Örneğin LIFFE'de döviz gelecek kontratları Mart, Haziran, Eylül ve Aralık teslimleri için olup, vadeler teslimat aylarının üçüncü Çarşamba'sında

<sup>160</sup> KIRIM, "Mali Risk Yönetimi Açısından Gelecek ...", s. 30.

<sup>161</sup> Rauf BAYSAL Tolga Kağan KOÇ, "Gelişen Finansal Teknikler" **Capital Guide** 6, 1994, s. 51.

dolmaktadır. Bu konuda da borsalar arası rekabet, farklı borsalarda farklı teslim ayları olan gelecek kontratlarının oluşturulmasına yol açmıştır<sup>162</sup>.

Döviz gelecek kontratları ile hedge yapmak isteyen taraflar, kendileri için uygun döviz kontratı sayısını bulmak için riske maruz kalan döviz miktarını kontrat büyüklüğüne bölerler. Örneğin, Amerikalı bir ihracatçının 250.000 marklık bir alacağı döviz riskine maruz kalmışsa bu alacağını döviz gelecek kontratıyla hedge etmek istediğinde SIMEX, CME veya LIFFE'de iki tane DM döviz gelecek kontratı satacaktır. Fakat gelecek kontratıyla riskten korunmak isteyen taraflar her zaman riskten korunmak istedikleri risk alanlarının büyüklüğüne uygun sayıda ve tarihte gelecek kontratı bulamayabilirler<sup>163</sup>.

### 2.3. Takas Merkezi (Clearing House)

Takas merkezleri, gelecek piyasaların işleyişinde büyük önem taşımaktadır. Takas merkezi, piyasada alım veya satım pozisyonu almamakta, ancak satım yapan taraflar arasında aracılık yaparak kontratların yerine getirilmesini garanti etmektedir<sup>164</sup>. Borsadaki tüm alım satım işlemlerinde karşı taraf (Counterparty) rolünü üstlenmek suretiyle takas merkezi bu garanti işlevini yerine getirir. Kontrat alan tarafın genelde kontratı satan tarafı tanımamasının mümkün olmayacağı düşünülürse her iki tarafın da tek bir merkezi muhatap kabul etmesi sistemin işleyişini kolaylaştırır<sup>165</sup>. Bunun sonucunda, borsada alım satım yapmak isteyen tarafların karşı tarafı tanımalarına gerek kalmamaktadır.

162 KIRIM, "Mali Risk Yönetimi Açısından Gelecek ...", s. 30.

163 ÖNCE, s. 60

164 ERDEM s. 56.

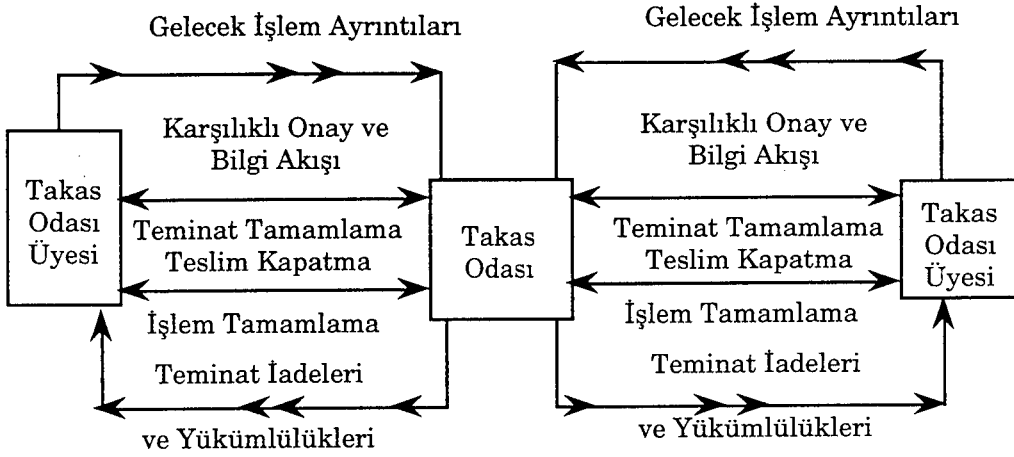
165 KIRIM, "Mali Risk Yönetimi Açısından Gelecek ...", s. 30.

Çünkü her iki taraf için karşı taraf takas merkezidir.

Takas merkezi, kontratın gereğinin yerine getirilmesini garanti ettiğinden dolayı, kontratların alınıp satılması son derece kolay ve hızlı bir şekilde yapılabilir. Takas merkezi her gelecek borsasında bulunur ve özerk bir kuruluş olarak çalışır. Bu merkezin üyeleri borsada işlem yapan özel ve tüzel kişilerden oluşur. Takas merkezi sadece üyesi olan şirketlerin alım satım durumunu izler. İşlem yapan fert ve şirketlerin durumunu ise acentalar ve bünyelerinde oluşturdukları takas firmaları izler. Bu haliyle müşteri ve şirketler acentalara, acentalar ise takas merkezine karşı sorumludur.

Takas merkezi, büyük ve sağlam bir finansal kuruluştur. Gelecek piyasasında kontrat yapmak isteyen bir kişi ya da kuruluş, takas merkezine belli bir miktar teminat yatırmak zorundadır. Söz konusu başlangıç teminatı, sözleşme konusu malın değerinin % 10'u veya daha azı oranında olmaktadır. Takas merkezi, kontrat standartlarını, sevk koşullarını borsanın açılış kapanış saatlerini, fiyatların hareket edebileceği alt ve üst sınırlar ile başlangıç teminatı (Initial Margin) ve teminatın düşebileceği alt sınırı (Maintenance Margin) tespit eder. Ayrıca, borsada yeni işlem görecektir mallar için de onay merciidir.

Herhangi bir borsada takas merkezinin, takas işlemini gerçekleştirmesi şekilde verilmiştir.



**Şekil: 9 Takas İşleminin Gerçekleştirilmesi.**

Takas merkezi üyeleri, aracı kurumlara, bankalara, şirketlere ve acentalar ile acenta benzeri kurum, kuruluş ve kişilere hizmet veren, sadece gerçek kişilerden oluşur. Bu üyeler aktif olarak borsada bulunmakta ve alım satım işlemlerinde, tam bir aracılık faaliyetinde bulunmaktadır<sup>166</sup>.

#### 2.4. Marjin Sistemi ve Günlük Mutabakat

Vadeli piyasalarda vade tarihine kadar fonların değişimi sözkonusu değildir. Bu nedenle, vadeli piyasada işlem yapan taraflardan birinin vade tarihinde sorumluluğunu yerine getirmemesi ya da getirememesi durumunda daha önce değindiğimiz gibi kredi riski ile karşı karşıya kalırlar. Gelecek piyasalarında ise sistemin güvencesini sağlayan marjin (güvence)

<sup>166</sup> ERDEM, s. 56 - 58.

adı verilen ve aracı kurumlara yatırılması gereken nakit depozit ya da güvence parası (performanca bond) vardır. Yukarıda değindiğimiz gibi herhangi bir trader, gelecek piyasasında alım satım yapabilmek için toplam kontrat değerinin belli bir yüzdesi olarak belirlenmiş olan bu parayı yatırmış olması gerekir.

Marjin sisteminin temel amacı, kontrat alan ya da satan tarafın kur veya faizlerde spot piyasada kendi lehine olan değişimlerden yararlanmak ve gelecek kontratının gereğini yerine getirmemek olasılığını ortadan kaldırmak ve böylece sistemin işleyişine zarar getirmemektir. Marjinler bir başlangıç marjini ve bir de değişim marjini adı verilen iki aşamadan oluşurlar. Başlangıç marjini genelde kontrat değerinin %5'i kadar olmakta ve kontrat alan ya da satan taraf aracı kuruma öncelikle bir başlangıç marjini yatırmak zorundadır. Güvence parası olarak yatırılan başlangıç marjinleri nakit olarak yatırılabilceği gibi bir menkul kıymet olarak da yatırılabilir<sup>167</sup>.

Gelecek piyasalarında, her işlem günü sonunda kontrattan doğan kazanç ya da kayıp, günlük mutabakat veya günlük hesaplaşma yöntemi ile belirlenir. Kâr veya zararlar genellikle aşağıdaki formüle göre hesaplanır<sup>168</sup>.

Tik cinsinden fiyat hareketi x Tik değeri x Kontrat Sayısı

Tüm gelecek kontratları, piyasa değerine yükseltme veya yeniden değerlendirme (marking to the market) adı verilen yöntemle göre, her günün sonunda, yeni spot fiyatlara göre değerleri bulunur ve bu değer getirdiği kâr veya zarar durumları tarafların hesaplarına işlenir<sup>169</sup>. Hesaplanan değer zarar olması durumunda bu zarar miktarı marjinden düşülür<sup>170</sup>. Aksi durumda, yani kontratın değeri marj hesabından daha fazla artarsa

<sup>167</sup> KIRIM, "Mali Risk Yönetimi Açısından Gelecek ...", s. 31.

<sup>168</sup> ÖNCE, s. 86.

<sup>169</sup> APAK, s. 19.

<sup>170</sup> KIRIM, "Mali Risk Yönetimi Açısından Gelecek ...", s. 31.

aradaki fark kontrat sahibine günlük olarak geri ödenir<sup>171</sup>. Eğer günlük zarar, ilk marjının altında bir seviyede belirlenen tamamlama marjının altına düşürse, hesap sahibine bakiyeyi tekrar tamamlama marjını seviyesine veya üstüne çıkarması için çağrı yapılır. Bu çağrıya “marjin caal” denmektedir. Bu çağrı üzerine hesaba yatırılan nakit miktarına da değişim marjini denir<sup>172</sup>. Eğer ödeme yapılmazsa, borsa kuralları gereğince kontrat tek taraflı olarak feshedilmiş sayılır, teminatta yanar<sup>173</sup>.

Yeniden değerlendirme yoluyla trader’lerin çok fazla kayıplara uğramalarını önlemek amacıyla gelecek piyasalarında bazı kontratlarda azami fiyat değişikliği sınırı getirilmiştir. Bu sınıra ulaşıldığı an, o gün için işlemler durdurulur. Aynı şekilde, alım satımın mantıklı fiyat aralıkları içinde yapılması amacıyla gelecek kontratlarına asgari fiyat değişikliği sınırlaması da getirilmektedir. Bu, izin verilen en küçük fiyat değişikliğine tik (tick) adı verilmekte ve her tikin bir parasal değeri bulunmaktadır. Örneğin LIFFE’de bir tik, her sterlin başına \$0.0001, yani sterlin kontratı başına 2.5 dolar ( $0.0001 \times 25.000 = \$ 2.50$ ) ve diğer dövizler için \$ 12.50 ( $0.0001 \times DM125.000 = \$ 12.50$ ) dolardır. Buna göre LIFFE’de bir sterlin kontratının fiyatı her defasında en az 2.5 dolar ve bunun katları kadar artmak veya azalmak suretiyle belirlenir<sup>174</sup>.

Yapılan kontratlardan doğan tüm yükümlülüklerin yerine getirilmesinden sonra başlangıç marjını iade edilir. Eğer marjin olarak menkul kıymet yatırılmışsa, o kıymete ilişkin ödenen veya işleyen faiz yatıran lehine tahakkuk ettirilir<sup>175</sup>.

171 SEYIDOĞLU, 1990, s. 277.

172 APAK, s. 19.

173 SEYIDOĞLU, 1990, s. 277.

174 KIRIM, “Mali Risk Yönetimi Açısından Gelecek ...”, s. 31.

175 ÖNCE s. 88, de Adalet DEMİRÇELİK - Selim SOYDEMİR, **Geleceğe Yönelik İşlem Piyasaları (Futures Markets)**, Araştırma Raporu AGD/8915, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, Ekim 1989, s.7.)

## 2.5. Pozisyon Kapatma (Closing Out)

Gelecek piyasalarında pozisyon tutan biri bu pozisyonu vade sonuna dek bekletmek zorunda değildir. Zaman içinde aynı tarihli ve aynı sayıda (farklı fiyatlı olabilir) gelecek kontratı üzerinden bir karşıt ticarete gitmek suretiyle pozisyonunu kapatabilir<sup>176</sup>. Bilindiği gibi vadeli kontratlarda böyle bir özellik bulunmaz ve vade sonu beklenir. Gelecek kontratlarını vadeli kontratlardan ayıran bir özellik budur. Gelecek kontratları bir yılda çok az sayıda vadeye sahip olduklarından, bu vade tarihleri ile hedge yapmak isteyen tarafın istediği vadeler uymayabilir. Örneğin, 10 Nisan tarihinde bir ihracatçı, 10 Temmuz'da eline döviz geçeceğini beklemektedir. Eğer döviz gelecek kontratıyla hedge yapmak istiyorsa Eylül döviz gelecek kontratı satın alacaktır. Çünkü vadesi Temmuz'da olan kontrat yoktur. Ancak 10 Temmuz'da elindeki bu Eylül kontratlarını satarak döviz gelecek kontratlarındaki long (satın alma) pozisyonunu kapatabilir. Yani Eylül'e kadar beklemek zorunda değildir<sup>177</sup>.

## 3. GELECEK PİYASASININ İŞLEYİŞİ, TARAFLARI VE AMAÇLARI

Gelecek kontratların tarafları, bu piyasada kontrat alan ve/veya satan alıcılar ve satıcılar ile borsa üyesi olmayanlara aracılık yapan aracı kuruluşlardır. Alıcıların ve satıcıların kontrata taraf olma amaçları ise, riskten korunmak (hedging), spekülasyon ve arbitrajdır<sup>178</sup>.

<sup>176</sup> KIRIM, "Mali Risk Yönetimi Açısından Gelecek ...", s. 31.

<sup>177</sup> ÖNCE, S. 88.

<sup>178</sup> ERDEM, s. 62.

Gelecek işlemlerin katılımcılarının çoğu borsa üyesi değildir. Bu yüzden bu kişiler alış ve/veya satış emirlerini borsa üyesi bir aracıya verirler. Aracı, elindeki emirleri borsa salonunda belli bir ücret karşılığında yerine getiren bir firma veya kişidir. Gelecek işlemlerin, aracılara, brokerage firmalar, brokerler, komisyoncular veya acentalar şeklinde anılmaktadırlar. Hangi isimle ifade edilirse edilsin, aracılar kişi de olsa, firma da olsa temel fonksiyonları, müşteri ile borsa arasındaki diyalogu gerçekleştiren ve bunu yaparken, teminatlar açısından takas merkezine, borsa standartlarına uyum açısından borsa komisyonuna, borsa kuralları açısından kamu ve özel denetim kuruluşlarına, işlemin yerine getirilmesi açısından da müşterilerine karşı sorumluluk altına giren kişi ve kuruluşlardır. Bu kişi ve kuruluşlar, yaptıkları bu hizmetin karşılığında belli bir komisyon ücreti alırlar<sup>179</sup>.

Arbitrajcular, gerek borsalararası fiyat farklılıklarından ve gerekse aynı borsadaki kontratların çeşitli vadelerdeki fiyatları arasında bulunan dengesizliklerden yararlanarak kar elde etmeye çalışırlar. Spekülatörler ise borsadaki beklentileri yönünde risk üstlenerek kâr elde etmeye çalışırlar. Arbitrajcı ile spekülatör arasında çok önemli bir fark vardır ki o da risk üstlenme konusudur. Sonuçta her ikisi de kâr elde etmek amacıyla borsada işlem yapan taraflar olsalar da arbitrajcı, kâr elde etme amacını gerçekleştirirken hiçbir riske girmeyen, sadece işlem yaparken mekân ve zaman açısından kontratlardaki fiyat dengesizliklerini gözönüne alan taraf iken spekülatör, kâr elde amacını, belli oranda risk üstlenerek (genellikle hedgerlerin kaçınmak istedikleri riskler) gerçekleştiren kişidir<sup>180</sup>. Hedgerler ise, ileri bir tarihte eline geçecek ve elinden çıkacak bir malın veya finansal ürünün o tarihte fiyatında olabilecek beklenmeyen değişikliklere karşı kendilerini korumak isteyen kişi ve kuruluşlardır.

Gelecek piyasasında faaliyet gösteren bir aracı kurum ile müşteri

<sup>179</sup> ERDEM, s. 71.

<sup>180</sup> ERDEM, s. 62.

arasında nerede ve kimin aracılığı ile işlem yapılacağı kararlaştırılarak bir gelecek alım satım hesabı kontratı imzalanır ve aracı kurum nezdinde hesap açılmış olur<sup>181</sup>. Bunu takiben, müşteri, satmak ya da almak istediği ürünün cinsini ve miktarını belirtir, böylece kontrat o mal üzerinde konulan standardizasyon çerçevesinde hazırlanmış olur. Genellikle bu sözleşmelerin fiyatı, borsada oluşmuş durumdadır ve bundan sonra yapılacak işlem kontratın borsaya bildirilmesidir. Bu işlem ise müşterilerinin emirleri doğrultusunda aracı kuruluş tarafından, borsa salonundaki temsilcileri vasıtasıyla gerçekleştirilir. Ancak bundan önce kontratın hazırlanmasını takiben aracı kuruluş, müşteriden alınacak başlangıç marjini belirler ve hazırlanmasını takiben aracı kuruluş, müşteriden alınacak başlangıç marjini belirler ve müşteri ile takas merkezine (odasına) sunulmak üzere bir takas fişi hazırlanır<sup>182</sup>.

Döviz gelecek kontratıyla hedge yapan taraf, hedging hesabının uygun bir şekilde işletilebilmesi için aracı kurum ve banka arasında yapılacak bir anlaşma, önemli bir konu olmaktadır. Bir hedging anlaşmasında marjin tamamlanması gerektiğinde aracı kurum bunu hedge yapandan değil, doğrudan bankasından istemelidir. Bu durumda hedge yapan taraf, gelecek hesabı için nakit kullanma endişesine kapılmayacak, bunun yerine kredisini kullanacaktır<sup>183</sup>.

Bir gelecek işlemde, aracı ile müşteri arasında ilk kontrat yapıldıktan sonra müşteri, işlemlere ilişkin emir ve isteklerini aracısına telefonla, bilgisayarla ya da yazılı olarak mektuba iletebileceği gibi bizzat gelip şifahen de bildirilebilir. Buraya kadar yapılan işlemler aşağıdaki şekilde verilmiştir<sup>184</sup>.

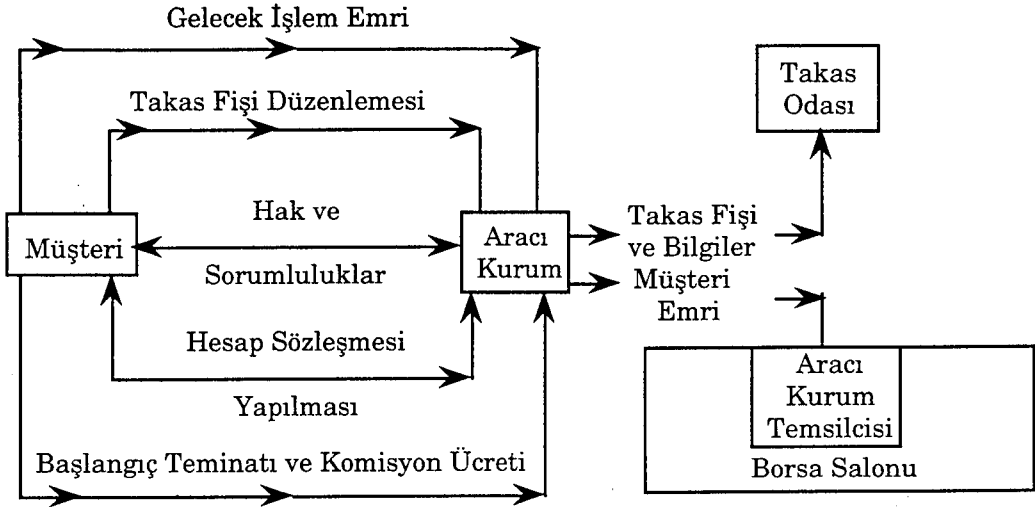
---

181 ÖNCE, s. 89-90.

182 ERDEM, s. 83-84.

183 ÖNCE, s. 91.

184 ERDEM, s. 84.



**Şekil: 10 Sözleşme Yapma ve Emrim Oluşumu**

#### 4. GELECEK PİYASALARININ AVANTAJLARI VE DEZAVANTAJLARI

##### 4.1. Avantajları

Gelecek piyasaların taraflara ve ekonomiye yaptığı en önemli katkı risklerin minimize edilmesi konusudur. Taraflar gelecek piyasasında işlem yapmakla, piyasalarda sözkonusu olan fiyat dalgalanmalarından doğabilecek zarar risklerini bertaraf etmektedirler. Genel ekonomi açısından ise üretici ve yatırımcıların piyasa risklerinin profesyonel kesime aktarılmasında gelecek piyasaları önemli bir fonksiyonu yerine getirmektedirler. Burada sözü geçen profesyonel kesimin bankacılık sektörü ile spekülâtorler olduğunu belirtmek gerekmektedir. Gelecek piyasalar, risk minimizasyonunda alternatifsiz olmamakla birlikte, bu risk

minimizasyonunu çok düşük maliyetlerle gerçekleştirmesi açısından ve bu alanda sunduğu araçların çeşitliliği açısından çok önemli bir alternatif olma özelliğine sahiptir. Ayrıca, standardizasyonun sağladığı avantajlardan dolayı, hemen hemen bütün mallarda likidasyon açısından kayda değer bir gelişmişlik seviyesine ulaşmıştır.

