

T.C.  
DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İŞLETME ANABİLİM DALI  
FİNANSMAN PROGRAMI  
YÜKSEK LİSANS TEZİ

**ULUSLARARASI İŞLETMELERDE DÖVİZ KURU  
RİSKİ VE BU RİSKİN YOK EDİLMESİ İÇİN  
UYGULANAN TEKNİKLER:  
BİR UYGULAMA**

**Reva YAVRUTÜRK**

Danışman  
**Prof. Dr. Öcal USTA**

2008

## Yemin Metni

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum “**Uluslararası İşletmelerde Döviz Kuru Riski ve Bu Riskin Yok Edilmesi İçin Uygulanan Teknikler: Bir Uygulama**” adlı çalışmanın, tarafımdan, bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

Tarih

.../.../.....

Adı SOYADI

İmza

## YÜKSEK LİSANS TEZ SINAV TUTANAĞI

### Öğrencinin

**Adı ve Soyadı** : Reva YAVRUTÜRK  
**Anabilim Dalı** : İşletme  
**Programı** : Finansman  
**Tez Konusu** : Uluslararası İşletmelerde Döviz Kuru Riski ve Bu Riskin Yok Edilmesi İçin Uygulanan Teknikler: Bir Uygulama  
**Sınav Tarihi ve Saati** :

Yukarıda kimlik bilgileri belirtilen öğrenci Sosyal Bilimler Enstitüsü'nün ..... tarih ve ..... sayılı toplantısında oluşturulan jürimiz tarafından Lisansüstü Yönetmeliği'nin 18. maddesi gereğince yüksek lisans tez sınavına alınmıştır.

Adayın kişisel çalışmaya dayanan tezini ..... dakikalık süre içinde savunmasından sonra jüri üyelerince gerek tez konusu gerekse tezin dayanağı olan Anabilim dallarından sorulan sorulara verdiği cevaplar değerlendirilerek tezin,

BAŞARILI OLDUĞUNA  O OY BİRLİĞİ  O  
DÜZELTİLMESİNE  O\* OY ÇOKLUĞU  O  
REDDİNE  O\*\*

ile karar verilmiştir.

Jüri teşkil edilmediği için sınav yapılamamıştır.  O\*\*\*  
Öğrenci sınava gelmemiştir.  O\*\*

\* Bu halde adaya 3 ay süre verilir.  
\*\* Bu halde adayın kaydı silinir.  
\*\*\* Bu halde sınav için yeni bir tarih belirlenir.

Tez burs, ödül veya teşvik programlarına (Tüba, Fulbright vb.) aday olabilir.  Evet  
Tez mevcut hali ile basılabilir.  O  
Tez gözden geçirildikten sonra basılabilir.  O  
Tezin basımı gerekliliği yoktur.  O

### JÜRİ ÜYELERİ

### İMZA

.....  Başarılı  Düzeltme  Red .....

.....  Başarılı  Düzeltme  Red .....

.....  Başarılı  Düzeltme  Red .....

## ÖZET

### Yüksek Lisans Tezi

#### Uluslararası İşletmelerde Döviz Kuru Riski ve Bu Riskin Yok Edilmesi İçin Uygulanan Teknikler: Bir Uygulama

Reva YAVRUTÜRK

Dokuz Eylül Üniversitesi  
Sosyal Bilimler Enstitüsü  
İşletme Anabilim Dalı  
Finansman Programı

Döviz piyasaları son yıllarda artan uluslararası ticaret hacimlerine paralel olarak gelişmiş, bilgi akışının hızlı oluşu ve işlemlerin herhangi bir kısıtlamaya tabi olmadan gerçekleşmesi bu piyasaları dünyada en mükemmel piyasalar haline getirmiştir.

Gelişen dünya ekonomisi ile birlikte özellikle esnek döviz kuru sistemine geçiş, uluslararası alanda faaliyette bulunan firmaların döviz fiyatlarındaki dalgalanmalar neticesinde döviz kuru riski ile karşı karşıya kalmalarına sebep olmuştur. Döviz kuru oranlarındaki büyük dalgalanmalar, lehde gelişme göstermediği takdirde, kuruluşların nakit akışlarında önemli etkiler yaratır, işletmeleri ve ekonomileri derinden etkiler.

Döviz kuru riski sadece dış ticaret firmalarını etkilememekte yerel işletmeleri hatta döviz ile işlem yapmayan kişi ve kuruluşları da etkilemektedir. Bu durum işletmeleri döviz kuru riskinden korunmak için çeşitli önlemler almaya zorlamaktadır. Bu nedenle büyük finansal kurumlar tarafından döviz kuru riskinden korunmak için bazı yeni korunma (hedging) teknikleri

geliştirilmiştir. Bu yeni teknikler forward, futures, opsiyon, swap olarak sıralanabilir.

“Uluslararası İşletmelerde Döviz Kuru Riski ve Bu Riskin Yok Edilmesi için Uygulanan Teknikler: Bir Uygulama” adlı bu çalışmamda uluslararası işletmeler, döviz piyasası ve döviz kuru riski incelenmiş, Türkiye’deki döviz piyasalarının gelişimi üzerinde durulmuş ve uluslararası faaliyette bulunan işletmelerin döviz kuru riskine karşı kullanabilecekleri finansal teknikler geniş bir biçimde ele alınmıştır. Çalışma sonucunda döviz kuru riskinden korunma teknikleriyle hem ihracatçı hem de ithalatçı bir işletme üzerinden bu tekniklerin nasıl uygulandığı gösterilerek, mevcut koşullarda hangisinin daha faydalı olduğu analiz edilmeye çalışılmıştır.

**Anahtar Kelimeler :Uluslararası İşletme,Döviz Piyasası, Döviz Kuru Riski, Türev Araçlar, Kur Riskinden Korunma**

## **ABSTRACT**

### **Master Thesis**

# **The Risk of Foreign Exchange in International Companies and the Techniques Against to This Risk: An Application**

**Reva YAVRUTÜRK**

**Dokuz Eylül University  
Institute of Social Sciences  
Department of Business Administration  
Finance Program**

**In the recent years the exchange markets have developed in parallel with international trade volume and because of the rapid transmission of information and the realization of transactions without restriction have made this markets the perfect markets in the world.**

**With the developing world economy, especially after free exchange rate system is adopted, the international corporations faced risks arising from fluctuating exchange rates. High volatility in foreign exchange rates can have a severe impact on an institution's cash flows if rate trends continue to run in an unfavorable direction and effects corporations and economies considerably.**

**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. This situation forces the corporations to take measures in order to be protected from foreign exchange risks. For that reason, major financial institutions have developed new hedging techniques which can be used for protection from foreign exchange risks. These new techniques can be classified as forwards, futures, options, and swaps.**

**The study on “The risk of foreign exchange in international corporations and the techniques against to this risk:An Application” , international corporations, exchange markets and foreign exchange risks are researched and developing of exchange markets in Türkiye is viewed and the techniques which can be used by international corporations against the risk of foreign exchange analyzed in detail. And finally, the techniques are analyzed in terms of an importer and exporter, and tried to analyze the best technique for the companies in the prevailing conditions.**

**Key Words : International, Corporations, Foreign Exchange Market, Foreign Exchange Risk, Derivatives, Hedging**

## İÇİNDEKİLER

YEMİN METNİ .....	ii
TUTANAK .....	iii
ÖZET .....	iv
ABSTRACT .....	vi
İÇİNDEKİLER .....	viii
KISALTMALAR .....	xiii
TABLolar LİSTESİ .....	xivv
ŞEKİLLER LİSTESİ .....	xv
GİRİŞ .....	1

## BİRİNCİ BÖLÜM

### ULUSLARARASI İŞLETMELER ve DÖVİZ PİYASASI

1.1. ULUSLARARASI İŞLETMELER.....	3
1.1.1.Uluslararası İşletmelerin Tanımı Ve Kapsamı.....	3
1.1.2.Uluslararası İşletmelerin Faaliyet Türleri .....	6
1.1.2.1.Yönetim Faaliyetini Gerektirmeden Yabancı Ülkeye Girme.....	6
1.1.2.1.1. İthalat-İhracat Faaliyeti .....	6
1.1.2.1.2. Hisse Senedi Yatırımı .....	7
1.1.2.1.3.Lisans Anlaşması .....	7
1.1.2.1.4.Franchising.....	8
1.1.2.2. Yönetim Faaliyeti ile Yabancı Ülkeye Girme.....	8
1.1.2.2.1. İşletme Satın Almak.....	8
1.1.2.2.2. Şube Açmak .....	9
1.1.2.2.3. Ortak Yatırım: .....	9
1.1.3. Uluslararası İşletmelerde Finans ve Finansal Amaçlar.....	10
1.2. DÖVİZ VE DÖVİZ PİYASASI .....	12
1.2.1. Döviz ve Döviz Kuru Kavramı .....	13
1.2.2. Döviz Kurlarının Uluslararası Para Sistemleri İçindeki Gelişimi.....	15



1.2.3. Döviz Kuru Sistemleri.....	19
1.2.3.1. Sabit Döviz Kuru Sistemi .....	19
1.2.3.2. Serbest (Esnek) Döviz Kuru Sistemi.....	20
1.2.3.3. Karma Döviz Kuru Sistemi .....	21
1.2.4. Döviz Piyasası.....	22
1.2.4.1. Döviz Piyasasının Tanımı, İşleyişi ve Temel Özellikleri.....	22
1.2.4.2. Döviz Piyasasının Fonksiyonları .....	26
1.2.4.2.1. Satın Alma Gücü Transferi .....	26
1.2.4.2.2. Finansman Sağlama .....	27
1.2.4.2.3. Riski Azaltma Fonksiyonu.....	28
1.2.4.3. Türkiye'de Döviz Piyasası ve Gelişimi .....	28
1.2.4.4. Döviz Piyasalarında İşlem Türleri .....	33
1.2.4.4.1. Peşin (Spot) Döviz İşlemleri .....	33
1.2.4.4.2. Vadeli Döviz İşlemleri .....	35
1.2.4.4.3. Swap Döviz İşlemleri.....	37
1.2.5. Döviz Kuru Kotasyonları ve Çeşitleri.....	39
1.2.5.1. Düz Kur .....	39
1.2.5.2. Çapraz Kur .....	39
1.2.5.3. Spot (Günlük) Kur .....	40
1.2.5.4. Forward (İleri) Kur.....	40

## İKİNCİ BÖLÜM

### ULUSLARARASI İŞLETMELERDE DÖVİZ KURU RİSKİ

ve

### DÖVİZ KURU RİSKİ YÖNETİMİ

### (DÖVİZ KURU RİSKİNDEN KORUNMA YÖNTEMLERİ)

2.1. ULUSLARARASI İŞLETMELERDE DÖVİZ KURU RİSKİ VE ÖNEMİ.....	42
2.2. DÖVİZ KURU RİSKİ ÇEŞİTLERİ .....	47
2.2.1. Çevirme (Muhasebe) Riski .....	48

2.2.2. İşlem (Muamele) Riski.....	49
2.2.3. Ekonomik Risk.....	51
2.3.DÖVİZ KURU RİSKİNE KARŞI İŞLETMELERİN TUTUMU .....	51
2.4. DÖVİZ KURU RİSKİNDEN KORUNMAK İÇİN KULLANILAN FİNANSAL TEKNİKLER .....	53
2.4.1.Döviz Kuru Riskinden Korunmak İçin Kullanılan İşletme içi Teknikler .....	54
2.4.1.1.Netleştirme .....	54
2.4.1.2.Eşleştirme .....	55
2.4.1.3.Önceleme ve Erteleme .....	57
2.4.1.4..Dövizle Faturalama .....	58
2.4.1.5.Aktif ve Pasif Yönetimi .....	59
2.4.2. Döviz Kuru Riskinden Korunmak İçin Kullanılan İşletme dışı Teknikler .....	59
2.4.2.1. Forward (Vadeli) Döviz Sözleşmeleri İle Korunma .....	60
2.4.2.1.1. Forward İşlemlerin Tanımı .....	60
2.4.2.1.2. Forward İşlemlerin Tarafları ve Kullanım Amaçları ..	62
2.4.2.1.3.Vadeli Döviz Sözleşmelerinin Avantajları Ve Dezavantajları .....	64
2.4.2.2. Gelecek Döviz Sözleşmeleri İle Korunma.....	66
2.4.2.2.1.Gelecek Sözleşmeleri Tanımı .....	67
2.4.2.2.2. Gelecek Sözleşmelerinin Temel Özellikleri ve Organizasyonu .....	68
2.4.2.2.3. Gelecek Sözleşmelerinin Kullanım Amaçları ve Tarafları.....	71
2.4.2.2.4. Gelecek Sözleşmelerinin Türleri.....	73
2.4.2.2.5. Gelecek Sözleşmelerinin Kapatılma Yöntemleri.....	75
2.4.2.2.6.Gelecek Sözleşmelerinin Avantajları ve Dezavantajları	76
2.4.2.3.Döviz Opsiyon Sözleşmeleri İle Korunma .....	79
2.4.2.3.1. Opsiyon Sözleşmelerinin Tanımı.....	79
2.4.2.3.2. Opsiyon Sözleşmeleri ile İlgili Temel Kavramlar .....	80

2.4.2.3.3. Opsiyon Sözleşmesi Türleri.....	88
2.4.2.3.4. Döviz Opsiyon Piyasaları.....	93
2.4.2.3.5. Opsiyon Sözleşmelerinin Avantajları ve Dezavantajları .....	99
2.4.2.4.Döviz Swap Sözleşmeleri İle Korunma .....	100
2.4.2.4.1. Swap Sözleşmelerinin Tarafları ve Kullanım Amaçları.....	101
2.4.2.4.2. Swap Türleri.....	102
2.4.2.4.3.Swap İşlemlerinin Avantajları ve Dezavantajları ..	111
2.5. TÜRKİYE’DE VADELİ İŞLEMLER PİYASASI VE İZMİRVADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSASI .....	112
2.5.1. Türkiye’de Vadeli İşlemler Piyasası ve Gelişimi .....	112
2.5.2. İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası AŞ .....	114

### ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

#### DÖVİZ KURU RİSKİNDEN KORUNMA TEKNİKLERİ ÜZERİNE ÖRNEK UYGULAMA

3.1.İHRACAT YAPAN BİR İŞLETMENİN DÖVİZ KURU RİSKİNDEN KORUNMASI ÜZERİNE BİR ÖRNEK UYGULAMA.....	118
3.1.1.İhracat Alacaklarının Vadeli (Forward) Döviz Kontratları ile Döviz Kuru Riskinden Korunması.....	119
3.1.2.İhracat Alacaklarının Döviz Gelecek Sözleşmeleri ile Döviz Kuru Riskinden Korunması.....	121
3.1.3. İhracat Alacaklarının Döviz Opsiyon Sözleşmeleri ile Döviz Kuru Riskinden Korunması.....	123
3.1.4. Döviz Kuru Riskinden Korunmak için En Uygun Tekniğin Seçilmesi .....	125
3..2.İTHALAT YAPAN BİR İŞLETMENİN DÖVİZ KURU RİSKİNDEN KORUNMASI ÜZERİNE BİR ÖRNEK UYGULAMA.....	<b>Hata! Yer işareti tanımlanmamış.</b>

3.2.1.İthalat Borçlarının Vadeli Döviz Sözleşmeleri ile Döviz Kuru Riskinden Korunması .....	127
3.2.2.İthalat Borçlarının Gelecek Döviz Sözleşmeleri İle Döviz Kuru Riskinden Korunması.....	128
3.1.2.3.İthalat Borçlarının Döviz Opsiyon Sözleşmeleri ile Döviz Kuru Riskinden Korunması.....	130
3.1.2.4. Döviz Kuru Riskinden Korunmak için En Uygun Tekniğin Seçilmesi .....	132
SONUÇ ve ÖNERİLER.....	1333
KAYNAKLAR .....	139

## KISALTMALAR

<b>TCMB</b>	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
<b>İMKB</b>	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
<b>VOB</b>	: Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası
<b>TSPAKB</b>	: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği

## TABLolar LİSTESİ

Tablo 1: Gelecek Sözleşmeleri ile Forward Sözleşmeler Arasındaki Farklar.....	78
Tablo 2: Philadelphia Borsasında Döviz Opsiyonlarının Sözleşme Büyüklükleri .....	96
Tablo 3: Borsa opsiyonları ile Tezgahüstü Opsiyonların Karşılaştırılması .....	99
Tablo 4: İşletmelere Yapacakları Borçlanmalar İçin Önerilen Faiz Oranlar.....	108
Tablo 5 : "VOB-YTL/Dolar" Vadeli İşlem Sözleşmesi Özellikleri.....	115
Tablo 6 : "VOB-YTL/EURO" Vadeli İşlem Sözleşmesi Özellikleri.....	116

## ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil:1 Alım opsiyonları için opsiyonun alıcısının kar- zarar durumu .....	85
Şekil 2 : Alım opsiyonları için opsiyon satıcısının kar- zarar durumu .....	86
Şekil 3 : Satım (put) opsiyonları için opsiyonun alıcısının kar zarar durumu .....	86
Şekil 4: Satım (put) opsiyonları için opsiyonun satıcısının kar zarar durumu .....	87
Şekil 5 : İngiliz Sterlini Alım Opsiyonu .....	90
Şekil 6 : Amerikan Doları Satım Opsiyonu .....	91
Şekil 7: Faiz swapı .....	104
Şekil 8: A ve B işletmelerine önerilen kredi faizleri.....	105
Şekil 9: Döviz Swap İşlemleri Başlangıç Anapara Değişimi: .....	108
Şekil 10: Döviz Swap İşlemleri Faiz Nakit Akışlarının Değişimi .....	109
Şekil 11: Türkiye'deki Döviz Piyasalarında Spot ve Vadeli Piyasaların İşlem Hacimleri.....	117

## GİRİŞ

İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra dünyada yaşanan ekonomik bütünleşme süreci, gelişen teknolojik buluşlarla beraber işletmelerin faaliyetlerini uluslararası alanlara kaydırması ve artık günümüzde çok yaygınlaşan çokuluslu şirket kavramını gündeme getirmiştir. Çok uluslu şirketler ilk başlarda faaliyetlerini mal alım satımı şeklinde daha sonra ise yabancı ülkeye girerek orada şubeler açmak veya işletme satın almak şeklinde gerçekleştirmeye başlamışlardır.

1973 yılında Bretton Woods Sistemi'nin yıkılıp, sabit kur sisteminin terk edilmesiyle ülkelerin paralarını dalgalanmaya bırakması sonucu ülke paraları serbestçe fiyatlanmaya başlamış, sermayenin serbest dolaşımı üzerindeki engeller azalmış ve finansal hareketlilik artmıştır. Bu hareketlilik ve serbesti işletmelerin yabancı ülkelere açılmasına neden olmuştur. Fakat, uluslararası ticaretin ulusal parayla yapılamaması ülke parasıyla yabancı ülke paraları arasında değişimi zorunlu kılmış ve döviz kurları kavramı ortaya çıkmıştır. Sabit kur sisteminden esnek kur sistemine geçiş, yani döviz kurlarının dalgalanmaya bırakılması bu seferde uluslararası faaliyetlerde bulunan işletmeleri, bankaları ve mali kurumları döviz kuru riski ile karşı karşıya getirmiştir.

Döviz işlemlerinde ortaya çıkan kur riski işletmelerin karlarını önemli ölçüde etkileyebileceği gibi zarara da neden olabilmektedir. Bu nedenle işletmeler, bankalar ve ülkeler döviz kuru dalgalanmalarından kaynaklanan riskleri yok edebilmek ya da en azından minimize etmek, hatta mümkünse bu değişimlerden kâr edebilmek amacıyla kur riskine karşı önlemler almaya yönelmişlerdir.

Şu anda uluslararası alanda kabul gören dalgalı kur sisteminin bir sonucu olan döviz kuru riskinden korunmak için dünyanın önde gelen finansman kuruluşları çeşitli araçlar geliştirmişlerdir. Dövizle işlem yapan işletme ve kuruluşların döviz kuru riskinden korunması için netleştirme, eşleştirme, önceleme ve erteleme, dövizle



faturalama, aktif pasif yönetimi gibi işletme içi tekniklerin yanında son yıllarda türev araçlar da dediğimiz işletme dışı ve sözleşmeye bağlı araçlar da geliştirilmiştir. Korunma amacının yanında spekülatif amaçlarla da kullanılan bu araçlar forward, futures, swap ve opsiyon işlemleridir. Dünya genelinde kullanımı hızla artan bu araçlar ulusal para ve sermaye piyasalarının uluslararası piyasalarla bütünleşmesine katkıda bulunarak fonların ülke içinde ve ülkeler arasında dolaşımını kolaylaştırmıştır.

Tezin amacı, döviz kurlarının dalgalanmaya bırakılması ile ortaya çıkan ve hem uluslararası hem de ulusal alanda faaliyette bulunan işletmeleri etkileyen döviz kuru risklerinden korunma tekniklerinin incelenerek, bu yöntemlerle nasıl korunma sağlandığını bir bütün olarak ele alabilmektir.

Araştırmamız toplam üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde uluslararası işletmeler ve faaliyet türleri irdelenirken, döviz ve döviz piyasası hakkında bilgi verilerek Türkiye'deki döviz piyasası, döviz kuru sistemlerinin tarihi gelişimi, döviz kurları, ve bu piyasalardaki işlem türleri üzerinde durulmuştur.

İkinci bölümde döviz kuru riskinin uluslararası işletmeler açısından önemi, bu riskin çeşitleri ve bu riskten korunmak için kullanılan işletme içi ve işletme dışı teknikler analiz edilmiş, türev piyasaların Türkiye'deki gelişimi ve İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası hakkında bilgi verilmiştir.

Üçüncü bölümde ise ülkemizdeki gerek bankalardan gerekse işletmelerden vadeli işlem sözleşmelerini kullanımlarına ve döviz kuru riski yönetimlerine ilişkin veri sağlanamamasından dolayı, ele alınan döviz kuru riskinden korunma teknikleri varsayımsal olarak hem ihracatçı hem de ithalatçı bir işletme için çeşitli kur varsayımları altında stratejiler geliştirilerek incelenmiş ve bu tekniklerden en uygununun seçimi üzerine durulmuştur.

## **BİRİNCİ BÖLÜM**

### **ULUSLARARASI İŞLETMELER ve DÖVİZ PİYASASI**

#### **1.1. ULUSLARARASI İŞLETMELER**

##### **1.1.1. Uluslararası İşletmelerin Tanımı Ve Kapsamı**

Dünyadaki ekonomik gelişmeler, ulusları birbirine yaklaştırmış ve ticari ilişkiler uluslararası alana yayılmıştır. İşletmeleri etkileyen dış çevre faktörleri de giderek çoğalmıştır. Önceleri sadece ulusal alanda faaliyetleri görülen işletmelerin ulusal sınırlar dışında da faaliyetlerinin çoğaldığı görülmektedir (Aksöyek,1987:5).

Ekonomi tarihçilerine göre 15 ve 16'ncı yüzyıllar çok uluslu şirketlerin ortaya çıktığı dönemlerdir Bu dönemlerde özellikle İngiltere'deki çok uluslu şirketler, bu ülke ile kolonileri arasındaki mal ticaretinde önemli rol oynamışlardır. Daha sonraki dönemlerde bu şirketler sınır ötesi işlemleri yürütmüşlerdir. İkinci Dünya Savaşından sonraki dönemde ticaretin serbestleşmesi ile birlikte çok uluslu şirketler bugünkü konumlarının ilk halini almışlardır. Uluslararası faaliyetler ithalat ve ihracat işlemleri ile başlamıştır denilebilir. Bazı ülkeler ekonomik kalkınmalarını hızla gerçekleştirecek nitelikte ve nicelikte üretim faktörlerine sahip olmadıklarından, ihtiyaç duydukları kaynakları çeşitli yollarla sağlamaya çalışırlar. Kaynakları bol olan ülkeden kaynak yetersizliği görülen ülkelere transfer edilen üretim faktörleri, transferi gerçekleştirilen ülkelerin kaynaklarının çoğalmasına neden olur. Transfer edilen üretim faktörleri teknolojik niteliklere sahip olduğunda aynı zamanda transfer eden ülkenin kaynaklarının etkin kullanımını da sağlar (Aksoy,1983:1).

İşletmelerin ellerinde bulunan kaynakları, araştırmaları sonunda tespit ettikleri en verimli alanlara aktararak piyasa değerlerini maksimum kılma amacı, gözlerin uluslararası pazarlara çevrilmesine böylelikle uluslararası işletmelerin

doğmasına ve gelişmesine neden olmuştur. Esasen uluslararası ticaretle ilgilenmek ya da en azından etkisini hissetmek için bir şirketin çok uluslu bir şirket olması da gerekmez (Kabaaliolu,1986:460). Yani bir işletme yabancı ülkelere yatırım yapmadığı halde dış ilişkileri varsa bile, örneğin ihracat yapıyorsa uluslararası işletmedir.

Uluslararası işletme ve çok uluslu işletme kavramlarının çeşitli tanımları yapılmakta bazı yazarlar tarafından da eş anlamlı olarak kullanılmaktadır. Uluslararası işletme kavramı genel bir kavram olup ithalat-ihracat ve başka ülkelere lisans vermekten başlayıp değişik ülkelerde üretim faaliyetinde bulunmaya kadar çeşitli faaliyetlerle uğraşan işletmeleri kapsar, çok uluslu işletme ise uluslararası işletmenin özel bir şekli olmaktadır (Tokol,1986:267.).

Bir uluslararası işletmenin yabancı ülkelerdeki üretimi, toplam üretimin % 25-30'unu geçtiği zaman, yabancı ülkelerdeki kârlar, toplam kârın önemli bir oranına sahipse ve yabancı ülkelerdeki personel, toplam personelin önemli bir oranına ulaşmış ise bu işletmeye "çok uluslu işletme" denilebilir. Şu halde, yabancı ülkelerdeki "üretim", "kâr" veya "istihdam edilen personel" olmak üzere üç ayrı kriterden birinin temel alınarak toplam içindeki önemli bir orana ulaşması halinde, uluslararası işletme "çok uluslu işletme" olarak kabul edilmektedir (Mucuk, 2003: 46).

Günümüzde "çok uluslu işletme" terimi yaygın olarak kullanılmaktadır. Ancak "çok uluslu işletme" teriminin tanımı ve kapsamı konusunda tam bir anlaşmaya da varılmış değildir. Bir işletmenin çok uluslu ya da uluslararası işletme sayılabilmesi için ortaya konan ölçülerin bazıları şunlardır (Özalp,1984:16).

- İki veya daha fazla ülkede faaliyet göstermesi,
- Karar ve kontrol mekanizmasının merkezileşmesi,
- Değişik ülke yöneticileri tarafından yönetilmesi veya yöneticilerin ulusal duygulardan uzaklaşmasıdır.

Genel olarak çok uluslu şirket, bir ana merkez ve bu merkeze bağlı olarak değişik ülkelerde faaliyet gösteren şube, şirket veya iştiraklerden oluşmaktadır. Merkez izlediği stratejiler çerçevesinde, bağlı şirket ve şubelerin yönetimini organize etmekte ve denetlemektedir. Yönetim, organizasyon ve denetim işlevlerini ana merkez üstlenmektedir. Ana merkeze bağlı olarak faaliyet gösteren bağlı şirketler ve şubeler ise elde ettikleri kazançların tamamını veya bir kısmını merkeze transfer etmektedirler (Seyidoğlu,1996:660). Şubeler merkezden bağımsız hareket edemezler, merkezde yapılan genel planlar ve belirlenen stratejiler çerçevesinde hareket etmek zorundadırlar. Bunun için de ana merkez ile bağlı şirketler ve şubeler arasında sürekli bir iletişim bulunmaktadır. İletişim sayesinde de stratejide, hareket tarzlarında, teknolojiye, finansmanda ve insan kaynaklarının kullanımında birlik sağlanmaktadır.