Gelecek piyasaları, risk minimizasyonunun yanısıra piyasada yer alan taraflar için, gelecek üzerindeki belirsizlikleri azalttığından dolayı, gerek üretici ve gerekse finansal kesime gelecek üzerine planlar yapma olanağı tanımaktadır.

Gelecek piyasalarında oluşan fiyatlar, firmalar açısından iyi bir tahmin aracı olarak da kullanılabilir. Örneğin, döviz kurları üzerinde oluşan fiyatlar, uluslararası alanda faaliyette bulunan yatırımcılar ve dış ticaret firmalarına kur tahminlerinde iyi bir gösterge olmaktadır.

Gelecek piyasaları, spot piyasalarda da gerek spekülasyon gerekse arbitraj yoluyla fiyat etkinliğinin sağlanmasına yardımcı olarak, tüketici kelime de dolaylı katkılarda bulunurken, gelecek piyasalarda anlaşma konusu olan malların spot piyasalarının gelişimi ne de olumlu etkilerde bulunurlar. Ayrıca gelecek piyasaların, yeni yatırım araçları yaratmasından dolayı, ülkedeki atıl fonların ekonomiye kanalize edilmesine yardımcı olduğunu söylemek de pek yanlış olmayacaktır.

Gelecek piyasaları, finansal araçlar üzerine düzenlenen kontratlar aracılığıyla, menkul kıymetler borsalarının gelişimine de önemli katkılarda bulunurlar.

Gelecek piyasaların bütün bu olumlu yönlerinin yanısıra bir takım olumsuz yönleride bulunmaktadır.

## 4.2. Dezavantajları

Gelecek kontratların standart oluşu, tarafların istedikleri nitelik ve miktarlar üzerine kontrat düzenlemelerini engellemektedir. Ayrıca vade standardı ise risk minimizasyonu için piyasaya girenlerin bu amaçlarını tam anlamıyla yerine getirmelerini engelleyebilmekte ve tarafları “basis riski” ile karşı karşıya bırakabilmektedir<sup>185</sup>. Gelecek piyasalarında işlem yapan hedgerler, bu piyasalarda işlem yaparak zarar risklerini bertaraf ederken kâr olanaklarından da mahrum kalmaktadırlar. Yani zarar riskine karşı korunmasının bedeli, kâr etme ihtimalinden vazgeçmek olmaktadır.

Gelecek piyasalar, bütün piyasalarla olan sıkı ilişkisi ve ekonominin bütün kesimleriyle olan bağlantısı dolayısıyla da, önemli bir riski bünyesinde taşımaktadır. Gelecek piyasalarda küçük miktarlardaki harcamalarla büyük kontratlar yapılabilmesi, bu piyasaların işlem hacmini oldukça artırmıştır. Bu nedenle bu piyasalardaki en küçük bir güvensizlik ya da herhangi bir aracı kuruluşun iflası gibi bir durum, ekonomide büyük bir rahatsızlığa veya buhrana sebep olabilecektir<sup>186</sup>.

Gelecek piyasalarıyla ilgili buraya kadar islediğimiz konularda, gelecek piyasaları hakkındaki bilgiler genel olarak ele alınmıştır. Bu bilgiler gelecek piyasalarında işlem gören gerek mallar için gerekse finansal araçlar için aynı şekilde olacağından bu ürünleri tek tek ele alınmamıştır. Şimdi konumuz olan döviz gelecek kontratlarının, daha iyi anlaşılması açısından, gerek ithalatçının gerekse ihracatçının karşı karşıya kaldığı döviz kuru riskinden korunmak için, döviz gelecek kontratlarından nasıl faydalandıklarını birer örnek yardımıyla açıklamak yararlı olacaktır.

<sup>185</sup> Arman KIRIM, “Borsa Endeksi Futures Piyasaları”, **Bankacılar**, Yıl: 2, Sayı: 6, Ekim 1991, s. 44.

<sup>186</sup> ERDEM, s. 100-102.

Örneklere geçmeden önce gelecek piyasasında riskten korunma (hedging) amacıyla işlem yapanlar, gelecek kontratı satın almak mı yoksa satmak mı gerektiğine karar verirken şu ilkeye göre hareket etmeleri gerekir: Eğer spot piyasada long (alış) iseler, gelecek piyasasında short (satış) ve eğer spot piyasada short iseler, gelecek piyasasında long olmalıdırlar<sup>187</sup>.

## **5. GELECEK DÖVİZ KONTRATLARI İLE DIŞ TİCARET FİRMALARININ DÖVİZ KURU RİSKİNDEN KORUNMASI (HEDGING)**

Uluslararası ticaret ile uğraşan firmalar daha önce de değindiğimiz gibi döviz piyasasındaki fiyat dalgalanmaları sonucu döviz kuru riski ile karşı karşıya kalmaktadırlar. Firmaların uluslararası ticarete girmelerindeki amacı bu ticaret sonucu kâr elde etmek olduğunu göre, döviz kuru riskine karşı korumaya geçmeleri gerekmektedir. Şimdi hem ihracatçı hem de ithalatçının döviz gelecek kontratları ile döviz kuru riskinden nasıl korunduklarını birer örnek olayla açıklayalım.

### **5.1. İhracat Alacaklarının Gelecek Döviz Kontratları ile Döviz Kuru Riskinden Korunması**

Örneğimizde bir Amerikan tekstil ihracatçısının yapacağı ihracat karşılığı olarak 12.500.000 Alman markını iki ay sonra alacağını varsayalım. Ayrıca firmanın üretim yapması için gereken krediyi de Amerikan doları olarak aldığını düşünelim. Bu durumda firma bütün kâr

<sup>187</sup> KIRIM, "Borsa Endeksi Futures...", s. 43.

zarar hesaplarını bugünkü dolar mark paritesi üzerinden yapmaktadır. Dolayısıyla iki ay içinde dolar mark paritesinin düşüş göstermesi, yani doların değer kazanıp markın değer kaybetmesi halinde firmanın hesaplarının bozulmasına, kârın azalmasına hatta zarar etmesine yol açacaktır. Dolayısıyla firmanın spekülâtif beklentiye girmeyip bu riske karşı kendini korumaya alması gerekmektedir. Firmanın kendisine uygun riskten korunma stratejisi olarak döviz gelecek kontratını seçtiğini varsayalım.

İhracat anlaşmasının yapıldığı zaman dolar/mark paritesi 1.60 olsun. Bu bir markın 0.625 dolar etmesi demektir. Firmanın alacağı olan 12 milyon 500 bin markın karşılığı olan, 7 milyon 812 bin 500 dolar tutarında hedging işlemi yapması gerekmektedir. SIMEX borsasında Alman markı üzerinde yapılan bir kontratın karşılığı 125.000 marktır. Bu durum da 12 milyon 5000 bin mark, 100 kontrat etmektedir ( $12,500,000/125,000 = 100$ ). Yapılması gereken işlem gelecek işlem piyasası SIMEX'te 100 kontrat mark satılmasıdır. Eğer aradan geçen iki aylık sürede dolar marka karşı değer kazanırsa, ihracat alacağınız üzerinden zarara uğrar, ancak gelecek piyasasında yaptığımız işlem üzerinden kâra geçersiniz. Böylece kâr ve zarar birbirini götürür. Firma parite oynamalarına karşı kâr ya da zarar etmemiş olur. Eğer tersi olursa, yani şirketin ihracat alacağının eline geçeceği iki aylık süre içinde dolar mark karşısında değer kaybederse bu kez firma alacağı üzerinden kâra geçmiş olur. Ancak başlangıçta gelecek piyasasında mark satma işlemi yapıldığı için zarar edilmiş olur. Bu örnekte görülebileceği gibi gelecek piyasasında hedging yapmakla zarar olasılığını ortadan kaldırmakla birlikte olası kârların da önüne geçilmektedir.

Yukarıda açıkladığımız durumları kur oynamaları ile gösterelim. Önce firmanın gelecek kontratına girmemesi halindeki, yani hedging yapmamasıyla karşılaşacağı durumu gösterelim.

Başlangıçta;

$$1 \text{ mark (DM)} = 0.625 \text{ dolar (\$)}$$

ihracat alacağı 12.500.000 DM x 0.625 = 7.812.500 \$ olur.

iki ay sonra mark karşısında doların değeri düşerse;

$$1 \text{ DM} = 0.613 \$$$

ihracat alacağı, 12.500.000 DM; 0.613 \$ x 12.500.000 DM = 7.662.500 \$ olur.

Firmanın ihracat alacağı olan Alman markını Amerikan dolarına dönüştürmesiyle kur zararı : 7.812.500 \$ = 150.000 \$ olarak gerçekleşir.

İki ay sonra mark karşılığı doların değeri yükselirse;

$$1 \text{ DM} = 0.645 \$$$

ihracat alacağı 12.500.000 DM ; 0.645 \$ x 12.500.000 DM = 8.062.500 \$ olur. kur kârı : 8.062,500 \$ - 7.812.500 \$ = 250.000 \$ olmaktadır.

Görüldüğü gibi firmanın kendini riskten korumaması halinde hem kâr hem de zarar olasılığı bulunmaktadır. Ancak firmanın bu şekilde hareket etmesi spekülatif bir hareket olacaktır. Fakat daha önce de değindiğimiz gibi firmanın yapması gereken spekülatif beklentilere yönelmek değil riskten korunmaktır (hedging).

Firmanın ihracat alacağını riskten koruması halini farklı kurlar kullanarak gösterirsek ihracatçı, kur riskinden korunmak için döviz gelecek kontratı satar.

$$\text{Satacağı kontrat sayısı} = 12.500.000 / 125.000 = 100 \text{ adet}$$

İki ay içinde parite doların alacağı 12 milyon 500 bin markın dolar karşılığı 7 milyon firmanın ihracat bedeli olarak alacağı 12 milyon 500 bin markın dolar karşılığı 7 milyon 662 bin 500 doları düşebilir. Ancak başlangıçta parite 1.60 iken 100 kontrat mark satılması ve karşılığında 7 milyon 812 bin 500 dolar alınması, sonra da parite 1.63'e yükseldiğinde 1000 kontrat mark satın alarak karşılığında 7 milyon 662 bin 500 dolar verilmesi bu gelecek işleminden firmanın 150 bin dolar kâr etmesine yol açar. b kâr ihracat alacağı olan markların dolar cinsinden azalan değerine eşitlenir ve sonuçta firma açısından parite oynaması herhangi bir zarar

yaratmamıştır.

İki ay sonra paritenin tersine hareket ederek doların değeri 0.636 yükselirse; bu kez ihracat karşılığı alacağı markların dolar cinsinden değeri artmış demektir. Başlangıçta 7 milyon 812 bin 500 dolar eden 12 milyon 500 bin mark, doların değeri 0.636 düştüğünde 7 milyon 950 bin dolar etmeye başlar. Bu da firmanın kur oynamalarından dolayı kazançlı çıkması anlamına gelir. Ancak gelecek piyasasında yapılan işlem sonucu ihracattaki kazanç oranında zarar edilmiştir. Bu kez gelecek işlemi zarara yol açmıştır. İhracat alacaklarında, kur oynamalarından doğan ek kazanç götürmüştür. Firma kur oynamalarından dolayı elde edebileceği ek kazanç fırsatını hedging amaçlı gelecek işlemi nedeniyle elden kaçırmıştır<sup>188</sup>.

## **5.2. İthalat Borçlarının Gelecek Döviz Kontratları İle Döviz Kuru Riskinden Korunması**

23 Mayıs 1991 tarihinde bir Amerikan firması Japonya'dan 100.000 adet motorsiklet ithal etmeye karar verir. Motorsikletler 20 Aralık 1991'de teslim edilecektir ve birim fiyat 202.350 Yen'dir. Firma, doların motorsiklet satışları gerçekleşmeden önce değer kaybedeceğinden endişe etmektedir. Yani, bu durumda daha fazla dolar vererek motorsikletleri satın almak durumuda kalabilecektir. Firma bu yüzden, gelecek kontratlarını kullanmak suretiyle kur riskini hedge etmek isteyecektir. 23 Mayıs 1991 tarihindeki kurlar şu şekildedir.:

Japon Yeni alış kuru ... : 0.007020 Y/\$

Japon Yeni satış kuru .. : 0.007027 Y/\$

Aynı tarihteki Japon Yeni gelecek kurları ise aşağıdaki gibidir.

<sup>188</sup> BAYSAL-KOÇ, s. 56-59.

Japon Yeni alış kuru ... : 0.007185 Y/\$

Japon Yeni satış kuru... : 0.007190 Y)\$

Bu ithalatçının durumunu : 20 Aralık 1991 tarihinde spot kurum 0.0065 Y/\$ olarak veya 0.008 Y/\$ olarak gerçekleştirdiği durumlarda gelecek işlem yapması ve yapmaması hallerini gözönüne alarak inceleyelim. Ancak önce Japon Yeni gelecek kontratların standartlarını belirleyelim.

Birim Sözleşme Büyüklüğü ..... : 12.500.000 Yen

Teslim Ayları ..... : Mart, Haziran, Eylül, Aralık

Teslim Günü ..... : Teslim ayının 3. çarşambası

Başlangıç Teminatı ..... : Sözleşme başına 1,000 \$

olsun ki bu standartlar LIFFE'den (London International Financial Futures Exchange) alınmıştır.

Alternatif 1 : İthalatçı gelecek kontratı yapmazsa; 23 Mayıs 1991 için toplam motorsiklet bedeli; 20.235.000.000 Japon Yeni, yani o günkü kurdan 142,191,345 ABD doları (0.007027 x 20,235,000,000) etmektedir. Ancak 20 Aralık 1991'de motor parasını teslim edeceğinden, bu tarihte ödeyeceği miktar, o günkü kur :

a) 0.0065 Y/ \$ olursa,

131,527,500 ABD Doları (0.0065 x 20,235,000.000 ) olacaktır ki, bu durumda kurların lehine değişmesinden dolayı,

142,191,345 - 131,527,500 = 10,663,845 ABD Doları kazanç elde edecektir.

b) Kur; 0.0080 Y/\$ olursa ödeyeceği miktar :

161, 880,000 ABD Doları (0.0080 x 20,235,000,000) olacaktır ki, bu durumda kurların aleyhinde değişmesinden dolayı,

142,191,345 - 161,880,000 = -19,688,655 ABD doları zarara uğrayacaktır.

Bu durumda ithalatçının kur değişimleri karşısında kar elde etme olasılığı olduğu kaar, zarar riskide vardır. Hal böyle olunca, bir belirsizlik sözkonusudur. Bu belirsizliği ortadan kaldırmak için gelecek piyasasında

işlem yapıldığı durumu görelim.

Alternatif 2 : ithalatçı, kur riskini yok etmek için gelecek piyasasından Japon Yeni gelecek kontratı satın alır.

Alabileceği kontrat sayısı =  $20,235,000,000 / 12,500,000 = 1619$  adet

Yatıracağı teminat tuarı = 1,619,000 ABD Doları

Gelecek kontrat kuru = 0.007190 Y/\$

a) Kur; 0.0065 Y/\$ olursa,

Yenleri 0.0065 Y/\$ kuru yerine 0.007190 Y/\$ için gelecek kontrat zararı;  $(0.0065 - 0.007190) \times 12,500,000 \times 1619 = - 13,963,875$  ABD doları

olacaktır. Ancak, kurlar lehine geliştiği için elde edeceği kâr;

$[(0.007027 - 0.0065) \times 12,500,000 \times 1619] = 10,665,163$  ABD doları

olduğundan toplam zarar ;

$- 13,963,875 + 10,665,163 = - 3,298,712$  ABD doları olacaktır.

b) Kur; 0.0080 Y/\$ olursa,

Yenleri 0.0080 kuru yerine anlaştığı fiyat olan 0.007190 Y/\$'dan aldığı için gelecek kontrat kârı;

$(0.0080 - 0.007190) \times 12,500,000 \times 1619 = 16,392,375$  ABD doları

olduğundan toplam zarar;

$- 19,691,087 + 16,392,375 = - 3,298,712$  ABD doları olacaktır.

Görüldüğü gibi gelecek piyasasında işlem yapıldığı takdirde, kurların lehte ya da alehte değişmesi hiçbir şey değiştirmemekte ve ithalatçının zararı 3,298,712 ABD doları ile sınırlı kalmaktadır. Yani ithalatçı, gelecek işlem yapmakla kur riskini  $1 - (3,298,712 / 19,688,655) = 0.83$  (% 83) oranında hedge etmiş olacaktır. Ancak ithalatçı, riskini % 83 oranında hedge ederken kâr olasılığından da tamamen vazgeçmiş olmaktadır. Bu hedge oranının % 100'den düşük olmasının sebebi gelecek kontrat fiyatı ile spot fiyat arasındaki farkın genişliğidir. Her iki fiyat birbirine ne kadar yakınsa hedge oranı o kadar yüksek olacaktır. Bu fiyatlar birbirlerine eşit olursa, hedge oranı da % 100 olacaktır<sup>189</sup>.

### III. DÖVİZ SWAP KONTRATLARI

Yeni finansal araçlar arasında oldukça eski bir teknik olmasına rağmen, swaplar özellikle daha önce değindiğimiz gibi Breetton Woods sisteminin yıkılmasıyla birlikte 1970'lerde görülmeye başlayan döviz kuru ve faiz oranlarındaki dalgalanmalar, uluslararası banka ve firmalar açısından ciddi bir riski oluşturmaya başlamıştır. Bu gelişmelere bağlı olarak swap kullanımını 1970'li yılların ortalarından itibaren başlamış ve diğer finansal tekniklere oranla daha hızlı bir şekilde gelişmiştir<sup>190</sup>.

Swap piyasalarının gelişimi önceleri döviz swaplarının ortaya çıkması ile başlamış, ancak daha sonraları döviz swapları önemlerini yitirmeye buna karşılık faiz swapları giderek artan önem kazanmaya başlamıştır. Döviz swapları ilk olarak 1970'li yıllarda, İngiltere'de sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamalar ve döviz cinsinden borçlanma maliyetlerini son derece yükselten kısıtlayıcı kambiyo rejimini aşmak amacıyla ortaya çıkmıştır<sup>191</sup>.

Swap piyasasının gelişimindeki en önemli adımlardan biri de swap'ın bir para piyasası enstrümanı olmaktan çıkarak bir kredi piyasası aracı haline gelmeye başlamasıdır<sup>192</sup>.

---

189 ERDEM, s. 103 - 106.

190 GÜMÜŞELİ, s. 68.

191 Arman KIRIM, "Döviz ve Faiz Swap'ları", **Bankacılar**, T. Bankalar Birliği Yayını, Yıl: 1, Sayı: 2, Temmuz 1990, s. 30.

192 GÜMÜŞELİ, s. 68.

# DÖVİZ SWAP KONTRATLARI

## 1. TANIM, TARAFLAR VE TARAFLARIN AMAÇLARI

Kelime anlamıyla değiş tokuş ya da trampa demek olan swap, döviz kurları ve faiz oranlarındaki dalgalanmalardan kaynaklanan riskleri minimize etmek amacıyla geliştirilen bir finansal tekniktir<sup>193</sup>. Swap'ta finansal araçların veya paranın gelecekte belirli bir tarihte ve belirli bir oran üzerinden değişimi sözkonusudur<sup>194</sup>.

Swap, piyasalar arasında farklı kuruluşların arbitraj yapmalarına olanak tanıyan, iki ya da daha çok tarafın farklı mali piyasalarda, farklı kredi değerliliğine sahip olmaları nedeniyle piyasalardaki rekabetçi üstünlüklerin, tarafların her birinin yararına olacak şekilde kullanılması amacıyla önceden belirlenen ödeme planlarının karşılıklı değiştirildiği finansal işlemlerdir<sup>195</sup>.

Dünyanın her yerindeki bankalar, firmalar tasarruf sendikaları, sigorta şirketleri, devlet kuruluşları, uluslararası teşkilatlar ve devletler swap piyasasına son kullanıcı olarak katılırlar. Son kullanıcılar swap piyasasına çeşitli amaçlarla fayda sağlamak için girerler. Bunlar düşük maliyetli finansman sağlamak yüksek getirili aktifler elde etmek, faiz ve döviz kuru risklerine kaşı korunmak kısa süreli aktif/pasif yönetimi stratejilerini uygulamak ve spekülasyon yapmak şeklinde özetlenebilir.

Swap piyasasının oluştuğu ilk dönemlerde aracılardan çoğu sadece iki swap tarafını biraraya getirip swap anlaşması düzenliyorlardı. Genişleyen piyasa hacmiyle birlikte katılımcı potansiyeli de artmıştır. Bu durum, büyük ticari ve yatırım bankalarının swapların karşılıklı denkleştirilmesini gerçekleştiren aracılık rolünü üstlenmeleri için bir fırsat yaramıştır.

<sup>193</sup> GÜMÜŞELİ, s.68.

<sup>194</sup> ÖNCE, s. 66.

<sup>195</sup> Orhan ERTÜRK, "Hedging", **Kalkınma Dergisi**, T. Kalkınma Bankası Yayını, Sayı: 45, Şubat 1994, s. 23.

Aracılar, döviz ve faiz swaplarının gerçekleştirilmesi için karşılıklı ihtiyaçları tesbit eder ve tarafları biraraya getirirler. Aracılar, swap anlaşmasına göre tarafların yükümlülüklerini yerine getirmesinde de garantörlük yaparlar. Aracılar yaptığı bu hizmetleri karşılığında swap'ın yapısına, vadesine ve tutarına bağlı olarak değişen bir komisyon alırlar. Genellikle komisyon anaparanın 1/16'sı ile 1/18'i arasında değişir<sup>196</sup>.