Çok uluslu şirketler tüm dünya ülkelerini pazar olarak görmekte ve çeşitli ülkelerde doğrudan yatırım yapmaktadır. Birden çok ülkede bir ya da birden fazla birbiriyle bağlantılı ya da birbirinden bağımsız malın üretimi, dağıtım ve pazarlanmasıyla ilgili ekonomik faaliyetlerde bulunmaktadır. Faaliyette bulunduğu ülkelerdeki bağlı şirketlerin ve şubelerinin faaliyet ve yönetimlerini merkezden yönetmektedir. İlgili ülke mevzuatı çerçevesinde bir kısım şirket hisselerini halka arz etmekte veya ortaklıklar şeklinde faaliyette bulunmaktadır (Şatıroğlu, 1984: 24).

Kısaca çok uluslu işletmeleri, birden fazla ülkede yatırım faaliyetini sürdüren ve üretim, finansman ve pazarlama ile ilgili kararları, bir merkezden alan veya çeşitli yollarla bağlı şirketlerin kararlarını etkileyebilen işletmelerdir şeklinde tanımlayabiliriz.

Bu çalışmada da uluslararası işletme kavramı, ne şekilde olursa olsun dış ilişkisi bulunan işletmeler için kullanılmıştır.

### **1.1.2. Uluslararası İşletmelerin Faaliyet Türleri**

İşletmelerin uluslararası faaliyette bulunmaları çeşitli biçimlerde görülmektedir. Bunları, yönetim faaliyetini gerektirmeden yabancı ülkeye girme, ve yönetim faaliyeti ile yabancı ülkeye girme şeklinde sınıflandırabiliriz.

Çok uluslu işletmeler farklı ülkelere farklı stratejilerle girebilmektedirler. Bu stratejiler yabancı ülkelerdeki ürün talep durumu, pazar potansiyeli veya farklı ülkelerde doğabileceği düşünülen yasal durumların ve risklerin farklılığına göre değişmektedir (Yüksel,1999:143). Çokuluslu işletmelerin faaliyette bulunacakları ülkeyi seçmelerinde bazı kıstaslar olabilmektedir. Bu kıstaslardan bazıları; ekonomik ve teknolojik gelişim, ekonomi ve maliye politikaları, altyapı yatırımlarının gelişmişliği, pazar büyüklüğü, doğal kaynaklar, serbest girişimciliğin teşvik edildiği dengeli ekonomik ve politik çevre, insan ve mülkiyet hakları, yasal düzenlemeler alınan kararları etkilemektedir (Ören,1993:81).

İşletmeler, ihracat-ithalat, hisse senedi yatırımı, lisans anlaşması ve franchising ile yönetim faaliyeti gerektirmeden, işletme satın alarak, şube açarak ve ortak yatırımlar yaparak yönetim faaliyeti ile yabancı ülkelere giriş yapmaktadırlar.

#### **1.1.2.1.Yönetim Faaliyetini Gerektirmeden Yabancı Ülkeye Girme**

##### **1.1.2.1.1. İthalat-İhracat Faaliyeti**

Ülke dışında gösterilen faaliyet biçimlerinden en kolay ve basit olanı ihracat-ithalat faaliyetidir. Bu faaliyet şekli iki yönlü olmaktadır. İşletme kendi ülkesinde ürettiği ürünleri ülke dışında pazarlamakta ya da ülke dışında üretilen ürünleri ithal edip ülke içinde pazarlamaktadır (Fırat ve Mortaş,2005:2). Böylece ithalat-ihracat yoluyla işletmeler uluslararası alana çıkmış olurlar.

İhracat ve ithalat faaliyetlerinde riskler en az düzeydedir ayrıca işletmenin yönetim yapısında bir değişikliğe ihtiyaç duyulmamaktadır. Fakat kolaylıkları yanında bu faaliyetler gerçekleştirilirken gümrük tarifeleri, kotalar gibi zorluklarla karşılaşabilmektedirler.

#### **1.1.2.1.2. Hisse Senedi Yatırımı**

Uluslararası ekonomik ilişkilerdeki canlılık sermaye hareketlerinin de uluslararası alanda yoğunlaşmasına neden olmuştur. Sermayenin ve teknolojinin milliyetinin olmaması onun uluslararası alanda dolaşımını kolaylaştırmaktadır (Uras,1979:50). Hisse senedi yatırımları, hukuki engellerin olmadığı ülkelerde bir işletmenin diğer bir ülkedeki işletme veya devlet kuruluşuna ait hisse senetlerini satın almasıdır. Doğrudan yatırım yapmak yerine bir başka ülkedeki işletmeye ait hisse senedine sahip olunarak yatırım yapılmaktadır. Bu tür yatırımlar işletmelerin ellerinde bulunan sermaye fazlasını diğer ülkelerde değerlendirerek, yüksek bir kar getirecek yerlere yatırmak ve sermaye karlılığını arttırmak amacıyla başvurdukları bir yoldur.

#### **1.1.2.1.3.Lisans Anlaşması**

Lisans anlaşmaları özellikle direkt yatırım mümkün olmadığı veya risklerin fazlaştığı özellikle az gelişmiş ülkeler tarafından tercih edilmektedir. Çünkü lisans anlaşmaları teknoloji transferlerini kolaylaştıran bir araç olarak görülmektedir. Bunun yanı sıra yabancı işletmelerin ülkeye girişleri ve faaliyetlerini yasakladığı durumlarda lisans anlaşması yoluyla ülkeye girmek kolaylaşmaktadır (Fırat ve Mortaş,2005:2). Teknolojik niteliklere sahip mal ve hizmetlerin ithal edilerek kullanılması yerine bu tür mal ve hizmetlerin ülkede üretilmesi çabaları yoğunluk kazanır. Bu tür mal ve hizmetleri üretmek ise bir takım bilgi ve becerilerin diğer bir deyişle gelişmiş teknolojinin varlığını gerektirir. İşte lisans anlaşmaları yoluyla belli teknolojilerin kullanılma hakkı verilmektedir (Aksöyek,1987:11). Lisans anlaşmalarında, lisansör, lisans vermekle lisansın kullanıldığı ülkede yönetim

faaliyetine girişmeksizin kendi ismini, markasını tanıtmakta pazar payını genişletmekte ve vermiş olduğu teknik bilgi karşılığında çeşitli paylar almaktadır. Lisansı kullanan ise yaratılmış bir teknolojinin imkanlarından faydalanmış olmaktadır.

#### **1.1.2.1.4.Franchising**

Bir ticari işletmenin bir başka ticari işletmeye mallarını satma, mamulünü üretme, hizmetlerini sergileme veya ismini kullanma hakkını verdiği ticari ilişkiler içeren bir kavram olarak karşımıza çıkmaktadır (Arslan, 1996:7).

Franchising yoluyla yabancı pazarlara girmek isteyen işletmeler, hiç bir maddi yatırım yapmadan kendi isimlerini taşıyan işyerlerini oluşturabilmektedirler. Yani franchising sistemiyle işletmelerin isimlerini kullanarak yabancı pazarlarda faaliyet göstermesi daha kolay ve risksiz olmaktadır.

#### **1.1.2.2. Yönetim Faaliyeti ile Yabancı Ülkeye Girme**

Yabancı ülkeye yönetim faaliyeti gerektirerek giriş yolları doğrudan yeni bir fiziki birimin kurulup işletilmesi şeklinde olabileceği gibi mevcut bir işletmeyi satın alma şeklinde de olabilmektedir. Ayrıca uluslararası alanda faaliyet göstermek amacı ile şube açma faaliyetleri de doğrudan yatırım olarak kabul edilmektedir.

##### **1.1.2.2.1. İşletme Satın Almak**

Günümüzde ekonomik ve finansal yönden güçlü olan çokuluslu işletmeler kararlarını maksimize etmek ve büyüebilmek için ülke dışında faaliyet gösteren daha küçük işletmeleri veya daha önce çeşitli anlaşmalarla ilişkide buldukları işletmeleri satın alma yoluna gidebilmektedirler. Satın alma faaliyeti bir işletmenin diğer bir işletmeyi veya işletmeleri tüm varlık ve borçlarıyla birlikte satın alması ya da satın almak istediği işletmenin yönetiminde kontrolü sağlamaya yetecek kadar

iştirak payını da ele geçirmesi şeklinde açıklanabilmektedir (Ören,1993:81). Satın alma sonucu işletme mülkiyetinin çokuluslu işletmenin eline geçmesi, yönetim serbestliği ile alacakları kararlarda etkinlik sağlamaktadır.

#### **1.1.2.2.2. Şube Açmak**

Çokuluslu işletmelerin ülke dışındaki faaliyetlerinden bir diğeri de şube açmaktır. Söz konusu faaliyetin gerçekleştirilmesinde çokuluslu işletmelerin önem vermesi gereken konu mülkiyet stratejisinin belirlenmesidir. Çokuluslu işletmenin belirleyeceği mülkiyet stratejisi ile yönetim arasında direkt bir ilişki bulunmaktadır. Çünkü mülkiyet payı hissedarlar grubunun işletme üzerinde alacağı kararlarda etkili olmakta ve yönetim üzerinde bir baskı unsuru olarak ortaya çıkabilmektedir (Fırat ve Mortaş,2005:2).

#### **1.1.2.2.3. Ortak Yatırım:**

Çokuluslu işletmeler ülke dışında faaliyet gösterirken mülkiyetleri kendi ellerinde olup şube açma yolunu tercih etmektedirler. Ancak işletmelerin bu isteği her zaman gerçekleşmeyebilmektedir. Özellikle az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler çokuluslu işletmelerin yatırımlarında %100 mülkiyetin yabancı işletmeye ait olmasını istememektedirler. Bu durumda iş ortaklığı biçiminde faaliyet göstererek yabancı ülkeye girmek çokuluslu işletme açısından uygun bir yol olabilmektedir (Özalp, 1987:8).

Uluslararası rekabetin çoğaldığı günümüzde çokuluslu işletmeler açısından yabancı ülke pazarında tek başına faaliyet göstermek bir takım zorluklar da yaratmaktadır. Çokuluslu işletmeler özellikle faaliyet gösterdiği yabancı ülke pazarında karşılaşabilecekleri teknolojik, ekonomik, sosyo-kültürel, politik engeller nedeniyle ortak yatırımları tercih etmektedirler.



### 1.1.3. Uluslararası İşletmelerde Finans ve Finansal Amaçlar

Uluslararası fon hareketleri dış ticaret işlemlerindeki peşin ödemelerden uzun vadeli kredi hareketlerine, işletmeden işletmeye yapılan ödemelerden devletten devlete yapılan sermaye hareketlerine kadar tüm fon akışlarını kapsamaktadır. Fon akışları ulusal ekonomilerin ihtiyaçlarına göre yön değiştirir. Ancak belirli bir anda ülkeler arasındaki fon akışlarının miktarları açısından bir eşitlik görülmez. Bu eşitsizlik ve ülkeler arasındaki enflasyon farkları paraların satın alma gücünde değişmelere yol açan nedenlerden iki tanesi olarak söylenebilir (Aksöyek,1987:13).

Uluslararası finansal sistemin iki önemli elemanı vardır. Bunlardan biri dövizlerin değişimi kolaylığı diğeri ise milli sınırlar arasındaki işlemlerin gerçekleştirilmesi kolaylığıdır (Giddy ve Abraham 1983:129). Dış dünya ile yoğun ilişkileri olan bir işletmenin, ülkesi dışındaki ekonomik konjonktürden, ülke paralarının hareketlerinden olumlu veya olumsuz yönde etkilenmemesi mümkün değildir. Fon akımlarının değişik döviz cinslerinden olması ve değişik vadelerde gerçekleşmesi uluslararası işletmelerde finansman yönetiminin önemini açıkça ortaya koymaktadır. Yabancı rekabetle karşılaşmayan endüstrilerde bile işletmeler uluslararası gelişmelerden etkilenirler. Bu nedenle de işletmelerin mali yöneticilerinin finansal kararlarını profesyonelce almaları, işletmelerinin finansal riskini asgariye indirmeleri gerekmektedir.

Uluslararası işletmedeki finansal yönetici, karar alma sürecini daha karmaşık hale getiren özel sorunlarla karşı karşıyadır. Bu sorunların temelde iki kaynaktan ortaya çıktığı öne sürülebilir. Bunlardan birincisi, farklı sermaye piyasalarında işlem yapılması; ikincisi ise, fon akımının değişik döviz cinslerinden meydana gelmesidir. (Pamukçu,1984: 14.)

Finansman yönetiminin prensipleri hem ulusal hem de uluslararası işletmeler için temelde aynı olsa da bu prensipler uluslararası çerçevede daha dinamik ve

karmaşık hale gelmektedir. Yani ulusal alanda faaliyet gösteren işletmelerin bu politikaları uygulaması, uluslararası alanda faaliyet gösteren işletmelere göre daha kolaydır. Faaliyetler uluslararası alana taşındığında, uygulanacak politikalar birden çok para birimi ile yürütüleceğinden uygulamalar daha da zorlaşacaktır. Örneğin, değişen kurların yönetim stratejileri üzerindeki etkisi uluslararası işletmelerde çok daha fazladır. Uluslararası vergi mevzuatı ve iş kanunları, yurtiçi işlemlerin tabi olduğu hukuka göre daha karmaşıktır. Finansal yöneticinin amacı işletmenin piyasa değerini dolayısı ile işletme sahiplerinin servetlerini en yüksek düzeye çıkarmaktır. Uluslararası işletmelerin finansal yöneticileri, finansal piyasaları izleyip elde ettikleri bilgiler ışığında stratejiler üreterek, bir taraftan risklerini minimize ederken diğer taraftan bu stratejiler sonucunda şirket kârlarını da artırabilmektedirler.

İşletmeler uluslararası alana çıktıklarında döviz kuru değişikliklerinin etkileri nedeniyle piyasa değerlerinde dalgalanmalar olacaktır. Döviz kuru değişiklikleri sonucu uluslararası işletmeler bazı kayıplara uğrayabilirler. Kur değişikliklerinin işletme üzerindeki etkileri giderilerek işletmenin kaybının önlenmesi mümkündür. Ayrıca kur değişikliklerinden yararlanarak kazanç sağlama imkanı da vardır. İşte uluslararası işletmedeki finansal yöneticinin amacı, işletmenin döviz kuru değişikliklerinden ortaya çıkabilecek kayıplarını önlemek, döviz kuru riskinin işletme üzerindeki etkisini gidermek ve mümkünse işletmenin döviz kuru değişikliklerinden kazanç elde etmesini sağlamak olmalıdır. Döviz borçlanmalarında, vadeli ithalat ve finansal kiralama gibi ödeme sistemleri ile yapılan uluslararası ticarete, döviz piyasalarının yakından izlenmesi, kur tahminlerinin yapılması ve finansal yönetim kararlarının zamanında alınması finansal yönetimin bir parçası olmaktadır ve bu nedenlerle uluslararası finansal piyasalarda işletmelerin mali risklerini asgariye indirecek finansal ürünler yoğun şekilde kullanılmaktadır.

## 1.2. DÖVİZ VE DÖVİZ PİYASASI

Ulusal faaliyetlerde bulunan işletmeler, ödemelerinde yerli paralarını kullanırlar. Fakat, uluslararası faaliyetlerde bulunan işletmeler yerli paranın yanında yabancı paralara da ihtiyaç duyarlar. Bu durum ulusal ve uluslararası işletmeler arasındaki farklardan birisidir.

Gerçekten hiçbir ülke, sattığı mal ya da hizmetler karşılığında kendi ulusal parası ile yapılacak ödemeleri reddetmez. Çünkü, uluslararası alanda herhangi bir para, para olmak niteliğini, son olarak onu çıkaran ülke tarafından kabul edileceği inancından alır. Ekonomik bakımdan zayıf olan ülkelerin paraları uluslararası alanda ödeme aracı olarak kabul edilmezler. Çünkü, bu para ile, en sonunda onu çıkaran ülkeden istenilen bir şey satın almak, ülkenin satacak bir malı olmadığı için çok zor olacak, belki de mümkün olmayacaktır (Aren,1981:146). Her ülkenin parası kural olarak kendi sınırları içerisinde geçerlidir. Fakat ulusal para ile yabancı bir ülkede ödeme yapılamayabilir. Bunun nedenle uluslararası faaliyetlerde ya faaliyette bulunulan ülkenin parasına ya da her zaman o ülkenin parasına sahip olmak mümkün olmayacağından uluslararası ödeme aracı niteliğine sahip, diğer ülkeler tarafından genel kabul gören konvertibl bir paraya ihtiyaç vardır.

Bir ülkenin parasının konvertibl olması için öncelikle, ülkede serbest bir döviz piyasasının mevcut olması gerekmektedir. Bununla birlikte, döviz ve döviz fonlarının da serbestçe ithal ve ihraç edilebilme özelliğinin de bulunması şarttır. Fakat şunu belirtmek gerekir ki, konvertibilite ile uygulanan döviz kuru sistemleri arasında bir bağlantı yoktur. Yani ülkenin serbest ya da sabit döviz kuru sistemi uyguluyor olması, parasının konvertibl olup olmamasıyla ilgili değildir. Önemli olan ülkelerin paralarının, herhangi bir kısıtlamaya tabi olmaksızın başka dövizlere serbestçe çevrilebilmesidir.

Diğer taraftan tüm ülkelerin para birimlerinin, yani dövizlerinin uluslararası ödemelerde kullanılan bir araç olma özelliğini taşıyor olmasına rağmen tüm yabancı paralar, uluslararası ödemelerde aynı oranda talep edilmezler. Çünkü bir ülkenin para biriminin başka bir ülke tarafından talep edilmesi için, öncelikle o iki ülkenin karşılıklı bir ödeme ilişkisinin bulunması veya o ülkenin diğer ülkelerle yoğun ekonomik ilişkilerinin bulunması veya o ülkenin diğer ülkeler tarafından da kullanılıyor olması gerekmektedir. Bu çerçevede, verimliliği, dolayısıyla rekabet gücü düşük az gelişmiş veya gelişmekte olan ülkelerin uluslararası piyasalara ürün ve/veya hizmet arz edememesi, aksine sadece bu piyasalara talep sunması nedeniyle, ödemeler bilançoları açık vermekte ve bu ülkeler dış borç krizlerine girmektedir (Oksay, 2001:4). Bu gibi ülkelerle yapılan alım verişlerde, ödemelerde onların paraları talep edilmeyip uluslararası ödeme aracı niteliğine sahip, diğer ülkeler tarafından genel kabul gören konvertibl paralarla ödeme talep edilmektedir.

### **1.2.1. Döviz ve Döviz Kuru Kavramı**

Döviz sözcüğü dilimize Fransızca'daki 'devises' kelimesinden gelmektedir. Uluslararası ödemelerde kullanılan ödeme araçlarının tümüne döviz denir. Bir ulusal paranın başka bir ulusal paraya dönüştürülmesiyle yapılan işlemlere de döviz işlemleri ya da kambiyo işlemleri denir (Ayva,2007:28). En dar anlamıyla , yabancı ülkelerin paralarına "döviz" denilmektedir. Uluslararası ve iç ekonomik işlemlerde kullanılan ödeme araçları parasal ve kaydi olarak farklılaşır. Uluslararası ödemelerde kullanılan tüm parasal ve kaydi yabancı ödeme araçlarına "döviz" denir. Bankacılar ise ödeme araçlarına yabancı banknot ve madeni paralar "efektif" , yabancı para üzerinden düzenlenmiş çek, senet, vb. ödeme araçlarına döviz tanımını yaparlar (Alperen,1991:12).

Döviz, alım-satım söz konusu olduğundan aynı bir mal gibi, arzı ve talebi vardır. Döviz piyasalarında oluşan arz ve talep, dövizin fiyatını oluşturur (Foreign exchange rate). Döviz kuru bir birim yabancı parayı satın alabilen ulusal para miktarıdır. Yani bu yabancı paranın ulusal para cinsinden fiyatıdır. Döviz

piyasasında oluşan döviz kuru, uluslararası ticarete konu olan mal akımının gerçekleşmesi için bir alt yapı oluşturmaktadır (Ayyıldız,1989:2). Her ülkenin kendi sınırları içinde geçerli bir ulusal parasının bulunması, yabancı paraların ne kadar değerli olursa olsun ülke içindeki alışverişlerde geçmemesi ve yabancı ülkelerde yapılacak ödemeler için o ülke parasına ihtiyaç duyulması ulusal paraların birbirine çevrilmesini zorunlu kılmaktadır.

Herhangi bir malın değeri fiyatı ile belirlenir ve para değer ölçüsü olarak görev yapar. Bir paranın diğer bir para ile değişiminde ise birisinin fiyatı diğer ile belirlenmektedir. Bu fiyata döviz kuru denilmektedir. Çeşitli biçimlerde elde edilen ve ulusal paraya dönüştürülmek için döviz piyasasına arz edilen tüm yabancı paralar döviz arzını oluşturur. Bunun gibi, döviz talebi de yabancılara ödemede bulunmak için talep edilen toplam yabancı para miktarından oluşur. Fertlerin gelirleri ve yabancı ülkelerdeki fiyatlar sabit varsayılırsa döviz talebi döviz kurunun ters bir fonksiyonu olur. Yani, dövizin fiyatı yükselince talebi azalır, fiyatı düşüncü talebi artar. Döviz fiyatları ile döviz arzı arasında da doğru yönlü bir ilişki vardır. Döviz kuru yükseldikçe döviz arzı da artar. Arz ve talep edilen miktarların birbirine eşitlendiği noktada oluşan döviz kuru dövizin denge fiyatıdır (Seyidoğlu,1982:141-138.).

Bir ulusal paranın başka bir ulusal para karşısında belirlenen fiyatı yani döviz kuru, gerçek değerinden daha fazla olarak belirlenmişse, burada yabancı paranın, o ülkedeki satın alma gücü düşeceğinden, o ülkelere mal satmak zorlaşacak ve ihracat azalacak belki de hiç yapılamayacak, bunun aksine ithalat ucuzlayacaktır. Bu duruma ulusal paranın yabancı paralar karşısında aşırı değerlenmesi denilmektedir. Aşırı değerlenmenin getirdiği olumsuzluklardan kurtulabilmek için, paranın dış değerinin düşürülmesi gerekmektedir. Paranın dış değerinin aniden ve iradi bir şekilde, hükümetler tarafından düşürülebilmesi için kullanılan döviz kuru politikasına devalüasyon adı verilir. Ancak iç piyasada oluşan enflasyon sonucu, ulusal paranın alım gücünün ve dolayısıyla değerinin düşmesi ve bunun sonucunda yabancı

paraların alım gücünün yükselmesi ise iradi durum olmadığından devalüasyon olarak kabul edilmemektedir (Oksay, 2001:6).

Yukarıdaki durumun aksine, bir ulusal paranın başka bir ulusal para karşısında belirlenen fiyatı yani döviz kuru, gerçek değerinden daha düşük olarak belirlenmişse burada yabancı paranın, o ülkedeki satın alma gücü artacağından, o ülkelere mal satmak kolaylaşacak ve ihracat artacak ama diğer taraftan ülkenin parasının alım gücü düşük olacağından, ithalat azalacak ve belki de hiç yapılmayacaktır. Bu duruma da ulusal paranın yabancı paralar karşısında değerinin düşük olması denilmektedir. Böyle bir durumda, paranın dış değerinin yükseltilmesi için kullanılacak olan döviz kuru politikasına ise, revalüasyon adı verilmektedir (Oksay,2001:7 ).

### **1.2.2. Döviz Kurlarının Uluslararası Para Sistemleri İçindeki Gelişimi**

Uluslararası ödeme sistemleri bakımından, dünya ekonomi tarihi belirli dönemlere ayrılabilir.

- **Altın Para Dönemi**

Çok eski dönemlerden bu yana kullanılan parasal sistemler içinde en eski olanı altına dayalı parasal sistemdir. Bu sisteme göre her ülkenin parasının değeri, belirli ağırlıkta saf altın cinsinden tanımlanmakta, altın ticareti serbest bırakılmaktaydı. Piyasada altın paralarla birlikte banknotlarda kullanılabiliyor, ancak banknotlar istenildiği anda altına dönüştürülebiliyordu (Doğukanlı,2001:22). Bu sistemin temelini, değişim oranları altına göre saptanmış sabit kurlar teşkil etmekteydi.

Altın standardının (altın para, altın külçe) geçerli olduğu yıllarda bir ülke parasının değerini, içerdiği altın miktarı belirlemekte ve sistem ülkelerin ödemeler dengesinde otomatik denkleme görevini görmekteydi. Bu tür bir sistemde ülke

paralarının değişim oranları büyük hareketler göstermemekte ve kur karar alıcılar için bir risk olarak ortaya çıkmamaktaydı ([www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/vadelidovizpiy.htm](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/vadelidovizpiy.htm)) . Altın standardı evrensel bir sistemdi. Her ülkenin parasının değeri altınla tanımlandığından bütün ülkelerin paraları, kapsadıkları altın miktarına göre otomatik biçimde birbirine bağlanmış oluyordu. Bunun için bugünküne benzer bir döviz piyasasına gereksinim duyulmuyordu (Seyidoğlu,1997:7).Bu sistemde her ülkenin kendi parasını altına göre sabit bir oran üzerinden değerlendirmesi söz konusu olduğu için ülkelerin paraları arasında da sabit bir kur oluşur. Dolayısıyla altın para sisteminin kurları sabit tutmak için ideal bir sistem olduğu söylenebilir.

- **Bretton Woods Sistemi**

Altın para sisteminin yıkılmasından sora bazı ülkeler bu sistemi kullanmaya devam ederken, bazıları ise kambiyo denetimine girmişlerdir. Uluslararası piyasalarda yaşanan bu kargaşa, tüm ülkelere ortak bir sistemin kullanılmasının gerekliliğini göstermiş bu amaçla da bir araya gelerek Bretton Woods anlaşmasını yaparak Bretton Woods sistemini kurmuşlardır (Ayva,2007:37).

Yeni bir parasal sistem yaratmak üzere, ABD'nin Bretton Woods kasabasında yapılan toplantıda, ABD dolarına ve onun aracılığı ile dolaylı yoldan altına dayalı bir parasal sistem üzerinde anlaşılmıştır. ABD ekonomisinin o dönemdeki görelî üstünlüğünden dolayı ABD'yi tüm dünyanın merkez bankacısı durumuna getiren bu sistem ABD'nin istekleri doğrultusunda kabul edilmiştir. Deyim yerindeyse o dönemde ABD cüceler içinde dev gibiydi. Ayrıca bu toplantıda, uluslararası mali ilişkileri düzenlemek amacıyla Uluslararası Para Fonu (IMF); Avrupa ekonomilerinin onarımı ve daha sonrada az gelişmiş ülkelerin kalkınması amacıyla Dünya Bankası'nın kurulma kararı alınmıştır.1946 yılında IMF fiilen faaliyete geçmiştir (Doğukanlı,2001:23).

İkinci Dünya Savaşından sonra dünyadaki temel amaçlardan bir tanesi ülke ekonomilerinin yeniden inşa edilebilmesi ve bu süreç içerisinde ekonomiler arasında ticaretin serbestleştirilmesi olduğundan, 1944 yılında imzalanan Bretton Woods Antlaşması ile sabit döviz kurları hayatımıza girmiştir. Bretton Woods Sistemi tüm döviz kurlarını ABD Dolarına, ABD Dolarını da altına bağlamıştır (www.tcmb.gov.tr). Her ulusal paranın bir dolar paritesi olduğu ve dolar da sabit fiyattan altına bağlandığı için ulusal paraların dolaylı olarak bir de altın paritesi bulunmaktaydı. Dolar, bütün diğer paraların bağlandığı bir “değer standı” olmuştu. Bütün uluslararası ödemeler, borç ve alacaklar dolarla ölçülüyordu. Diğer yandan, ulusal merkez bankaları, kurları sabit tutmak için piyasada dolar alım-satımları yapıyorlardı.

Altın standardına bir geri dönüş getirmesi ve Amerikan Doları'nı artık döviz piyasalarını yönlendirecek para birimi olarak resmileştirmesi ve önemlerini günümüze kadar koruyan iki yeni örgütün (Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Dünya Bankası (IBRD)) kurulması Bretton Woods sisteminin en belirgin özellikleridir.

İkinci Dünya Savaşından sonra 1950'lerin başına kadar dünyada dolar kıtlığı çekilmiştir ve 1950'lerin başında beklenmedik bir olay oldu. ABD ödemeler bilançosu ilk defa açık vermişti. Bu yıllarda dolar diğer paralara karşı değer kazanmış bu yüzden uluslararası ödemelerde sorunlar ortaya çıkmış ve sabit parite sisteminin yetersizliği ortaya çıkmıştır. Bu olay Bretton Woods Sisteminin yıkılmasına yol açmıştır (Ayva,2007: 38).

- **Avrupa Para Sistemi ( EMS)**

Dolar standardı çöktüğünde Avrupa Ekonomik Topluluğu (EEC) ülkeleri arasında yeni bir döviz kuru sistemi ortaya çıktı. Bu yeni sistem 1972'de yılan olarak başladı ve 1979'da Avrupa para Sistemi'ne dönüştü ( Doğanlı,2001: 34 ).



1979 yılında Avrupa Para Sistemi (EMS)'nin kurulmasına yol açan etkenler ; 1974 petrol krizi, sabit parasal pariteler sisteminin çözülmesi dalgalanan döviz kurlarının Avrupa Ekonomilerini altüst etmesidir. Sistemin amacı Avrupa sanayi ve ticaretini korumak, ABD büyüklüğündeki bir ortak pazar için gerekli ekonomik ve mali temeli sağlamak ve üyeler arasında döviz kurlarının istikrarını sağlamaktır (Apak,1993: 94).

- **Avrupa Para Birimi(ECU)**

Dünya ekonomisinde yaşanan büyük kargaşa ile birlikte Batı Avrupa ülkeleri dolar merkezli para birimi yerine, Avrupa'ya ait bir sabit kur sistemi arayışına girdiler. Bu çerçevede üye ülkelerin para biriminden oluşturulan bir sepete bağlı olarak yeni bir kayıt parası, yani "Avrupa Para Birimi" olarak tanımlanan ECU devreye sokuldu.

ECU, 1974 yılında ortaya çıkan ve resmi işlemlerde kullanılmaya başlanan Avrupa hesap biriminin adıdır. Topluluk üyesi ülke paralarını içeren bir "sepet" oluşturulmuş ve her para birimine ait olduğu ülkenin ekonomik gücünü temsil eden bir ağırlık verilmiştir. Ülke ağırlıkları, ülkenin topluluk brüt milli geliri içindeki payına, topluluk içi ticaret hacmindeki payına ve Avrupa Para Sistemi için oluşturulan finansal desteğe olan katkı payına göre belirlenmiştir. Böylece üye ülkeler parasının değerini temsil edecek bir ortalama değer bulunmaya çalışılmıştır ( Savaş, 1999:24).

- **Avrupa Para Birliği –AVRO**

Avrupa Birliği'nin tek parası kabul edilen Avro son yılların en önemli değişimlerinden biridir. Ancak, Maastrich Anlaşması ile Avrupa Birliği (Avropean Union)'nin kurulması ve tek para (Avro) sistemine geçilmesi ideali ve bu amaçla yapılan girişimler çok eskilere dayanır. Zaman içerisinde yapılan girişimler bugünkü yapıyı etkilemiştir (Doğukanlı,2001: 31).

Birliğin amacı, Avrupa Topluluğu ülkelerinin ekonomik standartlarını birbirlerine yaklaştırarak, Topluluk bünyesinde sağlıklı gelişmeyi destekleyecek kalıcı bir fiyat istikrarı sağlamaktır.

### **1.2.3. Döviz Kuru Sistemleri**

Döviz kuru sistemi, bir ülkenin, kendi parası ile yabancı paralar arasındaki değişim oranını yani dövizin resmi fiyatını nasıl saptadığını belirler (Üstünel,1983:300). Çeşitli kişi ve kurumların döviz arz ve taleplerinin karşılaştığı döviz piyasalarında, merkez bankaları, yaptıkları müdahalelerle düzenleyici-denetimci bir rol oynarlar. Döviz piyasalarında resmi otoritelerin yaptıkları müdahalelerin türü ve yoğunluğu, döviz kuru sistemleri arasındaki farklılığın da temelini oluşturmaktadır. Yani, döviz piyasasında oluşan fiyata doğrudan ya da dolaylı olarak yapılan müdahalelerin farklılığına göre, farklı döviz kuru sistemleri söz konusu olmaktadır.

Döviz piyasasının işleyişi ve döviz kurlarının belirlenişi konusunda kimlerin ne ölçüde söz sahibi olduğu, (resmi otoriteler veya piyasa mekanizması) döviz kuru sistemlerini birbirlerinden ayıran temel özelliktir. Günümüze kadar uygulanmış olan ve halen de uygulanan çeşitli döviz kuru sistemleri bulunmaktadır. Bunlar “Sabit Döviz Kuru Sistemi” ve “Serbest veya Esnek Döviz Kuru Sistemi” olarak iki başlık etrafında toplanabilir. Ayrıca, sabit ve esnek kur sisteminin karışımından oluşan karma döviz kuru sistemleri de bulunmaktadır (Oksay,2001:10) .

#### **1.2.3.1. Sabit Döviz Kuru Sistemi**

Döviz talebinin döviz arzından daha hızlı genişlemesi sonucu döviz kurunun aşırı yükselmesini önlemek amacıyla hükümetler döviz kurlarının sabit tutulması için döviz piyasalarına müdahale ederler.

Sabit döviz kuru sisteminde, ulusal paraların diğer ulusal paralarla değişim oranları, yani diğer dövizler cinsinden fiyatı resmi otoriteler tarafından belirlenir ve uluslararası ödemelerde belirlenen bu fiyatlar esas alınır. Döviz arz veya talebinde herhangi bir değişiklik olup olmaması, döviz kuru üzerinde etkili olmaz. Serbest bir döviz piyasasının mevcut olmadığı bu sistemde, döviz kurları sadece, gerek görüldüğü takdirde, hükümetler tarafından yükseltilir ya da düşürülürler (Oksay, 2001:10). Örneğin döviz kurları yükselmeye başladığı zaman Merkez Bankası piyasaya döviz sürer, tersine döviz kurları düşmeye başladığı zaman Merkez Bankası tanzim alım satımları yaparak döviz kurlarını sabit tutar. Hükümetler döviz piyasalarına ya serbest piyasa mekanizmasını bozmadan ya da serbest piyasanın kaldırılıp yerine döviz kontrolünün konulması şeklinde müdahalede bulunurlar.

Sabit döviz kuru sisteminde döviz kurunun belirli bir düzeyde belirlenmesi ve piyasadaki arz ve talep değişimleri ne olursa olsun kurun bu düzeyde sürdürülmesi sistemin temelini oluşturmaktadır.

### **1.2.3.2. Serbest (Esnek) Döviz Kuru Sistemi**

Serbest kur sistemi "esnek (flexible)" dalgalanan" (fluctuating) "yüzen" (floating) kur sistemi de denilmektedir (Karluk,1984:317). Serbest döviz kuru sisteminde döviz piyasasına hiçbir şekilde müdahale söz konusu değildir.. Bu sistemde döviz kurları, döviz piyasasında, döviz arzı ile talebinin serbestçe dalgalanması sonucu oluşmaktadır. Piyasa talebinde veya piyasa arzında bir değişim ortaya çıktığında buna bir tepki olarak kurlar da değişir.

Serbest kur sistemine geçişte resmi bir anlaşma ya da karardan çok, mevcut sistemlerin piyasaları dengelemekte başarısız olmaları etkili olmuştur. Serbest kur sistemi, hükümetleri paraları için yapay bir kuru sürdürme çabasıyla çok büyük boyutlarda döviz rezervi kaybetmeyi artık istemedikleri bir dönemde kendiliğinden döviz piyasasına hakim oldu. Serbest dalgalanan kurlar ortamında para birimleri gerçek değerlerini pazar hareketleri sonucunda oluşturacaklardı (Tygier, 1983:20).

Bu sistemde, ekonominin dış dengesi, döviz kurlarındaki değişme ile sağlanabilmektedir. Döviz arz ve talebindeki küçük değişmeler bile, döviz kurlarına büyük oranlarda yansımaktadır (Oksay, 2001:12). Serbest kur sistemi, dış ödemeler dengesini sağlamada en etkin yoldur. Fakat bu sistemde kurların arz ve talebe göre kısa aralıklarla değişmesi ihtimali uluslararası ticarete bulunanları kuşkulandırmakta ve dış ticaret ilişkilerini zayıflatmaktadır. Bu nedenle döviz kurlarının tamamen serbest bırakıldığı, Merkez Bankasına hiç bir sorumluluk ve görev yüklenmeyen "tam serbest kur" sistemine bugün hemen hemen hiç bir ülkede rastlanmamaktadır. En liberal ekonomilerde bile dalgalanan kur modeli Merkez Bankalarının denetim ve gözetiminde uygulanmaktadır (Üstünel,1983:301).

### **1.2.3.3. Karma Döviz Kuru Sistemi**

Bunlar sabit ve değişken kur sistemleri arasındaki sistemler olup, yönetimli dalgalanma (managed floating), geniş marjlı pariteler (wider band), sürünen pariteler (crawling pağ) ve parasal birlikler (currency areas) olarak alt sınıflara ayrılmaktadır (Doğukanlı,2001:52).

Yönetimli kur sistemlerinde döviz kurları arz ve talep koşullarına bırakılmışlardır, ancak merkez bankasının kurlar üzerinde gözetimi ve müdahalesi söz konusudur. Geniş marjlı paritelerde ise ulusal paranın sabit paritelere bağlılığı sürdürülür ,ancak parite etrafındaki dalgalanma marjı genişletilir. Sürünen paritelerde de parite ya da merkezi kur adı verilen sabit bir kur uygulaması vardır ve merkezi kur geçen birkaç haftaya ait ( veya ay) piyasa kurlarının ortalamasına göre belirlenir. Parasal birlik ise Avrupa Birliği uygulamasında olduğu gibi genellikle aynı coğrafi alanda yerleşik bir grup ülkenin ulusal paralarını sabit kurlardan birbirine bağlayıp grup dışındaki ülkeleri paralarına karşı dalgalanmaya bırakmaları uygulamasıdır (Doğukanlı,2001:53).

## 1.2.4. Döviz Piyasası

### 1. 2.4.1.Döviz Piyasasının Tanımı, İşleyişi ve Temel Özellikleri

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 (Yıldız,1988:3). Döviz piyasaları ticaretin uluslararası boyutunun ve ulusal paraların farklılaşmasının bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. Tüm ulusların aynı para birimini kullanması durumu söz konusu olsaydı yani para birimleri farklılaşmamış bulunsaydı döviz kavramı olmayacağından döviz piyasası da olmayacaktı (Alperen,1991:12).

Her ülkede döviz piyasasının merkezini oluşturan bir kent bulunmasına rağmen döviz piyasası dünya çapında bir piyasadır. Döviz almak veya satmak isteyen kişi ve kurumlar telefon, telegraf-telex bağlantıları ile birbirleriyle çok kısa zamanda temas kurabilmektedir. Bir piyasada ortaya çıkan bir gelişmeden, çok geçmeden diğer (döviz) piyasalarındakiler de haberdar olurlar. O nedenle döviz piyasaları genellikle tam rekabet piyasasına en yakın bir piyasa şekli olarak kabul edilir (Seyidoğlu,1982:159).

Döviz piyasası döviz arzı ve talebinin karşılaştığı zemin olarak ifade edilebilir. Döviz piyasasının belli bir coğrafi alanda sabitleştirilmiş bir mekan üzerinde bulunması şart değildir. Yine de bu piyasaların dünyada belli başlı merkezlerde odaklandığı kabul edilmektedir. Londra, New York, Tokyo, Frankfurt, Zürih, Paris, Milano, Brüksel, Amsterdam, Hong-kong, Singapur ve Bahreyn dünyanın önemli döviz piyasalarının bulunduğu şehirlerdir.

Döviz piyasalarının temel özellikleri aşağıdaki gibidir (Doğukanlı,2001:59)

-Döviz piyasaları alıcı ve satıcıların karşılaştıkları piyasalar değillerdir. Bu piyasanın alıcı ve satıcıları döviz işlemlerini genellikle bir aracı kuruluşla gerçekleştirdikleri için yüz yüze gelmezler.

-Döviz piyasaları belirli bir borsa şeklinde örgütlenmiş piyasalar değillerdir. Döviz işlemleri örgütsel yapıya sahip borsa binalarında yapılmaz. Bu işlemler serbest piyasa kuralları içinde yürütülür.

-Döviz piyasaları evrenseldir. Diğer bir ifadeyle döviz piyasaları ulusal piyasalarla sınırlanmış değildir. Dünyanın her yerindeki döviz aracıları iletişim araçlarıyla birbirlerine bağlanmışlardır.

-Döviz piyasaları hiç kapanmayan piyasalardır. Kıtalar arasındaki saat farkları nedeniyle 24 saat süreyle en azından dünyadaki döviz piyasalarından birisi açık olmaktadır.

-Döviz piyasaları tam rekabet piyasalarına oldukça yakın piyasalardır. Alıcı ve satıcı sayısının çokluğu, piyasaya giriş çıkış serbestisi, dövizin homojen bir varlık oluşu,piyasanın bilgisel etkinliği ve vb nedenler piyasayı tam rekabet koşullarına yaklaştırmaktadır.Özellikle hükümet müdahalelerinin bulunmadığı durumlarda bu piyasalar tam rekabet koşullarına daha da yaklaşmaktadır.

Mevcut tüm bilgilerin eksiksiz ve en hızlı biçimde döviz kurlarına yansması , döviz piyasasını, işleyiş açısından en mükemmel piyasa haline getirmektedir. Bunu sağlayan neden, bu piyasanın kesintisiz çalışma özelliğidir (Bolak,1995:10).

Döviz piyasası bankaların birbirleri ve müşterileri ile doğrudan veya brokerler aracılığı ile yaptıkları alım-satımları içermektedir. Bankaların döviz pozisyonlarını denkleştirmek için kendi aralarında yaptıkları işlemlerin gerçekleştiği piyasaya döviz interbank piyasası, müşterileriyle yaptıkları işlemlerin gerçekleştiği piyasaya ise perakende döviz piyasası denir.

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 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 karşılığında ulusal para elde etmek isteyen kişilerdir (Seyidoğlu,1990:126). Döviz piyasalarında arz ve talep, döviz piyasasında işlem yapanların telekomünikasyon araçları ile aralarında kurdukları irtibat sonucu karşılaşmaktadır.

Günümüzde döviz piyasaları diğer piyasaların gelişmesine paralel olarak derinlik likidite ve işlem hacmi açısından oldukça gelişmiştir. Bu piyasalarda zaman zaman spekülâtif hareketlere rastlanmakla birlikte genel olarak piyasada oluşan fiyatlar piyasa katılımcılarının gerçek arz ve taleplerini yansıtmakta, uç noktalardaki fiyat hareketleri durumunda ise Merkez Bankası müdahale etmektedir. Uluslararası döviz piyasalarındaki işlemlerin sıralanması çeşitli dönemler itibariyle farklılık gösterse de spot piyasa işlemleri, swap işlemler, futures/ forward ve opsiyon işlemleri olarak sıralanabilir. Futures ve forward işlemler farklı piyasalarda farklı prosedürlerle yapılmakla birlikte birbirini tamamlamaktadırlar. Tüm dünyada forward işlemler yoğun olarak yapılmakla birlikte geleceğe yönelik döviz fiyatlarının tayininde futures işlemlerin fiyatları baz alınmaktadır. (İstanbul Ticaret Odası,2006:48)

- **Döviz Piyasasının Organları**

Döviz piyasasını oluşturan organlar; uluslararası ticaretle uğraşan şirketler ve sigorta şirketleri, diş ticaretle ve döviz işlemlerine aracılık yapan bankalar, piyasanın istenilen aralıklarda kalmasını sağlamak için piyasaya müdahalelerde bulunan Merkez Bankaları ve kambiyo işlemlerinin konularında uzmanlaşan ve aracılık yapan döviz tacirleri (dealers) ve döviz tüccarları (brokers) döviz piyasasını oluştururlar.

- ✓ **Merkez Bankaları:**

Merkez Bankaları, hazinenin, ticari bankaların, idari kuruluşların, kamu kuruluşlarının, yabancı merkez Bankalarının ve uluslararası kurumların döviz arz ve

talep işlemlerinin yerine getirmekte ve ekonominin likite hacminin, ..faiz oranının ve paranın fiyatının belirlenen yönde değiştirilmesi için döviz piyasalarına müdahalelerde bulunmaktadır (Ayyıldız,1989:27).

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 ( Karluk,1991:345).

#### ✓ **Bankalar:**

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 etmektir (Seyidoğlu,1990:127).

Bankalar, müşterileri adına alım-satım işlemi yaptıkları gibi aynı zamanda kendi döviz pozisyonlarına yönelik de alım-satım işlemi yaparlar. Ticari bankalar, müşterilerinin kendilerine getirdikleri dövizleri satın alır, onların talep ettikleri dövizleri de kendilerine satar. Çalışma günü sonunda bankanın müşterilerden aldığı döviz miktarı, onlara sattığından fazla ise banka ilgili para üzerinde fazla pozisyon almış demektir.Yine eğer bankanın müşterilerden aldığı döviz miktarı , onlara sattığından az ise banka ilgili para üzerinde eksik pozisyon almış demektir.Her iki durumda da bankalar döviz kuru riskiyle karşı karşıya kalmaktadır.Çünkü fazla pozisyonda banka elindeki dövizini çıkartamazsa kurdaki düşüşten dolayı zarara uğrayabilir, aynı şekilde eksik pozisyonda kurdaki yükselişten dolayı yine zarara uğrayabilir.Bankalar bu durumu direkt diğer bankalarla görüşerek kendi durumuna ters durumda olan bir banka bularak denkleştirir veya broker’a başvurarak aracılık hizmeti alır.Yukarıda da bahsedildiği üzere bankalar ister broker’lar ister kendi aralarında bir araya gelmiş olsunlar,bankalar arasında yapılan döviz işlemlerine “döviz interbankı” denir.Ayrıca,döviz piyasasında spot forward döviz alım-satımı



arbitraj, spekülasyon, swap, future işlemleri ve opsiyon alım-satımları, bankaların bu piyasada yaptıkları başlıca işlemlerdir.

#### ✓ Diğer Aracı kurumlar

Kambiyo işlemlerinin belirli alanlarında uzmanlaşarak faaliyet gösteren kişi ve kurumlardır. Döviz tacirleri (dealers) ve döviz simsarları (brokers) olarak ikiye ayrılırlar (Ayyıldız, 1989:28). Ticari bankaların yanında belirli paralarla yapılan işlemler konusunda uzmanlaşan ve bir mali merkezdeki bankalar arası işlemlere aracılık eden döviz simsarları da bu piyasalarda faaliyet gösterirler. Broker'lar döviz piyasasında alıcı ve satıcıları karşı karşıya getirmek gibi çok önemli bir görevi yerine getirirler. Döviz piyasasında işlem yapmak isteyen bankalar için uygun fiyatı bulmak amacıyla diğer bankaları aramak, özellikle çok hızlı değişen bir piyasada, oldukça güçtür. İşte, broker'ların çok kısa sürede, çok sayıda müşteri banka ile bağlantı kurmalarını sağlayacak kadar personel ve teknik imkânları söz konusudur.

#### 1.2.4.2. Döviz Piyasasının Fonksiyonları

Döviz piyasasının fonksiyonlarını temelde üçe ayırabiliriz. Bunlar; satın alma gücü transferi, finansman sağlama ve riski azaltma fonksiyonudur.

##### 1.2.4.2.1. Satın Alma Gücü Transferi

Döviz piyasasının en temel fonksiyonu olan satın alma gücü transferi, bir ulusal paranın temsil ettiği satın alma gücünün başka bir ulusal paraya dönüştürülmesidir. Örneğin bir ihracat işleminde, alıcı kendi ulusal parası karşılığında döviz talep edecektir, satıcı ise aldığı dövizini kendi ulusal parasına çevirmek isteyecektir. İşte döviz piyasası bu transfere olanak sağlamaktadır.

Uluslararası ticaret ve sermaye akımı farklı ulusal para birimlerine sahip taraflar arasında gerçekleştiği için satın alma gücünün bir paradan diğerine transfer edilmesi zorunlu olmaktadır. Genellikle taraflar, ticaret ya da sermaye işlemleri

yabancı para cinsinden yapılsa da ellerinde kendi ülkelerinin paralarını bulundurmak isterler. Hangi para birimi kullanılırsa kullansın, taraflar satın alma işlemi sırasında kendi ulusal parasına transfer etmek ya da kendi ulusal parasından transfer etmek zorundadır. Örneğin, ABD Doları cinsinden hammadde ithal edecek bir ithalatçı, kendi para biriminin ABD Dolarına dönüştürerek, satın alma gücünü kendi ulusal parasından bir yabancı paraya transfer etmiş olmaktadır (Ayva,2007:31).

Uluslararası ticarete, satın alma gücünün transferine imkan veren başlıca ödeme şekilleri şöyle sayılabilir (Özel, 1978:49-62.).

- a)Peşin ödeme,
- b)Mal karşılığı ödeme,
- c)Belge karşılığı ödeme,
- d)Malın elden çıkarılmasından sonra ödeme,
- e)Kredili ödeme,
- f)Akreditife dayanan ödeme,
- g)Poliçe ya da çekle ödemedir.

#### **1.2.4.2.2 Finansman Sağlama**

Döviz piyasasının diğer bir fonksiyonu da dış ticaretle uğraşan kişi yada kuruluşlara uluslararası ticari işlemleri için kredi imkanları sağlamasıdır. Şöyle ki; dış ticaret işlemlerinde malın ihracatçıdan ithalatçıya gönderildiği fakat henüz ulaşmadığı süre içinde ne ithalatçı ne de ihracatçı tarafından karşılanmayan finansman döviz piyasası organları (örneğin dış ticarete aracılık eden bankalar) tarafından karşılanır. Böylece döviz piyasası hem ihracatçının hem ithalatçının karşılamadığı finansman sorununu çözümlenmiş olur.

Satıcılar tarafından sağlanan ticari krediler, kabul mektupları ve akreditif ve uluslararası ticaretin finansmanında kullanılan araçlardan bazılarıdır (Ayva,2007:32).

#### **1.2.4.2.3. Riski Azaltma Fonksiyonu**

Döviz piyasası, döviz kuru riskinin profesyonel risk yüklenicilerine devredilmesini sağlayarak döviz kuru değişikliklerinden korunma yöntemleri sunar (Aksöyek,1987:26). Dış ticaret işleminin tamamlanma süresi ve döviz kurundaki değişiklikler ithalatçının veya ihracatçının, zararlı veya kazançlı çıkması sonucunu doğurur. Bu nedenle işletmeler döviz fiyatındaki değişiklikler sonucu oluşan döviz kuru riskinin başkalarına transferini sağlayan döviz piyasasından yararlanırlar.

Döviz kuru sabitse ve döviz kontrolü mevcut değilse, bir işletmenin elinde ABD doları, İngiliz sterlini, Japon yeni gibi çeşitli dövizler bulunması önemli değildir. Bir para değerine sabit kurdan serbestçe çevrilebilir. Fakat bu kur değişiyorsa, bir işletmenin borçları ve alacaklarının farklı dövizler itibarıyla olması, bir döviz riski yaratır. Vadeli döviz piyasası, bu riski azaltacak işlemlerin yapılmasını sağlar ( Kazgan,1972: 33).

#### **1.2.4.3 Türkiye'de Döviz Piyasası ve Gelişimi**

Cumhuriyetin kuruluş yıllarında Türk Lirası, Sterlin ve Frank yoluyla altına bağlıydı. Daha sonra Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu'nun yürürlüğe girmesi ile TL'nin konvertibilitesi kaldırılmıştır. 1936'da tamamen Altınla bağlantısı kalmamıştır(İşgüderi ve Akyüz,1989:124.)

1944-1973 arasında Bretton Woods Sistemi'nin çöküşüne kadar geçen dönemde ayarlanabilir sabit kur sistemi uygulanmıştır. Bu dönemde kişi ve kuruluşların döviz bulundurmalarına izin verilmemekteydi, elinde döviz bulunanlar ise derhal Merkez Bankası veya yetkilendirilmiş bankalara satmak zorundaydılar. Hem kişi hem de kuruluşların döviz bulundurmalarına izin verilmezken bu dönem için döviz pozisyonundan söz etmek olanaksızdır.

Bankalar ise döviz alım-satım işlemlerini kendilerine tanınmış kısıtlı bir yetki çerçevesinde T.C. Merkez Bankası namına yaparlarken aldıkları dövizler Merkez Bankası'nca gösterdiği hesaba girer, sattıkları dövizler ise, yine Merkez Bankası hesabından, onun verdiği yetkiye dayanarak transfer ediliyordu. Bunun doğal sonucu olarak da kur farklarından oluşan kar ve zarar Merkez Bankası'na ait olur, kişiler ve bankalar arbitraj yapamazlar, kur farklarından olumlu ve olumsuz olarak etkilenmezlerdi.(Eryürek, 1987:2) Bu durum, bankalara döviz pozisyonu tutma yetkisinin verildiği 1974 yılına dek süregelmiştir.

1973 yılında Bretton Woods Sistemi'nin çökmesinden sonra dünyada melez uygulamalara geçilmiştir. 1974-1981 arasındaki dönemde ülkemizde esneklik kazandırılmış sabit kur sisteminin uygulandığını görmekteyiz. Bu dönemde Amerikan Dolan ve Türk Lirası arasındaki kur sabit tutulmakla beraber döviz kurları sürekli ve mini devalüasyonlarla değiştirilmekteydi. Bu dönemde de döviz pozisyon yönetiminin izlerine rastlanmamaktadır (Alperen,1991:72). Bretton Woods'un arkasından gelen bu uygulama 1981 yılına kadar sürmüştür.

1 Mayıs 1981 tarihinde günlük kur uygulamasına geçilmiştir. Merkez Bankası'nın döviz kurlarını günlük olarak belirlemeye başladığı bu uygulamanın temel amacı döviz karaborsasının engellenmesidir. 1983 yılına kadar süren bu döneme kontrollü esnek kur sistemi denilse de bu dönemde de serbest bir döviz piyasası bulunmamaktadır.

1983-1985 yılları arasındaki dönemde esas kur uygulamasına geçilmiş, 1983 yılında alınan kararlarla döviz alanında köklü değişiklikler yapılmıştır. Bankalara esas kurun % 6 üzerinde ve altında döviz fiyatı belirleme ve vadeli döviz alım-satımı yapabilme yetkisi tanınmıştır. Türkiye'deki kişilere beraberlerinde döviz

bulundurabilme ve bankalarda döviz hesapları açtırabilme imkanı tanınmıştır.1 Temmuz 1985 tarihine kadar süren ve daha sonra terk edilen bu uygulama serbest döviz piyasasının kurulmasına atılan ilk adım olarak çok sınırlı da olsa döviz işlemlerine serbesti getirmiştir ve döviz pozisyonu yönetimine de ilk adım böylece atılmıştır. Uygulama sürmüştür. Bu tarihten sonra esas kur uygulaması terk edilmiştir.

30 Ekim 1986 Kararları ile bankaların uygulayacakları döviz ve efektif satış kurları T.C. Merkez Bankası'na belirlenen döviz kurlarını geçmemesine rağmen bankaların kendi aralarında uygulayacakları kurların serbest olabileceği belirlenmiştir. Döviz kurlarının belirlenmesinde kısmi serbestlik 29 Temmuz 1988 Kararı ile yürürlüğe girdi. Bu karar ile T.C. Merkez Bankası'nda Döviz Efektif Piyasalarının oluşturulmasına, bankalar, özel finans kurumları ve yetkili müesseselerin, döviz, efektif ve altına ilişkin işlemler yapabilmelerine olanak sağlanmıştır. (Ayyıldız,1989:48) Ağustos 1988'den itibaren günlük döviz kurları bankalar, özel finans kurumları ve yetkili müesseseler ve T.C. Merkez Bankası Döviz ve Efektif Piyasaları Müdürlüğü'nün katıldığı bir alım-satım seansı olan "günlük kur belirleme seans"ları ile belirlenmeye başlanmıştır

- **Türkiye'deki Döviz Piyasaları**

Türkiye'de döviz piyasalarının gelişimi 1980'li yıllarda "Türk Parasını Koruma Kanunu'nun kaldırılması ile başlamış olup, bu tarihten önce döviz bulundurma ve döviz kullanma yetkisi sadece Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'na aitti. 1980 yılında başlayan liberalizasyon süreci 1989 yılında konvertibiliteye geçiş ile daha hızlanmış 1988 yılında ise ilk döviz piyasası Tahtakale'de kurulmuştur. Halen döviz işlemlerinin önemli bir bölümü bankalar arası piyasalarda gerçekleştirilmektedir(İstanbul Ticaret Odası,2006:49).