Swap işlemi temelde, farklı kuruluşların farklı kredi değerlerine bağlı olarak farklı kredi şartları ile karşı karşıya kalmaları ve bu farklılıklardan swap işlemine taraf olanlardan herbirinin yararına olacak şekilde istifade etmektir. Swap işlemlerinin üç önemli ekonomik fonksiyonu :

-Farklı sermaye piyasalarını birleştirerek piyasalar arasında kullanıcı için gerekli bağı oluşturmaları,

-Mali piyasaların kurumsal ve yapısal açılardan gösterdikleri farklılıklardan yararlanmaya imkan tanımaları,

- Risk yönetiminde esneklik sağlamaları şeklinde sıralayabiliriz<sup>197</sup>.

Swap piyasasında firmalar, faiz ve döviz kuru riskinden korunmak için girerler ve karşılığında aracıya belli bir komisyon öderler.

## 2. SWAP TÜRLERİ

Swap piyasaları yapıları itibariyle temel olarak faiz ve döviz swap'larından oluşmaktadır. Bunlardan başka swap türlerinde bulunmakla birlikte temel yapı bu iki swap tekniğinden oluşmaktadır. Çalışmamızda faiz swap'ları kısaca ele alınırken döviz swap'ları daha ayrıntılı olarak işlenecektir.

<sup>196</sup> GÜMÜŞELİ, s. 69-70.

<sup>197</sup> ERTÜRK s.24.

## 2.1. Faiz Swap'ı (Interest Rate Swap)

Faiz swapı, iki tarafın belirli bir süre içinde aynı para cinsinden ve belli bir anapara miktarı üzerinden faiz ödemelerinin yapısını değiştirmek üzere (genellikle aracı bir kurumun organizatörlüğünde) anlaşmaya varmaları şeklinde gerçekleşen bir işlemdir. Tipik bir faiz swapında, bir taraf ödemesini değişken faiz üzerinden yaparken (libor, prime rate veya kısa vadeli senet türü), diğer taraf sabit faizden veya farklı bir değişken faizden yapar<sup>198</sup>. En yaygın faiz swapı uygulaması, taraflardan birinin sabit faizli, diğerinin ise değişken faizli borçlanıp bu yükümlülüklerini takas ettikleri swap türüdür. Burada amaç mevcut aktiflerin ya da yükümlülüklerin faiz bazını değiştirmek olabileceği gibi, borçlanma maliyetlerinin düşürülmesi de önemli bir motivasyon olabilir.

Swap piyasalarının temel mantığı, swap'a taraf olan her iki kuruluşun belirli faiz piyasalarında farklı borçlanma yeteneklerine sahip olduğudur. Taraflar, kendi rekabetçi üstünlüklerini mübadele (swap) yoluyla birbirleriyle takas ettiklerinde, her iki taraf da daha cazip faiz oranları elde edebilir<sup>199</sup>.

Faiz swap'ları, aynı para biriminden olan borçların, sadece faiz ödemelerinin yapısını değiştirmektedir. Tanımdan da anlaşılacağı gibi anaparaların değiştirilmesi sözkonusu değildir. Birbirinden bağımsız iki firma, birbirinden bağımsız olarak, iki ayrı kaynaktan kredi sağlamakta ve daha sonra bu borçların sadece faiz ödemelerini birbirleriyle swap etmektedirler. Faiz swap'ına girmekle yeni bir borç sağlanmaz. Sadece faizlerin yapısı değiştirilerek finansman şeklinin yapısı değiştirilmektedir. Ancak swap işlemine girmiş olan taraf olarak girmiş bir firmanın

<sup>198</sup> GÜMÜŞELİ, s. 74.

<sup>199</sup> KIRIM, "Döviz ve Faiz Swap'ları", s. 32.

yükümlüğü, bir dönemin faiz ödemesi kadar artar. Örneğin, aynı para biriminden A'nın sabit faizli; B'nin ise değişken faizli borcu vardır. A ve B, aralarında faiz swap'ı işlemine girdiklerinde A, B'nin değişken faizini; B ise A'nın sabit faizini üstlenecektir. Ancak tarafların göreceli kredibilitelerine göre kredibilitesi düşük olan taraf, kredibilitesi yüksek olan tarafa bir marjin ödeyecektir<sup>200</sup>.

Genellikle gelişmekte olan ülkelerin firmaları kredi değerlilikleri yeterli olmadığından, uluslararası piyasalardan sabit faizle kredi bulmakta zorlanırlar. Öteyandan, yüksek kredibilitesi olan firma ve bankalar aktif portföylerine esneklik kazandırabilmek için değişken faizli kredi temin ederler. Kredibilitesi düşük olan firmalar, değişken faizli krediyi tercih ederler. Kredibilitesi düşük olan firmalar, değişken faizli kredi temin ederler ve bu krediyi daha sonra kredibilitesi yüksek kuruluşlarla swap (mübadele) yaparak istedikleri gibi sabit kredi haline dönüştürebilirler. Bu işlemler genellikle bir bankanın aracılığıyla gerçekleştirilir<sup>201</sup>.

Sabit faizden değişken faize, değişken faizden sabit faize ve değişken faizden değişken faize çevirmek şeklinde faiz swap'ı yapılabilir<sup>202</sup>.

Faiz swap'larını bir örnek uygulama ile daha belirgin hale getirebiliriz.

### ***2.1.1. Faiz Swap Uygulaması***

Kredi değeri, birinci sınıf kategoride (AAA) olan Y firması ile kredi değeri daha düşük kategoride (BB) olan Z firmasının faiz yüklerini hafifletmek amacıyla bir banka aracılığıyla (Swap Bank) swap'a girdiklerini varsayalım.

Y firmasının kredibilitesi daha yüksek olduğundan sabit faizli kredi piyasasından %11.5'dan kredi temin edebilir. Değişken faizli piyasadan ise

<sup>200</sup> ÖNCE, s. 68.

<sup>201</sup> GÜMÜŞELİ, s. 75.

<sup>202</sup> GÜMÜŞELİ, s. 75.

LIBOR<sup>203</sup>. + 0.25'den kredi alabilir. Y firmasının % 11.5 sabit faizli 50 milyon Amerikan doları tutarında 5 yıl vadeli kredi almayı tercih ettiğini varsayalım.

Z firmasının kredi değeri daha düşük olduğundan, uluslararası para piyasalarından sabit faizli kredi temin etmesi çok zordur. Firmaya piyasa rayicinin üstünde % 13, sabit faiz teklif ettiğini ancak Z firmasının bu durumda kendisini tanıyan bir bankadan (Libor + 0.5 faizli) 50 milyon tutarında 5 yıl vadeli kredi temin ettiğini varsayalım.

Z firması da kredi maliyetini düşürmek için, aldığı kredinin libor + 0.5 olan faizini %12 karşılığında libor fiyatına, yani spreadsiz<sup>204</sup> olarak swap işlemine sokuyor. Y firması ise kredi maliyetini düşürmek için elindeki % 11.5'lik kredisinin faizini libor karşılığında % 11.75 ile swap işlemine sokuyor (LIBOR % 12). Bu durumda faiz swap'ının fon akımı Tablo:8'deki gibi olur.

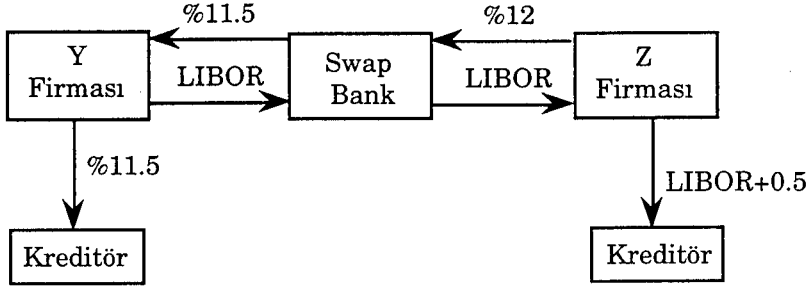
Direkt Fon Yaratma Maliyeti	Y Firması	Z Firması	Swap Bank
Y firmasının sağladığı sabit faizli fonlar	% 11.5		
Z firmasının sağladığı değişken faizli fonlar		Libor + 0.5	
Swap Ödemeleri			
A firmasının değişken faizli ödemeleri	(Libor)	(Libor)	
B firmasının sabit faiz ödemeleri	<u>% 11.75</u>	<u>% 12</u>	<u>0.25</u>
Swap sonunda fon maliyeti	Libor - 0.25	12.50	
Swap finansmanı ile eşdeğer borcu direkt temin etme maliyeti	Libor + 0.25	% 13	
Swap işlemi ile sağlanan kazanç	0.50	0.50	0.25

**Tablo : 8 Faiz Swap'ına Fon Akımı**

<sup>203</sup> Alev RİGEL, "Güncel Ekonomik Terimler 2", *Ekonomist Dergisi Eki*, Yıl: 4, Sayı:12, Mart 1994, s. 29.

<sup>204</sup> RİGEL, s. 15.

Bu durumda faiz swap'ının yapısı Şekil 11'deki gibi olur



**Şekil: 11 : Faiz Swap'ının Yapısı**

Yukarıdaki Tablo: 8'de görüldüğü gibi Y ve Z firmasının sağladıkları borçlarının faiz ödemeleri için swap yapmaktan elde ettikleri kazanç % 0.50'dir.

Bu arada Swap Bank'da aracılık işlemiyle Z firmasından aldığı % 12'yi Y firmasına % 11.75 olarak aktarır ve % 0.25 komisyon elde eder.

Kredi değeri yüksek firmalar, swap işlemleriyle libordan daha düşük değişken faizli fonlar yaratabilir. Hatta bazı firmalar bu amaçla Euro tahvil çıkarır ve bunu kredi değeri düşük firmalarla swap ederek, LIBOR'un altında düşük faizli fon sağlarlar.

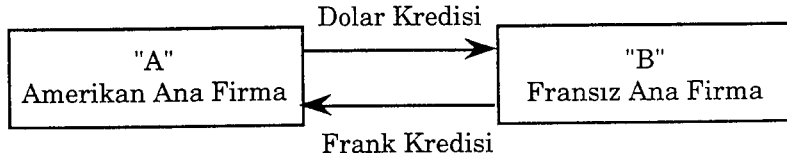
Faiz swap'ı, kredi aldıktan sonra, firmalara bu kredilerin faizlerini istedikleri biçimde ödeme imkanı sağlar. Bu şekilde, iki taraf da bu işlem sonucunda kredi maliyetlerini ucuzlatabilir.

Birçok faiz swap'ı işlemi bir aracı kuruluş ya da yatırım bankası aracılığıyla yapılır. Bunlar işlemin her bir ayağındaki riski üstlenir ve katılımcılara karşı bir taraf gibi davranırlar<sup>205</sup>.

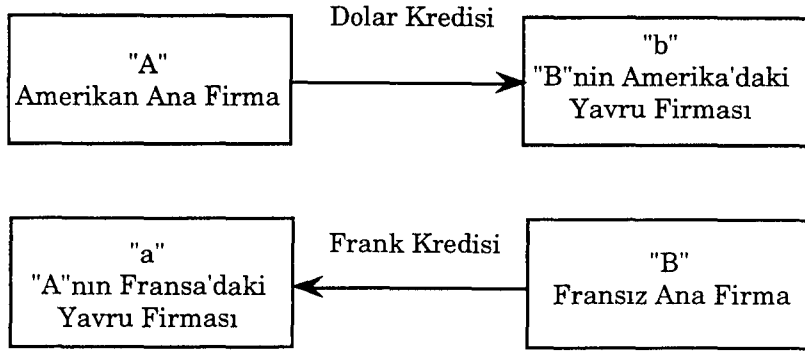
<sup>205</sup> GÜMÜŞELİ, s. 75-76.

## 2.2. Döviz Swap'ları (Currency Swap) ve Riskten Korunma (Hedging)

Döviz swapları daha öncede değindiğimiz gibi ilk olarak 1970'li yıllarda, İngiltere'de sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamalar ve döviz cinsinden borçlanma maliyetlerini son derece yükselten kısıtlayıcı kambiyo rejimini aşmak amacıyla ortaya çıkmıştır. Bu döviz swapları, temelde paralel krediler, ya da back-to-back kredilerle ortak özellikler taşımaktaydı. Paralel krediler, merkezleri iki farklı ülkede yer alan iki çokuluslu şirketin, mevcut döviz kurları birbirlerine kendi ülkelerinin para birimi cinsinden borç vermesini ve bu borçların kararlaştırılan vade sonunda geri ödenmesini içerirler. Söz konusu borçlara, üzerinde mutabık kalınmış faiz oranları uygulanır ve anaparalar vade sonunda, yine başta anlaşılmış olan spot kur üzerinden diğer tarafa geri ödenir. Şekil 12'de tipik bir paralel kredi ile bunlardan kısmi farklılıklar gösteren back-to-back kredi akışı gösterilmektedir.



**Şekil: 12 Back-to-Back Krediler**



**Şekil: 13 Paralel Krediler**

Bu iki kredi türü arasındaki temel fark tamamen yapısaldir<sup>206</sup>. Paralel kredilerin back-to-back kredilerden tek farkı, kredi işleminin ana şirketler arasında değil de ana şirketler ile diğer tarafın bağlı şirketi arasında gerçekleşmektedir<sup>207</sup>.

Paralel borç'da, "A" Fransız firmasının Amerika'daki yavru firmasına (b), Amerikan doları cinsinden borç verir. Buna karşılık Fransız ana firma "B" ise Amerikan Şirketinin Fransa'daki yavru firmasına (A) Fransız frankı cinsinden borç verir. Back-to-back kredilerle ise "A", Fransa'daki "B" firmasına Amerikan doları cinsinden borç vermekte, buna karşılık Fransız firması da Amerikan firmasına Fransız frankı cinsinden kredi vermektedir. Vade süresince mutabık kalınmış faizler, anapara döviz cinsinden ve vade sonunda anapara, yine aynı döviz cinsinden karşı tarafa ödenir. Bu iki yöntem, özellikle sıkı kambiyo rejimlerinin hüküm sürdüğü dönemlerde oldukça yararlı işlev görmüştür. Bu kredilerden kaynaklanan bazı sorunlar ve diğer gelişmeler nedeniyle Paralel ve back-to-back krediler yerini döviz swap'larına bırakmıştır. Bu gelişmeleri şöyle sıralayabiliriz :

- Özellikle dökümantasyon gereklerinin karmaşıklığı.

<sup>206</sup> KIRIM, "Döviz ve Faiz Swap'ları", s. 30.

<sup>207</sup> ÖNCE, s.71.

- Bu tür borçlarda iki ayrı kredi anlaşması yapma zorunluluğu ve bağlı olarak iki yarı hak ve yükümlülükler dizisinin ortaya çıkması ve bunun yaratacağı hukuksal sorunlar.

- Back-to-back kredilerin bilançoya dahil olması, oysa swap'ların bilanço dışı özellik taşımaları.

- Giderek mali piyasaların deregülasyonu ile kısıtlayıcı hükümlerin azalması.

Tipik bir döviz swap'ında bir döviz cinsinden belirlenmiş ödemelerin (faiz ve anapara), bir başka döviz cinsinden belirlenmiş ödemelerle (faiz ve anapara) takas edilmesi sözkonusudur. İlk döviz swap'ları, swap'a taraf olan iki taraf arasında doğrudan oluşturulmasına rağmen sonraları swap'lar, aracı bankalar tarafından organize edilmeye başlanmıştır<sup>208</sup>.

Tipik bir para swap'ı üç aşamalı olarak gerçekleştirilir. Bunlar;

- Anaparaların değiştirilmesi : Swap işleminin başlangıcında iki taraf anaparaları anlaştıkları kur üzerinden (genellikle spot kur) değiştirir.

- Faizlerin swap süresi içinde periyodik olarak değiştirilmesi: Swap anlaşmasına göre, her iki taraf swap yaptıkları paralar için karşılıklı faiz öderler.

- Tarafların vade sonunda anaparaları birbirlerine iade etmesi : para swap'ında her iki taraf, swap sona erdiğinde geçerli kuru bildikleri için nihai yükümlülükler döviz riskine karşı tamamıyla korunmuş olur<sup>209</sup>.

Döviz swap'ları 2 yıldan 10 yıla kadar düzenlenebilmektedir<sup>210</sup>.

Döviz swap'larında en çok kullanılan para birimleri Alman markı, İngiliz sterlini, Japon yeni, İsviçre frangı, Kanada doları, Avustralya doları, ECU'dur.

Döviz swap'ın en önemli iki özelliği; Swapin farklı para cinsinden olması ve vade başında ve sonunda anaparaların el değiştirilmesidir. Döviz

<sup>208</sup> KIRIM, "Döviz ve Faiz Swap'ları", s. 30-31.

<sup>209</sup> GÜMÜŞELİ, s. 70-71.

<sup>210</sup> APAK, s.65.

swap'ı, sabit fazili para swap'ı sabit faizden değişken faize para swap'ı değişken faizden değişken faize para swap'ı olarak gerçekleştirmek mümkündür<sup>211</sup>.

### **2.2.1. Sabit Faizli Para Swap'ı**

Taraflar farklı dövizler cinsinden fakat spot kur üzerinden birbirine eşit / eşdeğer miktarda ve her biri sabit faiz üzerinden mutabık kalınmış anapara borçlanmasına giderler. Swap yolu ile taraflardan her biri diğerine hem faiz hem de anapara ödemesinde bulunacaktır<sup>212</sup>.

Sabit faizli para swap'ı bir örnek yardımıyla daha kolay açıklanabilir.

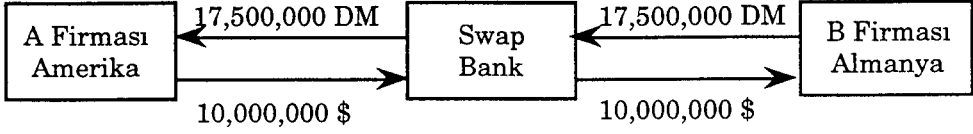
Çok uluslu bir Amerikan firması olan A firması, Almanya'daki bağlı şirketi ne kendi kaynaklarından 10,000,000 dolar kredi aktarmak istemektedir. Ancak Alman'yadaki şirketin mark ihtiyacı olduğundan, A firması bu 10 milyon doları marka çevirerek göndermeye karar verir. A firması, kredinin vade sonunda 10 milyon dolar anaparayı faizi ile dolar olarak geri almak ve vade sonunda kur değişikliği nedeniyle uğrayacağı zararı önlemek için swap yapmaya karar verir. Bunun için bir aracı bankaya (Swap Bank) müracaat eder. Banka bu işlemi yapmak için elindeki markları dolarla değiştirmek isteyen bir Alman firmasıyla (B firması) anlaşır ve swap şu şekilde gerçekleşir:<sup>213</sup>.

a) Anaparanın değiş tokuşu: Swap Bank her iki firmanın da talebini karşılayarak spot kur üzerinden ( $1\$ = 1.75 \text{ DM}$ ) \$ 10,000,000 dolar ile DM 17, 500,000 markı karşılıklı swap eder.

<sup>211</sup> ERTÜRK, s.25.

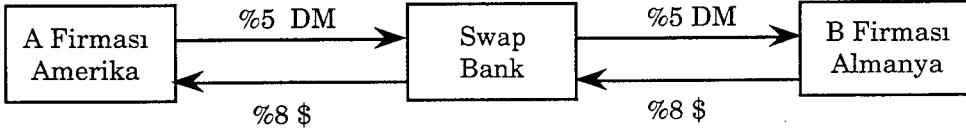
<sup>212</sup> KIRIM, "Döviz ve Faiz Swap'ları", s.33.

<sup>213</sup> GÜMÜŞELİ, s.71.



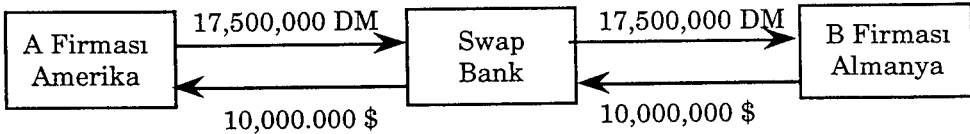
**Şekil: 14 Anapara Değiş Tokuşu**

b) Faizlerin değiş tokuşu : Swap vadesi boyunca A firması satın aldığı DM 17,500,000 mark için B firmasına % 5 faiz; B firmasında aldığı \$ 10,000,000 dolar için A firmasına % 8 faiz öder.



**Şekil: 15 Faiz Değiş Tokuşu**

c) Vade sonunda anaparaların iadesi : Vade sonunda A firması DM 17,500,000 markı; B firmasına; B firmasında \$ 10,000,000 doları A firmasına iade eder.



**Şekil: 16 Anaparaların İadesi**

Bu tür döviz swap'larında amaç, swap'a taraf olan kişi ve kuruluşların farklı döviz ve finans piyasalarındaki borçlanma yeteneklerini kullanarak, erişim imkanı olmayan dövizlerden borçlanma imkanları yaratmak, ya da daha cazip faiz hadleri elde etmektedir<sup>214</sup>.

### 2.2.2. Sabit Faizden - Değişken Faize Para Swap'ı

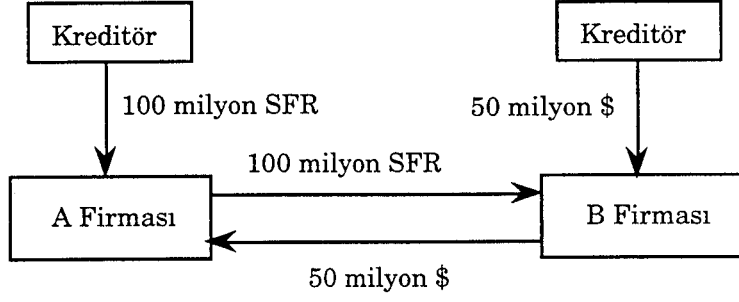
Normal şartlarda bir Alman firmasının, mark satın alırken, Amerikan firmasından daha ucuza alması beklenir. Alman firması Amerika'daki şubesi için dolar almak istediğinde ve Amerikan firması da Almanya'daki şubesinin ihtiyacı olan markı almak istediğinde, Alman firmasının mark, Amerikan firmasının da dolar satın alması iki taraf için de yararlı olur. Böylece her iki firma da kendi ülkelerinden borç almanın avantajını kullanır. Böyle bir durumda para swap'ı, Alman firmasının mark sorumluluğunu Amerikan dolar borcuna çevirmesine, Amerikan firmasının Amerikan dolar sorumluluğunu mark borcuna çevirmesine imkan verir.

Bütün para swapları gelecek dönemlerdeki farklı döviz cinslerinden nakit akışlarının alım ve satımıdır.

Aşağıdaki örnekte A firması yıllık % 4 faiz ödemeli, 5 yıl vadeli 100 milyon İsviçre Frankı borç bumuş, B firması ise 50 milyon doları (1\$ = 2 SFR) 5 yıl vadeli 6 aylık LIBOR + 1/2 faiz ödeme koşulu ile borçlanmıştır.

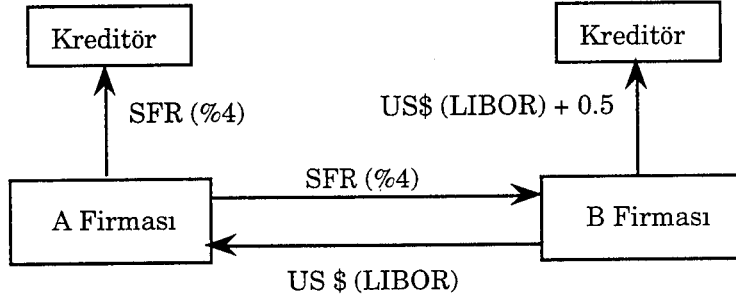
a) Anaparaların değiştirilmesi: Swap anlaşmasına göre A firması gelecekteki ödeme gününde B firmasının değişken faizli dolar borcunun faiz ve anapara ödemesini üstlenir. Buna karşılık B firması, A firmasının sabit faizli İsviçre Frankı borcunun faiz ve anapara ödemesini üstlenir.

<sup>214</sup> KIRIM, "Döviz ve Faiz Swap'ları", s. 33.



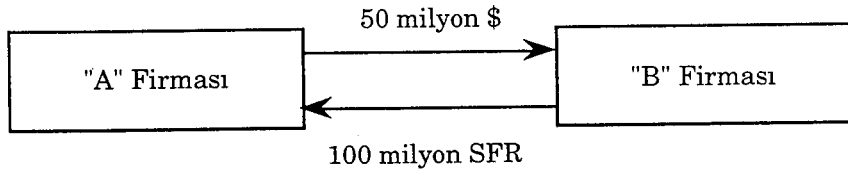
**Şekil: 17 Anapara Değişirilmesi**

b) Periyodik ödemeler (Faiz ödemeleri) :



**Şekil: 18 Periyodik Ödemeler**

c) Vade ve anaparaların değişimi :



**Şekil: 19 Vade ve Anaparaların Değişirilmesi**

Yukarıdaki işlemin sonucunda A firması, B firmasının sabit faizli İsviçre Frankı borcunu ödemede vekaleten borçlu gibi hareket eder. B firması da, A firmasının değişken faizli dolar borcu için vekaleten borçlanır.

### ***2.2.3. Değişken Faizden - Değişken Faize Para Swap'ı***

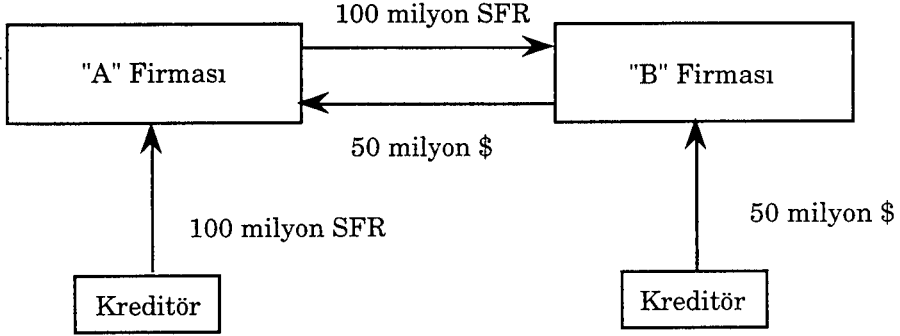
Sabit faizden sabit-faize ve sabit faizden-değişken faize para swap'ı piyasası gittikçe yaygınlaştırırken, piyasa katılımcıları önceden girilemeyen ya da göreceli olarak daha küçük değişken faiz, piyasalarına girebilme yollarını araştırdılar. Bunun sonucunda da değişken faizden değişken faize para swap'ı ortaya çıktı. Bu swap'lar, bir para biriminden değişken faiz ile borçlananların, bu borcu başka bir değişken faizli borca çevirebilmesine imkan sağlar. Böylece değişken faiz piyasalardaki karşılaştırılmalı borçlanma avantajlarından yararlanılmış olur. Bu durum, özellikle bu piyasaya hakim olan finansman merkezlerindeki büyük uluslararası bankalar açısından yararlıdır.

Değişken faizden değişken faize swap'lar, aslında vadeye kadar belli dönemler için yenilenen vadeli (forward) döviz anlaşmalarından farklı değildir. Uygulamada bu tür swap işlemleri vadeli anlaşmalara alternatif oluşturur. Bunun nedeni, vadeli anlaşmada her yenileme döneminde, alış ve satış kurları arasındaki spread ile vadeli ve spot kurları arasında oluşan farkın net nakit akışlarına etkisinden kaçınmaktır.

Ayrıca her iki taraf kendi yerel piyasalarında borçlandıkları ve bu borçlarını swap'a dahil ettikleri için, birbirlerinin yerel piyasada borçlanma avantajlarından da faydalanırlar.

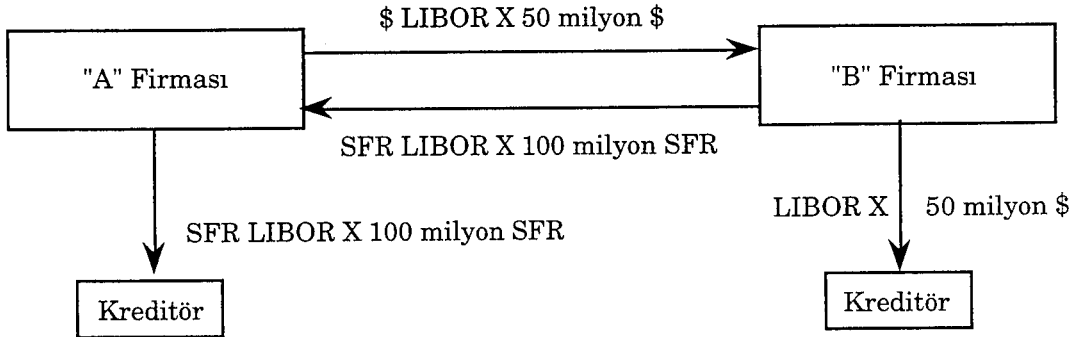
Bir önceki örnekte, A firmasının sabit faizli İsviçre frankı borcu yerine, değişken faizli İsviçre frankı borcu olduğunu varsayalım. Bu durumda ödemeler aşağıdaki gibi gerçekleşir<sup>215</sup>.

a) Başlangıçtaki anapara değişimi :



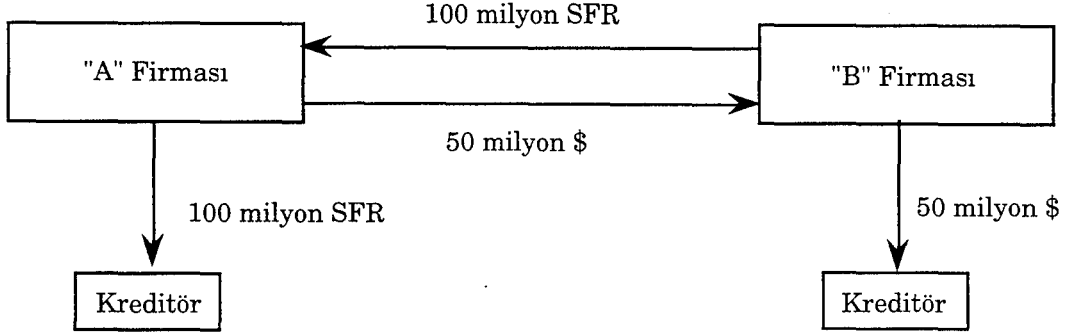
**Şekil: 20 Anapara Değişimi**

b) Gelecekteki periyodik faiz ödemeleri:



**Şekil:21 Periyodik Ödemeler**

c) Vade sonunda anapara geri ödemeleri :



Şekil: 22 Anapara Geri Ödemeleri

#### IV.DÖVİZ OPSİYON KONTRATLARI (CURRENCY OPTION CONTRACTS)

Finans piyasaları, döviz üzerinden borçlu ya da alacaklı olan firmaların döviz kuru dalgalanmaları sonucu doğacak risklerden korunmalarını sağlamak için yeni teknikler geliştirmektedir. Bu finansal araçlardan biri de dış tiracet firmalarının döviz kuru riskinden korunmak (hedging) için kullanabilecekleri döviz opsiyonlarıdır.

Dövizlere ilgili olarak opsiyon anlaşması ilk defa 1982 yılında Montreal Borsasında Kanada Doları için yapılmıştır<sup>216</sup>. Döviz opsiyonları vadeli ve gelecek kontratlarına oranla daha esnektir. Çünkü vadeli veya gelecek piyasalarında işlem yapan bir firma, döviz fiyatının lehine gelişmesi durumunda ise firma bu piyasalarda işlem yaptığı için olası kararlardan da yararlanmaktadır. Döviz opsiyonlarının ise döviz kuru riskini önlemenin ötesinde dalgalanmalar sonucu kâr elde etme imkânında veren bir aracı olması, döviz opsiyonlarına diğer finansal araçlara göre daha esnek yapı kazandırmaktadır.

<sup>216</sup> GÜMÜŞELİ, s.56.

# DÖVİZ OPSİYON KONTRALLARI

## 1. TANIM

Opsiyon işlemleri döviz, faiz, hisse senedi, hisse senedi endeksi ve emtia ürünleri (altın, gümüş gibi) üzerinde alınıp satılmaktadır. Genel olarak opsiyon tanımı, bir opsiyon satın alan tarafa herhangi bir ürünün fiyatı bugünden sabitlenmek koşulu ile bu ürünü ileri bir vadede satın alma ya da satma hakkını veren bir anlaşmadır<sup>217</sup>. Bu tanıma bağlı olarak döviz opsiyonları, yabancı paraları önceden belirlenmiş temel bir fiyat üzerinden gelecekteki bir tarihte satın alma veya satma hakkıdır<sup>218</sup>. Opsiyonu satın alan taraf belirli bir fiyat üzerinden sözkonusu ürünü (döviz) satın alma ya da almama keyfiyetini elde etmektedir. Diğer yandan opsiyonu satan taraf, opsiyon alıcısı talep ettiği takdirde bu ürünü (döviz) başta anlaşılmış olan fiyat üzerinden teslim etme yükümlülüğünü üstlenmektedir. Görüldüğü gibi opsiyon satın alan taraf bir hak ya da keyfiyet elde etmekte, satan taraf ise bir yükümlülük altına girmektedir. Bu aşamada opsiyona taraf olanları yukarıdaki tanımlar doğrultusunda belirlemek faydalı olacaktır. Herhangi bir opsiyonu, ya da bir başka deyişle sözkonusu ürünü (dövizi) belirlenmiş olan bir fiyat üzerinden ileri bir vadede satın almada ya da satma hakkını alan taraf opsiyon alan (option buyer), bu hakkı satan tarafa ise opsiyon satan (option writer) adı verilir. Opsiyon satma işlemi genelde opsiyon yazmak şeklinde tabir edilir<sup>219</sup>. Opsiyon vade tarihine kadar kullanılmazsa değersiz duruma gelir ve satıcının yükümlülükleri ortadan kalkar. Opsiyona girmek için ise alıcı, satıcının üstlenmiş olduğu yükümlülüklerine karşılık

- <sup>217</sup> Arman KIRIM, "Mali Resk Yönetimi Açısından Döviz ve Faiz Opsiyonları", **Bankacılar**, Yıl 2, Sayı 5, Temmuz 1991, s.38.
- <sup>218</sup> İhsan ERSAN, "Döviz Opsiyonları", **Para ve Sermaye Piyasası Dergisi**, Yıl: 8, Sayı:89, Temmuz 1986, s.36.
- <sup>219</sup> KIRIM, "Mali Risk Yönetimi Açısından Döviz ve Faiz Opsiyonları", s.38.

ona belli bir prim öder<sup>220</sup>.

Döviz üzerinden yapılan opsiyon işlemi kullanıcısına kâr potansiyelini sınırlamadan döviz kuru garanti edilir. Zarar durumunda ise zarar primi tamamı ya da bir kısmı ile sınırlı kalırken bundan daha fazla zarar olmaz<sup>221</sup>. Döviz opsiyonları iki temel amaçla kullanılmaktadır. Bunlar döviz kuru riskinden korunma (hedging) ve spekülasyon (trading). Opsiyonlar, bankaların pozisyon yönetimi, firmaların döviz yükümlülükleri ve gelirlerinin kur riski yönetimi, devletlerin döviz cinsinden borçlarının yaratabileceği kur riskini belirli bir prim karşılığında kur garantisi sağlamak suretiyle ortadan kaldırılabılır<sup>222</sup>.

Bankalar, portföy yöneticileri, firmalar ve bireyler döviz opsiyonlarının kullanıcıları arasında sayılabilirler.

## 2. TÜRLERİ

### **Satın Alma ve Satma Opsiyonları:**

Tüm opsiyonlar satın alma (Call) ve satma (Put) opsiyonu olmak üzere ikiye ayrılır<sup>223</sup>. Opsiyon alan kişi, belli bir ürünün belirli miktarını, önceden belirlenmiş olan kullanma fiyatı üzerinden ileri bir tarihte satın alma hakkını kazanır. Satma opsiyonu ise alıcısına ilgili dövizini yine önceden belirlenmiş kullanma fiyatı üzerinden satma hakkını verir. Her iki opsiyon türünde de satıcı için yani opsiyonu yazan taraf için anlaşma koşullarını yerine getirmek bir hak değil, bir zorunluluktur. Opsiyon sahibi, ister satma isterse alma opsiyonu olsun, her iki durumda da opsiyon satın almaktadır

<sup>220</sup> Levent VARLIK, "Opsiyonlar", *Para ve Sermaye Piyasası Dergisi*, Yıl: 8, Sayı:105, Kasım 1987, s.26.

<sup>221</sup> MTO Türkiye Milli Komitesi, s.29-33.

<sup>222</sup> KIRIM, "Mali Risk Yönetimi Açısından Döviz ve Faiz Opsiyonları", s.40.

<sup>223</sup> ÖNCE, s.96.

ve bunun karşılığında bir prim ödemek zorundadır<sup>224</sup>. Yani satın alma opsiyonunda da satma opsiyonunda da belirleyici rolü olan taraf alıcıdır. Satıcı ise alıcının isteği doğrultusunda yükümlülüğünü yerine getirmek zorundadır<sup>225</sup>. Kısaca gerek satın alma gerekse satma opsiyonu satın alan alıcının isteğine göre satıcı, satın alma opsiyonunda sözkonusu döviz satmak, satma opsiyonunda da sözkonusu döviz satın almak zorundadır. Satıcı bu zorunluluğu ya da yükümlülüğü karşısında sadece belli bir prim elde etmektedir.

### 3. DÖVİZ OPSİYON İŞLEM STİLLERİ

**Avrupa ve Amerikan Opsiyonları:** Amerikan stili opsiyonlarına sahip olan bir alıcı elindeki opsiyonları vadesinden önce herhangi bir tarihte ya da vadesinde işleme koyabilir. Avrupa stili opsiyonları ise alıcısına sadece daha önceden anlaşılan vadede işlem yapma hakkını verir. Bu sebeptendir ki, Amerikan opsiyonları vadesinden önce de kullanılabilme hakkı verdiği için Avrupa opsiyonlarına göre daha esnektir<sup>226</sup>.

### 4. DÖVİZ OPSİYON PİYASALARI

Opsiyon piyasaları, belirli standart özelliklerin belirleyici olduğu borsa opsiyon piyasaları ile esnekliğin hakim olduğu banka (OTC) opsiyon piyasaları olmak üzere ikiye ayrılmaktadır<sup>227</sup>.

<sup>224</sup> KIRIM, "Mali Risk Yönetimi Açısından Döviz ve Faiz Opsiyonları", .. s.39.

<sup>225</sup> ÖNCE, s.97.

<sup>226</sup> MTO, Türkiye Milli Komitesi, s.30.

#### 4.1. Banka Opsiyonları (Interbank veya Over-the-Counter Options)

Opsiyonlar ilk olarak bu piyasada ortaya çıkmışlardır. Büyük ve küçük firma yöneticilerinin döviz risklerine karşı korunma amacıyla opsiyon alıp sattıkları bir piyasadır. Takas merkezi sistemi olmadığı için kredi riski, opsiyonu satan taraf tarafından gözönüne alınmalı ve opsiyonu satan bankanın kontratın şartlarının gerektiğinde yerine getirip getirmeyeceği dikkatle tartılmalıdır. Kredi riski nedeniyle bankalar kişilerin opsiyon yazmalarına sıcak bakmazlar. Bu piyasada opsiyonların büyüklüğü ve şartları tarafların ihtiyaçları doğrultusunda şekillendirilebilmektedirler. Bu sebeple borsa opsiyonlarına göre daha esnekler<sup>228</sup>.

Banka (OTC) opsiyonları, müşteri ile banka arasında ve bire-bir bazda karşılıklı olarak alınıp satılırlar. İlerde inceleyeceğimiz borsa opsiyonlarında yer alan standart özelliklerin hiç biri banka opsiyonlarında geçerli değildir. Banka opsiyonlarının en temel özelliği esnekliktir. Yani miktar, vade ve kullanma fiyatları müşteri gereksinmelerine göre belirlenir. Vadeler daha uzundur; takas merkezi gibi bir risk üstlenici kurum yoktur. OTC döviz opsiyon piyasasında opsiyonlar Amerikan dolarına karşı olma zorunda değildir, çarpraz döviz opsiyonu yapmak mümkündür<sup>229</sup>.

<sup>227</sup> KIRIM, “Mali Risk Yönetimi Açısından Döviz ve Faiz Opsiyonları”, s.39  
40.

<sup>228</sup> APAK, s.46-47.

<sup>229</sup> KIRIM, “Mali Risk Yönetimi Açısından Döviz ve Faiz Opsiyonları”, s.40.

## 4.2. Borsa Opsiyonları (Exchange-Traded Options)

Borsada işlem gören döviz opsiyonları spot dövizler ve döviz gelecek (futures) kontratları üzerine yazılan opsiyon kontratlarıdır.

### 4.2.1. Doğrudan Spot Döviz Üzerine Yazılan Opsiyonlar

Spot dövizler üzerine yazılan opsiyonların kullanılması durumunda opsiyon sahibine kontrat miktarı kadar spot döviz teslim edilir ya da alınır<sup>230</sup>. Bu tip opsiyonlar adından da anlaşılacağı gibi doğrudan dövizin kendisi üzerine yazılırlar. Vade sonunda veya vadeden önce kullanılmaları durumunda kâr ve zarar durumları o andaki spot döviz kuruna göre hesaplanır. Opsiyonun kullanılması durumunda üzerine opsiyon yazılan dövizin teslimatı gerekmektedir<sup>231</sup>.

Bu tip opsiyonlar ilk olarak daha önce değinildiği gibi 1982 yılında Montreal Borsası'nda Kanada doları için yapılmıştır. Aynı yılda ABD'de Philadelphia Borsası standart hale getirilmiş döviz opsiyonlarını piyasaya sürmüştür. Bu borsa da işlem hacmi çok derin olup, tek bir işlemde 2,000 kontrat alınıp satıldığı görülmektedir. Philadelphia Borsası'nda sekiz ana döviz üzerinden opsiyon alım satımı yapılabilmektedir. Avrupa Para Birimi (ECU) üzerine yazılan opsiyonlar ise sadece Amerika tipi olabilmektedir.

Her bir döviz opsiyonu 1, 2, 3, 6, 9, ve 12 ay vade ile piyasaya sürülmektedir. İlk ay sona erdiğinde yeni bir seri piyasaya sürülmektedir.

<sup>230</sup> KIRIM, "Mali Risk Yönetimi Açısından Döviz ve Faiz Opsiyonları",s.40.

<sup>231</sup> APAK, s.47.