Döviz yurt içinde değişik piyasalarda el değiştirmektedir. Bu piyasaların katılımcıları ve kuralları farklı olabilmektedir. Bazı piyasalara katılım bankalarla sınırlı olabilirken bazı piyasalar küçük yatırımcılara açık olabilmektedir. Günümüzde ülkemizde üç ayrı spot döviz piyasası mevcuttur bunlar: Merkez Bankası Döviz Piyasası, Bankalar arası Döviz Piyasası, ve Serbest Döviz Piyasası' dır.

### ✓ **Merkez Bankası Döviz Piyasası**

TCMB döviz ve Efektif Piyasaları 1988 yılında faaliyete geçmiştir. Şubat 2001 öncesi dönemde Türkiye'de sabit fakat ayarlanabilir kur sisteminin uygulandığı şartlarda, döviz piyasası büyük ölçüde Merkez Bankası'nın etkisi altında bulunmakta idi. Kapalıçarşı Döviz Piyasasının yanısıra bu örgütlü piyasada, döviz işlemleri, TCMB'nin aracılığıyla ve bankaların katılımıyla oluşan piyasada arz ve talebe göre belirlenmektedir.

Döviz alım ve satım işlemleri merkez bankasında da gerçekleştirilmekte olup, bu durumda alıcı ve satıcı bankalar fiyatlarını merkez bankası nezdinde açıklamaktadır. Alım satım işlemleri sırasında merkez bankası alıcı ve satıcı arasında garantör rolünü üstlenmektedir. (İstanbul Ticaret Odası,2006:49)

TCMB Bünyesindeki Döviz ve Efektif Piyasalarını aşağıdaki gibi sıralayabiliriz:

- YTL Karşılığı Döviz Alım/Satım Piyasası
- YTL Karşılığı Efektif Alım/ Satım Piyasası
- Döviz Depo Piyasası
- Döviz Karşılığı Döviz ve Efektif ile Efektif Karşılığı Efektif Piyasaları
- Swap & Forward

Döviz ve efektif piyasalarının kuruluş amacı, bankalar arası döviz ve efektif hareketlerini düzenlemek, bankacılık sektöründeki döviz ve efektif kaynakların

daha etkin kullanımını sağlamak ve para politikasına esneklik kazandıracak yeni araçlar oluşturmaktadır. Döviz ve efektif piyasalarına, bankalar, yetkili kurumlar ve özel finans kurumları katılabilmektedir. YTL/Döviz piyasasında yetkili kurumlar kendi aralarında YTL karşılığı döviz alım-satım işlemleri yapabildiği gibi TCMB, gerek pozisyon tutmak ve gerekse diğer amaçlarla piyasaya girebilmektedir.([www.vob.org.tr](http://www.vob.org.tr).)

Ayrıca Merkez Bankası, her gün gösterge niteliğindeki döviz kurlarını ilan etmekte, piyasanın gerektirdiği durumlarda döviz kurlarındaki aşırı dalgalanmaları önlemek amacıyla piyasalara müdahalede bulunmaktadır

#### ✓ **Bankalar arası Döviz Piyasası:**

Türkiye’de bankaların T.C Merkez Bankası Döviz ve Efektif piyasası dışında kendi aralarında da döviz alım - satım işlemleri söz konusudur. Bankalar arası serbest piyasada yapılan işlem hacmi Merkez Bankası nezdindeki piyasada yapılan işlem hacminin çok üstündedir. Bankalar arası döviz piyasası, alıcı ve satıcıların bir araya gelip işlem yaptıkları fiziksel bir mekan değildir. Diğer gelişmiş döviz piyasalarında olduğu gibi, Türkiye’de de bankalar kendi aralarındaki döviz işlemlerini telefon ve modern finansal iletişim araçları ile gerçekleştirmektedirler. Şirketler doğrudan bu piyasada işlem yapamazlar, ancak işlemlerini bankalar ile gerçekleştirirler.

#### ✓ **Serbest Döviz Piyasası:**

Merkezi ve organize olmayan bir ortamda kişi ve kurumlar arasında gerçekleştirilen nakit döviz alım satımlarının yapıldığı piyasalardır.(İstanbul Ticaret Odası,2006:49)

Serbest efektif piyasası olarak da adlandırabileceğimiz bu piyasada işlemler bankalar ve yetkili müesseselerce (döviz büroları, kuyumcular) gerçekleştirilmekte, fiyatlar efektif talep ve arzına göre değişmektedir. Bu piyasada işlem hacminin toplam döviz işlem hacminin %10'u kadar olduğu tahmin edilmektedir. Bu piyasada fiyatlar yerel piyasalarda yaşanan olaylardan oldukça fazla etkilenmektedir. Örneğin, vergi ödeme günleri, Hazine ihale ödemesinin yapılacağı günler ve piyasalarda likiditenin sıkışık olduğu günlerde efektif döviz fiyatı düşmekte, piyasalarda likiditenin yüksek olduğu, ihale itfasının yapıldığı ve borsanın düştüğü günlerde ise efektif fiyatları yükselmektedir.([www.vob.org.tr](http://www.vob.org.tr))

Türkiye’de vadeli işlem piyasasındaki gelişmeler ve Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsa’sına yönelik bilgiler ilerleyen bölümlerde verilecektir.

#### **1.2.4.4. Döviz Piyasalarında İşlem Türleri**

Döviz piyasası işlemlerini spot (peşin) döviz işlemleri, vadeli (forward) döviz işlemleri ve swap döviz işlemleri olarak sınıflandırmak mümkündür.

##### **1.2.4.4.1. Peşin (Spot) Döviz İşlemleri**

Döviz piyasalarında spot işlem dövizin hemen, en geç iki iş günü içinde teslimi kaydıyla yapılan alım satım işlemlerinden oluşur. Bu işlemde iki günlük süre satışı yapılan ulusal paranın yurtiçi ve yurtdışındaki kaynaklardan sağlanabilmesi için tanınmaktadır (Doğukanlı,2001:60). 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 bozamaz. Fakat her zaman bu iki günlük sürenin geçmesini beklemek gerekmez (Önce,1994:18.).



Baz alınan bir paranın yabancı bir para karşısında işlem anındaki değerine peşin ya da cari kur (spot rate), böyle işlemlerin gerçekleştirildiği piyasaya ise cari piyasa (spot market) denilmektedir.

Dünyanın çeşitli bölgelerindeki döviz piyasaları sıkı bir haberleşme ağı ile birbirine bağlanmıştır. Bir ulusal para için iki ayrı piyasada farklı fiyatlar uygulanması durumunda arbitrajcılar 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 riski de yoktur (Cihan,1994:29).

Spot döviz işlemine bir örnek vermek gerekirse;

Bir müşterinin 20.07.2008 tarihinde 100.000 avro almak için bankaya başvurduğunu düşünelim. Banka ile müşterisi arasında spot anlaşma yapılır. Valör olarak 22.07.2008 tarihi alınır. Bankanın 20.07.2008 tarihinde ise spot kurları aşağıdaki gibi olsun;

Döviz alım: 1,7000YTL/€

Döviz satış: 1,7500YTL/€

22.07.2008 tarihinde müşteri bankaya alacağı dövizin karşılığı olan YTL ödemeyi yapar. Yani  $10.000€ \times 1,7500 = 175.000$  YTL öder. 22.07.2008 tarihinde kur değişse bile müşteri 20.07.2008 tarihindeki döviz kuruyla işlemini gerçekleştirir.

Ülkemizde spot döviz işlemleri genellikle, bankaların döviz kuru riskinden kaçınmaları nedeniyle aynı gün valörlü yapılmaktadır. Bunun yanında uluslararası bankacılıkta ise valör iki gün olarak işlemektedir.

#### 1.2.4.4.2.Vadeli Döviz İşlemleri

İlk vadeli döviz işlem sözleşmeleri 1972 yılı Chicago Merchantile Exchange (CME) bünyesindeki International Monetary Market (IMM) borsasında faaliyete geçmiştir. 1977 yılı petrol krizine kadar borsada işlem hacmi düşük seyrederken bu tarihten sonra ilgi hızla artmaya başlamıştır. İşlem hacmi açısından IMM'yi 1985 yılında New York Board of Trade (NYBT) tarafından kurulan Financial Instrument Exchange (FINEX) ve 1982 yılında Philadelphia Stock Exchange (PHLX) tarafından kurulan United Currency Options Market (UCOM) izlemektedir (İstanbul Ticaret Odası,2006:48).

Vadeli işlem piyasaları ileri bir tarihte teslimi söz konusu olacak herhangi bir malın (döviz, faiz, tarımsal veya metalurjik ürün vb) vadesi miktarı ve fiyatı bugünden belirlenerek sözleşmeye bağlandığı işlemleri içerirler (Kırım,1991:33). Vadeli işlem piyasalarında (türev piyasalar) bir ulusal paranın diğerine dönüştürülmesinde uygulanan kurlara vadeli kur (forward exchange rate) denir. Belirlenen bir kur üzerinden ilerdeki bir tarihte dövizin teslimi şartıyla anlaşma yapılmakta ve belirlenen vade süresinin sonundaki döviz kuru, spot piyasada meydana gelebilecek değişikliklerden etkilenmemektedir.

- **Vadeli döviz işlemlerinin fiyatlandırılması**

Döviz vadeli işlem sözleşmelerinin teorik değeri döviz kurunun spot piyasa fiyatı ile yerli ve yabancı piyasalardaki faiz oranları dikkate alınarak hesaplanmaktadır. Buna göre YTL/Dolar döviz vadeli işlem sözleşmesinin fiyatlaması ABD ve Türkiye'deki enflasyon (faiz) oranları, spot piyasalardaki döviz fiyatları ve vadeye kalan zaman dikkate alınarak hesaplanmaktadır. Aynı yöntem YTL/Euro döviz vadeli işlem sözleşmeleri içinde geçerlidir. Döviz vadeli işlem sözleşmesinin teorik fiyatı,

sözleşmeye konu ürünün spot piyasa fiyatı ve yerel paranın faiz oranı artıkça yükselirken, yabancı ülke parasının faiz oranı arttıkça düşmektedir (İstanbul Ticaret Odası,2006:51).

Vt = Teorik Fiyat

S = Spot Piyasa Fiyatı

rtl = Dönemsel TL faiz oranı

rusd = Dönemsel ABD Doları faizi

V= Vadeli işlem sözleşmesinin piyasa fiyatı

$$V_t = S \times \frac{(1+rtl)}{1+rUsd}$$

Örneğin, işlem maliyetlerinin olmadığı ve borç alma/ verme faiz oranlarının eşit olduğu bir piyasada, YTL ve ABD doları faiz oranları sırasıyla % 15 ve % 5 olduğunu varsayalım. Doların spot fiyatının 1,1620 YTL olduğu biliniyorsa, doların 3 ay vadeli teorik fiyatını hesaplayalım.

$$V_t = 1,1620 \times [(1 + 0.15/4) / (1 + 0.05/4)]$$

$$V_t = 1,1906 \text{ YTL}$$

Yukarıdaki hesaplamadan görüleceği üzere, Amerikan Dolarının spot piyasada değeri 1,1620 YTL iken, üç ay sonraki vadeli fiyatının teorik olarak 1,1906 YTL olması gerekmektedir. Piyasada doların vadeli fiyatı yukarıdaki yöntemle hesaplanan teorik fiyattan farklı olduğu takdirde arbitraj fırsatı doğmaktadır.

Vadeli piyasaların döviz kurları ile spot (anında teslim) piyasası döviz kurları birbirinden farklıdır. Vadeli teslim fiyatı, spot fiyatından daha yüksek ise , bu döviz vadeli piyasada “prim” yapmakta, aksine bir durumda yani vadeli piyasada daha düşük bir fiyat söz konusu ise, (spota oranla) o zaman “iskonto” dan söz edilmektedir

(Uludağ ve Arıcan,2001:382). Forward prim ve ya iskonto aşağıdaki formülle bulunur.

$$\text{Forward prim(İskonto)} = \frac{\text{Forward Kur}-\text{Spot Kur}}{\text{Spot Kur}} \times \frac{12}{\text{Ay olarak forward sözleşme süresi}}$$

Örneğin, doların spot kuru 1\$=1,1500 YTL, 90 gün vadeli kuru ise 1\$=1,1810 YTL ise ;

$$\text{Forward prim} = \frac{1,1810 - 1,1500}{1,1500} \times \frac{12}{3} \times 100 = \%10 \text{ vadeli teslim primidir.}$$

Dolar % 10 prim yapar, yani vadeli kur % 10' luk daha fazla kazanç sağlamaktadır.

Geleneksel vadeli döviz sözleşmeleri, 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 döviz ve döviz opsiyon piyasalarıdır (Önce,1994:17).

Gelecek piyasaları ve opsiyonlar ileride daha ayrıntılı olarak işlenecektir.

#### 1.2.4.4.3. Swap Döviz İşlemleri

Swap işlem türü ise aynı miktarda dövizin spot ve forward piyasalarda aynı anda alım/satışını ya da vadeleri farklı iki forward sözleşmesinde alım/satış işlemleriyle gerçekleşir. Swap işlem türünün gerçekleşmesi için, aynı anda

gerçekleştirilen bağıli işlemlerin şu özellikleri taşıması gerekmektedir.(Apak,1993:22)

- a) İki işlemin vadeleri farklı olmalıdır. İşlemin birisi spot iken bir diğzerinin forward olması ya da farklı vadeli iki forward işlemlerle mümkün olmaktadır.
- b) İki döviz işlemi de aynı miktar parayla yapılmalıdır.
- c) Bu iki işlem ters yönde olmalıdır. Biri alım iken bir diğzerinin satış işlemi olması gerekmektedir. Örneğinin aynı miktar dövizin spot alımı yapılırken aynı anda bir ay vadeli forward satışı da yapılabilir.Ya da aynı miktardaki dövizin bir ay vadeli forward alımı yapılırken aynı anda üç ay vadeli forward satışı da yapılır.Birinci örnek spot-forward swap işlem türü iken ikinci örnek ise forward- forward swap işlem türüne örnek olmaktadır.

Vadeli döviz işleminde ya sadece döviz alımı ya da sadece döviz satımı yapılmaktadır. Swap işleminde ise döviz alım ve satımı aynı anda yapılabilir. Swap işlemi, aynı ticaret ortaklarının aynı tutarlardaki dövizleri belli bir zaman limiti içinde spot ve vadeli kur üzerinden değıştirmesi olarak tanımlanmaktadır. Swap ticareti iki taraflı döviz ticareti olup, taraflar arasında eşzamanlı olarak spot döviz ticareti ve vadeli döviz ticareti anlaşmaları yapılmaktadır (Yıldız,1988:9). Yani swap işlemlerinde vadeli bir alım (satım) işlemi aynı anda ve aynı miktarda döviz için yapılan bir başka satım (alım) işlemi ile tersine çevrilir . Swap işleminde önemli rakam swap oranıdır. Bu oran, paranın alındığı ve satıldığı fiyat farkıdır. Bu fark basit olarak iki parayla ilgili faiz oran farkının döviz kuruna yansımış durumudur. Swap oranı peşin (spot) ve vadeli (forward) fiyatlar arasındaki farkı göstermektedir.

Swap işlemleri daha sonraki bölümlerde ayrıntılı olarak incelenecektir.

### **1.2.5. Döviz Kuru Kotasyonları ve Çeşitleri**

Döviz kurunun doğrudan ve dolaylı olmak üzere iki tür kotasyonu vardır. Doğrudan kotasyonda, bir birim dövizin alınabileceği yerli ülke parası gösterilir. Örneğin; 1.78YTL/€, Türkiye için doğrudan kotasyondur.1 avronun 1.78 YTL'ye karşılık geldiğini göstermektedir. Dolaylı kotasyonda ise, bir birim yerli ülke parasının ne kadar döviz alabileceği gösterilir. Örneğin; 0,5617€/YTL, Türkiye için dolaylı kotasyondur.

Dövizin değerinin serbest piyasa şartlarına göre belirlenmesine ya da resmi otorite tarafından belirlenmesine göre döviz kurları değişken ve sabit kurlar olarak ayrılmaktadır. Ancak bu tür çeşitlendirme döviz kurunu tasnifden daha çok dövizin değerini belirlemeyi açıklamaktadır. Döviz kuru çeşitleri denildiğinde aşağıda kısaca belirtilenler anlaşılmaktadır (Alkin,1981: 23):

#### **1.2.5.1. Düz Kur**

İki para arasındaki doğrudan değişim oranına düz kur denilmektedir. Eğer Türk lirası ile doğrudan avro alınmak istenirse ve Türk lirası ile avro arasındaki kur  $1\text{€} = 1,82\text{ YTL}$  ise bu durumda bir avro almak için 1,82 YTL ödemek gerekecektir. İşte Türk lirası ile Avro arasında doğrudan doğruya uygulanan bu döviz kuruna "düz kur" denilir.

#### **1.2.5.2. Çapraz Kur**

İki ülke parasının doğrudan değiştirilmesi mümkün olduğu gibi, bunların dolaylı bir şekilde değiştirilmesi de mümkündür. Bir ülkenin ulusal parasının diğer ülkelerin ulusal paraları karşısındaki değerleri esas alınarak, diğer ülkelerin paralarının birbirleri karşısındaki değerleri hesaplanır. Üç ulusal paranın söz konusu

olduğu bu kura ise ‘‘apraz kur’’ denir. Örneğin, Türk lirası ile doğrudan ABD doları satın almak yerine, Türk lirası ile avro ve bu avro ile de ABD doları alınabilir, örneğin  $1\text{€} = 1.78\text{ YTL}$  ve  $1\text{€} = 1.47\text{\$}$  ise avro esas alınarak Türk lirası ile dolar arasında da bir kur oluşur.  $1\text{\$} = 1,21\text{ YTL}$  olacaktır. Bu kura çapraz kur adı verilmektedir.

Uluslararası demelerin normal yolları izleyebilmesi için paraların düz ve çapraz kurları arasında hiçbir fark olmaması gerekir (Aren,1981:49). Aksi halde çapraz kur farkından kr sağlamak amacı ile uluslararası ticarete yapay gelişmeler olur (nertrk,1980:21).

### **1.2.5.3.Spot (Günlük) Kur**

Varlıkların mevcut değerleri üzerinden işlem görmesini ifade eden piyasaya spot (günlük) piyasa denilmektedir. Spot döviz piyasası da yabancı paranın, o an geçerli olan kur üzerinden, diğer bir ifadeyle cari kur üzerinden işlem gördüğü piyasadır. Burada iki paranın değişiminde kullanılan kur da spot kurdur.

Spot kur, bir dövizin başka bir dövizle derhal değiştirildiğinde kullanılan kurdur.Ancak derhal teslim denildiğinde iki gün içinde teslim anlaşılmalıdır (Gönenli,1983:605). Çünkü, iki paranın değişimi için yapılan haberleşme ve düzenlenen belgeler böyle bir süreyi gerekli kılmaktadır.

### **1.2.5.4. Forward (İleri) Kur**

Forward kur, şu anda üzerinde anlaşılan fakat gerçek teslimatın(işlemin uygulamasının) gelecekte bir tarihte gerçekleşeceği kurdur. İki para birimi arasındaki değişim oranı bugünden belirlenip ve değişim işlemi gelecekte bir tarihte yapılıyorsa bu tür döviz piyasalarına forward döviz piyasası ,bu piyasada uygulanan kura da forward (ileri) kur denilmektedir.

Örnek vermek gerekirse, uluslararası faaliyet gösteren bir işletmenin üç ay sonra belirli miktar ve cinsteki bir dövize ihtiyacı varsa, bugünden bir anlaşma yaparak, üç ay sonra teslim edilmek üzere ihtiyaç duyduğu dövizini satın alabilir. Bu durumda beklentiler dikkate alınarak üç ay sonrası için iki para arasında bugünden bir kur belirlenmektedir. İşletme, üç ay sonraki spot (günlük) kur ne olursa olsun dövizini, belirlenen kur üzerinden satın alacaktır. İşte gelecekteki işlemler için uygulanan bu kura forward (ileri) kur denilmektedir.



**İKİNCİ BÖLÜM**  
**ULUSLARARASI İŞLETMELERDE DÖVİZ KURU RİSKİ**  
**ve**  
**DÖVİZ KURU RİSKİ YÖNETİMİ**  
**(DÖVİZ KURU RİSKİNDEN KORUNMA YÖNTEMLERİ)**

**2.1. ULUSLARARASI İŞLETMELERDE DÖVİZ KURU RİSKİ VE ÖNEMİ**

Günlük hayatta risk ve belirsizlik eş anlamlı olarak kullanılmaktadır. Risk olarak belirtilen durumlarda gelecekteki olayların alternatif sonuçlarının ortaya çıkma ihtimali bilindiği halde belirsizlik durumunda gelecekteki olayların ortaya çıkma ihtimalinin, alternatifler arasında dağılımı hakkında bilgi yoktur (Sarıkamış,1980:143). Riskin çok farklı tanımları olmasına karşın hemen hemen bütün yazarların ortak olduğu tanım, riskin kazanma yada kayıp etmedeki belirsizlik derecesi olduğudur (Aksoy ,1987:44).

Döviz kur riski sorunu, 1972 yılında Bretton -Woods Sabit Kur sisteminin çökmesi ile ortaya çıkmıştır. Dünyada 1972 yılına dek süren para sistemi sabit kurlara dayanmaktaydı. Ancak söz konusu tarihten itibaren serbest dalgalı kur sistemine geçildi.

Döviz ile işlem yapanlar ya da ellerinde döviz bulduranlar çeşitli döviz riskleri ile daima karşı karşıyadırlar. Döviz kuru riski de bu risklerden sadece bir tanesidir. Ellerin de döviz bulduran işletmelerin, bireylerin, kurum ve kuruluşların vb. döviz işlemlerinden dolayı karşı karşıya kaldıkları döviz risklerini genel olarak dört başlık altında incelendikten sonra döviz kuru riski ve bu riskten korunma yöntemleri ayrıntılı olarak analiz edilecektir.

Çok uluslu şirketler genel merkezi belirli bir ülkede olduğu halde, faaliyetlerini bir veya birden fazla ülkede kendisi tarafından koordine edilen şubeler, yavru şirketler veya bağlı şirketler aracılığı ile ve genel merkez tarafından kararlaştırılan bir işletme politikasına uygun olarak yürüten büyük şirketlerdir (Kutal,1982: 21). Dünyada çok uluslu şirketler kurumsal ve organizasyon ilişkileri aracılığı ile uluslararası bir transfer acentesi rolü oynamaktadırlar. Birden fazla ülkede faaliyet gösteren çok uluslu şirketler, bir ülkede üretilen malların ana şirketin bağlı olduğu ülkeye veya diğer ülkelere ihracımı, üretim için gerekli olan girdilerin ise ana şirketten veya diğer bağlı şirketlerden ithali politikasını genellikle takip edeceklerinden, şirketin çok uluslu olma niteliği arttıkça bağlı şirketler arasında dış ticaret şirketlerine ve ana şirketten bağlı şirketlere yapılan ihracat miktarı da artacak uluslararası işlemlerin gündeme gelmesi ile şirket ve farklı ülkelerde faaliyet gösteren bağlı şirketler arasındaki döviz transferleri sonucu kur riski ortaya çıkacaktır (Özavnik,1994:78).

Döviz kurlarında meydana gelen bir değişikliğin, bir şirketin karlılık, nakit akımı ve bilanço üzerinde potansiyel olarak yapacağı etki miktarı olarak tanımlanan kur riskinin üç boyutu vardır.Finans yöneticilerinin görevi riski ölçüp, bunu şirketin karlılığını, net nakit akımını ve işletmenin piyasa değerini en yüksek düzeye çıkartacak şekilde yönetmektir ( Eiteman ve Stonehıl, 1989:172).

Çokuluslu şirketlerin karşılaştığı döviz kuru riskini üç noktada inceleyebiliriz(Alperen,1991:33) :

Bunlardan birincisi, muhasebe kayıtlarında kur farkı dolayısıyla oluşacak risktir. Çokuluslu şirketlerin yavru şirketlerin faaliyetlerini muhasebe kayıtlarına aktarıırken faaliyette buldukları ülke parasını kullanırlar. Yavru şirketlerin her biri bu şekilde hareket ettiğinden bilanço döneminde merkez şirkette çeşitli ülke paralan cinsinden hesap bakiyeleri oluşur. Yavru şirketlerin tuttuğu muhasebe kalemleri merkez şirkette iki ülke parasının değişim oranı (yani döviz kuru) üzerinden işleme tabi tutulur. Yavru şirketlerin bulunduğu ülkelerin paraları ile ana şirketin bulunduğu

ülkenin parası arasında oluşacak kur farklarının birbirlerini karşılar nitelikte olması durumunda herhangi bir zarar söz konusu olmaksızın sadece bir veya bir kaç şirketin bulunduğu ülkelerin parası karşısında ana şirket parasının değer kazanması sonucu muhasebe kayıtlarında kur farkından doğan bir zarar söz konusu olacaktır.

İkincisi; çokuluslu şirketlerin dış ticaret ve kredi alışverişleri sonucunda ortaya çıkacak kur farkından doğan risktir. Bu risk ana şirket ve yavru şirketler arasında oluşacağı gibi yavru şirketlerin de kendi aralarında oluşabilir. Aynı zamanda da çokuluslu şirketlerin diğer şirketlerle olan ilişkileri sonucu da ortaya çıkabilir.

Üçüncüsü; yavru şirketlerin yurtdışı yatırımlar yapmaları için karar alımlarında ortaya çıkan bir risk durumu vardır. Bu risk durumu özellikle üretimin hammadde ithalatına dayalı olduğu ülkelerde yatırım yapan çokuluslu şirketlerin söz konusu ülke parasının değer kaybı oranında kur farkından doğan bir zarar durumu ile karşı karşıyadırlar.

Çokuluslu şirketlerde yavru şirketlerin döviz pozisyonlarının vade ve tutar yönünden birbirini karşılar nitelikte olma durumunda risk doğmayacaktır. Söz konusu şirketler kredi alışverişlerinde ve yavru şirketlerin yurt dışı yatırımlarında riskle karşılaşacaklardır.

Dövizli işlemlerden kaynaklanan riskleri de dört başlık altında toplayabiliriz. Kredi riski, likidite riski, ve ülke riski hakkında genel bilgi verildikten sonra döviz kuru riski detaylı olarak incelenecektir.

- **Kredi Riski**

Kredi riski, döviz işlemlerinde muhatabın yükümlülüklerini yerine getirmesinin taşıdığı belirsizliktir. Diğer bir ifade ile sözleşme tarihinde veya önce iflas vb. nedenlerle ödeme güçlüğü içine düşmesidir (Ersan,1988:35).

- **Likitide Riski**

Likidite bankaların, işletmelerin ya da döviz ödemesi olanların ödemelerini zamanında yapma güç ve yeteneğidir. Döviz borcu olanlar bu ödemeleri kasasındaki para, her an nakde dönüşecek varlıklar, bankalar açısından Merkez Bankası ve muhabirleri nezdindeki vadesiz hesaplarının serbest bakiyeleri ile yapabilirler. Likidite riski nakit giriş ve çıkışları arasındaki dengenin gerçekleştirilmesinin taşıdığı belirsizliktir ( Ersan, 1988:35.).

Bir işletmede, para giriş ve çıkışları eş anlı olsa ve kesin doğrulukla tahmin edilebilseydi, işletmelerin para mevcudu bulundurmalarına gerek kalmaz, para yönetimi gibi bir sorunları olmazdı. Ancak, ekonomik yaşamda genellikle böyle bir durum söz konusu olmadığından, para mevcudu ve yönetimine ilişkin çeşitli kararların alınması söz konusu olacaktır (Akgüç,1998:229).