Her yeni seri için asgari beş kullanım fiyatı kote edilir. Spot fiyat en yüksek ya da en düşük kullanım fiyatına eriştiğinde yeni bir kullanım kotasyonu ilave edilir. Vade sonu ayları Mart, Haziran, Eylül ve Aralık olarak düzenlenmiştir. Ayrıca vade sonu ayından önceki gelen iki ayda da işlem yapılmaktadır. Her opsiyonun vade sonu günü, vade ayının üçüncü Çarşambasından önce gelen ilk cumartesi olarak kararlaştırılmıştır<sup>232</sup>.

#### ***4.2.2. Gelecek Döviz Kontratları Üzerine Yazılan Opsiyon Kontratları***

Gelecek kontratları üzerine yazılan opsiyonların kullanılma durumunda opsiyon sahibine satın almış olduğu kontrat tutarı kadar gelecek kontratı teslim edilir<sup>233</sup>. Bu tip opsiyonun alıcısı opsiyonunu kullandığı zaman belirli bir fiyat üzerinden bir döviz gelecek kontratında bir pozisyona sahip olmaktadır. Bu tip bir alma opsiyonu sahibi opsiyonunu kullandığı takdirde bir döviz gelecek kontratını satın alma hakkına sahip olmaktadır. Bir satma opsiyonu sahibi ise bir döviz gelecek kontratını satmaya hak kazanmaktadır. Opsiyonun kullanılması ve karşısında elde edilen gelecek pozisyonun vade sonunda kullanılması durumunda ise döviz teslimatı yapılmaktadır. Bu tip opsiyonlar gelecek kontratları üzerine yazıldıkları halde alıcılardan marjin istenmez. Marjin ancak opsiyon kullanılır ve gelecek kontratında pozisyon alınır ise istenir. Opsiyon satıcılarından ise marjin her durumda aranmaktadır.

Bu tip opsiyonlar ilk defa 1984 yılında Chicago Borsasında (Chicago Mercantile Exchange Intex and Optian Market) ortaya çıkmıştır. Yine aynı borsaya bağlı gelecek borsası International Monetary Market'deki döviz

<sup>232</sup> APAK, s.47.

<sup>233</sup> KIRIM, "Mali Risk Yönetimi Açısından Döviz ve Faiz Opsiyonları", s.40.

gelecek kontratları üzerine yazılı opsiyonlar alınıp satılmaktadır. Opsiyonlar Mart, Haziran, Eylül ve Aralık aylarına ait gelecek kontratları üzerine yazılmıştır. Opsiyonlar altı döviz üzerine yazılı gelecek kontratları için yazılmışlardır.

Yeri gelmişken gelecek kontratları üzerine yazılan opsiyon kontratı ile gelecek kontratı arasındaki farkı belirtmemiz yararlı olacaktır. Gelecek kontratın ve vade sonunda eğer kontrat daha önce tersine çevrilmemişse mutlaka bir dövizin diğeriyle takası zorunluyken; opsiyonlarda ise, vade sonunda dezavantajlı bir durum ile karşılığında opsiyonun kullanılmama keyfiyetinin olması ve opsiyon kullanılmadığı takdirde herhangi yükümlülüğün bulunmamasıdır. Bu durumda kayıp sadece primle sınırlı olmaktadır<sup>234</sup>. Ancak burada opsiyonu kullanıp kullanmama keyfiyeti sadece alıcı için geçerlidir. Opsiyon sahibi ister alma opsiyonu isterse satma opsiyonu olsun, her iki durumda da opsiyon satın almaktadır. Bu sözkonusu alma ve satma opsiyonu alıcısının kullanma keyfiyeti karşısında satıcı ise alıcının keyfiyetine göre hareket etme zorunluluğu bulunmaktadır.

### **4.3. Borsa Opsiyonlarının Temel Yapısı**

#### **4.3.1. Standardizasyon**

Borsalarda her bir dövize opsiyon kontratları büyüklük, vade, stil, fiyat kotasyon aralığı, minimum artımsal hareket, vade bitim gün ve saatleri açısından standart hale getirilmiştir. Philadelphia Borsası'nda

---

<sup>234</sup> APAK, s.48-49.

işlem gören bir döviz opsiyon kontratının standart büyüklüğü şu miktarlarda döviz içerirler<sup>235</sup>.

---

**Philedelphia Borsasında Döviz Opsiyonları**

---

Döviz	Sembol	Kontrat Büyüklüğü
Avusturalya Doları	AD	A\$50,000
İngiliz Sterlini	BP	E12,000
Kanada Doları	CD	C\$50,000
Alman Markı	DM	DM62,500
Fransız Frangı	FF	FF125,000
Japon Yeni	JF	V6,250,000
İsviçre Frangı	SF	ECU62,500
ECU	ECU	ECU62,500

---

**Tablo: 9 Kontrat Büyüklükleri**

Opsiyon satın almak isteyen bir kişi sözkonusu dövizin bu miktarlarından aşağı veya yukarı miktarda alamaz ancak ve ancak bu miktarların katları kadar döviz opsiyonu satın alabilir. Örneğin 35,000 Sterlinlik opsiyon almak mümkün değildir. Kontrat büyüklüğünün yanısıra opsiyon vadelerine sahiptir. Yine Philedelphia opsiyon borsasını ele alırsak bu borsada vade standartları Mart, Haziran, Eylül ve Aralık ayları için düzenlenmiştir. Aynı şekilde kullanma fiyatlarının kotasyonuna da

---

<sup>235</sup> APAK, S. 47.

standartlaşma getirilmiştir. Örneğin Sterlin opsiyon kontratlarında kullanma fiyatları, kontratın ilk borsaya sunulduğu günkü spot kurdan 2.5 cent aralıklarla kote edilirler. Alman markında 0.5 cent aralıklarla kotasyon mümkündür. Borsa döviz opsiyonları yalnızca belli başlı sağlam dövizler üzerinden satılırlar ve tüm döviz opsiyonları Amerikan dolarına karşıdır. Yani bir sterlin alma opsiyonunu kullandığınızda Amerikan dolarına karşıdır. Yani bir sterlin alma opsiyonunu kullandığınızda, dolar teslim eder ve bunun karşılığında sterlin satın alırsınız<sup>236</sup>. Vade bitim tarihi ise vade sonu ayının üçüncü Çarşambasından bir önceki Cumartesi günü saat oniki olarak düzenlenmiştir<sup>237</sup>. Ancak belirlemiş olan bütün bu standartlar opsiyonun esnekliğini azaltmaktadır.

#### ***4.3.2. Halka Açık Fiyatlandırma***

Borsa opsiyonlarında fiyatları, yani opsiyon primleri, halka açık bir şekilde ve yüksek sesle pazarlık (open outcry) yöntemine göre yapılır. Bu nedenle tamamen arz ve talep koşulları nihai fiyatları belirler<sup>238</sup>. Tüm işlem bilgileri kamuya Reuters veya Telerate gibi sistemlerle ilan edilir.

#### ***4.3.3. Takas Merkezi***

Opsiyon borsalarında sistemin güvencesi takas merkezi aracılığıyla sağlanmaktadır. Takas merkezi alım işlemine satan taraf ve her alım işleminde de alan taraf rolünü üstlemektedir. Bunun sonucu olarak karşı

<sup>236</sup> KIRIM, "Mali Risk Yönetimi Açısından Döviz ve Faiz Opsiyonları", s.40.

<sup>237</sup> APAK, s.49.

<sup>238</sup> KIRIM, "Mali Risk Yönetimi Açısından Döviz ve Faiz Opsiyonları", s.40.

tarafın riskini kendi üzerine almaktadır<sup>239</sup>.

Opsiyonu satan ve satın alan aralarında prim konusunda anlaşıldıktan sonra takas merkezi devreye girer. Alıcı ve satıcı arasındaki direkt bağlantı burada biter. Kontratın vadesi geldiğinde, kontratın şartlarının yerine getirilmesini alıcıya garanti eder<sup>240</sup>.

#### **4.3.4. Marjin Sistemi**

Opsiyon satın alan tarafın riski, yatırmış olduğu prim ile sınırlıdır ve ödediği bu prim karşılığında ürün teslimi veya teslim alınması işinde vazgeçme hakkını satın almaktadır. Buna karşılık opsiyon satan tarafın kazancı aldığı prim ile sınırlıyken zarar ihtimali sonsuzdur. Bu nedenle opsiyon satan tarafın aleyhte fiyat gelişmeleri durumunda bu işten vazgeçme dürtüsü oldukça kuvvetli bir olasılıktır. Ancak opsiyon satan taraf teslimattan vazgeçemez. Bu nedenle opsiyon satan tarafın yükümlülüğünü yerine getirmeme riskini kaldırmak için takas merkezi opsiyon satandan bir depozit (teminat) talep eder. Bu teminata marjin adı verilir ve her gün sonunda opsiyon satanın zarar ve kâr durumları değerlendirilip teminatın yinelenmesi talep edilir veya bir kısmı iade edilir<sup>241</sup>.

---

239 KIRIM, “Mali Risk Yönetimi Açısından Döviz ve Faiz Opsiyonları”, s.40

240 APAK, s.50.

241 KIRIM, “Mali Risk Yönetimi Açısından Döviz ve Faiz Opsiyonları”, s.40.

## 5 OPSİYONUN TEMEL ÖZELLİKLERİ

### 5.1. Döviz Opsiyonlarının Fiyatlandırılması (Prim)

Opsiyonu satan (yazan) taraf, opsiyonu alan tarafa bir fiyat garantisi hizmeti vermekte ve bu nedenle de fiyatlardaki olası değişmelerin yaratacağı riski kendisi üstlenmektedir. Bir başka deyişle opsiyon alan tarafa bir sigorta hizmeti vermektedir. Verilen bu fiyat garantisi hizmeti karşılığında opsiyon satan taraf, alan taraftan bir fiyat talep eder. Bu fiyata opsiyonun primi adı verilir. Herhangi bir opsiyon alabilmek için, opsiyon alan opsiyon alan taraf, anlaşmış olduğu ürün miktarı için, her bir ürün başına belli bir prim ödemek zorundadır. Primler borsalarda peşin olarak ödenirler ve opsiyon kullanılsın ya da kullanılsın primler hiç bir zaman geri ödenmezler<sup>242</sup>. Opsiyonu alan tarafın zararı ödediği primle sınırlı kalırken kârı sınırsızdır. Opsiyon satan taraf için ise zarar sınırsızken kâr primle sınırlı kalmaktadır.

Döviz opsiyonların fiyatları (primleri) temelde şu dört unsur tarafından belirlenir: içsel değer, zaman değeri, dalgalanırken (volatility) ve faiz hadleri (ya da faiz hadleri farklılıkları).

İçsel değer ve zaman değeri primin ana unsurlarıdır. İçsel değer, kullanma fiyatı ile spot fiyat arasındaki farka eşittir. Opsiyonun yazıldığı andan vade sonuna kadar olan zaman dilimi içinde herhangi bir anda kullanılması durumunda<sup>243</sup> opsiyonun kullanma fiyatı ile opsiyonun kontratındaki dövizin (finansal aracın) piyasa fiyatı (spot) arasındaki fark,

<sup>242</sup> KIRIM, “Mali Risk Yönetimi Açısından Döviz ve Faiz Opsiyonları”, s.38.

<sup>243</sup> APAK, s.38.

eğer alıcı lehine ise opsiyonun içsel değeri olmaktadır. Bu durumda satın alma opsiyonu için içsel değer, spot fiyatın kullanma fiyatını aşan kısmı; satma opsiyonu için ise kullanma fiyatının spot fiyatı aşan kısmıdır. Primi oluşturan faktörlerden içsel değer, ilgili kalemin fiyatında meydana gelen değişmelere bağlı olarak artabilir, azalabilir veya değişmeden kalabilir. Opsiyonun içsel değeri, kullanma fiyatı ve spot fiyatına bağlı olarak yani kârda, zararda veya başabaşta oluşuna göre değişmektedir. Zararda ve başabaşta opsiyonlarda içsel değer yoktur ve ödenen primin tamamı zaman değerini göstermektedir. Örneğin, Sterline ilişkin spot kur \$1.55/BP'dir. Değişik kullanma fiyatlarında primi oluşturan ana unsurları aşağıdaki tabloda gösterebiliriz:

	Kullanma Fiyatı	Prim	= İçsel Değer	+ Zaman Değeri
Kârda Opsiyon	\$1.50 call	\$0.0530	\$0.0500	\$0.0030
Başabaş Opsiyon	\$1.55 Call	\$0.0125	----	\$0.125
Zararda Opsiyon	\$1.60 Call	\$0.0060	----	\$0.0060

**Tablo: 10 Opsiyon Kullanma Fiyatı**

Hedge olarak kullanılan opsiyonlar için içsel değerde meydana gelen değişmeler, hedge ile sağlanan korunmanın miktarını temsil eder<sup>244</sup>. Tablodan da görüleceği gibi içsel değer döviz opsiyonların fiyatına (primine)

<sup>244</sup> ÖNCE, s.100, den William P. HAUWORDTH II-Lailani MODY, "An Accountant's Option Primler: Puts and Calls Demystified", **Journal of Accountancy**, Fanuary 1987, s.97.)

yansımaktadır.

Bir opsiyon için zaman değeri, opsiyonun primi ile içsel değeri arasındaki farktır. Zaman değeri, ilgili para ve diğer para arasındaki faiz farklılıklarının ilgili paranın fiyat hareketliliğinin satın alan tarafından opsiyon süresince riskten korunmasının maliyetini temsil eder. Eğer opsiyonun içsel değeri yoksa o opsiyonun primi, opsiyonun zaman değerini yansıtır<sup>245</sup>. Vadeye olan zaman ne denli uzak ise kurların tahmini de o denli zor ve opsiyon satan açısından opsiyon yazmak o denli risklidir. Bu nedenle zaman, primlerin önemli bir belirleyeni olmakta ve uzun vadeli opsiyonların primleri kısa vadeli opsiyonlardan daha yüksek olmaktadır. Vade yaklaştıkça opsiyon primi azalmaktadır.

Spot döviz kurunun dalgalanırılığı (volatility) ne denli yüksek ise, kurun opsiyon vadesinde opsiyon satan aleyhine değişme olasılığı ve riski o denli fazla olur. Bu nedenle dalgalanırılığa bağlı olarak opsiyonun primi artar veya azalır. Dalgalanırılık, sözkonusu döviz kurunun günlük yüzde cinsinden değişmelerinin belirli dönem içindeki standart sapması ile olacaktır<sup>246</sup>.

Opsiyon primi peşin ödendiği ve bu peşin ödenen paranın bir başka yatırım aracında değerlendirilmesi halinde elde edilebilecek gelirden mahrum kalındığı (fırsat maliyeti) için primler kısa dönem faiz oranlarından etkilenirler. Fırsat maliyeti arttığı durumlarda (kısa dönem faiz oranlarının yükselmesi) gelecek (futures) üzerine yazılmış opsiyonlarda primlerinde düşme olur. Ancak, doğrudan ürünler üzerine yazılmış opsiyonlarda ise faiz oranlarının yükselmesi alma opsiyonu primlerini artıracak, satma opsiyonu primlerini ise düşürecektir.

Döviz tutma ile satma opsiyonu satın alma ve döviz satma ile alma opsiyonu satın alma alternatif stratejilerdir. Spot kurların değişmediğini varsayarsak, dolar faizleri ile yabancı döviz faizi arasındaki farkın dolar lehine seyretmesi durumunda döviz alma yabancı döviz faizi arasındaki

<sup>245</sup> ÖNCE, s.100.

<sup>246</sup> KIRIM, "Mali Risk Yönetimi Açısından Döviz ve Faiz Opsiyonları", s.42.

dengenin dolar aleyhine seyretmesi durumunda ise döviz satma opsiyonu primi yükselir, döviz alma opsiyonu primi düşer<sup>247</sup>.

## 5.2. Kullanma Fiyatı (Strike Price)

Eğer opsiyonu satın alan taraf opsiyonda anlaşılmış olan fiyat üzerinden ürünleri satın almaya karar verirse bu kişi, sözkonusu opsiyonu kullanmış olur. Eğer vazgeçerse opsiyon terkedilir. Opsiyonu kullanması durumunda geçerli olacak ve başlangıçta anlaşılmış olan fiyat opsiyonun kullanma fiyatı (strike price) adı verilir. Borsalarda satılan opsiyonlarda belirli sayıda kullanma fiyatı tercihi verilmektedir ve opsiyon alan taraf bu fiyatlar arasında seçme hakkına sahiptir<sup>248</sup>. Herbir opsiyon için en az beş kullanma fiyatı kote edilir. Kullanma fiyatlarına ilişkin kotasyonlar, spot fiyata göre 2.5 cent aralıklarla yapılır. Örneğin, Sterlinin spot fiyatı \$1.40 ise call ve pot opsiyonlar için kullanma fiyatları \$1.35, 1.375, 1.40, 1.425 ve 1.45 olarak kote edilecektir<sup>249</sup>.

## 5.3. Kârda (in-the-money), Zararda (out-of-the-money) ve Başabaş (at-the-money) Opsiyonlar

Alma ve satma opsiyon alıcısı ile satıcısı arasında başlangıçta anlaşılan ve vadesinden önce ya da vade sonunda kullanılması durumunda geçerli olan fiyat kullanma fiyatıdır. Kullanma fiyatı ile piyasa fiyatı (döviz

<sup>247</sup> APAK, s.40.

<sup>248</sup> KIRIM, "Mali Risk Yönetimi Açısından Döviz ve Faiz Opsiyonları", s.39.

<sup>249</sup> ÖNCE, s.101.

kontratları için spot döviz kuru) arasındaki ilişki oldukça önemlidir. Opsiyon alıcısının, satıcı ile anlaşmayı yerine getirme ve getirmeme keyfiyetine sahip olduğunu biliyoruz. Alıcı keyfiyetini yerine getirirken, anlaştığı fiyat (anlaşmanın yerine getirilmesi halinde kullanma fiyatı) ile piyasa fiyatını karşılaştırır.

Kullanma fiyatı ile piyasa fiyatı arasındaki ilişkiyi açıklarsak. Bir alma opsiyonunda kullanma fiyatı, piyasa fiyatından küçük olursa buna kâr getiren ya da kârda opsiyon (in-the-money option), kullanma fiyatı piyasa fiyatına piyasa fiyatına eşit olursa başabaş opsiyon (at-the-money option) ve kullanma fiyatı piyasa fiyatından büyük olursa buna da zararda opsiyon (out-of-the-money option) denir. Diğer taraftan bir satma opsiyonunda ise kullanma fiyatı piyasa fiyatından büyük olursa kârda, eşit olursa başabaş ve küçük olursa zararda opsiyon denir. Aşağıdaki tabloda yukarıda açıkladığımız durumları daha net görebiliriz:

	Piyas.Fiy.>Kulla.Fiy.	Piya.Fiy.=Kulla.Fiy.Piya.	Fiy.<Kulla.Fiy.
ALMA OPSİYONU	KÂRDA OPSİYON Gerçek Değer>0	BAŞABAŞ OPSİYON Gerçek Değer=0	ZARARDA OPSİYON Gerçek Değer<0
SATMA OPSİYONU	ZARARDA OPSİYON Gerçek Değer<0	BAŞABAŞ OPSİYON Gerçek Değer=0	KÂRDA OPSİYON Gerçek Değer>0

**Tablo: 11 Kârda, Başabaşta ve Zararda Opsiyonlar**

Kârda olan opsiyonlar hem içsel değerinde hem de zaman değerine sahipken başa baş ve zararda opsiyonlar ise sadece zaman değerine

sahiptir<sup>250</sup>. Kârda opsiyonlar her zaman başabaş ve zararda opsiyonlardan daha pahalıdırlar, ancak buna karşılık opsiyon sahibine daha yüksek bir risk korunma düzeyi sağlarlar. Opsiyon sahibi hangi kur seviyesinden itibaren korunmak ister ve opsiyona ne kadar prim ödemeye hazır ise ona göre bir kullanma fiyatı seçecektir.

## **6. DÖVİZ OPSİYON KONTRATLARI İLE DIŞ TİCARET FİRMALARININ DÖVİZ KURU RİSKİNDEN KORUNMASI (HEDGING)**

Döviz opsiyonları iki temel amaçla kullanılırlar. Birincisi, döviz kuru riskinden korunma (hedging), ikincisi kâr sağlamak (spekülasyon veya arbitraj). Döviz opsiyonlarıyla işlem yapanların amaçları farklı olsa da kullanacakları stratejiler aynı olmaktadır. Opsiyon piyasası oldukça dinamik ve esnek bir yapıya sahiptir. Opsiyon piyasasında işlem yapmak isteyen taraflar hem opsiyon satın alabilirler hem de satabilirler yani opsiyon yazabilirler (writing)<sup>251</sup>.

Kur riskinden korunmak amacıyla opsiyon piyasalarını kullanan taraf, döviz spot hareketleri hakkında mutlaka bir beklentiye sahip olması gerekmektedir. Zira farklı kullanma fiyatları arasında hangisinin seçileceği, büyük ölçüde kurların olası değişim yönü ve boyutu hakkında bir beklenti olmasına bağlıdır. Aynı zamanda bu tür beklentiler bazı durumlarda opsiyondan çok daha ucuz bir hedging aracı olan vadeli (forward) anlaşmayı daha cazip kılabilir<sup>252</sup>.

---

250 ÖNCE, s.102.

251 ÖNCE, s.103.

252 KIRIM, "Mali Risk Yönetimi Açısından Döviz ve Faiz Opsiyonları", s.42.

Firmaların risk yönetimindeki tutumları ve kararları doğrultusunda opsiyon piyasasındaki işlem şekilleri de farklı olmaktadır. Örneğin firma, aynı kullanma fiyatına ve vadesine sahip bir satın alma ve satma opsiyonunu aynı anda satın alabilir. Farklı kullanma fiyatı veya farklı vadeye sahip aynı türde bir opsiyon (satma veya satın alma) hem alınıp hem de yazılabilir. Yine daha farklı bir opsiyon işlem şeklinde, birisi düşük diğeri yüksek kullanma fiyatından aynı türde (satma veya satın alma) iki opsiyon satılır. Opsiyonların bunlara benzer şekilde değişik işlem şekilleri de vardır.

Firmalar tarafından en yaygın olarak kullanılan strateji, bir satın alma veya satma opsiyonu satın almaktır. Satın alma opsiyonu alan taraf, döviz kurundaki artış nedeniyle kâr elde etmeyi bekler. Satma opsiyonu satın alan taraf ise döviz kurlarındaki düşüşten bir kâr sağlamayı bekler<sup>253</sup>. Bu açıklamalar çerçevesinde konunun daha iyi anlaşılması için ithalatçı ve ihracatçı açısından birer örnek olayla döviz kuru riskinden firmaların nasıl korunacağını gösterelim. Örneğimizde önce bir İngiliz firmasının ithalat borcunu daha sonra da başka bir İngiliz firmasının ihracat alacağını döviz kuru riskinden korunmak için döviz opsiyonlarından nasıl yararlandıklarını açıklamaya çalışalım.

### **6.1. İthalat Borçlarının Döviz Opsiyon Kontratları İle Döviz Kuru Riskinden Korunması**

Bir İngiliz firması gerçekleştirdiği bilgisayar ithalatı sonucunda Amerikan doları cinsinden \$1,600,000 dolar borçlanmıştır. Bu tarihte spot döviz kurunun da BP/\$ 1.60 olduğunu kabul edelim. Eğer firma riske karşı korunma tedbiri almazsa sterlin değerinin dolar karşısında düşmesi durumunda firma borcunu ödemek için daha fazla sterline ihtiyacı olacaktır.

<sup>253</sup> ÖNCE s.103-104.

Sterlin fiyatının dolar karşısında değer kaybetmesi firmanın kârını azaltabileceği gibi zarara girmesine de neden olabilir. Ters durumda ise yani sterlinin değer kazanması firmanın kârını artıracaktır. Ancak bu tür davranışlar spekülâtif bir nitelik taşıdığından firmaları risk ortamında bırakmaktadır. Ayrıca spekülâtif davranışlarda maliyet hesaplarının sağlıklı bir şekilde çıkarılmaması firmalar açısından önemli bir sorundur. Bu nedenlerden dolayı firmaların belli bir maliyet içerse de kendilerini riskten korumaları yararlı olabilir. Şimdi firmanın riskten korunmak için döviz opsiyonlarından yararlandığı durumu örneğimizle açıklayalım.

Firma vadesi geldiğinde borcunu ödemek için dolarları satın alacaktır. Firma sterlinin, dolar karşısında değer yitirmesi riskine karşı, sterline uygulanacak fiyata bir alt sınır koyarak, kendisini korumak isteyecektir. Bu amaçla spot döviz kurunun BP/\$ 1.60 olduğu tarihte, BP/\$ 1.60 kullanma fiyatından başta bir sterlin satma opsiyonu satın alır. (Bu aynı zamanda sterlin karşılığının da dolar satın alma anlamına gelmektedir). Bu anlaşma sonunda firma bir sterlini en fazla 1.60 dolardan satmak isteyecektir. Sterlin başına doların fiyatı 1.60'ın altına düşerse yani doların fiyatı düştüğünde (ya da sterlinin değeri arttığında) alıcı hakkını kullanacak, bu fiyatın üzerine çıktığında ise opsiyon hakkını kullanmayıp spot piyasada işlem yapacaktır. Firma BP/\$ 1.60 kullanma fiyatından satın almış olduğu sterlin satma opsiyonu ile \$ 1,600,000 doları satın almak için BP 1,000,000 sterlin satacaktır. Satma opsiyonu satın alan ithalatçı firma bu anlaşma sonucu satıcıya ödeyeceği primi sterlin başına 2.5 cent olarak kabul edersek ödeyeceği toplam prim \$25,000 dolar (BP 1,000,000 ; \$ 0.025) olacaktır. Opsiyon alıcısı durumundaki firma opsiyonu kullansa da kullanmasa da primi geri alamayacaktır. Çünkü bu prim opsiyonun alıcıya maliyetidir. Bu nedenle alıcı, kurlardaki hareketin en az primi karşılayacak şekilde hareket etmesini bekler. yani opsiyonun etkin olabilmesi vade tarihinde spot kur, BP / \$ 1.575'in altında veya BP/ \$

1.625'in üzerinde olmalıdır. Çünkü vade tarihinde spot kurun bu arada kalması halinde firma en fazla ödediği primi karşılayacak veya primin tamamını ya da bir kısmını kaybedecektir.

- Sterlinin değer kazanarak spot döviz kurunun BP / \$ 1.75 olduğunu varsayalım.

Bu durumda spot piyasada \$ 1,600,000 dolar BP 914,286 sterlin karşılığında alınabilecektir. Döviz opsiyonunun da anlaşılan kullanma fiyatı BP / \$ 1.60 kurundan \$ 1,600,000 doları BP 1,000,000 sterlin alabilirken şimdi BP / \$ kurundan aynı dolarları BP 914,286 sterlin karşılığında alabilecektir. Piyasa fiyatı kullanma fiyatından büyük olduğu için (BP / \$ 1.75 > BP / \$ 1.60) bu sterlin satma opsiyonu, zararda bir opsiyondur. Dolayısıyla opsiyon alıcısı opsiyonu kullanmayıp spot piyasada işlem yapacaktır. Bu durumda zararı sadece ödediği \$ 25,000 dolarlı sınırlı kalacak buna karşın spot piyasada işlem yaptığı için de kâr sağlayacaktır.

---

(Kullanma fiyatından)	\$1,600,000 / \$ 1.60 =	BP 1,000,000 sterlin
(Spot fiyattan)	\$1,600,000 / \$ 1.75 =	BP 914, 286 sterlin
	(-) _____	
(Spot piyasada işlem yapma kârı)		BP 85,714 sterlin
(Ödenen prim)	(\$ 25,000 x BP 0,625)	BP 15,625 sterlin
	(-) _____	
		. BP 70.089 sterlin kâr

---

- Sterlin dolar karşısında değer kaybederek spot kurun BP / \$ 1.40 olduğunu varsayalım.

Bu kurdan BP 1,000,000 sterlin karşılığında \$ 1,600,000 dolar yerine \$ 1,400,000 dolar elde edebilecektir. Yani \$ 1,600,000 dolar satın almak için BP 1,142,857 sterline gerek vardır. Bu sterlin satma opsiyonunun piyasa

fiyatı, kullanma fiyatından küçük olduğu için ( $BP / \$ 1.40 < BP / \$ 1.60$ ) karda bir opsiyondur. Bu durumda İngiliz ithalatçı (opsiyonu satın alan taraf), sterlin satma hakkını kullanacaktır. Çünkü, opsiyonla elde etmiş olduğu satma hakkını kullandığında BP 1,000,000 sterlinle \$ 1,600,000 dolar satın alabilecektir<sup>254</sup>.

---

(Kullanma fiyatından)	$\$1,600,000 / \$ 1.60 =$	BP 1,000,000 sterlin
(Spot fiyattan)	$\$1,600,000 / \$ 1.40 =$	BP 1,142,857 sterlin
	(-) _____	
(döviz opsiyon kârı)		BP 142.857 sterlin
(Ödenen prim)	$(\$ 25,000 \times BP 0,625)$	BP 15,625 sterlin
	(-) _____	
		BP 127.232 sterlin kâr

---

Görüldüğü gibi ithalatçı firma dolar borcunu, sterlin değerinin düşmesiye ortaya çıkacak (daha fazla sterlin ödemek) kur riskine karşı satma opsiyonu satın alarak hedge etmektedir. Satma opsiyonu hakkını kullanıp kullanmaması vade tarihinde sterlinin dolar karşısında piyasa fiyatı ile sterlinin kullanma fiyatı arasındaki ilişkiye bağlıdır. Eğer satma opsiyonu kullanma fiyatı, piyasa fiyatından büyükse hakkını kullanacak küçükse kullanmayıp spot piyasada işlem yapacak ve zararı ödediği primle sınırlı kalacaktır.

Döviz opsiyon kontratlarına konu olan ürünlerin belli başlı sağlam dövizlerden seçildiği ve tüm döviz opsiyonlarının Amerikan dolarına karşı yapıldığını hatırlatmak yararlı olacaktır.

İzleyen kısımda benzer örneği İngiliz ihracatçısı için uygulayalım.

---

<sup>254</sup> ÖNCE, s. 105.

## 6.2. İhracat Alacaklarının Döviz Opsiyon Kontratları İle Döviz Kuru Riskinden Korunması

Bir İngiliz ihracatçısının kumaş ihracı karşılığında \$ 1,600,000 dolar elde edeceğini ve o ihraç anlaşmasının yapıldığı tarihte spot kurun BP / \$ 1.60 olduğunu varsayalım. Bu durumda ihracatçının bugünkü kurdan elde edeceği gelir. BP 1,000,000 sterlin olmaktadır. Firma ihracat bedelinin dolar olarak ödendiği tarihte de, bu bedelin en az ihraç anlaşmasının yapıldığı zamanda ki sterlin miktarına eşit olmasını beklemektedir.

Burada ihracatçının endişesi sterlinin, dolar karşısında değer kazanmasıyla ihraç bedeli karşılığında aldığı dolarları daha az sterlinle değiştirmek zorunda kalmasıdır (doların değer kaybetmesi ya da sterlinin değer kazanması). Bu nedenle ihraç alacağı dolar karşılığı olan BP 1,000,000 sterlini firma riske karşı hedge edecektir. Bunun için opsiyon piyasasından BP / \$ 1.60 kullanma fiyatından ve sterlin başına 3.5 cent primle başabaş bir sterlin alma opsiyonu satın alsın, Firma sterlin alma opsiyonu satın almasının karşılığında \$ 35.000 dolar (BP 1,000,000 x \$ 0.035) prim ödemek zorundadır.

- Sterlin dolar karşısında değer kaybederek spot kurun BP / \$ 1,40 olduğunu varsayalım.

Başlangıçta spot piyasada \$ 1,600,000 dolarla BP 1,000,000 sterlin alınırken şimdiki kurdan \$ 1,600,000 dolar karşılığı BP 1,142,857 sterlin etmektedir. Bu sterlin ama opsiyonunun piyasa fiyatı, kullanma fiyatından küçük olduğu için (BP / \$ 1.40 < BP / \$ 1.60) zararda bir opsiyondur. Bu durumda ihracatçı opsiyonu kullanmayıp spot piyasada işlem yapacaktır. Böylece zararı ödemediği primle sınırlı kalırken spot piyasada işlem yaptığı için de kâr elde edecektir.

---

(Kullanma fiyatı)	$\$1,600,000 / \$ 1.60 =$	BP 1,000,000 sterlin
(Spot fiyatı)	$\$1,600,000 / \$ 1.40 =$	BP 1,142,857 sterlin
	(-) _____	
(spot piyasa işlem kârı)		BP 142.857 sterlin
(Ödenen prim)	$(\$ 35,000 \times \text{BP } 0,625)$	BP 21,875 sterlin
	(-) _____	
		BP 120,612 sterlin kâr

---

Yukarıdaki açıklamalardan görülebileceği gibi \$ 1,600,000 dolar olan ihracat alacağımız karşılığında iç piyasada en az BP 1,000,000 sterlin elde etmek için dolar karşılığında sterlin alma opsiyonu satın alıyoruz. (Bu aynı zamanda dolar satıp sterlin alma manasına gelir). Kullanma fiyatının spot fiyattan düşük olması sonucu zararda opsiyon durumuna gelen alma opsiyonu kullanıldığı takdirde BP 164,362 sterlin (BP 142,487 + BP 21,875) zarar edilir. Dolayısıyla bu durumda kullanma hakkının kullanılmaması sonucu kâr elde edilir.

- Sterlinin değer kazanarak spot döviz kurunun BP / \$ 1.75 olduğunu varsayalım.

Bu durumda \$ 1,600,000 dolar karşılığında spot piyasada BP 914,286 sterlin alınabilmektedir. BP 1,000,000 sterlin alabilmek için ödenecek dolar miktarı ise \$ 1,750,000 dolar olmuştur. Piyasa fiyatı kullanma fiyatından büyük olduğu için sterlin ama opsiyonu, kâr getiren ya da kârda bir opsiyondur. Bu durumda sterlin alma hakkı firma tarafından kullanılacaktır.

---

(Kullanma fiyatı)	$\$1,600,000 / \$ 1.60 =$	BP 1,000,000 sterlin
(Spot fiyatı)	$\$1,600,000 / \$ 1.75 =$	BP 914,286 sterlin
		(-) _____
(döviz opsiyon kârı)		BP 85,714 sterlin
(Ödenen prim)	$(\$ 35,000 \times \text{BP } 0,625)$	BP .. 21,875 sterlin
		(-) _____
		BP 63,839 sterlin kâr

---

## V. DIŞSAL TEKNİKLERİN TÜRKİYE'DEKİ DURUMU

Dışsal tekniklerin uygulanması ya da uygulanamaması kambiyo mevzuatı ile açıklanabilir. Kambiyo mevzuatı, her türlü döviz alış-verişini veya dövizle ödemeyi gerektirecek işlemlerin tabi olacağı esasları hükme bağlayan bir kurallar ve teamüller zinciridir. Bu zincirin halkalarında uluslararası anlaşmalar da ülkelerin iç mevzuatı da hatta gerektiğinde yöresel gelenekler de yer alır.

Uluslararası ticari ilişkilerde uluslararası kuralların uygulanabilirliği, ilgili ülkelerin dahili mevzuatı ile çelişkili olmamasına bağlıdır. Ülkelerin mevzuatı ne kadar detaylı ve katı ise, çelişki oranı o kadar artmaktadır. Bu oran bir anlamda ülkelerin, döviz kontrol rejimi ve serbest döviz rejimi arasındaki çizgide hangi nokta üzerinde oldukları hususunda bir kıstastır. Çünkü, serbest döviz rejiminin uygulandığı ülkelerde döviz alım ve satımları serbesttir. Döviz kurları döviz piyasasında serbestçe oluşur. Fiyatların oluşumunda arz ve talep kanunları geçerlidir. Devlet ancak, fiyatları dengelemek gerektiğinde devreye girer. Bu ülkelerdeki kambiyo mevzuatı daha sade, daha esnek, uluslararası kural ve teamüllere uymaya daha müsaittir. Oysa, döviz kontrol rejiminin uygulandığı ülkelerde, döviz alım

satımları izne bağılıdır. Devlet döviz piyasasına doğrudan doğruya karışır ve dövizle ilgili işlemleri kontrol altında tutar. Dolayısıyla kambiyo mevzuatı daha katıdır.

Ülkelerin dahili mevzuatını para ve mal hareketlerini düzenlemesine göre iki ana gruba ayırmak mümkündür.

Birisi, döviz ve milli paranın ya da bu paralarla ödemeyi sağlayacak belgelerin yurt dışına çıkışı ya da yurda girişi ve yurt içinde dolaşımı gibi nakit hareketlerini ve bu hareketleri etkileyecek işlemleri düzenler. Ülkemizde bu mevzuat grubunun adı “Türk Parası Kıymetini Koruma Mevzuatı”dır.

Dahili mevzuatın ikinci grubu ise malla ilgili olanıdır. Ülkenin ekonomik politikasına göre, ithalat ve ihracat sınırlanabilir, teşvik edilebilir, kontrol altına alınabilir. Bunların kambiyo mevzuatı ile ilgisi döviz ödemesine veya döviz girdisine sebebiyet veren işlemler olduğu içindir. Özellikle döviz rejimi kontrol altında olan ülkelerde, döviz kaybına sebebiyet vermemek, ithal ve ihraç işlemlerini tanınan süreler içinde yapmak ve ödeme ya da tahsilatı süresi içinde gerçekleştirmek ilk akla gelen önemli kurallardır. Bu bakımdan ülkelerin dış ticaret rejimi kambiyo mevzuatlarının ikinci bölümünü teşkil eder<sup>255</sup>.

Kambiyo mevzuatı ile ilgili genel açıklamalardan sonra dışsal tekniklerin ülkemizin kambiyo mevzuatı karşısındaki durumu hakkında açıklamalara izleyen kısımda geçilecektir.

---

<sup>255</sup> Şenay ERYÜREK, *Uluslararası Bankacılık İçin İlk Tanımlar ve Incoterms*, Anadolu Bankası Eğitim Yayınları 1, 1987, s.12-13.

## 1. TÜRKİYE'DE DIŞSAL TEKNİKLERİN KAMBIYO MEVZUATI KARŞISINDAKİ DURUMU

Türkiye'de dövizle ilişkin konularda uyulması gereken iç mevzuatımızı, -"Türk Parası Kıymetini Koruma Kanunu" (T.P.K.K.) Hakkında mevzuat,

-Dış ticaret mevzuatı ve

-Teşvik mevzuatı

şeklinde sıralayabiliriz<sup>256</sup>.

Türkiye'de uygulanmakta olan dış ticaret rejiminin dayanaklarını üç başlık altında toplamak mümkündür. Birincisi, Türkiye ile yabancı ülkeler arasında yapılmış olan anlaşmalar. İkincisi, Bakanlar Kurulu'nun çeşitli kanun ve kanun hükmünde kararnamelerden aldığı yetkilere dayanarak birer kararname şeklinde yayınladığı İhracat Rejimi Kararı ve İthalat Rejimi Kararı. Üçüncüsü, ilgili bakanlık ve müsteşarlıkların adı geçen kararlara dayanarak çıkardığı tebliğ ve yönetmelikler ile ilgili kuruluşlara verdiği talimatlar. Aralarında ticaret anlaşması bulunan fakat paraları konvertibl olmayan ülkeler bu ticaret anlaşmalarının gerektirdiği ödeme yöntem ve şekillerini saptamak üzere bir de ödeme anlaşması yaparlar<sup>257</sup>.

Dış ticarete dövizle ilgili alacak ve borçlar ilgili işlemler temelde 1567 sayılı T.P.K.K.'na ve bu kanuna dayanan Kararlar, Tebliğler, bunlara ilişkin sirküler, genelge ve talimatlara ve dış ticaret mevzuatına göre yapılmaktadır.

Türkiye'de T.P.K.K.'na dayanan yürürlükteki karar 32 sayılı karardır.

<sup>256</sup> ERYÜREK, Uluslararası Bankacılık İçin İlk Tanımlar ve ...., s.15.

<sup>257</sup> TÖRE, s.95.

Bu kararlar birlikte döviz alım-satımı ve yurt dışına transferi gibi konularda büyük ölçüde serbesti getirmiştir. Aynı zamanda Türk Lirası'nın konvertibilitesi için gerekli yasal düzenlemeler de bu kararname ile yapılmıştır.

Öte yandan T.C. Merkez Bankası, dahili döviz piyasalarının gelişimi için önemli adımlar atmıştır. Tüm bu gelişmelerle birlikte, bankacılık teknolojisindeki bir takım araçlar (Reuters Ekranları gibi, bu ekranlar vasıtasıyla vadeli döviz kuru kotasyonları anlık olarak izlenebilmektedir.) Türkiye'de kullanılmaya başlanmıştır. Halen Döviz Pozisyon Yönetiminde bankaların uymaları gereken kurallar, T.C. Merkez Bankası'nca yayınlanan çeşitli genelgelerle açıklanmaktadır<sup>258</sup>.

Aşağıda açıklanacağı gibi dışsal tekniklerden bazıları uygulanmakta olmasına rağmen, vadeli işlemler hariç hiçbiri Türkiye'de geçerli kanunlar çerçevesinde tanımlanmamıştır. Bu tekniklerin alım satımında kullanılacak standart bir çerçeve anlaşması yoktur. Kimlerin bu teknikleri kullanıp kullanamayacağı belirlenmiştir<sup>259</sup>.

Bu açıklamalar ışığında dışsal tekniklerin Türkiye'deki uygulama imkanları ve uygulamaları açıklayalım.

### 1.1. Vadeli (Forward) Döviz Alım Satımı

5 Nisan Kararları ile spot kur T.P.K.K. Hakkında 32 sayılı karar ile Başbakanlık Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'nın 91-32/5 sayılı tebliğine ilişkin Merkez Bankası Genelgesinde Madde 5 ile açıklanmaktadır.

Madde 5: Ticari ve gayriticari işlemlere ilişkin olarak yapılan döviz ve

<sup>258</sup> GÜMÜŞELİ, s.98.

<sup>259</sup> Miray MÜMİNOĞLU, *Yeni Mali Ürünler ve Türkiye'de Uygulanması İçin Gerekli Düzenlemeler*, T.B.B. Yayın No:184, Ankara, 1994, s.14.

efektif alım-satım işlemlerinde uygulanacak döviz kurları bankalar, yetkili müesseseler, özel finans kurumları ve PTT'ce piyasa kuralları dahilinde serbestçe belirlenir. Ancak, bankalararası döviz piyasasında verilen TL. alış ve satış kotasyonları arasındaki fark %3'ü geçemez. Ticari ve gayriticari işlemlere döviz cinslerine göre uygulanan TL. kurları ilgili kuruluşlarca günlük olarak MB'na bildirilir. MB'nca her iş günü sonunda ilan edilecek günlük kurlar, uluslararası ve iç piyasalardaki gelişmeler dikkate alınarak serbestçe belirlenir<sup>260</sup>.