- **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 akdedilen dövizli sözleşmelerin yerine getirilmemesi söz konusu olduğunda, sözleşme giren taraflar taahhütlerini yerine getirememesi ve prestij kaybetmesi, döviz pozisyonlarının bozulması ve kârlılığın olumsuz etkilenmesi riski ile karşılaşmaktadırlar.(Cihan,1994:47)

1970'li yıllardan sonra batılı ülkelerin çoğu döviz piyasalarını serbest bırakma ve mevzuatı serbestleştirme eğilimi içine girmişlerdir ( Aktan,1986:47).

- **Döviz Kuru Riski**

Döviz kuru riski, ulusal paraların döviz piyasalarında karşılıklı olarak değer kazanması veya kaybetmesinden kaynaklanır. Dış ticaret işlemlerinin önem kazanması, ticaret hacminin artması, para ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sonucu uluslararası finans piyasalarının gelişmesi döviz kurlarında büyük dalgalanmalara yol açabilmektedir ( Uludağ ve Arıcan,2001:376).

Uluslararası işletmeler, diğer işletmelerin taşıdığı risklere ek olarak döviz kuru riskini de bünyelerinde taşırlar. İthalatçı ve ihracatçı işletmeler kendi para birimleri dışında farklı para birimleri de kullanmak durumundadırlar. Yani, dış ticaret döviz işlemleri gerektiren bir sistemdir. Dövizle yapılan her işlem de bir risk içermektedir. İthalat, ihracat ve uluslararası faaliyetlerin tümü işletmeleri döviz kuru riskine yöneltir. 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 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 karşısında 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 söz konusu belirsizliklerin yarattığı zarar ihtimali kur riski olarak tanımlanmaktadır (Yıldız, 1988:10).

Ülkede uygulanan döviz kuru sisteminin niteliği, döviz piyasasındaki karar verici organların döviz kurunu etkileyebilme güçleri, ülkenin dış ödemeler dengesi,

uluslararası döviz piyasalarında döviz kuru hareketleri, ülkenin ihracat ve ithalatını gerçekleştirdiği ülkelerin durumu döviz kuru riskini etkileyen faktörlerdir. İşte döviz yöneticileri döviz kuru riskini tahminlerken dövizlerin niteliği vadeleri gibi unsurların yanında bu faktörleri de göz önünde bulundurmaları zorundadırlar. Çünkü yönetici bu tahminlemeler sonucu karar vereceği en uygun yöntemle kaçınılmaz olan döviz kuru riskini ortadan kaldırmak veya azaltmak yoluna gidecektir.

Döviz kuru değişikliklerinden işletmenin etkilenmesi, uluslararası işletmelerdeki finansal yöneticinin döviz kurlarındaki değişmelerin işlemlere etkilerinin yönetimi ile de ilgilenmesini gerektirir (Aksoy,1986: 327). Döviz yönetiminin işletmelere sağlayacağı avantajları kısaca sıralayabiliriz;

İşletmeler etkili döviz yönetimiyle nakit durumundaki fonlarını daha verimli kullanma imkanına kavuşabilirler,

- Uluslararası ticareti gerçekleştirmede rakiplerine göre üstünlükler elde edebilirler,

- İşletmelerin döviz yönetiminde etkili olmaları, işletmelerin bankalar açısından önemli bir müşteri niteliğini verebilir, ve bankalar işletmelere bazı ek imkanlar sağlayabilirler,

- İşletmeler uyguladıkları etkili döviz politikaları sayesinde, ticari olmayan karlarında önemli artışlar sağlayabilirler. Yani aslında, döviz kuru riski ekonomik birimler için çeşitli kayıplar veya maliyetler yaratabildiği gibi bu riskin doğru araçlarla yönetimi işletmeler için önemli kar fırsatlarını da ortaya çıkarmaktadır.

## **2.2.DÖVİZ KURU RİSKİ ÇEŞİTLERİ**

Genel olarak döviz kur riski şu üç temel kategoriden oluşmaktadır: muhasebe (çevirme) riski, işlem (muamele) riski ve ekonomik risk.

### 2.2.1. Çevirme (Muhasebe) Riski

Çevirme riski, döviz cinsinden belirlenmiş aktif ve pasiflerin muhasebe kayıtları için yerel para birimi cinsine çevrilmesi sonucu ortaya çıkan bir risktir. Aslında burada fiziki bir aktif alım ya da satım söz konusu olmayıp, yalnızca bunların kur değişimleri sonucunda yerel para cinsinden muhasebe kayıtlarındaki değerlerinin değişmesi söz konusudur. Bu yüzden çevirme riski çoğu yerde muhasebe riski olarak da geçmektedir. (Ayva,2007:75)

Çeviri riski, yabancı ülkelerde veya yabancı para üzerinden yatırım yapıldığında ortaya çıkmaktadır. Yani bir işletmenin yabancı para ile ifade edilen bir yatırımı ya da borcu bulunmuyorsa çeviri riskinden söz edilemez (Ayva,2007:75). İşletmelerin çeşitli döviz cinslerinden borçları ve alacakları söz konusu olduğunda kur değişiklikleri nedeniyle alacak kalemlerinin yerel para cinsinden değerinde meydana gelen artış, borç kaleminde meydana gelen artıştan büyükse karları artacak, tersi durumda ise karları azalacaktır. Yani, İşletme, diğer dövizler cinsinden olan alacak veya borçlarını kendi muhasebe kayıtları için kendi para birimine çevirdiğinde, kur değişiklikleri işletmenin kayıtlarını da etkileyecektir.

Muhasebe riskleri bir döviz cinsinden başka bir döviz cinsine geçiş yapılırken şirketin maruz kaldığı risktir. Çokuluslu şirketler, tüm uluslararası faaliyetleri ile ilgili muhasebe kayıt işlemlerini devamlı ve ana şirketin bulunduğu ülke parası cinsinden müşterek bir esasa oturtarak takip etmektedirler. Diğer bir ifade ile ana şirketin ülke para birimi üzerinden gösterilen varlıkları, yükümlülükleri, gelirleri, harcamaları ile yabancı ülkelerdeki bağlı şirketlerin yabancı para cinsinden olan hesaplarının konsolidasyonunda, ana şirketin bilançosu için esas aldığı para birimine dönüşüm sırasında kur riski ortaya çıkar (Milletlerarası Ticaret Odası Türkiye Milli Komitesi Yayınları, 1987:9). Çokuluslu şirketlerin yavru şirketlerin faaliyetlerini muhasebe kayıtlarına aktarırken faaliyette buldukları ülke parasını kullanırlar.

Yavru şirketlerin her biri bu şekilde hareket ettiğinden bilanço döneminde merkez şirkette çeşitli ülke paralan cinsinden hesap bakiyeleri oluşur. Yavru şirketlerin tuttuğu muhasebe kalemleri merkez şirkette iki ülke parasının değişim oranı (yani döviz kuru) üzerinden işleme tabi tutulur, ve kar zarar ortaya çıkar. Böylece ana şirketin bulunduğu ülke parasının bağlı şirketin bulunduğu ülke parası karşısında değer kazanması sonucu “muhasebe kur zararı” aksi taktirde “muhasebe kur kârı” meydana gelmektedir (Yıldız, 1988:33).

Dövizle yapılan işlemlerin, muhasebe kayıtlarına, genellikle bütün ülkelerde milli para cinsinden kayıt edilmesinin yasal zorunluluğu, yabancı paralarla yapılan işlem ve kayıtların milli paraya çevrilmesini gerektirir. Bu çevirme işleminin kayıtlara geçirilmesinde bir hesabın ne zaman ve hangi değer üzerinden kayıt edilmesi ve değerlendirilmesi gerekli olduğu konusu, her ülkede muhasebe ilkeleri ve vergi yasalarında yer alır. Bu çevirme işlemi, döviz kurlarının değişmesi halinde, işletmenin karşısına döviz kuru riskinin etkisini de çıkarır (Pamukçu,1984:48).

Ayrıca, bir uluslararası işletmenin yabancı ülkelerdeki yatırım ve şubelerinin finansal tabloları, uluslararası işletme finansal tabloları ile konsolide edilmeden önce yabancı paradan milli paraya çevrilecektir.

### **2.2.2. İşlem (Muamele) Riski**

İşlem riski, direkt olarak yerli para ile ölçülen ve fiili para değişimine neden olan ödemelerden meydana gelen likidite riski olarak tanımlanmaktadır. Belirli bir süre sonra döviz karşılığı ödemede bulunacak işletme, anlaşmanın yapıldığı tarihteki döviz kurunda meydana gelen değişiklikler sonucu işlem riski ile karşı karşıya kalabilir. Yerli para olarak daha fazla nakit ödemede bulunabilir (Wentz,1979: 127).

Döviz kuru değişiklikleri sadece muhasebe kayıtlarını değil işletmenin dövizli işlemlerinden doğan yükümlülüklerini de etkilemektedir (Bozkurt, 1983: 9). İşlem riskine örnek olarak döviz cinsinden işlem gerektiren ithalat ve ihracat sözleşmeleri



ile dövize bağılı borç sözleşmeleri verilebilir. Sözleşmenin yapılması ile daha sonraki ödeme tarihi arasındaki geçecek süredeki olası kur değışiklikleri işletmelerin nakit akımlarında olumlu veya olumsuz yönde değışiklikler meydana getirir. Borç sözleşmelerinde de, borç süresi içinde döviz kurunun yükselmesi durumunda aynı miktar borcun karşılığında daha fazla ulusal para ödemek gerekecek, dolayısıyla işletmenin karlılığı ve reel nakit akımları azalacaktır.

İşlem riski, ister dış ticaret, ister dövizle ilgili borçlanma şeklinde olsun, tarafların fiyat ve ödeme koşulları üzerinde anlaşmaya vardıkları andan itibaren işlemeye başlar. Öngörülemeyen kur değışiklikleri ortaya çıktığı sürece risk devam eder. İşletmeler beklenen kur değışikliklerini genellikle sözleşme yapılırken fiyata dahil ederek önlem almaya çalışırlar (Duman ve Karamustafa,1996:27). Fakat bunun yanında bu riskten korunmak için türev piyasalardaki araçlar da kullanılmaktadır.

İşlem riskinin oluşmasında zaman da önemli rol oynar. Üzerinde anlaşılan fiyat ile ödeme tarihine kadar geçecek süre içinde ortaya çıkacak döviz kuru değışiklikleri ya da işletmenin bilançosu değeriyle kullanılan para cinsi dışındaki paralar üzerinden yaptığı cari işlemleri sonucunda oluşan nakdi kayıp işlem riskine girmektedir. Uluslararası faaliyette bulunan ister küçük isterse büyük şirketlerin tümü işlem riskine maruz kalır (Ayva,2007:75).

Döviz kuru değışmelerinden ortaya çıkan işlem riskine şöyle bir örnek verilebilir; Türkiye'deki ithalatçı işletme Almanya'dan 1.000.000 avroluk mal ithal etmişse ve işlemin yapıldığı tarihteki spot kur  $1\text{€}=1,6680\text{ YTL}$  ise işletmenin bu ithalattan doğan yükümlülüğü 166.800 YTL'dir. Mal bedelinin 60 gün sonra ödeneceğini ve o tarihteki kurunda  $1\text{€} = 1,8420\text{ YTL}$  olduğunu varsayarsak işletme ödeme tarihinde 17.400 YTL daha fazla ödemede bulunacaktır. Eğer 60 gün sonra kur  $1\text{€} = 1,5580\text{ YTL}$  olursa bu sefer de işletme ödeme tarihinde 11.000 YTL daha az ödemede bulunacaktır. İşte, işlem riski tamamıyla kurlarda oluşacak değışim sonucu kârı veya zararı içermektedir.

Uluslararası işletmeler için işlem riski, işletmenin yatırım, finansman vb kararlarında ve her türlü günlük işlemlerinde kendini gösterir. En azından işletme hiç bir faaliyette bulunmasa bile bankadaki dövizli parası ya da dövizli borcu döviz kuru değişiminden etkilenecektir.

### **2.2.3. Ekonomik Risk**

Ekonomik risk genelde işlem riskinin geniş türü olarak ifade edilmektedir ve işletmelerin birbirlerine karşı olan rekabetçi pozisyonunu etkilemek şeklinde ortaya çıkmaktadır. Örneğin, Fransa'ya bilgisayar ihracatı yapan bir Amerikan şirketi yalnızca avronun dolar karşısındaki değeriyle değil rakiplerinin para birimlerinin avro karşısındaki değeri ile de ilgilenmektedir. Çünkü Amerikan işletmesinin rakiplerinin paraları değer kaybederse bu işletmenin ürettiği bilgisayarlar Fransız alıcılar açısından daha ucuz hale gelir ve Amerikan işletmesinin rekabet gücü yanında satış cirosu da o oranda düşer.

İşletme değeri, gelecekte beklenen nakit akımlarının bugünkü değeri ile ölçülmektedir. Kur dalgalanmaları bu nakit akımlarının bugünkü reel değerini değiştirmekle, işletmenin değerini de etkilemiş olmaktadır. Bu da şirket hisse senetlerinin piyasa değerini etkilemektedir (Seyidoğlu, 1994:138). Modern işletme finansmanı, işletmenin değerini ulusal ve uluslararası faaliyetlerinden gelecekte sağlayacağı nakit akışının bugünkü değeri ile belirler. Bu nedenle, döviz kuru riskinin gelecekteki nakit akışlarına etkisi, işlemlere ve finansal tablolara olan etkisinden daha önemli olmaktadır. Ayrıca, hisse senedi sahiplerinin servetinin maksimize edilmesi, işletmenin muhasebe değerine değil ekonomik değerine bağlıdır (Pamukçu,1984:104).

### **2.3.DÖVİZ KURU RİSKİNE KARŞI İŞLETMELERİN TUTUMU**

Dış ticaretle uğraşan özellikle yeni ve küçük işletmeler ya maruz kalacakları kur riskinin farkında olmadıklarından ya da koruma tekniklerini bilmediklerinden riskten

korunma yolunda hiçbir işlem yapmazlar. Bazı şirketler ise aldıkları riskin farkındadırlar ve var olan korunma tekniklerini çeşitli düzeylerde kullanırlar.

Küçük ve yeni dış ticaret işletmeleri kur riskine karşı çeşitli safhalardan oluşan farklı tutumlar sergilerler. Bir işletme ilk olarak dış ticaret başladığında döviz kuru riskinin farkında olmaması ya da korunma tekniklerini bilmemesi nedeniyle hemen hemen hiç korunmama eğilimindedir. Bu işletmelerin kur kayıplarına karşı söz konusu olan riskinin sınırsız olması nedeniyle bu durum oldukça tehlikelidir ve bu işletmeler için ortaya çıkabilecek bir kaybın karşılanabilmesi de zordur.

Dış ticaretle uğraşan bu yeni ve küçük işletmelerden bazıları aldıkları riskin farkına vardıklarında, yaptıkları her işlem için karşılık bulundurmaya çalışırlar. Fakat yaptıkları her işlem için yüzde yüz karşılık buldurmak hem çok zordur hem de işletmeyi ekonomik risk ile karşı karşıya getirir ve rekabet gücünü olumsuz bir şekilde etkiler.

Zamanla, risk ihtimalinin artması bu işletmeleri kişisel görüşleri doğrultusunda seçici bir şekilde korunmaya iter. Bu tarz korunmadaki risk ise, işletmelerin kur hareketleri ile ilgili yanlış tahminlemelerde bulunarak yanlış kararlar alması ve kayba uğramalarıdır.

Son olarak döviz kurlarından elde edilecek kârın cazibesine kapılan bir işletme para piyasalarında sadece spekülâtif amaçlarla bile işlem yapmaya girişebilir.

Sadece dış ticaretle uğraşmaya başlayan yeni ve küçük işletmeler değil, büyük ve köklü işletmeler bile, mevcut ve gelecekteki risk oluşumuna karşı, parasal alacaklarının değer kazanacağı borçların ise değer kaybedeceği varsayımı ile ve bilinçli bir kararla riskleri ya hiç karşılamama, ya muhtemel risklerini belirlemiş olan ve bunların karşılığında söz konusu olabilecek kazançlardan belirginlik uğruna vazgeçmeye hazır olarak tüm riskleri karşılama ya da gerektiği zaman risk karşılama eğiliminde olurlar.

## 2.4. DÖVİZ KURU RİSKİNDEN KORUNMAK İÇİN KULLANILAN FİNANSAL TEKNİKLER

Bankalar ve banka dışı işletmelerin en önemli sorunlarından birisi döviz işlemlerinde ortaya çıkan risk ve belirsizliktir. Son yıllarda değişen faiz oranları ve döviz kurlarındaki dalgalanmalar kredi ve likidite riskini arttırmakta buna bağlı olarak maliyetler yükselmektedir. Bu yüzden riski önleyici önlemler almak zorunlu bir hale gelmektedir (Akgüç, 1988:6.).

Korunma, döviz işlemleri yapanların döviz riskinden korunmak amacıyla başvurdukları bir borsa tekniğidir. Diğer bir deyişle korunma, yapılmış bir işlemin muhtemel zararını aynı değerde fakat ters yönde ikinci bir işlem ile kapatmayı amaçlar (Karlık, 1986:144.). Korunma işlemi, vadeli döviz piyasasında da spot döviz piyasasında da yapılabilir.

Riskten korunma işlemi ile fiyat, faiz ve döviz riskleri, bu risklerden kaçınmak isteyenlerden kabul etmek isteyenlere transfer edilir. Riskten korunma işleminin 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 sözleşmeye girilmesini içerir. Bu prosedür, işletmenin nakit akışlarını kendi para birimi itibarıyla tanımlamasına olanak verir ve döviz kuru hareketleri nedeniyle oluşan risk alanını azaltır hatta yok edebilir (Önce,1994:59-60).

Döviz kuru riski yönetiminde kullanılan teknikleri temelinde, döviz riskine maruz risk alanlarını minimize etmeyi hedefleyen işletmenin düzenli finansal yönetiminin bir parçası olarak kullanılan ve riske maruz bir pozisyonu genellikle doğduğunda azaltmayı veya önlemeyi hedefleyen işletme için içsel olan teknikler ve mevcut bir işlem veya riske maruz bir pozisyondan dolayı doğan (gerçekleşmiş veya gerçekleşmemiş) bir döviz zararına karşı korunmak için temelinde sözleşmeye bağlı

araçlardan oluşan ve işletme için dışsal olan teknikler olarak ikiye ayırabiliriz. İçsel tekniklerle, işletmelerin kendi finansal imkanları ile riskten korunmaları sağlanırken dışsal tekniklerle ise işletme dışındaki üçüncü kişilerle sözleşme destekli yapılan anlaşmalarla riskten korunma sağlanır.

Bu çalışmamızda, döviz kuru riskinden korunma tekniklerinden, işletme içi teknikler kısaca ele alınacaktır. İşletme dışı tekniklerden vadeli döviz sözleşmeleri ve gelecek döviz sözleşmeleri, opsiyon döviz sözleşmeleri ve swap döviz sözleşmeleri ise ayrıntılı olarak ele alınacaktır.

#### **2.4.1.Döviz Kuru Riskinden Korunmak İçin Kullanılan İşletme içi Teknikler**

Yukarıda da belirttiğimiz gibi içsel teknikler, riske maruz pozisyonları şirket içinde uygulanan tekniklerle azaltmayı veya önlemeyi amaçlarken, işletme dışı sözleşmeli ilişkilere dayanmamaktadır.

İçsel teknikleri netleştirme, eşleştirme, önceleme ve erteleme, dövizle faturalama, aktif ve pasif yönetimi olarak sınıflandırabiliriz.

##### **2.4.1.1.Netleştirme**

Kur etkisi nedeniyle,çeşitli paralardan oluşan bir portföydeki bazı paralarda ortaya çıkan kayıplar, diğer paralardan sağlanan kazançlarla tam olarak dengelenebiliyorsa, net bir kayıp ya da kazanç yoktur. Bunun için temel koşul, işletmenin alacak ve borçlarını çeşitli dövizlere bağlayarak bir portföy oluşturmasıdır. Yani kur etkisini netleştirme yönteminde, işletmenin ticari ve mali işlemlerinin döviz temelini, olanaklar elverdiğince çeşitlendirmesi söz konusudur.

En basit şekliyle netleştirme, birbirleriyle ticaret yapan bağlı şirketlerin grup içi borçlarında sadece net miktarlarını ödeme veya tahsil etmelerini ifade eder

(Mcrae ve Walker,1980:102). Netleştirmede, birbirleriyle ticaret yapan ortak işletmelerin birbirlerine olan borçları veya birbirlerinden olan alacakları netleştirilir. Grup dışından olan ticari alacak ve borçlar netleştirilmez. Bu yöntemin en basit şekli, iki taraflı netleştirmedir. İki taraflı netleştirmede, birliğin her bir çifti kendi pozisyonunu diğer tarafla netleştirir ve her işletmenin netleştirme yaptığı ortağından olan alımları veya ona yaptığı satışları azaltılarak nakit akışları düşürülür.

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 (Mcrae ve Walker,1980:102-103.)

Çok taraflı netleştirmede ise genellikle şirket merkezi de olaya dahil edilir. Bu yöntem biraz daha karmaşıktır, çünkü çok taraflı netleştirme, ikiden fazla ortak işletmenin grup içi borçlarını kapsar ve daima grup hazinesinin desteğine gereksinim duyar.

#### **2.4.1.2.Eşleştirme**

Büyüklüğü ne olursa olsun bir işletmenin karşı karşıya olduğu kur riskine karşı kullandığı en önemli yöntemlerden biri aynı para cinsinden borçları ile alacaklarını dengeye getirmektir (Milletlerarası Ticaret Odası,1987:15 ). Eşleştirme, bilançodaki bir aktifi, bu aktifin özelliklerini yansıtan bir pasif ile eşleştirme işlemine verilen addır. Örneğin, ihracat karşılığı olarak tam üç ay sonra vadesi dolacak olan USD cinsinden bir alacak, ve yapılan ithalatın döviz cinsi yine USD olarak belirlenirse ve ödeme ihracat gelirinin vadesi ile çakıştırılabilirse, alacak miktardaki döviz, borca karşı eşlenmiş ve böylece söz konusu miktar için kur riski sorunu ortadan kaldırılmış olur. Ancak bu yöntemin bazı güçlükleri vardır: (Aksel, 1995: 29).

- Her zaman ihracat faturası ile ithalatın faturasını aynı döviz cinsinden belirlemek mümkün olmayabilir. Alman ithalatçı avro üzerinden, Amerikan ihracatçı ise USD üzerinden fatura etmekte ısrar edebilir. Bu durumlarda eğer döviz cinsini seçme gücü işletmede değilse eşleşme yöntemi başarılı olamayacaktır.

- İkinci olarak alacak ve borçların vadelerinin tam uyuşması mümkün olmayabilir, söz konusu yöntem ancak vade zamanlaması konusunda tam bir eşleşme sağlandığı durumlarda başarılı olabilir.

- Üçüncü temel güçlük, zamanlama ve döviz cinslerinde eşleşme sağlandığı durumlarda bile miktar konusunda eşleşme yapılamadığında alacak ve borç arasındaki farkın da ayrıca hedge edilmesi gereğidir. Bu açılardan her zaman kolaylıkla uygulanabilecek bir korunma yöntemi olamamaktadır. Bir paradan aynı miktar ve zamanda hem nakit girişi hem de nakit çıkışı yaratmak kolay değildir. Bu nedenle eşleştirme tekniğini uygulamak isteyen işletmenin satın alma ve satış bölümlerinin, finansman bölümü ile işbirliği yapması gerekmektedir. Bu teknik, daha çok işlemlerini sınırlı sayıda para birimi ile yapan işletmeler için uygun olmaktadır. Çünkü, çok sayıda para birimi ile işlem yapan işletmelerin belli bir para cinsi üzerinden aynı miktar ve zamanda ters yönlü akım yaratması oldukça zor olmaktadır.

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 (Buckley,1992:193).

Netleştirmenin grup işletmeler içinde potansiyel akıflara uygulanabilmesi eşleştirmenin ise hem grup içindeki hem de üçüncü tarafların kalanlarına uygulanabilmesi iki teknik arasındaki en belirgin fark olarak belirtilebilir.

#### **2.4.1.3.Önceleme ve Erteleme**

Önceleme ve erteleme(geciktirme), borçların ödenmesini ve alacakların tahsilatlarını, döviz kurları üzerindeki tahminlere dayanarak kasıtlı olarak hızlandırma veya geciktirme ilkesine dayanan bir korunma yöntemidir. Yani bu yöntemde nakit akıflarının zamanlaması ayarlanmaktadır. Genellikle, grup içindeki birlik işletmeler arasında 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.

Bu yöntemde, değer kaybetmesi beklenen döviz cinsinden belirlenmiş alacakların tahsilatı öne alınırken, borçların ödemesi geciktirilmektedir. Öte yandan, değer kazanması beklenen döviz cinsinden belirlenmiş borçların ödenmesi ise öne alınmaya çalışılmaktadır.

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(Cihan,1994:84).

Önceleme ve erteleme, çok uluslu şirketlerin çok sık kullandığı tekniklerdir. Bu teknik spot döviz kurlarında çok büyük bir baskı yaratabilir. Hızlandırma ve geciktirme tekniği ülkelerin kambiyo düzenlemeleri, ödemelerin geciktirilmesi ve



hızlandırılmasına izin verdiği oranda mükemmel araçlardır (Riehl ve Rodriguez,1983:338).

#### **2.4.1.4. Dövizle Faturalama**

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 itibariyle ticaret yapmak sadelik avantajına sahiptir. Malların faturalandığı para biriminin, müşteriye verilen genel pazarlama paketinin temel bir parçası olduğu gerçeğini hesaba katmaz (Buckley,1992:196).

Bir satıcı, genellikle kendi para biriminden veya maliyetlerinin oluştuğu para biriminden satış yapmayı ister. Bu, döviz risk alanından kaçınmayı sağlar. Fakat çoğunlukla karşı taraf bu durumu kabul etmez. Genelde satıcılar, alıcının taleplerini karşılamak amacıyla hareket ettiklerinden alıcının idealindeki parayla faturalama yönünde eğilim gösterirler.

Bazen de ihracattan veya döviz kredisinden doğacak bir alacağın, sözleşmeye esas olan dövizden başka dövizlerle de tahsilini mümkün kılacak şekilde taraflar arasında anlaşma yapılır. Buna ise döviz tercih hakkı denir. Bu uygulamada sözleşmede belirlenecek tercihe söz konusu olan dövizlerle sözleşmeye esas olan para arasındaki kurlar, tahsilatın vade günü dikkate alınarak önceden tespit edilmiş olmaktadır. (Şefkatli, 1991:25).Vade günü geldiğinde sözleşmede belirlenen kurlar arasında ihracatçı kendisine kur karı sağlayacak döviz tercih ederek kur riskini yönetmiş olacaktır.

#### **2.4.1.5. Aktif ve Pasif Yönetimi**

Risk alanı yönetiminde kullanılan tekniklerden işletme içi tekniklerden sonuncusu aktif ve pasif yöntemidir. İşletmelerde bu teknik bilanço, gelir tablosu veya nakit akışı risk alanlarının yönetimi için kullanılmaktadır.

Aktif-pasif yönteminde işletme, güçleneceğini beklediği veya sağlam para olarak ifade edilen para birimlerinden olan riske maruz kalmış nakit girişlerini ve zayıf para veya yumuşak para olarak da tabir edilen para birimleri itibarıyla olan riske maruz kalmış nakit çıkışlarını artırır.

#### **2.4.2. Döviz Kuru Riskinden Korunmak İçin Kullanılan İşletme dışı Teknikler**

Esnek döviz kuru sistemlerinde döviz kurlarındaki dalgalanmalar döviz üzerinden borçlu ya da alacaklı olan işletmeleri döviz kuru riskiyle karşı karşıya bırakmaktadır. İşletmeler söz konusu riskten korunmak için çeşitli tekniklere başvurmaktadır. Önceki bölümde anlatılan içsel tekniklerle döviz kuru riskinden korunmak hem kendi finans yapılarındaki kısıtlılık hem de yasal engeller nedeniyle oldukça zordur. Bu durumda işletmeler vadeli (forward) döviz sözleşmeleri, gelecek döviz sözleşmeleri, opsiyonlar ve döviz swapları gibi üçüncü kişilerle yapılan dış finans tekniklerini kullanmaktadırlar.