Vadeli (Forward) döviz alım satımı Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı karar ile Devlet Bakanı ve Başbakan Yardımcılığının 32 sayılı karara ilişkin tebliği gereğince yayımlanan T.C. Merkez Bankası Genelgeleri ile düzenlenmiştir

Vadeli döviz alım-satım işlemleri esasları gerek yürürlükteki ithalat ve ihracat rejimi ile Kambiyo Karar ve Tebliği ve gerekse T.C. Merkez Bankası Genelgeleriyle tesbit edilmiştir. Bu esaslar dahilinde en az onbeş gün, en çok altı ay olmak üzere Türkiye'de yerleşik kişilere 3.000 Amerikan Doları'na kadar serbestçe uygulanır. Bunu aşan tutarlar için ise mal ve hizmet ithal ve ihraç işlemleri için uygulanır. Ancak bu uygulama yalnız aşağıdaki işlemler sözkonusu olduğunda yapılır. Bunlar;<sup>261</sup>

a)MAL İHRACATI İLE BAĞLANTILI VADELİ DÖVİZ ALIM İŞLEMLERİNDE vade, ihracat bedeli dövizin yurda getirilme süresini aşmamak kaydıyla belirlenecek gayrikabili rucu ve teyidli akreditifin açılmış olması veya ihracatın gümrük tescil işleminin yapılmış olması,

b)MAL İTHALATI İLE BAĞLANTILI VADELİ DÖVİZ SATIŞ İŞLEMLERİNDE ise, ithalatın ithal müsadeseine bağlanmış olması,

c)HİZMETİHRAÇ VE İTHALİ İLE BAĞLANTILI VADELİ DÖVİZ ALIM VE SATIM İŞLEMLERİNDE hizmet ile ilgili bağlantının (hizmet mukavelesi, nakliye faturası, konşimento ve belgeler) teşvik edilmesi.

<sup>260</sup> Cahit UYANIK-Erdoğan SÜZER-Elif ÜNAL, "5 Nisan Kararları", **Ekonomik Trend Dergisi**, Sayı: 15, 10-16 Nisan 1994, s.15.

<sup>261</sup> GÜMÜŞELİ, s.99.

Bankalarca Vadeli İşlem Anlaşmasının imzalanması sırasında yukarıda sayılan şartlar aranacaktır <sup>262</sup>.

Bankaların vadeli döviz alımları ile vadeli döviz satımlarını dengeli olarak yürütmeleri gerekir. Taşıyabilecekleri vadeli açık pozisyon limitleri Merkez Bankası tarafından belirlenir ve kendilerine tebliğ edilir. Bu amaçla vadeli döviz alım-satım işlemleri, yurtiçi bankalar arasında da yukarıda sayılan sürelerle uymak kaydıyla yapılabilir.

Vadeli döviz alım-satım anlaşması sırasında uygulanacak kur, uluslararası standart ve teamüllere uygun olması, diğer bir ifade ile yabancı para ile Türk Lirası arasındaki faiz farkının kur farkına dönüştürülmesi koşulu ile banka ve müşteri arasında serbestçe belirlenir<sup>263</sup>.

Dışsal tekniklerin en temeli olan vadeli döviz kontratları uzun süredir ülkemizde bankalar tarafından pazarlanmaktadır. Alış-satış kurları arasındaki fark bir hayli açılrsa da, bir vadeye kadar Türk Lirası'na karşı vadeli döviz kontratları bulmak mümkündür. Ayrıca Reuters aracılığıyla bir bankalararası vadeli döviz piyasası da oluşmuştur. İki yabancı para cinsi arasındaki vadeli döviz kontratları da sıklıkla kullanılmaktadır <sup>264</sup>. Ancak bunlara rağmen gelişmiş bir vadeli işlem piyasasından söz etmek mümkün değildir. Bankalar örneğin vadeli döviz satışlarını hedge etmek için vadeli döviz alma imkanı bulamamakta, tek taraflı vadeli işlem yaptıklarında döviz kuru riski tamamen kendileri taşımak durumunda kalabilmektedirler <sup>265</sup>. Diğer yandan enflasyonun yüksek oranlarda olduğu Türkiye'de, TL'nin gelecekteki değerinin oluşturulmasında büyük bir belirsizlik yaşanmaktadır. Bu neden TL'nin vadeli işlemler piyasasının oluşturulmasına engel teşkil etmektedir <sup>266</sup>.

262 ERYÜREK, *Uluslararası Bankacılıkta Döviz...*, s.82.

263 GÜMÜŞELİ, s.100.

264 MÜMİNOĞLU, s.9.

265 GÜMÜŞELİ, s.102.

## 1.2. Döviz Swap İşlemleri

Döviz riski yönetiminde en gelişmiş yöntemler arasında sayılan döviz swapı ülkemizde çok sınırlı olarak kullanılmaktadır.

32 sayılı karar hükümlerinde döviz pozisyon riskine karşı swap işlemleri konusunda sınırlama getiren herhangi bir hüküm yoktur. Fakat swap ticareti konusunda sınırlama getiren hukuki ve bunların ekonomik yansımaları olan hükümler vardır.

TL. ile swap ticareti yapılmak istendiğinde karşımıza hemen 3. madde hükümleri çıkmaktadır. Bu maddeye göre “Türk parası ve Türk parasıyla ödemeyi sağlayan belgelerin yurda ithali serbest olup, ihracı bakanlığın iznine bağlıdır.” Bu durumda Euro Currency piyasalarında işlem yapmak için yurt dışına TL. çıkartılmak istendiğinde bakanlıktan izin almak gerekecektir. Bu da, Euro Currency piyasalar ile TL'nin bütünleşmesi karşısında bir engel oluşturmaktadır.

Türkiye’de swap işlemleri ilk olarak T.C. Merkez Bankası’nın 16 Temmuz 1985 tarihli bir kararı sonucu kendisi ile ticari bankalar arasında başlatılmıştır. Buna göre, “Swap en fazla bir ay vadeli ve Merkez Bankası alış kuru üzerinden yapılabilecek döviz için uluslararası para piyasalarındaki faiz oranları temel alınırken TL. faizi Merkez Bankası’nca belirlenecektir.” Merkez Bankası’nca başlatılan bu uygulamanın dışında bankalarımız döviz pozisyonlarını dengede tutmak veya kısa vadeli likidite sağlamak amacıyla swap işlemlerine girmektedirler<sup>267</sup>. Bu tarihten sonra bankalar yurt dışından borçlandıkları dövizleri Türk Lirasına çevirmek için

<sup>266</sup> Berris EKİNCİ, “Hedging ve Finansman Teknikleri”, *İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı:97, Nisan 1994, s.49-50.

<sup>267</sup> APAK, s.70.

swap uygulamasına başlamıştır.

Bu uygulamalardan biri T.Kalkınma Bankası ile Merkez Bankası arasında gerçekleştirilmiştir. T.Kalkınma Bankası 1989 yılında Japonya'da gerçekleştirdiği tahvil ihracı sonucunda, 10 yıl vadeli borçlandığı 10 milyar Japon Yeni'ni Türk Lirası'na çevirmek için Merkez Bankası ile 10 yıl vadeli bir swap anlaşması yapmıştır. Bu anlaşmaya göre, anaparalar el değiştirmemekte, sadece vade dönemlerinde anaparalar üzerinden ve belirlenen faiz oranları üzerinden, karşılıklı faiz ödemeleri yapılmaktadır.

Türkiye'de kuruluşlar ile bankalar arasında gerçekleştirilmiş olan ilk uzun vadeli swap anlaşması Ankara Büyükşehir Belediyesi ile T.C. Merkez Bankası arasında yapılmıştır.

Ankara Büyükşehir Belediyesi Mayıs 1991'de Tokyo Sermaye Piyasasında 8.5 milyar Japon Yeni tutarında 5 yıl vadeli ve yıllık %8.4 faizli tahvil ihracı gerçekleştirmiştir.

Uluslararası piyasalarda faizin yüksek olmasına karşın, Japon Yeni o dönemde en ucuz sağlanabilecek para birimlerinden biriydi. Ankara Büyükşehir Belediyesi, tahvil satışı ile ede ettiği borcu döviz kuru ve faiz oranlarındaki dalgalanmaya karşı hedge etmek durumunda kalmıştır. Bu nedenle, sağlanmış olan borcun 3.513 milyar Japon Yeni tutarındaki kısmı karşılığında 27.6 milyon ABD Dolarını değiştirmiştir. T.C. Ziraat Bankası 3.513 milyar Japon Yeni ile birlikte yıllık %8.4 oranındaki faizi üstlenirken, Ankara Büyükşehir Belediyesi de 27.6 milyon ABD Doları karşılığında 6 aylık USD LIBOR + %2.1 düzeyinde bir faiz üstlenmiştir<sup>268</sup>. Belediyenin riskini en aza indirebilmek için bu tür faiz swap işlemlerinde kullanılan diğer bir teknik bir üst faiz seviyesinde tavan sınırı (Cap) uygulamasıdır. Belediye %8.4'lük Yen faizden %7.8 civarında dalgalı ABD doları faizine dönüşen faiz swap işleminde %8.5 Dolar faiz seviyesinde bir üst tavan sınırı (Cap) uygulanmıştır. Bu da ek bir avantaj sağlayacak ve dolar faizi bu

<sup>268</sup> GÜMÜŞELİ, s.102.

seviyenin üstüne yükseldiğinde Ankara Büyükşehir Belediyesi sadece %8.5 faiz ödemesi yapacaktır. Dolayısıyla bu tür bir üst tavan sınırı (Cap) uygulamasıyla muhtemel faiz riskleri de minimize edilmiş olmaktadır.

Diğer taraftan döviz swap işleminde Ankara Büyükşehir Belediyesi tahvil ihracı yoluyla elde ettiği 8.5 milyar Japon Yeni fonlarını, işlemin yapıldığı tarihteki kurdan, örneğin 1 ABD \$=141 Japon Yeni, 60 milyon ABD Doları elde edecek ve bu kur 5 yıl sabitlenmiş olacaktır.

Dolayısıyla, Ankara Büyükşehir Belediyesi, herhangi bir spekülatif işleme girmeyerek, önemli ölçülere varabilecek döviz kuru risklerine karşı korunmuş olacaktır. Bir diğer ifadeyle, belediye döviz swap işlemiyle 8.5 milyar Japon Yeni karşılığı 60 milyon ABD doları borçlanmış ve 5 yıl sonra vade tarihinde 60 milyon ABD Doları tutarındaki bu tutar üzerinden geri ödemesi yapabilecektir.

Görüldüğü gibi hem faiz swap işleminde hem de döviz swap işleminde Ankara Büyükşehir Belediyesi ciddi ölçülerdeki faiz ve döviz kuru risklerine karşı korunmuş ve kendini güvence altına almış olacaktır<sup>269</sup>.

Ankara Büyükşehir Belediyesi ikinci swap işlemini Mitsui Taiyo Kobe Bank ile gerçekleştirmiştir. Belediye Japon Yeni borcunun 4.107 milyar Japon Yeni tutarındaki kısmının karşılığı 30 milyon ABD Doları değişimi gerçekleştirmiştir. Mitsui Taiyo Kobe Bank, Ankara Büyükşehir Belediyesinin adına 4.107 milyar Japon Yeni için yıllık sabit %8.4 faiz yükümlülüğünü üstlenirken, Ankara Büyükşehir Belediyesinin üstlendiği faiz yükümlülüğü 30 milyon ABD Doları için 6 aylık USD LIBOR + %1.4 olmuştur. Belediyenin değişken faiz yükü altına girmiş olması nedeniyle CAP (tavan) uygulamasının da faiz dalgalanmalarının yaratabileceği riski minimuma indirmek açısından fayda sağlayacağına karar verilmiştir. Bu uygulama için üst sınır olarak 6 aylık USD LIBOR= %8.5 kabul edilmiştir.

Ankara Büyükşehir Belediyesinin 1 Temmuz 1991 tarihinde JY

<sup>269</sup> Mustafa DANIŞMAN, "Belediye Finansmanında Yapısal Değişim", *İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı: 89, Ağustos, 1993, s.44.

yükümlülüklerini ABD Doları ile swap yaptığında LIBOR= 6.20 dolayında idi ve toplam maliyet %7.6 (6.20 + 1.4) olmaktadır. LIBOR'un 1993 yılında 3.25 civarında olduğu gözönüne alınırsa belediyenin kredi maliyetinin toplam 4.65 (3.25+1.4) olduğu görülür. Bu süre içinde faiz oranında %2.95'lik bir kazanç sağladığı görülmektedir.

Dolayısıyla swap yüksek faizle borç sağlayabilen Türk Bankası ve diğer mali kuruluşların faiz riskinden korunabilmeleri için uygulayabilecekleri en uygun hedging tekniğidir.

Bir başka swap anlaşması da 18.2.1992 tarihinde Eximbank tarafından gerçekleştirilmiştir. Eximbank'ın Japonya'dan borçlandığı 10 milyar JaponYeni ile ABD Dolar karşılığında 10 vadeli faiz ve para swapı yapılmıştır. Japon Yeni değişken faizli borçlanılmış ve değişken faizli ABD Dolar borcu ile değiştirilmiştir.

1992 yılında ise Türkiye Kalkınma Bankası uzun vadeli JY/DM para swapını gerçekleştirmiştir.

Ayrıca Türkiye gibi borç yükü fazla olan ülkelerin en önemli sorunu döviz girdileri ile döviz çıktılarını karşılamaktır. Burada Türkiye sadece döviz çıktılarını karşılama sorunuyla kalmayıp, çapraz döviz kuru riski ile de karşı karşıya kalmaktadır.

1991 yılı sonu itibarıyla Türkiye'nin dış borç yükü 48.661 milyon Dolardır. Borçların döviz kompozisyonuna bakıldığında, toplam borç yükünün %33.6'sının ABD Doları, %35.1'inin Alman Markı, %16'sının Japon Yeni, %5.7'sinin İsviçre Frankı, %1.9'unun Hollanda Florini, %0.8'inin İngiliz Sterlini ve %4.7'sinin diğer dövizlerden oluştuğu görülür.

Diğer döviz cinslerinin Dolar karşısında değer kaybetmeleri borç stokunu azaltıcı yönde etkiler. Değer kazanmaları ise dış borç stokunu artırıcı yönde etkiler. 1991 yılı sonu itibarıyla Türkiye'nin 992.939 milyon JaponYeni dış borcu bulunmaktaydı. Bu borç 1991 yılbaşı kurları ile hesaplandığında, karşılığı 7.359 milyon Dolar olur. Yıl sonu kurları ile hesaplandığında ise, 7.893 milyon Dolara gelir. Aradaki fark 534 milyon

Dolardır. 1991 yılı sonu \$/TL kurundan bu miktarın TL karşılığı 2.715.390.000.000 TL'dir. Bu fark tamamen kur farkından kaynaklanmaktadır. Türkiye'nin Japon Yeni cinsinden döviz girdisi yoktur. Döviz girdilerinin büyük çoğunluğunun ABD Doları ve Alman Markı olduğu gözönüne alınır (JY) dış borç ödemelerinde büyük ölçüde kur riskine maruz kaldığı görülmektedir.

Türkiye'nin dövizlerin birbirleri karşısında değer kazanması veya kaybetmesiyle sonuçlanabilecek döviz kuru riskine karşı korunabilmesi için en uygun yöntemlerden birisi döviz swap tekniğidir.

Ayrıca, değişken faiz oranlarında yarım puanlık bir artışın milyonlarca Dolarlık faiz yükü getireceği gözönüne alınır, faiz swapı uygulaması ile faiz oranlarını sabitleştirmenin sağlayacağı kazancın oldukça büyük olacağı anlaşılır<sup>270</sup>.

### 1.3. Gelecek (Futures) ve Opsiyon Döviz İşlemleri

Gelecek ve opsiyon döviz işlemleri ancak bu işlemlerle ilgili borsaların kurulması ile uygulanabilecektir. Bu borsaların kurulması son derece geniş bir bilgisayar ağı ve bu alanda yetişmiş uzman personel istihdamı ile mümkün olacaktır. Bunlar da büyük çaplı yatırımları gerektirdiğinden Türkiye'de sözkonusu borsaların kurulması sürekli ertelenmektedir.

Bugünkü uygulamada, Türk bankaları gelecek ve opsiyon işlemlerini belirli bir komisyon karşılığında yabancı aracı kurum veya kuruluşlar aracılığı ile yapmaktadırlar<sup>271</sup>.

Opsiyonların borsalar dışında bankalarda gerçekleştirilebilmesi imkanı sonucunda ülkemizde de pek çok banka, istendiğinde Türk Lirası'na

<sup>270</sup> GÜMÜŞELİ, s.103-108.

<sup>271</sup> GÜMÜŞELİ, s.108.

karşı yabancı para alım ve satım opsiyonları kote edebilmekte olmasına hatta bir bankanın Reuters ekranında böyle bir sayfa açmasına rağmen, işlem miktarları önemsenmeyecek kadar azdır.

Sonuç olarak ülkemizde dışsal tekniklerin kısmen uygulanıyor olsa da henüz öğrenilme aşamasında olduğu ve firmalar tarafından da yeterince kullanılmadığı görülmektedir.

Türkiye’de firmaların neden dışsal teknikleri yeterince kullanmadıkları veya kullanamadıkları izleyen kısımda ele alınacaktır.

## **2. TÜRKİYE’DE DIŞSAL TEKNİKLERİN FİRMALAR TARAFINDAN YAYGIN OLARAK KULLANILAMAMASININ NEDENLERİ**

Firmaların riskten korunma araçlarını yeterince kullanamama sebeplerini aşağıdaki gibi sıralayabiliriz.

a)**Hukuki çerçeve eksikliği:** Daha önce ifade ettiğimiz gibi yukarıda sayılan tekniklerin hemen hiçbiri Türkiye’de geçerli kanunlar çerçevesinde tanımlanmamıştır. Bu ürünlerin alım satımında kullanılacak standart bir çerçeve anlaşması yoktur. Kimlerin bu tür ürünleri kullanıp kullanamayacağı hususu oldukça önemlidir.

Bu teknikleri kimlerin kullanıp kullanamayacağı hususu oldukça önemlidir. Zira, İngiltere’de bir davada, 1986-1990 yılları arasında toplam 600 milyon Paundluk swap işlemi gerçekleştiren iki Londra Belediyesi ile bir Bankalar Konsorsiyumu karşı karşıya gelmişlerdir. Buna sebep, sözkonusu iki belediyenin swap borçlarını ödememeleri ve bunun üzerine İngiliz Mahkemesi’nin “belediyelerin zaten swap yapmaya yetkileri yoktur” diyerek swap, işlemlerini hiç doğmamış saymıştır.

b)**Muhasebe yönteminin bilinmemesi:** Bu teknikler kullanıldığında, alınıp satıldığında ne tür muhasebe kayıtlarının tutulması gerektiği bilinmemektedir.

c)**Vergi mevzuatında yer almaması:** Bu ürünlerin alım ve satımı ile kullanımı esnasında ortaya çıkacak kazanç veya zararların vergiye tabi veya vergiden muaf olup olmayacağı konusunda hiçbir açıklama yoktur.

d)**TL bacaklı (TL'nin döviz işlemlerinin bir tarafını oluşturması) korunma tekniklerinin vadeli (forward) hariç gelişmemiş olmaması:** Gelişenlerin ise vade uzadıkça kotasyon verilememesi, öte yandan döviz bazlı ürünlerde ise Türkiye dışından banka veya aracılardan ülke riskinden dolayı bir yılın üstü işlemlere girmekten kaçınması.

Yukarıda sayılan oldukça elle tutulabilir nedenlerin yanısıra bir dizi de soyut ancak en az yukarıdakiler kadar önemli sebepler vardır. Bunlar da;

e)**Risk yönetimine bakış açısı:** Halen pek çok firma dışsal tekniklere bir spekülasyon yöntemi ve kumar olarak bakmaktadır.

f)**Riskten korunma için bir bedel ödemekten kaçınma:** çoğu kez müşteriler bir opsiyon satın almak için bir prim ödemeye, aynı şekilde vadeli olduğu için yüksek olan bir kurdan döviz almaya veya değişken faizi, faizlerin yükselmesinden korunmak için, sabit faize swap etmeye dolayısıyla başlangıçta daha yüksek bir faiz ödemeye yanaşmamaktadırlar.

g)**Dışsal teknikler hakkında yeterli bilgiye sahip olmamaktan dolayı kullanmaya çekinmek:** Bugün hemen her finansman müdürünün ilgilenmesine rağmen çoğu kimsenin tekniklerin nasıl kullanıldığını bilmediği görülmektedir.

h)**Firmaların finansman bölümünün görev tanımı:** çoğu firmada finansman bölümünün görevi zamanında, gerektiği kadar para bulmak olduğu ve performansları da, eğer ölçülüyorsa, yalnızca bu kriterlere göre değerlendirildiğinden, risk yönetimi dış finans teknikleri kullanmak için bir

teşvik görmektedirler. (Bu arada hiç de gözardı edilemeyecek bir olgu, ülkemizdeki en büyük borçlunun, risk yönetimi ve dışsal tekniklerin kullanımını açısından firmalara örnek teşkil edememesidir. T.C. Hazinesi'nin 50 milyar dolardan fazla olan dış borçları aktif bir şekilde yönetilememekte, sadece doların değer kazanması sonucu borçlarımız artmakta ve ağırlığı değişken faiz olan dolar borçları faizlerin artması tehlikesi ile karşı karşıya kalmaktadır.)