Vadeli işlem piyasaları bu günkü seviyesine uzun bir tarihsel gelişim sonucu ulaşmıştır. Söz konusu süreç ilk aşamada spot işlemlere, ara aşamada forward işlemlere daha sonra vadeli işlem ve opsiyonlara dayalı vadeli sözleşme piyasalarına dönüşüm şeklinde birbirini tamamlayan üçlü bir yapı içersinde gerçekleşmiştir.

Bu bölümde yukarıda sayılan işletme dışı tekniklerin tanımları, temel yapı ve kullanım şekilleri ayrıntılı olarak incelenmektedir.

### **2.4.2.1. Forward (Vadeli) Döviz Sözleşmeleri İle Korunma**

1970'li yıllara kadar gelecek piyasaların gelişimi, vadeli işlemlerin aleyhine olmuştur. Standart sözleşmeler getiren gelecek piyasalar geliştikçe, özellikle mala dayalı vadeli (forward) sözleşmeler olmak üzere, vadeli işlemler ikinci plana itilmiştir. Ancak geçmişte 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(Cihan,1994:95).

#### **2.4.2.1.1. Forward İşlemlerin Tanımı**

Vadeli piyasalar, ileri bir tarihte teslimi söz konusu olacak herhangi bir malın (döviz, faiz, tarımsal veya metalurjik ürün vb.) vadesi, miktarı ve fiyatı bugünden belirlenerek sözleşmeye başlandığı işlemleri içerirler (Kırım,1991:33). Bu işlemlerde vade, miktar, ödemenin tarihi, yeri, ödenecek fiyat vb. tüm koşullar anlaşmanın yapıldığı tarihte taraflarca saptanmaktadır (Örten,2001:39). Yani forward döviz piyasaları, bir dövizin bir başka dövize karşı alırsatım anlaşmasının belirli bir kur üzerinden bugünden yapıldığı, fakat fonların teslimatının yine başta anlaşılmış olan ileri bir tarihte gerçekleşeceği işlemleri içeren piyasalardır.

Forward işlem, ileri bir tarihte yapılacak işlemin bugünden kurunun, miktarının ve kesin valörünün belirlenmesidir. Forward işlemlerde işlemin yapıldığı gün bir para alım verişisöz konusu olmadığı gibi, yapılan işlemde de geri dönülemez ancak ters bir işlemle işlemin etkisi ortadan kaldırılabilir ve kazanç ya da kayıp ancak işlemin gerçekleştirildiği sırada belirlenen vadede belirlenir.

Forward sözleşmeler vadeli işlemlerin en basitidir. Forward işleminde alım ve teslim anlaşması arada üçüncü bir taraf olmaksızın, alıcı ve satıcı arasında belirlenen miktarlar üzerinden yapılmaktadır. Yapılan sözleşme ile hem geleceğe dönük fiyat, hem de teslim edilecek miktar ve malın kalite özellikleri taraflar arasında

saptanmaktadır.Anlaşma koşullarına uyulmaması halinde üçüncü bir tarafın ya da kurumun garantisi söz konusu değildir.(Ayva,2007:85)

Forward sözleşmelerine konu olan finansal varlıklara göre forward sözleşmelerini; “forward döviz sözleşmeleri” ve “forward faiz oranı sözleşmeleri” şeklinde ayırmak mümkündür. Ayrıca finansal varlıklar dışında emtiayı da konu alan forward sözleşmeleri de yapılmaktadır. Konumuz itibariyle forward döviz sözleşmeleri üzerinde durulacaktır.

- **Forward Döviz Sözleşmeleri**

Forward döviz sözleşmeleri, tarafların belirli bir miktar dövizini önceden belirlenmiş bir kur üzerinden vade tarihinde değişimini öngörür. İşletmeler forward döviz sözleşmeleri sayesinde döviz kurlarında yaşanması muhtemel dalgalanmaların işletmelerinin varlıkları, yükümlülükleri ve nakit politikaları üzerinde doğurabileceği olumsuz etkileri engellerler (Akçaoğlu, 2002:19). Bugünden gelecek için yapılan vadeli döviz sözleşmelerinde üç esasın belirlenmesi gerekmektedir. Bunlar, değiştirilmesi söz konusu olan döviz tutarı, değişimin yapılması gereken zaman ve değiştirilmesi söz konusu olan dövizlerin karşılıklı değişim oranı yani vadeli döviz kurudur.

Forward döviz sözleşmesine konu olan kur vadeli kurdur, sözleşmenin süresi dolduğunda, aradaki sürede kurlarda meydana gelen değişimler ne olursa olsun değişim sözleşmede belirlenen vadeli kur üzerinden yapılır.

Forward 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 (Seyidoğlu, 1990:254-258). Forward kurlar,

spot kurların tersine, arz ve talep güçlerinin etkileşimi yoluyla değil, tamamen faiz haddi farklılıklarına göre değişim gösterirler ve prim veya iskonto oranı, ilgili dövizlerin faiz farklılığı kadar olur.

Forward döviz sözleşmesine şöyle bir örnek verebiliriz; Bir Türk şirketinin bir yıl sonra 800.000 \$'lık ödeme yapması gerekmektedir. Bu şirket mevcut ekonomik durumda şimdiden ödeme yapmak için elinde dolar tutmak istememektedir çünkü YTL yatırımları daha çok kazanç sağlamaktadır. Fakat ödeme yapacağı tutar oldukça yüksek olduğu için de döviz kurunda olası bir yukarı çıkışın getireceği kaybı göze almak istememektedir. Bu durumda şirket için en uygun korunma yollarından biri forward döviz sözleşmesi yapmaktır. Böylece şirket hem vadedeki döviz kuru riskini bertaraf edecek hem de mevcut varlıklarını YTL'de değerlendirerek daha çok kazanç elde edecektir.

#### **2.4.2.1.2. Forward İşlemlerin Tarafları ve Kullanım Amaçları**

Vadeli döviz sözleşmelerini daha çok, pozisyonları gereği döviz kurlarındaki dalgalanmalardan dolayı oluşması muhtemel risklerden zarar görebilecek kişiler tercih etmektedir. Vadeli döviz piyasasında işlem yapan kişi ve kuruluşları; ithalatçılar-ihracatçılar, bankalar, hükümetler olarak sayabiliriz. Bu kişi ve kuruluşların vadeli döviz işlemlerini yapmaktaki temel amaçları korunmadır. Ayrıca ileri bir tarihte döviz fon girişi veya çıkışı bekleyen diğer bütün kişi ve kuruluşlarda vadeli döviz işlemlerini korunma amacıyla tercih etmektedirler. Bu gruptakiler ellerindeki mevcut fonları, gelecekte oluşması muhtemel olan zarar risklerine karşı korumak amacıyla vadeli sözleşmelere taraf olurlar ve kar beklentilerinden vazgeçmiş olurlar. Forward işlemler ayrıca faiz arbitrajcıları ve spekülâtörler tarafında da kar elde etmek amaçlı kullanılırlar.

Vadeli döviz işlem sözleşmesi ile gelecekte oluşabilecek olumsuz fiyat değişimlerinden kaynaklanabilecek risklere karşı korunmak iki farklı şekilde olabilir (Dönmez ve diğerleri, 2002:28).

Vadeli döviz piyasasında kısa pozisyon olarak riskten korunma (short hedge), yabancı para birimi cinsinden alacakların yerli para birimi cinsi karşısında değer kaybetmesi ihtimaline karşı yapılır. Örneğin, ihracat yapan ve parasını dolar olarak tahsil edecek bir şirketin iç piyasaya olan yükümlülükleri (hammadde maliyetleri, işçi maaşları, elektrik, su vb. ödemeleri) TL cinsinden olduğu için, gelecekte eline geçecek Amerikan doları tutarını şimdiden satarak kısa korunma yapmış olur.

Vadeli döviz piyasasında uzun pozisyon olarak riskten korunma (long hedge), yabancı para cinsinden yükümlülüklerin ödeme zamanında oluşabilecek kur riskinden korunmak için yapılır. Benzer şekilde, ithalatçı bir şirket de yurtdışından dolar ile aldığı bir malı, TL ile yurt içine satıyorsa doların artış riskinden korunmak için döviz vadeli işlem sözleşmesinde uzun pozisyon olarak riskten korunmuş olacaktır.

Spekülatif fonksiyon ise, sadece kar etme amacına yönelik finansal işlemlerdir ve dövizlerdeki değer kazanma/kaybetme eğilimlerine ve kişisel tahminlere göre yürütülür. Büyük miktarda likidite gerektirmez. Dövizler hayali olarak alınır-satılır ve tahminler doğru çıkarsa forward anlaşmaları yapan spekülâtör hiç para bağlamadan kazanç sağlar. Riskli olduğu için bankalar bu işlemleri iyi tanıdıkları müşterileri için ve marj tahsil ederek yaparlar (Gümüşeli, 1992:53). Vadeli döviz işlemleri korunmanın yanı sıra spekülatif amaçlarda kullanılmaktadır ancak vadeli döviz işlemleri yapan bankalar, spekülâtörler yerine riskleri minimize etmek isteyen hedgerler ile çalışmayı tercih etmektedirler (Erdem,1993:34). Spekülâtörler ise bu sözleşmeleri tahminlemelerine ve araştırmalarına dayanarak kazanç elde etmek amacıyla kullanırlar.

Vadeli sözleşmelerin yapılması için kurumsallaşmış bir mekanizma olmadığından dolayı, bu işlemler için kullanılması gereken bir aracı kurum söz konusu 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 alım-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 sözleşmenin doğrudan alıcı ve satıcı pozisyonuna girmektir. Ayrıca bankalar arası piyasalarda vadeli işlemlerin bir trampa metodu şeklinde yapıldığına da sıkça rastlanılmaktadır ( Erdem,1993:26).

#### **2.4.2.1.3.Vadeli Döviz Sözleşmelerinin Avantajları Ve Dezavantajları**

##### **Avantajlar**

Uluslararası işletmelerin vadeli piyasayı tercih etmelerinin avantajlarını şöyle sıralayabiliriz;

- Vadeli işlemler bilançoda değişiklik yaparak şirketin borç/özkaynak oranını değiştirirler, ve vadeli sözleşmeler vadesinde yerine getirildiğinden nakit akışları kontrol edilebilir.
- Vadeli sözleşmeler, spot döviz kurundaki dalgalanmalar göz önüne 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 korunma yapmak için esneklik sağlar.
- Vadeli piyasalarda yapılan sözleşmeler sözleşmenin vadesinin dolacağı tarihe kadar hiç bir nakit ödeme olmamaktadır.

- Diğer bir avantajı da vadeli kurların faiz oranı farklılıklarından güvenilir bir şekilde hesaplanabilmesidir.
- Vadeli piyasada riskten kaçınmak için büyük miktarlarda işlem yapılması durumunda pazarlık gücü artmaktadır.
- Vadeli döviz sözleşmelerinde miktar ve vade standardizasyonunun olmaması tam korunmayı mümkün kılmaktadır.

### **Dezavantajlar**

- Vadeli sözleşmeye girilirken tarafların hiçbir tarafından herhangi bir teminat yatırılmadığı için, vade boyunca piyasada hiçbir nakit akışı olmayacaktır. Vade sonu tarihine kadar, fiyatların piyasadaki değişimi sonucunda hiçbir nakit giriş-çıkışı olmayacağı için, bu tip sözleşmeye taraf olan kişi veya kurumlar bu süre içinde, ellerinde bulunan atıl fonları istedikleri şekilde bir yatırıma kanalize etme imkânına sahip bulunmamaktadırlar. Çünkü vadeli sözleşmelerde tek nakit akışı vade sonu tarihinde gerçekleşmektedir. Yani vadeli sözleşmeler taraflarının risklerini minimize ederken diğer yandan kâr elde etme olasılığını da ortadan kaldırmaktadır. Dolayısıyla vadeli sözleşmelerin dezavantajlarından birisi, fırsat maliyetidir.
- Vadeli işlem sözleşmelerinde karşı tarafın taahhüdünü yerine getirmemesi veya sözleşmeye uymaması halinde çok büyük sayılabilecek zararlarla karşı karşıya kalınabilmektedir.
- Vadeli işlem sözleşmelerin en büyük dezavantajlarından biri bu sözleşmeleri vadesinden önce kapatmanın zor olmasıdır. Vadeli sözleşmeden kurtulmanın tek yolu, bu sözleşme hangi karşı taraf ile yapılmışsa, onunla anlaşmayı feshetmek konusunda anlaşma yoluna gitmek veya yapılan sözleşmenin tersi bir başka sözleşme yapıp her iki sözleşmeyi de vade sonuna kadar taşımaktır.



#### 2.4.2.2. Gelecek Döviz Sözleşmeleri İle Korunma

Finansal gelecek piyasaları ve bu piyasalarda giderek 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 olsalar da, 1970 yılına gelinceye kadar herhangi bir finansal gelecek ürününe rastlamak mümkün değildir (Cihan,1994:116).

Gelecek işlemlerinin geçmişi çok gerilere kadar gitmekle beraber, asıl olarak 1970'li yıllardan sonra yaygınlık kazanmıştır (Müminoğlu,1994:10). Amerika'da buğday çiftçileri, Ağustos aylarında buğdayın piyasaya yığılıp fiyatlarda aşırı dalgalanmalar meydana getirmesini önlemek amacıyla vadeli antlaşmalara girişmişlerdir. 1848 yılında Chicago Board of Trade (CBT) piyasasında gelecek sözleşmeleri işlem görmeye başlamış, 1868 yılında 8 adet standart sözleşmeye ulaşılmıştır. Bu yıllarda sözleşmeler buğday, mısır, soya fasulyesi gibi zirai ürünlerle sınırlı kalmıştır. Daha sonra altın, petrol gibi doğal kaynaklar üzerine de gelecek sözleşmeleri yapılmıştır. 1970 yılına kadar herhangi bir finansal gelecek sözleşmesine rastlamak mümkün değildir. 1970'li yılların başında Bretton Woods antlaşması iflas edince doların değerinde aşırı dalgalanmalar oluşmuştur (Apak, 1992:17). Bu gelişmeler üzerine 1972 yılında ABD'de Chicago Mal Borsası'na bağlı olarak kurulan Uluslararası Para Piyasası (IMM)'nda dövizle ilgili gelecek sözleşmeleri ortaya çıkmıştır (Seyidoğlu, 1999:355).

Bretton Woods sisteminin 1970'lerin başında çökmesi, kurların ve faiz oranlarının dalgalanmaya bırakılması sonucunu yaratmış, ve bu dalgalanma karşısında yatırımcılar riskten korunmak için yeni araçlar aramaya başlamışlardır. İşte bu noktada bulunan yeni mali araçlardan biri de gelecek işlemler olmuştur. Vadeli işlemler çok uzun yıllar boyunca yalnız tarımsal ürünler üzerine yapılmış ancak günümüzde finansal araçlar üzerine yapılan sözleşmeler, tarımsal ürünler ya da kıymetli ürünler üzerine yapılan sözleşmelerin hacmini aşmıştır (Bolak,2004:121).

#### **2.4.2.2.1.Gelecek Sözleşmeleri Tanımı**

Gelecek sözleşmeleri standart miktar ve kalitedeki bir fiziksel veya finansal varlığın önceden belirlenmiş bir fiyattan gelecekte belirli bir tarihte ve yerde teslim etme ya da teslim almaya ilişkin bir sözleşmedir (Petzel, 1989:5).

Gelecek sözleşmeleri, standart nitelik ve miktardaki bir malın veya finansal aracın, önceden belirlenmiş gelecekteki herhangi bir tarihte, ve önceden belirlenmiş bir fiyat üzerinden alma veya satma yükümlülüğüne sokan sözleşmelerdir. Bu tanımlardan yola çıkarak gelecek işlemlerini, bugünden ileri bir tarihte gerçekleşecek olan bir alım satım işleminin fiyatının belirlenip anlaşmaya bağlanması olarak ifade edebiliriz.

Gelecek sözleşmeleri borsalarda alınıp satılan standart sözleşmelerdir. Bu piyasada işlem yapmak isteyen kişi ve kurumlar, gelecek komisyoncuları adı verilen kurumlarda hesap açtırmak zorundadırlar. Bu kurumlar, müşterilerinden gerekli teminatları almakta ve emirleri ve yerine getirmektedirler.(TSPAKB,2002:55)

Gelecek sözleşmelerinde iki taraf vardır. Satıcı durumunda olanın pozisyonuna short, alıcı durumuna olanın pozisyonuna long denmektedir. Satıcı taraf vade tarihinde nakit karşılığı mal teslimini, alıcı taraf ise vade tarihinde mal karşılığında nakit teslimini kabul etmiştir. Üzerine gelecek yazılan ürünün gelecekteki fiyat hareketi hakkında iki tarafın da farklı beklentileri vardır. Şöyle ki; satıcı fiyatın düşeceğini, alıcı fiyatın yükseleceğini düşünmektedir

#### 2.4.2.2.2. Gelecek Sözleşmelerinin Temel Özellikleri ve Organizasyonu

- **Organize Borsalar**

Belirli bir pazar yeri olmayan ve 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 Gelecek Exchange (NYFE), Chicago Mercantile Exchange (CME), Philadelphia Stock Exchange, Kanada'da Toronto Stock Exchange Londra'da London International Financial Gelecek Exchange (LIFFE) ve Singapur'da Singapore International Monetary Exchange (SIMEX) dir.

Vadeli teslim sözleşmeleri alım ve satış kurları üzerinden bir banka ile müşterisi arasında yapılırken, gelecek sözleşmeleri ise belirli ülkelerde, belirli yer ve bina ile sınırlı borsa aracılığıyla yapılır. Aracılar müşterilerinin emirlerini borsa salonuna aktarır ve ilgililere duyurulmasını sağlarlar. Alım ve satış fiyatlarında eşleşme olunca işlem gerçekleşir ve borsa bu fiyatı herkese açık olarak ilan eder.

Gelecek işlemlerinin borsaya bağlı olması sözleşmeye uymama riskini ortadan kaldırır. Çünkü işlemleri yürüten borsa, gerçekte hem alıcı, hem de satıcı açısından sözleşmeyi garanti etmektedir. Oysa vadeli teslim sözleşmesi taraflar arasında ticari bir işlemdir ve daima bir risk taşır (Seyidoğlu, 1997:109).

Gelecek sözleşmelerinin forward sözleşmelerden farkı “borsa” ürünleri olarak miktar ve vade konularında standartlaşmaya gidilmiş olmasıdır. Gelecek sözleşmeleri, bu amaçla oluşturulmuş ihtisas borsalarında işlem görürler. Bu piyasalarda korunma yapan kişilerin asıl amacı fiziki teslimat değil, spot ürünün fiyat riskine karşı korunma sağlamaktır. Bu durum gelecek sözleşmelerinin standart özelliklerinden anlaşılmaktadır (Aksel, 1995:2).

- **Standardizasyon**

Forward sözleşmeler istenen miktar, süre ve arzu edilen dövizde göre yapılabilir. Forward piyasasında alım-satımı yapılan paranın bir standardı yoktur; vade konusunda taraflarca karar verilmektedir. Gelecek sözleşmeleri ise döviz cins ve miktarı ile süre yönünden standart hale getirilmiş sözleşmelerdir. Bu piyasalarda, hangi borsalarda hangi standart ve miktarda ürün alınıp satılacağı bellidir ve işlemler takas odasının kontrolünde yapılmaktadır. Gelecek sözleşmelerinin vadeli sözleşmelerden en büyük farkı, miktar açısından standart olmalarıdır.

- **Takas Merkezi**

Gelecek piyasalarında tarafların akitlerinin yerine getirmelerinin garantisi, gelecek borsalarının bir parçası olan takas merkezlerince sağlanır. Takas merkezi, piyasada alım veya satım pozisyonu almamakta, ancak satım yapan taraflar arasında aracılık yaparak sözleşmelerin yerine getirilmesini garanti etmektedir (Erdem,1993:56). Borsadaki tüm alım-satım işlemlerinde her iki tarafında sözleşmenin yerine getirilmesini garanti eden tek bir merkezi (takas merkezini)muhatap kabul etmesi sistemin işleyişini kolaylaştırmakta ve alıcı ve satıcıların birbirini tanımalarına gerek kalmamaktadır. Takas merkezi sözleşmenin yerine getirilmesini garanti ederken sözleşme konusu malın belli yüzdesi kadar teminat almaktadır.

Future piyasada alım-satım yapanların sadece takas odasına karşı sorumlulukları bulunmakta ve takas odasının kendi haklarını korumasını beklemektedirler. Bu nedenle takas odasının temel amacı katılımcılara garanti sağlamaktır. Future sözleşmelerin teslim edilmesi ve teslim alınması da takas odası tarafından sağlanır(Gümüşeli,1992:73).

Takas merkezi üyeleri, aracı kurumlara, bankalara, şirketlere ve acenteler ile acente 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 (Erdem,1993:56-58).

- **Marjın Sistemi ve Günlük Mutabakat**

Gelecek piyasalarında alım satım işlemlerinin yapılabilmesi için marjın adı verilen ve toplam sözleşme değerinin belli bir yüzdesi olarak belirlenmiş ve sistemin güvencesi olan depozitin aracı kuruma (takas odasına) yatırılması gerekmektedir. Bu sistem piyasada ilgili taraflara güven vermektedir.

Future işlemlerde iki tür marjın bulunmaktadır. Bunlardan ilki future sözleşmesi alan veya satan tarafın başlangıçta aracı kuruma öncelikle yatırmak zorunda olduğu başlangıç marjıdır. İkincisi ise, sözleşmenin değerindeki herhangi bir değişmeye karşı, başlangıçtaki marjın düzeyini korumak için gerekli ek marjındır, buna da değişim marjı denilmektedir. Gün içinde değişen fiyatlara göre her günün kazancı (veya zararı) marjın hesabına eklenir (veya çıkarılır). Yani Future sözleşmelerinin, her gün sonunda belirlenen fiyatlarına göre değerleri yeniden belirlenir. Kazanç söz konusu olduğunda marjın hesabına eklenirken kayıplar marjın hesabından düşülür. Eğer marjın hesabı başlangıç bakiyesinin altına düşerse ilgili tarafın bakiyeyi tamamlaması istenir.

Gelecek sözleşmelerinde bir işlem, bir pozisyonun açılması veya kapatılması şeklinde gerçekleştirilir. Bir gelecek sözleşmesinin başlangıçtaki açılış ya da kapanışı alıcı ve satıcı için bir açık pozisyon oluşturur. Satıcı açık pozisyondadır. Çünkü sahip olmadığı bir malı sattığından “short” (kısa) pozisyondadır. Alıcının pozisyonuna sözleşme malın gelecekteki satın alımını içerdiğinden “long” (uzun) pozisyon denir (Kırım,1990:30). Pozisyon kapatma ise iki şekilde gerçekleşmektedir. Birincisi, satıcı kısa pozisyonunu kapatmak için açığını kapatacak kadar sözleşme satın alarak, alıcı ise elinde bulunan sözleşme karşılığı kadar sözleşme satarak pozisyonunu kapatmaktadır. İkincisi ise satıcı yaptığı future sözleşme gereği malı teslim ederek,

alıcı da malı teslim alarak pozisyonunu kapatmaktadır. Uygulamada ise açık pozisyonlar daha çok ters yönlü sözleşmelerle kapatılmaktadır.

#### **2.4.2.2.3. Gelecek Sözleşmelerinin Kullanım Amaçları ve Tarafları**

Ekonomik birimleri gelecek sözleşmesi yapmaya teşvik eden üç temel amaç vardır. Bunlar spekülasyon amacı, arbitraj geliri elde etme amacı ve gelecekteki muhtemel fiyat değişimlerinden korunma amacıdır (Daniel ve Siegel, 1990:30.).

##### **Korunma**

Gelecek piyasaları, herhangi bir ürünün ileri bir vadede belirli sabit bir fiyat üzerinden teslimatını garanti ederek, ileride olabilecek spot fiyat değişimlerine karşı bu ürünü alacak ve satacak tarafların riskini ortadan kaldırmaktadır. Korunma amacıyla gelecek sözleşme yapmanın nedeni gelecekte faiz, fiyat ve döviz kurlarında meydana gelebilecek aleyhte değişikliklere karşı garanti sağlamaktır. Gelecekteki spot fiyatı tam olarak kestiremeyen girişimciler fiyat değişimlerinden etkilenmemek için gelecek piyasalarda pozisyon almaktadırlar.

##### **Spekülasyon**

Spekülatörler, gelecek piyasalarda risk alarak kar elde etmeye çalışan yatırımcılardır ve gelecek fiyatların beklenen değerlerine bağlı olarak pozisyon alırlar (Doğukanlı, 2001:132).

Spekülatörler, döviz kurları ve faiz oranlarındaki düşme veya yükselme beklentilerinden kâr etmeyi amaçlarlar. Genellikle faiz oranlarında yükselme veya dövizde yükselme tahmin ettikleri zaman satış yaparlar yani pozisyonlarını açık tutarlar.

Gelecek sözleşmelerinin istenen miktar ve süre için yapılamaması dolayısıyla gelecek piyasaları ithalatçı, ihracatçı ve dış yatırımcı gibi ticari ve mali ihtiyaç sahipleri açısından fazla cazip değilken, taşıdıkları standart özellikler, bu piyasaları özellikle spekülörler açısından oldukça çekici bir duruma getirir. Gerçekte profesyonel spekülörlerin asıl faaliyette buldukları piyasalar bunlardır. Spekülörler ilgili dövizlerin kurlarıyla ilgili beklentilerine göre bu sözleşmeleri alır veya satarlar. Yani bir gelecek işlemi sözleşmesi ait olduğu teslim tarihine kadar bir çok kez el değiştirir. Bir tek işlemcinin başından sonuna kadar sözleşmeyi saklayıp vade sonunda döviz tahsil etmesi pek sık rastlanan bir durum değildir.

### **Arbitraj**

Arbitraj, herhangi bir ürünü zaman ve mekan olarak birbirinden farklı piyasaların , ucuz olanında alıp,pahalı olanında satarak kar elde etme işlemi olarak tanımlanabilir.Arbitraj amacıyla gelecek piyasalarda yer alan yatırımcılar, hiçbir riske katlanmadan gelecek fiyatı ve günlük pazar fiyatı arasındaki farklılıktan yararlanarak kar elde ederler (Doğukanlı, 2001:133).

Coğrafi olarak farklı piyasalar arasında aynı dövizin farklı fiyatlandırılması halinde yer arbitrajı veya dolaylı olarak çapraz kurlardan elde edilen fiyatın piyasa fiyatından farklı olması halinde çapraz kur arbitrajı imkanı ortaya çıkar.

Vadeli fiyatlarla spot fiyatlar arasında ve aynı vadeli işlem sözleşmesinin değişik vadeleri arasında belirli ilişkiler söz konudur. Bu fiyatlardan birisinin bu ilişkiyi bozması durumunda sözleşme ve spot varlığın alım satımı yapılarak risksiz bir getiri elde etmek mümkün olacaktır. Arbitraj işlemleri fiyatların beklenen şekilde belirlenmesine de yardımcı olur.

Aynı anda bir piyasada alım, diğer piyasada da satım yapıldığı için açık pozisyon taşınmamakta, yani herhangi bir risk alınmamaktadır. Arbitrajı spekülasyondan ayıran temel farkta budur. Çünkü spekülör yaptığı işlem sonucu

açık pozisyonda bulunur, yani arbitrajda olduğu gibi denkleştirici işlem yapamayıp riski yüklenir. Böylece, elde edeceği karda üstlendiği riskin bedelidir diyebiliriz.

Gelecek piyasaları, spekülâtör ve arbitraj amacıyla işlem yapanların yanı sıra, sanayi kuruluşları ve portföy yöneticileri tarafından korunma ve bankalar tarafından aktif/pasif yönetimi amacıyla kullanılmaktadır.