**i)24 Ocak 1980'den Ocak 1994'e kadar geçen sürede döviz kurlarında bir gecelik artışların olmaması:** Türkiye'de firmaların karşı karşıya kaldığı en büyük mali fiyat riski, Türk Lirası'nın yabancı paralar karşısında değer kaybetmesidir. Ancak Türkiye'de son altı yıldır ekonomik karar alıcılar tarafından muhafaza edilen devalüasyon-enflasyon farkı firmaların pek çoğunda döviz borcu taşımanın TL'na nazaran her zaman daha ucuz olacağı kanısının yerleşmesine yol açmıştır<sup>272</sup>.

Bunun sonucunda da firmalar döviz kuru riskine karşı korunma tekniklerini öğrenmek ihtiyacını gerekli görmemişler, ancak bunun faturasını Ocak 1994 tarihinden sonra gerçekleştirilen yüksek devalüasyonlarla ağır bir şekilde ödemek zorunda kalmışlardır.

---

272 MÜMİNOĞLU, s.14-15.

## SONUÇ VE ÖNERİLER

Ülkelerarası para akışları uluslararası ticaret ve sermaye işlemlerinden dolayı ortaya çıkmaktadır. II. Dünya Savaşından sonra uluslararası ticareti artırma çabaları olumlu sonuçlar vermiştir. Uluslararası ticaretin gelişmesi ve 1970'li yıllarda esnek döviz kuru sistemine geçilmesiyle birlikte döviz kuru riski önem kazanmaya başlamıştır. Esnek döviz kuru sistemine geçilmesi, döviz piyasasında yabancı paraların değerlerindeki dalgalanmaların yüksek boyutlu olması sonucunu doğurmuştur. Dış ticaret işlemi neticesinde ödenecek ya da tahsil edilecek para biriminin döviz piyasasında değer kazanması ya da değer kaybetmesi firmaların beklenmedik kâr ya da zararlarla karşılaşmasına neden olur. Uluslararası ticaretin artması ve döviz fiyatlarındaki sürekli dalgalanmalar firmalarda döviz kuru riski kâr ve zararlarının görünürlüğünü de artırmıştır. Bu da dış ticaret firmalarının döviz kuru riskine karşı korunmasını zorunlu kılmaktadır. Çünkü firmaların amacı spekülatif beklentiler değil ticari işlemler sonucu elde edeceği geliri ya da ödemeleri mevcut riskten korumaktır. Ancak firmaların riske karşı tutumları farklı olabilmektedir. Firmalar riske maruz kalmamak için alacak ya da borçlarını tamamen riskten korumaya gidebileceği gibi riskten korunmamayı da tercih edebilmektedir. Bunların dışında firmalar riske maruz kalan alacak ya da borçları seçici olarak korumaya da gidebilmektedir.

Firmalar kur riskinden korunmaya karar verdiklerinde kullanabilecekleri teknikler iç finansal teknikler (içsel teknikler) ve dışsal teknikler olarak sınıflandırılabilir. Firmaların üçüncü bir taraf olmaksızın kendi finansal kaynakları ile gerçekleştirebileceği netleştirme, eşleştirme, önceleme ve erteleme, fiyatlama politikaları ve aktif-pasif yönetimi gibi teknikler içsel teknikler olmaktadır. Fakat bu tekniklerin kullanımı bazen yasal sınırlamalarla mümkün olmamakta ve firmaları kur dalgalanmalarına karşı yeterli olarak koruyamamaktadır.

Döviz kuru riskinin öneminin firmalar ve finans çevrelerince anlaşılması üzerine bu riskten korunmak için yeni teknikler geliştirilmeye başlanmıştır. Hedging, gelecekte faiz ve döviz kuru dalgalanmalarından kaynaklanabilecek kayıplara dayalı riskin, kârı en az etkileyecek şekilde azaltılmasını sağlayacak korunma yöntemlerini ifade eder. Bu amaçla finans piyasalarında geliştirilen forward (vadeli), futures (gelecek), swap ve opsiyon teknikleri firmaların dışında üçüncü kişilerce yapılan ve kontratla desteklenen dışsal tekniklerdir. Bu çalışmada içsel tekniklere kısaca değinilmiş, dışsal teknikler ise çalışmanın ağırlıklı konusunu oluşturmuştur. Dışsal tekniklerin kullanımı özellikle 1980'li yıllarda dünyada yaygın olarak kullanılmaya başlanmıştır.

Türkiye'de 1980'de 24 Ocak kararlarından sonra başlayan serbest piyasa ekonomisine geçiş süreci ile birlikte uluslararası ticarete gelişmeler kaydedilmiştir. Aynı kararlar çerçevesinde günlük kur uygulamasına geçilmiş ve daha sonraki yıllarda da döviz piyasasında kurlar arz ve talebe göre belirlenmeye başlanmıştır. Bu gelişmeler sonucunda 1980 öncesinde kur riski T.C. Merkez Bankası üzerindeyken 24 Ocak kararları sonrasında dış ticaret firmaları ve döviz ile işlem yapanlar kur riski ile karşı karşıya kalmaya başlamışlardır. Daha sonraki yıllarda Türkiye'de finans sistemi uluslararası finansal gelişmeleri yakından izleyen ve bu gelişmelere uygun piyasaların oluşum sürecini hızlandıran bir duruma gelmiştir. Uzman

personel ve yönetici sayısı arttıkça, uluslararası piyasalardaki döviz kuru ve faiz oranı risklerinden korunma için geliştirilen ürünlerin kullanılması yanında, REUTERS ve TELERATE gibi dünya piyasalarındaki verileri gösteren ve anında döviz alım-satımını gerçekleştiren elektronik cihazlar da bankalar tarafından büyük ölçüde kullanılmaya başlanmıştır.

Ülkemizde vadeli (forward) döviz alım-satımına ilişkin ilk yasal düzenlemeler 29.12.1983 tarihindeki Resmi Gazete’de yayımlanan Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu (TPKK) Hakkında 28 sayılı Karara İlişkin T.C. Merkez Bankası genelgesi ile yapılmıştır. Daha sonra 30 sayılı karar ve 11.8.1989 tarihinde 30 Sayılı kararı yürürlükten kaldıran TPKK hakkında 32 sayılı kararın Döviz İlişkin İşlemler başlıklı 6.maddesinde, “Bankaların T.C. Merkez Bankası’nca belirlenen esaslar dahilinde vadeli döviz alım-satımı yapabilecekleri” hükmüne yer verilmiştir. Bu kararlar sonrası vadeli döviz alım-satımı firmalar tarafından kullanılmaya başlanmıştır.

Vadeli döviz işlemleri dışındaki swap, opsiyon ve futures hakkında ise halen ülkemizde bir yasal düzenleme mevcut değildir. Fakat buna rağmen kısıtlı da olsa zaman zaman kullanılabilirler.

Swap Türkiye’de, dövizlerin birbirleri karşısında değer kazanması veya kaybetmesiyle sonuçlanabilecek kur riskine karşı korunabilmek için en uygun tekniklerden biridir.

Opsiyon ve futures (gelecek) ise ancak bu işlemlerle ilgili borsaların kurulması ile uygulanabilecektir. Bugünkü uygulamada, Türk bankaları opsiyon ve futures işlemlerini belirli bir komisyon karşılığında yabancı aracı kurum veya kuruluşlar aracılığıyla yapmaktadır.

Günümüzde, bilgi ve deneyim eksikliği ile mevzuat ve alt yapı yetersizliği risk yönetimi tekniklerine olan talebin fiili talebe dönüşmesini engelleyici faktörler olarak karşımıza çıkmaktadır. Ayrıca Türkiye’de finans piyasalarında gözlenen istikrarsızlığın da hedging tekniklerinin ülkemizde gelişmesinde ciddi bir engel olduğu görülmektedir.

Dışsal tekniklerin ülkemizde yeterince kullanılamamasının nedenlerine yukarıda kısaca değinilmiştir. Aşağıda bu sorunlar sıralanırken, çözüm önerileri de getirilecektir.

- **Hukuki Çerçeve Eksikliği:** Gelişmiş piyasalarda risk yönetimi ürünlerinin her biri için standart anlaşmalar olması tarafların bu ürünleri kullanırken, çekincelerini azaltan bir etken olmuştur. Bugün İngiltere’de forward, swap ve opsiyon için genellikle Bankalar Birliklerince hazırlanan anlaşmalar vardır. Bu anlaşmalarda hesaplamaların nasıl yapılacağından hangi kanunların uygulanacağına kadar pek çok konu açıklanmaktadır. Bir Türk şirketi de bu ürünlerden herhangi döviz bazlı birini kullanacak olsa, bu anlaşmalara tabi olacaktır. Dolayısıyla öncelikle bu standart anlaşmaların Türk hukukuna göre incelenmesi ve gerekli maddelerin tartışma konusu yapılması gerekmektedir. Bu ürünlerin Türk Lirası bacaklı yapılması da piyasanın gelişmesi için son derece önemli olduğundan, Türkiye’de bankalarla firmalar arasında kullanılacak standart anlaşmalar üzerinde çalışılmalıdır. Bu anlaşmaların hazırlanması konusunda da sorumluluk bankalarımıza ve Bankalar Birliğine düşmektedir. Hukuki çerçeve tanımlanırken dikkat edilmesi gereken önemli bir husus da hangi kurumların bu risk yönetimi ürünlerini kullanabileceklerinin açıkça belirlenmesidir. Örneğin, İngiltere’de bir davada, 1986-1990 yılları arasında toplam 600 milyon poundluk swap işlemi gerçekleştiren iki Londra Belediyesi ile bankalar konsorsiyumu karşı karşıya gelmişlerdir. Buna sebep, söz konusu iki belediyenin swap borçlarını ödememeleri ve bunun üzerine İngiliz Yüksek Mahkemesi’nin “Belediyelerin zaten swap yapmaya yetkileri yoktur” diyerek swap işlemi hiç doğmamış saymasıdır.

- **Muhasebe Yönetiminin Bilinmemesi:** Türkiye’de yaygın kullanımı olan vadeli döviz kontratların bile tam olarak nasıl muhasebeleştirileceğine dair bir konsensus oluşmamıştır. Tartışılması gereken ana konular bilançoda bir yabancı para borç var ise ve bunun üzerinde bir vadeli döviz

anlaşmasına gidilmişse, bilanço tarihinde o borcun hangi kurdan değereceği, vadeli döviz kontratında kayıp ve kazanç gösteren pozisyonu kitaplarda nasıl gösterilmesi gerektiği, bir opsiyon primi ödenmiş veya tahsil edilmiş ise bu primin ne süreyle ve nasıl amorti edileceği gibi hususlardır.

Ülkemizde bu konuda çok yakında gerçekleşen önemli bir gelişme, Merkez Bankası'nın risk yönetim ürünlerinin tekdüze hesap planında nasıl gösterilmesi gerektiğine dair bir çalışma kağıdını bankalara göndererek, bir görüş alış-verişini başlatmasıdır. Şirketlerde bu işlemlerin nasıl muhasebeleştirileceği konusunda ise muhtemelen bu görev Sermaye Piyasası Kurulu-Yeminli Mali Müşavirler Odası ortaklığına düşecektir.

•Vergi Mevzuatı: Muhasebe ve hukuk alanındaki eksiklikler gibi ve onların da bir sonucu olarak, ülkemizde risk yönetim tekniklerinin nasıl vergilendirileceği açık değildir. Burada en temel soru risk yönetimi tekniklerinin kullanılmasından doğan kazanç ve kayıpların vergiye tabi bir kazanç veya kanunen kabul edilmeyen gider olup olmayacağıdır. Gelişmiş ülkelerde vergiye tabi olup olmama konusunda ana kriter işlemin deging için mi, yoksa spekülasyon için mi yapıldığıdır.

Ülkemizde tartışma konusu yapılması gereken hususlardan biri firmalar tarafından sıklıkla kullanılan vadeli kontratlarda, eğer firma bankaya vadede oluşacak aleyhte farkı ödüyor ise, bu fark üzerinde bir de %5 Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi ödemek zorunda kalacaktır. Çünkü bu ödeme, banka için bir komisyon gibi değerlendirilmektedir. Bu "hedging" işleminin maliyetini artırıcı ve kullanıcıları caydırıcı bir unsurdur. Esas en caydırıcı olan ve öncelikle çözülmesi gereken konu, damga vergisidir. Şimdilik vadeli döviz işlemlerinde bir çerçeve anlaşması olmadığı için tek taraflı teyit formlarıyla damga vergisi önlenebilmektedir. Ancak döviz borçları için yapılan döviz veya faiz swapı anlaşmaları binde beş damga vergisine tabidir.

Yukarıdaki hususlarda, Bankalar Birliği'nin bankalarla birlikte

çalışarak tartışma konularını hazırlaması, daha sonra da bu sorunların Merkez Bankası-Maliye Bakanlığı işbirliği ile oluşturulacak bir komisyon tarafından karara bağlanması uygun olacaktır.

•Türk Lirası (TL) bacaklı (TL'nin döviz işlemlerinin bir tarafını oluşturması) korunma tekniklerinin gelişmemiş olması, vade uzadıkça kotasyon verilememesi, döviz bazlı ürünlerde ülke riskinden dolayı bir yılı aşkın vadelere girecek banka sayısının azlığı: Türkiye'de TL'ye karşı finansal ürün olarak sadece vadeli kontratlar ve önemsenmeyecek derecede az opsiyonlar vardır. Bu ürünlerde de vade uzadıkça bankalar belirsizlik primini yüksek tuttıkları için kote edilen oranlar kabul edilemez hale gelmektedir. Bu durumun ana sebebi, gelecekteki enflasyon beklentisidir. Bu beklenti finansal ürünü fiyatlandırarak bankaların ufuklarını kısaltmakta, 6 ay sonrası bile "uzun dönem" olarak nitelendirilmektedir. Burada bankalarımıza düşen görev biraraya gelerek, kısa vadeli de olsa bu ürünlerin gelişmesini sağlamak olmalıdır.

## YARARLANILAN KAYNAKLAR

- AKTAN, Serdar : “Döviz Ticareti ve Riski”, **Para ve Sermaye Piyasası Dergisi**, Yıl: 8, Sayı: 91, Eylül 1986.
- APAK, Sudi : **Uluslararası Finansal Teknikler, Analiz, Teori, Uygulama**, Emlak Bankası Yayınları, İstanbul, 1992.
- BAYSAL, Rauf
- KOÇ, Tolga Kağan : “Gelişen Finans Teknikleri”, **Capital Dergisi Eki Guide 6**, Yıl:2, Sayı: 2, Şubat 1994.
- BUCKLEY, Adrian : **Multinational Finance**, Second Edition, Prentice Hall, 1992.
- DANIŞMAN, Mustafa : “Belediye Finansmanında Yapısal Değişim”, **İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı: 89, Ağustos 1993.
- DEMİRCİ, Muzaffer : **İhracatta Finansman Teknikleri**, İzdaş Holding Yayın No: 3, İzmir, 1988.
- DPT : **Temel Ekonomik Göstergeler**, Ankara, Şubat 1994.
- EKİNCİ, Berris : “Hedging ve Finansman Teknikleri”, **İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı: 97, Nisan 1994.

- ERDEM, Yusuf : **Vadeli İşlem Piyasaları “Forward & Futures” ve Türkiye’de Oluşumunun Ekonomik Şartları**, Araştırma ve Planlama Müdürlüğü, Ankara, 1993.
- ERSAN, İhsan : **Bankalarda Döviz Yönetimi**, T.Bankalar Birliği Yayın No: 150, Konferans Serisi No:48, Ankara, 1988.
- \_\_\_\_\_ : “Döviz Opsiyonları”, **Para ve Sermaye Piyasası Dergisi**, Yıl: 8, Sayı: 89, Temmuz 1986.
- \_\_\_\_\_ : “Gelecekteki Pazar”, **Para ve Sermaye Piyasası Dergisi**, Yıl: 8, Sayı: 90, Ağustos, 1986.
- \_\_\_\_\_ : “Ülke Riski”, **Para ve Sermaye Piyasası Dergisi**, Yıl: 7, Sayı: 81, Kasım, 1985.
- \_\_\_\_\_ : “Vadeli Döviz İşlemleri”, **Para ve Sermaye Piyasası Dergisi**, Yıl: 8, Sayı: 93, Kasım, 1986.
- ERTÜRK, Orhan : “Hedging”, **Kalkınma Dergisi**, T. Kalkınma Bankası Yayını, Sayı: 45, Şubat, 1994.
- ERYÜREK, Şenay : **Uluslararası Bankacılıkta Döviz Pozisyonu ve Döviz Ticareti**, Anadolu Bankası Eğitim Yayınları: 3, İstanbul, 1987.
- \_\_\_\_\_ : **Uluslararası Bankacılık İçin İlk Tanımlar ve Incoterm**, Anadolu Bankası Eğitim Yayınları 1, İstanbul, 1987.
- GÜMÜŞELİ, Saniye : **Döviz Kuru ve Faiz Oranı Risklerinden Korunma Teknikleri**, T.Bankalar Birliği Yayın No: 179, Ankara, 1994.

- İYİBOZKURT, M.Erol : **Uluslararası İktisat Teorisi**, Uludağ Üniversitesi Yayın No: 3-043-0117, Bursa, 1985.
- KARLUK, Rıdvan : **Uluslararası Ekonomi, Dış Ticaret Teorisi, Dış Ticaret Politikası, Bölgesel Ekonomik Birleşmeler, Parasal Uluslararası Ekonomi, Uluslararası Parasal İlişkiler**, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul, 1991.
- KIRIM, Arman : "Borsa Endeksi Futures Piyasaları", **Bankacılar**, T.Bankalar Birliği Yayını, Yıl: 2, Sayı: 6, Ekim 1991.
- \_\_\_\_\_ : "Mali Risk Yönetimi Açısından Döviz ve Faiz Opsiyonları", **Bankacılar**, T.Bankalar Birliği Yayını, Yıl: 2, Sayı: 5, Temmuz, 1991.
- \_\_\_\_\_ : "Mali Risk Yönetimi Açısından Döviz ve Faiz Swapları", **Bankacılar**, T. Bankalar Birliği Yayını, Yıl: 1, Sayı: 2, Temmuz, 1990.
- \_\_\_\_\_ : "Mali Risk Yönetimi Açısından Forward Döviz ve Faiz Piyasaları", **Bankacılar**, T. Bankalar Birliği Yayını, Yıl: 1, Sayı: 4, Ocak, 1991.
- \_\_\_\_\_ : "Mali Risk Yönetimi Açısından Gelecek (Futures) Piyasaları", **Bankacılar**, T.Bankalar Birliği Yayını, Yıl: 1, Sayı: 3, Ekim, 1990.
- KOZLU, Cem M. : **Uluslararası Pazarlama, İlkeler ve Uygulamalar**, T.İş Bankası Kültür Yayını No:234-16, Ankara, 1993.

- McRAE, T.W.
- WALKER, D.P. : **Foreign Exchange Management**, Prentice Hall, London, 1980.
- MÜMİNOĞLU, Miray : **Yeni Mali Ürünler ve Türkiye’de Uygulanması İçin Gerekli Düzenlemeler**, T.Bankalar Birliği Yayın No: 184, Ankara, 1994.
- MTO Türkiye Milli Komitesi : **Kur Risklerinin Kontrolü**, Milletlerarası Ticaret Odası. Yayın No: 422, 1987.
- ÖNCE, Saime : **İşletmelerde Döviz Riskinden Korunmanın Muhasebe Üzerindeki Etkileri**, Basılmamış Doktora Tezi, Eskişehir, 1994.
- PARASIZ, İlker
- YILDIRIM, Kemal : **Uluslararası Finansman, Teori ve Uygulama**, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa, 1994.
- RİGEL, Alev : “Güncel Ekonomik Terimler 2”, **Ekonomist Dergisi**, Yıl: 4, Sayı: 12, Mart 1994.
- SEYİDOĞLU, Halil : **Uluslararası İktisat, Teori, Politika, Uygulama**, Turhan Kitabevi Yayınları, Ankara, 1986.
- \_\_\_\_\_ : **Uluslararası İktisat, Teori, Politika ve Uygulama**, Güzem Yayınları, No: 3, İstanbul, 1990.

- TÖRE, Nahit : **Bankacılar İçin Dış ticaret ve Kambiyo Bilgisi**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Yayın No: 231-16, Ankara, 1989.
- TUGAY, Fatoş : “Ülke Riski”, **Bankacılar**, T.Bankalar Birliği Yayını, Yıl: 2, Sayı: 5, Temmuz, 1991.
- UYANIK, Cahit  
SÜZER, Erdoğan
- ÜNAL, Elif : “5 Nisan Kararları”, **Ekonomik Trend Dergisi**, Sayı: 15, 10-16 Nisan 1994.
- VARLIK, Levent : “Opsiyonlar”, **Para ve Sermaye Piyasası Dergisi**, Yıl: 8, Sayı: 105, Kasım, 1987.
- YILDIZ, Rifat : **Dış Ticarete Kur Riskine Karşı Korunma Araçları**, T.Dış Ticaret Derneği Araştırma ve Eğitim Merkezi, Ankara, 1988.