#### **2.4.2.2.4. Gelecek Sözleşmelerinin Türleri**

Gelecek sözleşmeleri; tarımsal ürünler, dövizler, doğal kaynaklar, sabit faizli borç araçları ve borsa endeksleri üzerine yazılmaktadır. Gelecek sözleşmelerini temelde finansal gelecek sözleşmeleri ve mal gelecek sözleşmeleri olmak üzere ikiye ayırabiliriz.

Finansal Gelecek sözleşmeleri; döviz gelecek sözleşmeleri, faiz gelecek sözleşmeleri, hisse senedi endeksi gelecek sözleşmeleri, kıymetli metal endeksli gelecek sözleşmeleri, olmak üzere dört grupta toplanır. Döviz, sabit faizli borç araçları ve borsa endeksleri üzerine yazılan gelecek sözleşmelerine finansal gelecek sözleşmeleri adı verilir (Apak, 1992:17). Finansal gelecek sözleşmeleri bir finansal ürünün bugünden belirlenen bir fiyat üzerinden gelecekte belirlenen bir tarihte, alım ya da satım yükümlülüğünü içeren sözleşmelerdir. Bu sözleşmeleri, forward sözleşmelerden ayıran en önemli özellik, standartlaşmış formlarda olmalarıdır (Uludağ ve Arıcan, 2001:383).

Gelecek piyasaları içerisinde finansal gelecek piyasalarının gelişimi, şu temel sözleşmelerin ortaya çıkmasıyla olmuştur: Döviz gelecek sözleşmeleri; kısa ve uzun vadeli faiz gelecek sözleşmeleri; borsa endeksi gelecek sözleşmeleri ve gelecek sözleşme bazlı opsiyon sözleşmeleri. Bu sözleşmelerin ortaya çıkması ile mali piyasalarda faiz ve kur riskine karşı çok önemli bir korunma olanağı doğmuştur. (Cihan,1994:117).



Mal Gelecek Piyasaları ise; zirai mal gelecek sözleşmeleri, sınai mal ve metal gelecek sözleşmeleri, enerji gelecek sözleşmeleri, olmak üzere üç grupta toplanmaktadır.

Çalışmamızda bizi ilgilendiren kısım döviz gelecek sözleşmeleri olduğundan sadece bu sözleşme türünü açıklayacağız.

- **Döviz Gelecek Sözleşmeleri**

Döviz gelecek işlemleri, 1970 yılı başında para sisteminin çöküşüyle birlikte ortaya çıkan döviz riskinden korunmak amacıyla, 1972 yılında Chicago Merchantile Exchange (CME) bünyesinde International Money Market (IMM) yani Uluslararası Para Piyasası adı altında örgütlenerek başladı. Böylece döviz gelecek işlemleri ile birlikte yalnızca dövizin ticareti yapılmaya başlanmıştır. Bir döviz sözleşmesi satın alan malcı uzun pozisyon alırken, sözleşme satarken kısa pozisyonu tercih etmeye başlamıştır (Uzunoğlu, 2003:71).

Döviz gelecek sözleşmeleri, belli bir miktardaki bir dövizin, başka bir döviz karşılığında, sözleşmenin yapıldığı zamanda belirlenen döviz kurundan, dövizlerin tesliminin ise belirlenmiş ileri bir tarihte organize borsalarda alınması veya satılması için yapılan bir anlaşmadır. Yani, döviz kuru riskinin yönetilmesinde kullanılan döviz gelecek sözleşmeleri belirli miktardaki bir dövizin, gelecekte belirli bir tarihte başka bir dövizle değiştirilmesi için yapılan bir taahhüttür. Bu sözleşme alıcısına sözleşme tarihinde belirlenen belirli miktardaki döviz vade gününde satın alma zorunluluğu verirken satıcısına da satma zorunluluğu vermektedir.

Kurlardaki değişim ile birlikte, sözleşmenin temsil ettiği dövizin ulusal para karşılığında yükseliş ve düşüşler ortaya çıkar. Kurlardaki bir düşüş karşısında, sözleşmenin toplam değeri belirli bir sınırın altına inerse, aradaki farkın sözleşme sahibi tarafından günlük olarak marj hesabına ödenmesi gerekir. Bu yükümlülük yerine getirilmediği takdirde sözleşme otomatik olarak iptal edilmiş sayılır ve borsa

zararı yatırılan ilk marjdan karşılar. Kurdaki yükselme dolayısıyla ortaya çıkan kazançlar da yatırımcıya peşin olarak ödenir veya faizli olarak marj hesabında tutulur. Her gün yapılan bu hesaplaşmaya “günelik denkleştirme” sistemi denir. Günlük denkleştirme dolayısıyla sözleşmeler adeta her gün yenilenmiş olmaktadır.

Ayrıca gelecek döviz işlemi sözleşmelerinin süresi dolduğunda, örneğin alım sözleşmesi sahibine gerekli miktar, döviz olarak değil, ulusal para olarak ödenir, işlemci bu para ile gerekli dövizin anında teslim piyasasından satın alır. Döviz satış sözleşmelerinde de teslim yine dövizin o günkü kurdan ulusal para karşılığının ödenmesi biçiminde yapılır (Seyidoğlu, 1999:356).

#### **2.4.2.2.5. Gelecek Sözleşmelerinin Kapatılma Yöntemleri**

Gelecek sözleşmelerinin alım-satımı sonrasında oluşturulan pozisyonların tasfiyesi üç yöntemle olabilmektedir. Bu yöntemler; fiziksel teslim, dengeleme ve nakdi teslimdir.

Gelecek sözleşmesinin fiziksel teslim yolu ile kapatılmasında sözleşmeye konu varlık vade tarihinde ilgili tarafça teslim edilmekte ve bedeli de diğer taraftan tahsil edilmektedir. Ancak bu yöntem diğer yöntemlere kıyasla oldukça maliyetlidir (tasıma, depolama, sigorta giderleri v.b.). Bu nedenle fiziksel teslim en az tercih edilen yöntemdir.

Dengeleme yöntemi ise en sık kullanılan yöntemdir. Bu yöntemde, uzun pozisyon sahibi, aynı ürünü konu alan ve aynı vadeye sahip gelecek sözleşmesi satarak kısa pozisyona geçmekte, buna karşılık kısa pozisyon sahibi aynı koşulları taşıyan gelecek sözleşmesini satın alarak pozisyonunu dengelemektedir.(Ersan,1998,s.33.)

Nakdi teslim yöntemi son yıllarda uygulanmaya başlanan bir yöntemdir. Bu yöntemde göre vade sonunda taraflar birbirlerinin kayıplarını giderecek şekilde ödeme yaparak gelecek sözleşmelerini kapatmaktadırlar.(Çetin,1999:15).

#### **2.4.2.2.6.Gelecek Sözleşmelerinin Avantajları ve Dezavantajları**

##### **Avantajları**

- Gelecek (Futures) işlemlerin en önemli fonksiyonu şüphesiz risk minimizasyonudur. Taraflar gelecek işlemleri yapmakla, piyasalarda söz konusu olan fiyat dalgalanmalarından doğabilecek zarar risklerini bertaraf etmektedirler. Ayrıca opsiyon sözleşmelerindeki primlerle kıyaslanınca gelecek sözleşmelerinin maliyet avantajı da söz konusu olmaktadır.
- Gelecek piyasaları, piyasada yer alan taraflar için, gelecek üzerindeki belirsizlikleri azalttığından dolayı, kullanıcılarına gelecek üzerine planlar yapma olanağı tanımaktadır.
- Gelecek piyasaları, spot piyasalarda da gerek spekülasyon ve gerekse arbitraj yoluyla fiyat etkinliğinin sağlanmasına yardımcı olur ve gelecek piyasalarda sözleşme konusu olan malların spot piyasalarının gelişimine de olumlu etkilerde bulunurlar.
- Gelecek piyasaları, yeni yatırım araçları yaratmasından dolayı, ülkedeki atıl fonların ekonomiye kanalize edilmesine yardımcı olurlar.
- Gelecek sözleşmeleri organize borsalarda işlem gördüklerinden ve tarafların yükümlülüklerini gerçekleştirmesi borsanın sorumluluğu altında olduğundan tarafların kredi riski söz konusu olmamaktadır.

##### **Dezavantajları**

- Gelecek piyasalarında sözleşmelerin ve vadelerin standart oluşu, tarafların istedikleri nitelik ve miktarlar üzerine sözleşme düzenlemelerini

engellemektedir. Ayrıca bu piyasalarda zarar riskinden kurtulmanın bedeli, kar etme ihtimalinden vazgeçmek olmaktadır.

- Gelecek (futures) piyasalar, bütün piyasalarla olan sıkı ilişkisi ve ekonominin bütün kesimleriyle olan bağlantısı dolayısıyla ki, önemli bir riski bünyesinde taşımaktadır. Futures piyasalarda, küçük miktarlardaki harcamalarla büyük sözleşmeler yapılabilmesi, bu piyasaların işlem hacmini oldukça artırmıştır. Bu yüzden bu piyasalardaki en küçük bir güvensizlik ya da herhangi bir aracı kuruluşun iflası gibi bir durum, bütün ekonomide büyük bir rahatsızlığa veya buhrana sebep olabilecektir. Bu yüzden, kamunun bu piyasaları iyi takip etmesi, aracı kuruluşların mali yapılarının güçlü olmasına dikkat etmesi gerekmektedir. Bu da kamunun bu piyasalarda etkinliğini artırıcı bir rol olacaktır ki, bu durum serbest piyasa mekanizmasının istemediği bir durumdur. Bu yüzden bu sakıncanın bertaraf edilmesi için bu piyasalarda iç denetim mekanizmasının ve piyasada öz düzenleme kuruluşlarının öncelikle oturtulması gerekmektedir.(Erdem,1993:101)

Son olarak, kıyas olması açısından gelecek sözleşmeleri ile forward sözleşmeler arasındaki farklar Tablo:1 de belirtilmiştir.

**Tablo:1 Gelecek Sözleşmeleri ile Forward Sözleşmeler Arasındaki Farklar**

	<b>Gelecek (Futures) Sözleşmeleri</b>	<b>Vadeli Sözleşmeler</b>
<b>Sözleşme büyüklüğü</b>	Her bir döviz kuru için standartlaştırılmış sözleşmeler	İstenilen büyüklükte
<b>Vade</b>	En uzununu genelde 1 yıldan az olan sabit vadeler	Bir yıla kadar (bazen daha fazla süreli) vadeler
<b>Yer</b>	Organize döviz zemini üzerinde işlem yapılır	İşlem bireylerle bankalar ya da bankalar arası olur
<b>Fiyatlandırma</b>	Açık arttırma süreciyle	Fiyatlar alım satış kotalarına göre
<b>İlk Ödeme</b>	Piyasa değerine sabitlenmiş ilk pay	Bariz bir ilk ödeme olmamakla birlikte bankalar talepleri çerçevesinde olabilmekte
<b>Gerçekleştirme</b>	Genelde vade sonu beklenmez ve pozisyonu dengeleyici karşı alım veya satımlar yapılır	Karşılıyıcı pozisyon mümkünse de sözleşme gerçekleştirilir.
<b>Komisyon</b>	Tek bir komisyon hem alım hem de sonraki satışı karşılar	Perakendeci müşteri tarafında sağlanan alım-satış farkından doğan komisyondur
<b>İşlem Saatleri</b>	Geleneksel olarak döviz saatlerinde işlem yapılır, fakat birçok döviz türü şu anda günde 24 işlem görüyor	Banka global ağı sayesinde günde 24 saat görüşme yapılır
<b>Taraflar</b>	Piyasa yapısının açık arttırma esasına dayanmasından dolayı birbirlerini tanımazlar	Taraflar sözleşme maddelerini belirlerken yüzyüzedirler
<b>Likitide</b>	Likittir fakat toplam satış hacmi ve değerinde rölatif olarak azdır	Likittir ve toplam satış hacminde future sözleşmelerine kıyasla rölatif olarak büyüktür

### **2.4.2.3.Döviz Opsiyon Sözleşmeleri İle Korunma**

Opsiyonlar,1970'li yılların ortalarından itibaren finansal ve finansal olmayan işletmelerin karşılaştıkları döviz kuru ve faiz oranı gibi riskleri ortadan kaldırmak amacıyla kullandıkları ve bugün kullanım alanı daha da genişleyen ve hisse senedi ve tahviller gibi finansal araçlar üzerine de yazılabilen finansal araçlardır.(Doğukanlı,2001:109)

Opsiyon işlemlerinin ilk olarak 18. yüzyılda Hollanda da lale soğanı piyasasında uygulandığı belirtilmektedir. A.B.D'de de opsiyonların organize olmamış piyasalardaki geçmişi çok eskilere dayanmaktadır.Buna karşın organize olmuş ilk opsiyon borsası,1973 yılında Chicago'da kurulmuştur.Chicago Opsiyon Borsası (Chicago Board Option Exchanges,CBOE)ilk kurulduğu yılda 16 adet opsiyonla işe başlamıştır.1985'ten itibaren Londra'da opsiyon borsası resmen faaliyete geçmiştir.(Doğukanlı,2001:109)

#### **2.4.2.3.1. Opsiyon Sözleşmelerinin Tanımı**

Opsiyon sözleşmesi, sözleşmeye konu belirli (standart) miktar ve kalitedeki varlığı önceden belirlenen bir fiyatla ilerideki bir vadede veya öncesinde alım ve satımını konu alan, sözleşme alıcısı tarafa seçimlik hak tanıyan bir vadeli ilsem aracıdır (Fitzgerald, 1987:1).

Opsiyon sözleşmelerinde söz konusu ürünü belirlenmiş olan bir fiyat üzerinden ileri bir vadede satın alma ya da satma hakkını alan tarafa opsiyon alıcısı, bu hakkı satan tarafa ise opsiyon satıcısı (yazıcısı) denir. Opsiyonu satın alan taraf belirli bir fiyat üzerinden söz konusu ürünü belli bir prim ödeyerek satın alma ya da almama keyfiyetini elde ederken, opsiyonu satan taraf ise yine belli bir prim karşılığında, opsiyon alıcısı talep ettiği takdirde bu ürünü başta anlaşılmış olan fiyat üzerinden teslim etme yükümlülüğünü üstlenmektedir. Yani opsiyon işlemi alıcı için bir hakkı, satıcı için ise bir yükümlülüğü temsil eder. Opsiyon vade tarihine kadar

kullanılmazsa değersiz duruma gelir ve satıcının yükümlülükleri ortadan kalkar. Opsiyona girmek için ise alıcı, satıcının üstlenmiş olduğu yükümlülüklerine karşılık ona belli bir prim öder. Burada, opsiyon alıcısının en olumsuz şartlarda bile maksimum zararı ödediği prim miktarı ile sınırlı, karı ise teorik olarak sınırsız iken opsiyon satıcısının en olumlu şartlarda bile maksimum karı, tahsil ettiği prim miktarı ile sınırlı, zararı ise teorik olarak sınırsızdır.

Bir opsiyon işleminde opsiyon alıcısı alım veya satım taahhüdüne girmemekte, opsiyonun vadesi bitiminde alım veya satımın gerçekleşmesi alıcının tercihine bırakılmaktadır. Alıcı hakkını kullanmak istediği taktirde, opsiyon satıcısı da kendi yükümlülüğünü yerine getirmek zorunda kalmaktadır. Bu yüzden opsiyonlar, tarafların karşılıklı taahhüdü altına girdikleri forward anlaşmalarına göre daha esnek olmaktadır(Gümüşeli,1992:82).

#### **2.4.2.3.2. Opsiyon Sözleşmeleri ile İlgili Temel Kavramlar**

**Opsiyonun değeri (primi):** Opsiyon sözleşmesiyle sağlanan alım ve satım hakkı karşılığında alıcının satıcıya ödediği fiyattır. Opsiyon satanın üstlendiği fiyat riskinin bedelidir ve peşin olarak ödenir. Opsiyonun kullanılmaması halinde primin geri alınması söz konusu değildir. Bir opsiyonun değeri içsel (asli) değer ve zaman değeri olmak üzere iki bölümden oluşur.

İçsel değer opsiyon sahibinin opsiyonu hemen işleme koyarak elde edeceği kazançtır.

Opsiyon ancak kazanç olduğu durumlarda asli değere sahiptir. Opsiyonun ne ölçüde kazançta olduğu yani asli değerinin büyüklüğü temel fiyat ile spot kurun farkına eşittir.

Alım opsiyonunun anlaşma (temel) fiyatının opsiyonun yazıldığı varlığın cari fiyatından daha düşük olması durumunda içsel değere sahiptir. Satım opsiyonunda

ise anlaşma fiyatının varlığın cari fiyatından daha yüksek olması durumunda içsel değer söz konusu olacaktır (Doğukanlı,2001:114).

Asli değer üzerinde opsiyonun alabileceği her hangi bir değere sözleşmenin zaman değeri denilmektedir. Yani zaman değeri, opsiyon sözleşmesinin vade içinde kur değişimine bağlı olarak değerinde meydana gelen değişimi ifade eder. Bir piyasada opsiyonun satılabileceği en düşük fiyat hiç değilse onun asli değeri olmalıdır.

Bir opsiyonun primi aşağıdaki bileşenlere karşı duyarlıdır:

- ✓ Spot kura oranla temel fiyat
- ✓ Sözleşmenin bitişine kadar kalan süre
- ✓ İki para üzerindeki faiz oranları
- ✓ Söz konusu yabancı paranın değerindeki değişkenlik
- ✓ Opsiyon konu olan mal veya finansal ürünün fiyatına

**Kullanma (uygulama) fiyatı:** Opsiyona konu ürünün vade sonunda hangi fiyattan alınıp satılacağını gösteren fiyata denilmektedir. Eğer opsiyonu satın alan taraf opsiyonda anlaşılmış olan fiyat üzerinden ürünleri satın almaya karar verirse bu kişi, söz konusu opsiyonu kullanmış olur. Eğer vazgeçerse opsiyon terkedilir. Opsiyonu kullanması durumunda geçerli olacak ve başlangıçta anlaşılmış olan alım veya satım fiyatına opsiyonun kullanma fiyatı denir.

**Vade:** Opsiyonun işleme konulabileceği en son tarihi göstermektedir.(Doğukanlı,2001,s.110).

**Lehdar (uzun pozisyon sahibi):** Alım opsiyonlarında primi ödeyen ve dolayısıyla dayanak varlığı alma hakkını elde eden, satım opsiyonlarında ise, ödediği prim karşısında dayanak varlığı satma hakkını elde eden taraftır.



**Keşideci ( kısa pozisyon sahibi):** Alım opsiyonlarında opsiyon primini alan ve dayanak varlığı satma yükümlülüğü altında olan, satım opsiyonlarında ise, dayanak varlığı alma yükümlülüğü altında bulunan taraftır.

### **Alım Opsiyonları -Satım Opsiyonları:**

Tüm opsiyonlar satın alma (call) ve satma (put) opsiyonu olmak üzere ikiye ayrılır.(Önce,1994:96.)Belli bir yabancı parayı belirli fiyattan (ulusal para olarak), öngörülen sürede satın alma hakkı doğuran sözleşmelere döviz alım opsiyonu, tersine bir yabancı parayı sabit fiyattan belirli sürede satma hakkı doğuran sözleşmelere de döviz satış opsiyonu denilmektedir (Seyidoğlu, 1997:113).

Alım opsiyonu sahibi, ilgili varlığın piyasa fiyatındaki muhtemel bir artıştan avantaj sağlamak durumundadır. Diğer bir değişle, herhangi bir varlığın gelecekte fiyatının artmasında zarara uğrayacak olan ve bu riskten korunmak isteyen yatırımcı, ya da söz konusu varlığın fiyatının artacağını düşünen ve bu artıştan kar elde etmek isteyen spekülátör, alım opsiyonu satın alacak yani uzun pozisyon tutacaktır.(Bolak,2004:164) Satım opsiyonunda ise fiyat düşmelerinden korunmak isteyen yatırımcılarla, bu düşüşlerden kar elde etmek isteyen spekülátörler yararlanmaktadırlar.

Daha önce de belirtildiği gibi opsiyon sahibi, alım opsiyonunda da satım opsiyonunda da belli bir prim ödeme karşılığında opsiyonu satın almaktadır. Satın alım opsiyonu alan kişi, önceden belirlenmiş olan kullanma fiyatı üzerinden belli bir ürünü belirli miktarda, ileri bir tarihte satın alma hakkını kazanırken, satma opsiyonunu alan kişi ise ilgili dövizini yine önceden belirlenmiş kullanma fiyatı üzerinden satma hakkı kazanmaktadır. Her iki opsiyon türünde de opsiyonu yazan yani satıcı taraf için anlaşma koşullarını yerine getirmek bir zorunluluktur çünkü her iki opsiyon türünde de satıcı, alıcının isteği doğrultusunda davranmak; alım opsiyonunda ilgili dövizini satmak satım opsiyonunda da ilgili dövizini satın almak

zorundadır. Satıcı bu zorunluluğu ya da yükümlülüğü karşısında sadece belli bir prim elde etmektedir.

### **Kârda , Zararda ve Başabaş Opsiyonlar:**

Alıma ve satım 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 sözleşmeleri için spot döviz kuru) arasındaki ilişki oldukça önemlidir. Opsiyon alıcısının, satıcı ile anlaşmayı yerine getirme ve getirmeme keyfiyetine sahiptir, fakat alıcı keyfiyetini yerine getirirken, anlaştığı fiyat (anlaşmanın yerine getirilmesi halinde kullanma fiyatı) ile piyasa fiyatını karşılaştırır. İşte kullanma fiyatı ile piyasa fiyatı arasındaki ilişkiye göre de opsiyonlar karda, başa baş, ve zararda olurlar ve opsiyon alıcısı değerlendirmesini yaparak bu opsiyonu kullanma veya kullanmama kararı alır.

- **Karda Opsiyonlar:** Bir alım opsiyonunda kullanma fiyatı, piyasa fiyatından küçük olursa buna kâr getiren ya da kârda opsiyon (in-the-money option)denir. Diğer taraftan bir satım opsiyonunda ise kullanma fiyatı piyasa fiyatından büyük olursa bu opsiyon kârdadır.

#### Bir alım opsiyonu için:

Eğer bir alım opsiyonunun kullanım fiyatı spot fiyattan düşükse bu opsiyona karda opsiyon denilmektedir. Bu durumdaki bir opsiyon kullanıldığı takdirde spot fiyat ile kullanım fiyatı arasındaki fark kadar bir kar oluşmaktadır. Opsiyonu kullanan yatırımcı sözleşmeye konu kıymeti opsiyonu yazan taraftan düşük fiyattan alıp spot piyasada sattığı takdirde kar edecektir.

$$\text{Kullanım fiyatı} + \text{prim} < \text{cari pazar fiyatı} \longrightarrow \text{Kar}$$

#### Bir satım opsiyonu için:

Bir satım opsiyonunun karda olarak adlandırılabilmesi için, kullanım fiyatının spot piyasa fiyatından yüksek olması gerekmektedir. Böyle bir durumda da opsiyonu

alan taraf piyasada geçerli olan spot fiyattan daha yüksek fiyata opsiyonu yazan tarafa opsiyona konu kıymeti satabilecektir.

Kullanım fiyatı > cari pazar fiyatı + prim → Kar

- **Zararda Opsiyonlar:** Bir alım opsiyonunda kullanma fiyatı piyasa fiyatından büyük olursa buna da zararda opsiyon (out-of-the-money option) denir. Diğer taraftan bir satım opsiyonunda ise kullanma fiyatı piyasa fiyatından küçük olursa zararda opsiyon söz konusu olur.

Bir alım opsiyonu için:

Zararda bir alım opsiyonu, kullanım fiyatının spot piyasa fiyatından yüksek olması durumunda gerçekleşir. Bu durumda söz konusu kıymeti piyasadan almak, opsiyonu yazan taraftan satın almaktan daha avantajlı olacaktır.

Kullanım fiyatı + prim > cari pazar fiyatı → Zarar

Bir satım opsiyonu için:

Eğer satım opsiyonunun kullanım fiyatı spot piyasa fiyatından düşükse menkul kıymeti opsiyonu yazan tarafa daha düşük fiyattan satmak, zarara neden olacaktır.

Kullanım fiyatı < cari pazar fiyatı + prim → Zarar

- **Baş baş Opsiyonlar:** Bir alım opsiyonunda kullanma fiyatı piyasa fiyatına eşit olursa buna başbaşa opsiyon (at-the-money option) denir. Diğer taraftan bir satım opsiyonunda ise kullanma fiyatı piyasa fiyatına eşit olursa baş baş opsiyon söz konusu olur.

Bir opsiyonun kullanım fiyatı, ilgili kıymeti spot piyasa fiyatına eşitse opsiyonun kullanılmasıyla ne kar ne de zarar ortaya çıkar. Bu tür başbaşa opsiyonlarda yatırımcı için söz konusu kıymeti spot piyasadan tedarik etmek ile elindeki alım opsiyonunu kullanarak satın almak arasında bir fark olmayacaktır.

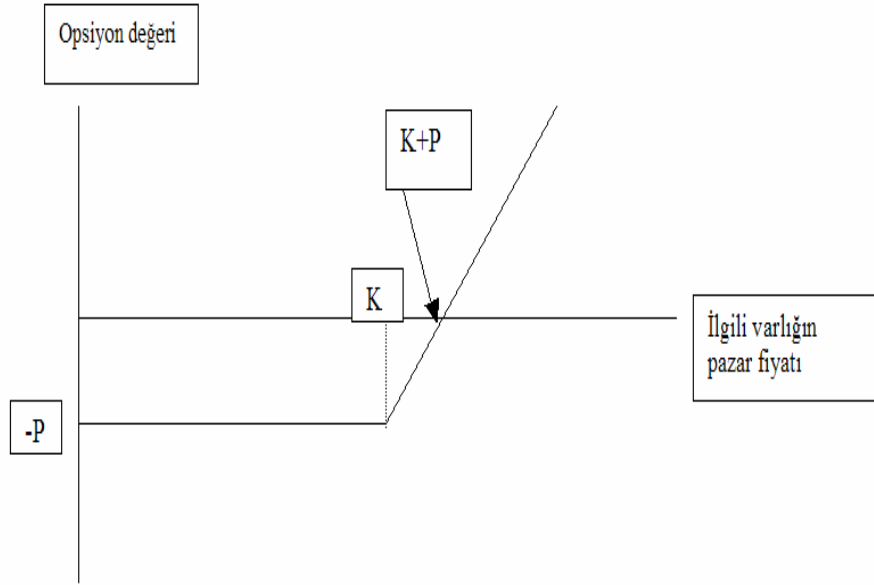
Alım (call) opsiyonları için durum şekil yardımıyla aşağıdaki gibi gösterilebilir.

S : Opsiyon konusu değer piyasa fiyatı

K : İşleme koyma fiyatı

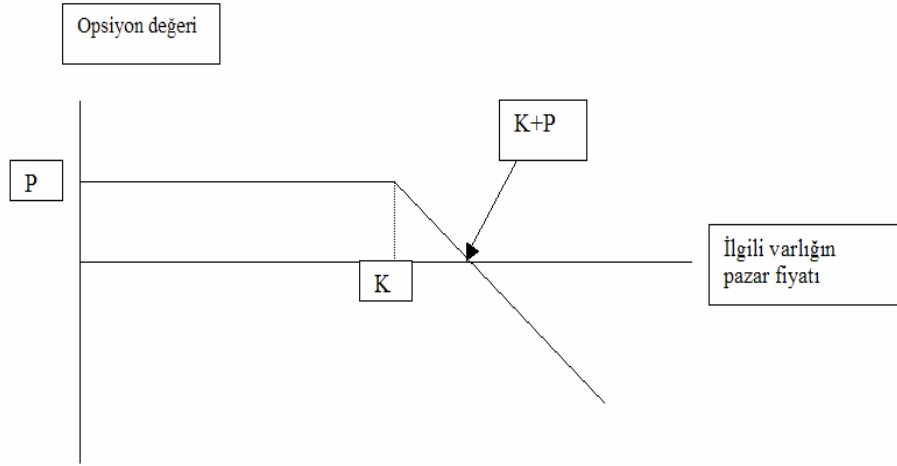
P : Opsiyon primi dersek;

$$\text{Kazanç} = S - K - P$$



Şekil:1 Alım opsiyonları için opsiyonun alıcısının kar- zarar durumu

İlgili varlığın piyasa fiyatı  $K+P$  değerinin altındayken zarar üzerindeyken kar söz konusudur.

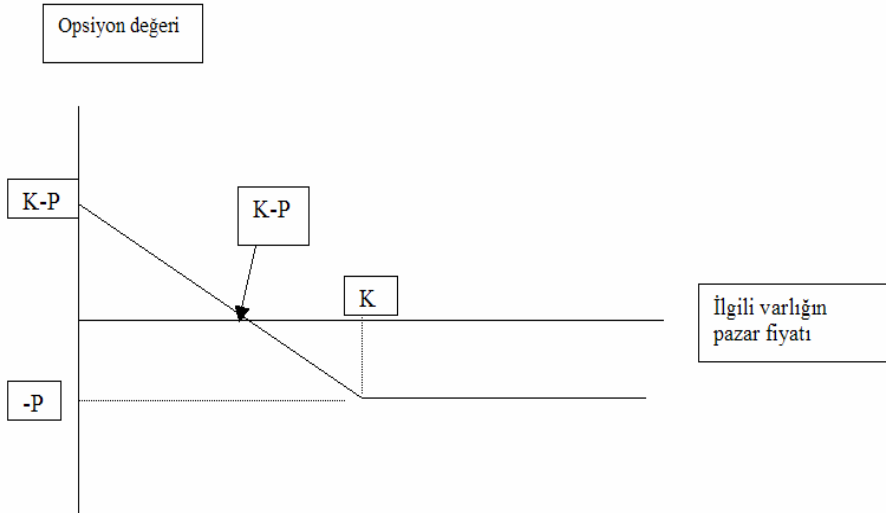


Şekil 2 : Alım opsiyonları için opsiyon satıcısının kar- zarar durumu

İlgili varlığın piyasa fiyatı  $K+P$  değerinin altındayken kar üzerindeyken zarar söz konusudur.

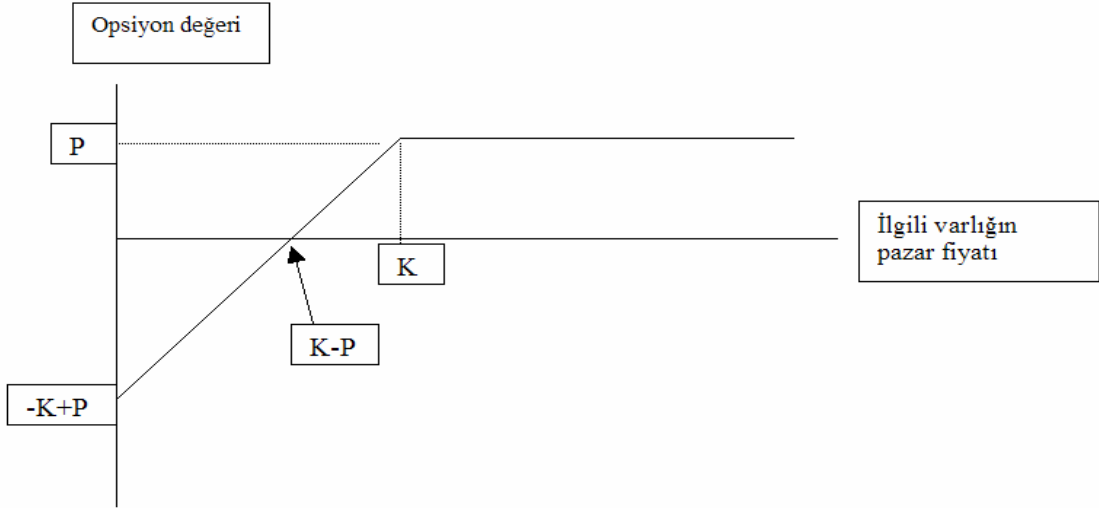
Satım (put) opsiyonları için ise durum şekil yardımıyla aşağıdaki gibi gösterilebilir:

$$\text{Kazanç} = K - S - P$$



Şekil 3 : Satım (put) opsiyonları için opsiyonun alıcısının kar zarar durumu

İlgili varlığın piyasa fiyatı  $K-P$  değerinin altındayken kar üzerindeyken zarar söz konusudur.



Şekil 4: Satım (put) opsiyonları için opsiyonun satıcısının kar zarar durumu

İlgili varlığın piyasa fiyatı  $K-P$  değerinin altındayken zarar üzerindeyken kar söz konusudur.

Opsiyon sözleşmesi satın alan tarafın da satan (yazan) tarafın da vade sonuna kadar sözleşme ile ilgili üç işlem alternatifi söz konusudur;

Opsiyon alıcısı:

- Almış olduğu opsiyonu satabilir, böylelikle pozisyonunu kapatmış olur.
- Opsiyonu kullanabilir
- Kullanım süresi dolana kadar bekler ve kullanmaz; dolayısıyla verdiği opsiyon primi kadar zarar eder.

Opsiyon satıcısı (yazıcısı)

- Satmış olduğu opsiyon sözleşmesini satın alabilir, böylelikle pozisyonunu kapatmış olur.

- Opsiyonu sattığı taraf hakkını kullanmak isterse yükümlülüğünü yerine getirir.
- Kullanım süresi dolana kadar opsiyonu alan taraf hakkını kullanmazsa aldığı opsiyon primini kar olarak kayıtlarına geçirir.

#### **2.4.2.3.3. Opsiyon Sözleşmesi Türleri**

Opsiyon sözleşmesine konu olan varlığa göre opsiyon türleri; fiziksel emtia opsiyonu, hisse senedi opsiyonu, döviz opsiyonu, faiz opsiyonu ve gelecek opsiyonu şeklinde tasniflenebilir.

Bahsi geçen opsiyon türlerine değinildikten sonra konumuz itibariyle döviz opsiyonları ayrıntılı olarak incelenecektir.

Fiziksel emtia opsiyonunda, opsiyon sözleşmesine konu olan varlık fiziksel bir emtiadır. Örneğin, tonu 1000 avrodan 1 Aralık 2008 vadeli 50 ton altın satmaya ilişkin bir opsiyon düzenlenirse bu tipik bir fiziksel emtia opsiyonu olur.

Hisse senedi opsiyonu; opsiyon sözleşmesini alan tarafa belirli bir hisse senedini önceden belirlenmiş bir fiyattan ve miktardan, belirli bir vadede satın alma veya satma hakkı veren sözleşmedir.

Faiz opsiyonu; sahibine herhangi bir tarihten itibaren belirli bir süre içinde veya vadede, belirli bir faiz oranından borç alma veya borç verme hakkı veren opsiyonlardır (Ceylan,2002:333).

Gelecek opsiyonları ise; belirli bir fiyattan, belirli bir vade içerisinde veya vade sonunda, opsiyon alıcısına söz konusu gelecek sözleşmesini satın alma veya satma hakkı veren sözleşmelerdir. Bu tür opsiyonlarda opsiyon alıcısının amacı, genellikle, gelecek sözleşmesinde opsiyona konu olan ürünü satın almak veya satmak değil, gelecek sözleşmelerinin piyasa fiyatında meydana gelebilecek değişmelere

göre bu gelecek sözleşmesini kullanıp kullanmama opsiyonuna sahip olarak kar elde etmektir.

- **Döviz Opsiyonları**

Döviz opsiyonu; belirli miktardaki bir dövizin önceden belirlenmiş belli bir kur üzerinden ileri bir vadede veya vadeden önce opsiyon alıcısına söz konusu döviz alma veya satma hakkı veren bir opsiyon sözleşmeleridir. Döviz opsiyonlarının en cazip özelliği, gelecekteki döviz cinsinden nakit akımları belirsiz olan ekonomik birimleri, belirsizlik nedeniyle oluşabilecek risklerden korumasıdır (Beidleman,1985:25).

Döviz opsiyonları, 1970'li yılların ortasından itibaren işletmelerin ve bankaların artan ölçülerde karşılaştıkları döviz kuru risklerini ortadan kaldırmak amacıyla geliştirilmiş korunma yöntemleri arasında önemli bir yer tutmaktadır(Apak, 1992:31).Ne vadeli teslim işlemleri, ne de gelecek döviz işlemleri, ilgili kimselere sözleşmeyi süresi içinde yerine, getirmeme olanağı sağlar. Döviz opsiyonlarında ise, vadeli bir döviz alım veya satım opsiyon sözleşmesi satın alan kimse dilerse sözleşmeyi uygulamaya koymayabilir. Yani döviz almaktan veya satmaktan vazgeçebilir. Sözleşme sahibi o andaki döviz kuruna ve ödediği opsiyon primine göre uygun olan yolu seçme şansına sahiptir.

Gerek vadeli teslim sözleşmeleri gerekse borsaya bağlı gelecek sözleşmeleri ilerde yapılacak döviz işlemine uygulanacak kuru bugünden belirleyerek kur riskini önlerler. Ama bunların hiçbirisi müşteriye sözleşme yapıldıktan sonra onu yerine getirmeme hakkı vermez. Oysa ilerdeki tarihte spot kur daha uygun ise müşteri, sözleşmeyi bir yana bırakıp o günkü spot piyasada işlem yapmak isteyebilir. Döviz opsiyonları bu ihtiyaçtan doğmuştur (Seyidoğlu, 1997:113). Bu nedenle de gelecek anlaşmalarından daha esnektir; satın alan opsiyonu kullanmak zorunda değildir (Yüksel, 1999:228). Bu sözleşmeler hem örgütlü borsalarda, hem de borsa dışında yapılmaktadır.



Döviz alım opsiyonunu bir örnekle açıklayalım (Akkum,2000:47):

A İşletmesi B Bankasından 10 milyon İngiliz Sterlini için 6 ay vadeli Avrupa türü £ alım opsiyonunu, \$/£- 1.90 kurundan satın almıştır. İşletme 2 cents/£ opsiyon primi ödeyecektir. Bu durumda,

Opsiyon sözleşmesinin alıcısı : A İşletmesi

Opsiyon sözleşmesinin satıcısı : B Bankası

Türü : Avrupa opsiyonu

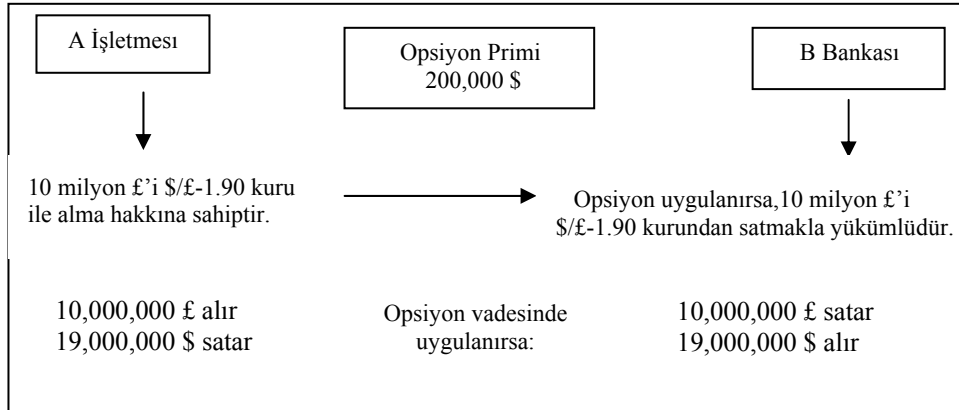
Tutarı : 10 milyon £

Vadesi : 6 ay

Uygulama fiyatı -\$/£ : 1.90

Opsiyon primi : 200,000 \$

(10 milyon £ x 0.02\$/£ = 200,000 \$ )



Şekil 5 : İngiliz Sterlini Alım Opsiyonu

A İşletmesi 6 ay sonra \$/£ peşin kuruna göre şöyle hareket edecektir:

**1. Durum:** : \$/£ peşin kuru uygulama fiyatının altındadır ( $\$/\text{£} < 1.90$ ). Firma cari piyasada Sterlinleri daha ucuza alabileceğinden, opsiyonu uygulamaz ve \$/£ peşin kuru ile 10 milyon £'ni satın alır. \$/£ kuru uygulama fiyatından ne kadar düşük ise, firmanın avantajı o kadar fazla olur.

**2. Durum:** : \$/£ peşin kuru uygulama fiyatının üstündedir ( $\$/\text{£} > 1.90$ ). Firma açısından uygulama fiyatı daha avantajlı olduğundan opsiyonu uygular ve 10 milyon Sterlini \$/£- 1.90 kurundan satın alır.

Opsiyon alıcısı vadedeki piyasa kuruna kıyasla ancak kârlı olduğu takdirde opsiyonu uygulamaktadır. Alıcı opsiyon ile kuru sabitleştirmekte, vadede peşin kurun yükselmesi riskine karşı kendini korumakta ve karşılığında prim ödemektedir. Diğer yandan, vadede kurun düşmesinden yararlanabilmektedir. Alıcının alım opsiyonu satın almakla kaybı (maliyeti) sabittir ve en fazla ödediği prim tutarındadır. Buna karşılık, sınırsız kâr elde etme potansiyeline sahiptir

Döviz satım opsiyonunu da bir örnekle açıklayalım:

A İşletmesi B Bankasından YTL karşılığı 10 milyon \$ için 6 ay vadeli Avrupa türü \$ satım opsiyonunu YTL/\$- 1.20 uygulama fiyatı ile satın almıştır. İşletme sözleşme tutarı üzerinden % 2.70 prim ödeyecektir. Bu durumda,

Opsiyon sözleşmesinin alıcısı: A İşletmesi

Opsiyon sözleşmesinin satıcısı: B Bankası

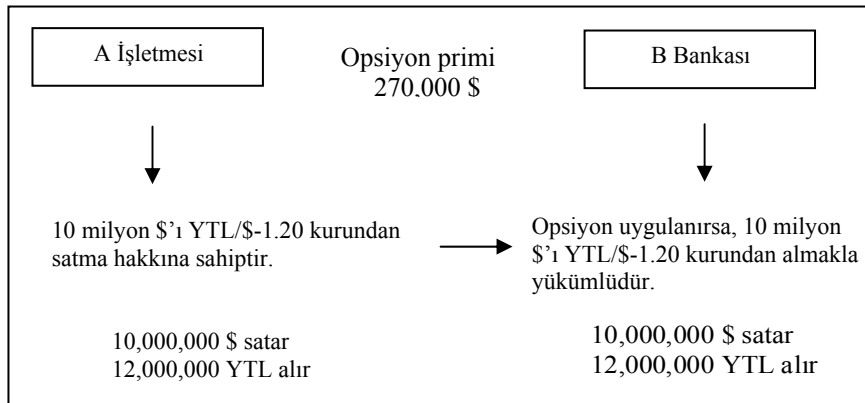
Türü: Avrupa opsiyonu

Tutarı : 10,000,000 \$

Vadesi : 6 ay

Uygulama fiyatı -YTL/\$: 1.20

Opsiyon primi : 270,000 \$



Şekil 6 : Amerikan Doları Satım Opsiyonu

A İşletmesi 6 ay sonra YTL/\$ peşin kuruna göre şöyle hareket edecektir:

**1. Durum:** YTL/\$ peşin kuru uygulama fiyatının altındadır ( $YTL/\$ < 1.20$ ). İşletme açısından uygulama fiyatı, YTL/\$ peşin kuruna kıyasla daha avantajlı olduğundan opsiyonu uygular ve 10 milyon \$'ı YTL/\$- 1.20 kurundan satar. Böylelikle, işletme cari piyasa kuruna göre daha yüksek bir kurdan Dolarlarını satabilmektedir.

**2. Durum:** YTL/\$ peşin kuru uygulama fiyatının üstündedir ( $YTL/\$ > 1.20$ ). İşletme cari piyasada \$'larını daha pahalı satabileceğinden, opsiyonu uygulamaz ve YTL/\$ peşin kuru ile 10 milyon \$'ı satar. YTL/\$ kuru, uygulama fiyatından ne kadar yüksek ise işletmenin avantajı o kadar fazla olmaktadır.

Bu örnekle de şu hususları belirtmekte yarar vardır: Satım opsiyonunun alıcısı, vadedeki piyasa kuruna kıyasla ancak kârlı olduğu takdirde opsiyonu uygulamaktadır. Alıcı opsiyon ile kuru sabitleştirmekte, vadede YTL/\$ kurunun düşmesi riskine karşı kendini korumakta ve karşılığında prim ödemektedir. Diğer yandan, vadede kurun yükselmesinden yararlanabilmektedir. Alıcının satım opsiyonu almakla kaybı sabittir ve en fazla ödediği prim tutarındadır. Buna karşılık, sınırsız kâr elde etme potansiyeline sahiptir.

### **Avrupa Ve Amerika Tipi Opsiyonlar**

Uygulama süreleri açısından döviz opsiyonları ikiye ayrılırlar. Birinci sistemde sözleşmeler ancak öngörülen sürenin dolduğu tarihte uygulamaya konulabilirler. Bu sistem Avrupa opsiyonu olarak bilinir. İkinci sistemde sözleşmeler, ait oldukları süre içinde istenilen bir tarihte uygulanabilirler. Yani sürenin bitişini beklemeye gerek yoktur. Buna da Amerikan opsiyonu denilir. Bu yöntem kuşkusuz ki birinciye göre daha büyük bir esneklik sağlar (Seyidoğlu, 1999:356).Fakat, Amerikan tipi opsiyonlar vade içinde herhangi bir anda

kullanılabildikleri için sahibine tanıdıkları bu esneklik nedeniyle primleri opsiyon yazıcıları tarafından daha yüksek olarak belirlenmektedir.

#### **2.4.2.3.4.Döviz Opsiyon Piyasaları**

Opsiyonlar organize borsalarda işlem görüp görmemelerine göre de sınıflandırılabilir. Opsiyon piyasaları, standardizasyonun olduğu borsa opsiyon piyasaları ile esnekliği daha fazla olan banka opsiyon piyasaları olmak üzere ikiye ayrılırlar.

- **Banka Opsiyonları**

Opsiyonlar ilk olarak bu piyasada ortaya çıkmışlardır. Büyük ve küçük işletme yöneticilerinin döviz risklerine karşı korunma amacıyla opsiyon alıp sattıkları bir piyasadır. Takas merkezi sistemi olmadığı için kredi riski, opsiyonu satan taraf tarafından göz önüne alınmalı ve opsiyonu satan bankanın sözleşmenin 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 esnektir.(Apak,1992:46-47)

Döviz opsiyonu işlemleri borsalar dışında da ticaret ve yatırım bankaları gibi çeşitli mali merkezlerce alıcılara sunulmaktadır.1980'li yıllarda ortaya çıkan örgütlü opsiyonlardan önce örgütsüz opsiyon piyasası denen tezgah üstü piyasalar zaten vardı. Hatta taraflara tanınan esneklikten dolayı, buralardaki işlem hacmi standartlaşmanın olduğu örgütlü piyasalardan daha fazladır.

Borsa dışı piyasayı ikiye ayırabiliriz Bankaların müşterileriyle aralarında yaptıkları işlemlerin gerçekleştiği piyasaya perakende döviz piyasası, bankaların

kendi aralarında yaptıkları işlemlerin gerçekleştirildiği piyasaya ise döviz interbank piyasası denir.

Döviz opsiyonlarında interbank piyasası, bankaların müşterileri ile işlemlerinden kaynaklanan eksik veya fazla pozisyonları ters yöndeki işlemlerle denkleştirme amacına hizmet ederler. Ayrıca bankalar bu mekanizma ile opsiyon alanında spekülâtif pozisyonlar da alabilirler.

Perakende müşteriler arasında dış ticaret şirketleri ile döviz portföyüne sahip büyük mali kurumlar bulunabilir. Bunlar aslında organize borsalardan da opsiyon sözleşmeleri alabilirler, fakat banka opsiyonları daha esnek olduğu için ve müşterinin ihtiyaçlarına daha iyi cevap verdiği için bankaları tercih edebilirler. Çünkü banka dışı piyasada miktar, temel fiyat, bitiş tarihi ve döviz cinsleri açısından uygun sözleşmeler düzenlenebilmektedir.

Döviz işlemlerinde bankaların karşılaştacağı risk, beklenmedik kur değişmelerinden dolayı ortaya çıkar. Örneğin, kurlardaki bir düşme bankanın elindeki döviz rezervlerinin ulusal para değerini azaltarak bankayı kayba uğrâtır. Bunun gibi kurlardaki bir yükselme de döviz borçlarının ulusal para karşılıklarını artırarak yine zarara neden olur. Eğer çalışma gününün sonunda belirli bir yabancı para, diyelim ki dolar üzerinden, bankanın müşterilerinden satın aldığı toplam miktar, onlara yaptığı toplam satışa eşitse, böyle bir durumda bankanın söz konusu parayla ilgili pozisyonunda bir değişme olmaz. Dolayısıyla herhangi bir riskle de karşı karşıya kalınmaz. Oysa, eğer satın alınan döviz miktarı satılan döviz tutarından fazla ise, o takdirde döviz rezervlerinde bir artışla karşılaşılabilir. Bu duruma, ilgili yabancı para üzerinden fazla pozisyona sahip olması denir. Bunun tam tersi ise açık pozisyonu denir. Yani satılan döviz miktarının alınandan daha fazla olması durumudur.

Gerek fazla, gerek eksik pozisyon durumlarında banka bir döviz kuru riski ile karşı karşıyadır. Örneğin bir fazla pozisyon durumunda, eğer bu fazlalığı elinden çıkartmazsa, o paranın kurundaki düşüşten bir zarara uğrar. Eksik pozisyon

durumunda yine bir risk söz konusudur. Çünkü ellerinde yeterinden az döviz bulunmaktadır. Dolayısıyla ulusal para döviz karşısında değer kaybedecek olursa bankanın zarara uğrama riski vardır. Dolar üzerinden eksik pozisyon verdiğini varsaydığımız bir bankayı ele alalım. Eksik pozisyonunu denkleştirmek için dolar satın almak isteyen bu bankanın iki seçeneği vardır. Ya doğrudan doğruya öteki bankalara telefon ederek dolar satın almak isteyen bir banka bulacaktır ya da bir brokerden yararlanacaktır.

Borsa opsiyonlarında yer alan standart özelliklerin hiç biri banka opsiyonlarında geçerli değildir. Banka opsiyonları miktar, temel fiyat, bitiş tarihi açısından standart olmayıp pazarlığa tabidir ve müşteri gereksinmelerine göre belirlenir. Örneğin, banka opsiyonlarında vadeler daha uzundur. Bu esnekliklerin yanında banka opsiyonlarında riski üstlenen takas merkezi gibi bir kurum yoktur. Ancak, banka opsiyonları sağladıkları bu esneklik nedeniyle borsa opsiyonlarından daha yüksek fiyatlandırılırlar.

- **Borsa Opsiyonları**

Borsa opsiyonları döviz cinsleri, uygulama fiyatları, en düşük döviz miktarları, vadeleri ve bitiş tarihleri yönünden standart nitelikteki sözleşmelerdir. Örnek olarak, aşağıda Philadelphia Opsiyon Borsası'nda işlem gören dövizler ve standart miktarları verilmiştir.

**Tablo 2: Philedelphia Borsasında Döviz Opsiyonlarının Sözleşme Büyüklükleri**

Döviz	Sembol	Sözleşme büyüklüğü	Vade tarihi
Avustralya doları	XDA	10.000;	vade ayının üçüncü cumasını takip eden cumartesi
İngiliz poundu	XDB	10.000 pound	vade ayının üçüncü cumasını takip eden cumartesi
Kanada doları	XDC	10.000 Kanada doları	vade ayının üçüncü cumasını takip eden cumartesi
Avro	XDE	10.000 avro	vade ayının üçüncü cumasını takip eden cumartesi
Japon yeni	XDN	1.000.000 Japon yeni	vade ayının üçüncü cumasını takip eden cumartesi
İsviçre frangı	SXDS	10.000 İsviçre frangı	vade ayının üçüncü cumasını takip eden cumartesi

Kaynak: (<http://www.phlx.com/products/worldcurrencyoptionsspec.aspx>)

Opsiyon satın almak isteyen bir kişi söz konusu dövizin borsa tarafından belirlenmiş miktarlarından aşağı veya yukarı miktarda alamaz ancak bu miktarların katları kadar döviz opsiyonu satın alabilir. Örneğin Philadelphia borsasında 15,000 avroluk opsiyon almak mümkün değildir. Borsalardaki döviz opsiyonları ürün miktarlarının yanısıra opsiyon vadeleri de sabittir. Örneğin Philadelphia borsasında vade tarihi vade ayının üçüncü cumasını takip eden cumartesidir.

Borsalarda sistemin güvencesini takas merkezi sağlar. Daha önce de belirtildiği gibi opsiyonu satın alan taraf elde ettiği esneklikten dolayı prim ödemek zorundadır ve riski yatırmış olduğu bu prim ile sınırlıdır. Opsiyon primi veya opsiyon fiyatı denilen bu miktar opsiyonun maliyetini oluşturur. Opsiyon yazan tarafın ise kazancı aldığı prim ile sınırlı, zarar olasılığı sınırsızdır. Opsiyonu satan ve satın alan aralarında prim konusunda anlaşıldıktan sonra aralarındaki direkt bağlantı biter ve devreye takas merkezi girer. Takas merkezi sözleşme şartlarının yerine getirilmesini alıcıya garanti eder ve karşılaşacağı zarar nedeniyle opsiyon satan tarafın yükümlülüğünü yerine getirmeme riskini kaldırmak için opsiyon satandan marjin adı altında bir (teminat) talep eder. Ayrıca takas merkezince gün sonlarında opsiyon satanın zarar ve kâr durumları değerlendirilip teminatın yinelenmesi istenir veya bir kısmı iade edilir.

Borsa opsiyonlarında fiyatlar, yani opsiyon primleri, halka açık ve sesli pazarlık yöntemiyle belirlenir. Yani opsiyon fiyatları borsada arz ve talep koşulları altında belirlenmektedir ve tüm işlem bilgileri kamuya ilan edilir.

Borsada işlem gören döviz opsiyonları spot dövizler ve döviz gelecek sözleşmeleri üzerine yazılan opsiyon sözleşmeleridir.

- **Spot Döviz Üzerine Yazılan Opsiyonlar**

Bu tip opsiyonlar adından da anlaşılacağı gibi doğrudan dövizin kendisi üzerine yazılırlar. Spot dövizler üzerine yazılan opsiyonların kullanılması durumunda opsiyon sahibine sözleşme miktarı kadar spot döviz teslim edilir ya da alınır.. Vade sonunda veya vadeden önce kullanılmaları durumunda kâr ve zarar durumları o andaki spot döviz kuruna göre hesaplanır.



- **Gelecek Döviz Sözleşmeleri Üzerine Yazılan Opsiyon Sözleşmeleri**

Gelecek sözleşmeleri üzerine yazılan opsiyonların kullanılma durumunda opsiyon sahibine satın almış olduğu sözleşme tutarı kadar gelecek sözleşmesi teslim edilir. (Kırım,1991:340.)Bu tip opsiyonun alıcısı opsiyonunu kullandığı zaman belirli bir fiyat üzerinden bir döviz gelecek sözleşmesinde bir pozisyona sahip olmaktadır. Bu tip bir alım opsiyonu sahibi opsiyonunu kullandığı takdirde bir döviz gelecek sözleşmesini satın alma hakkına sahip olmaktadır. Bir satma opsiyonu sahibi ise bir döviz gelecek sözleşmesini satmaya hak kazanmaktadır. Opsiyonun kullanılması ve karşısında elde edilen gelecek pozisyonun vade sonunda, kullanılması durumunda ise döviz teslimatı yapılmaktadır. Bu tip opsiyonlar gelecek sözleşmeleri üzerine yazıldıkları halde alıcılardan marjin istenmez. Marjin ancak opsiyon kullanılır ve gelecek sözleşmesinde pozisyon alınır ise istenir. Opsiyon satıcılarından ise marjin her durumda aranmaktadır.(Cihan,1994:161)

Gelecek sözleşmesi üzerine yazılan opsiyon sözleşmesi ile gelecek sözleşmesi arasındaki farkı belirtmek gerekirse, gelecek sözleşmesinde vade sonunda eğer sözleşme daha önce tersine çevrilmemişse mutlaka bir dövizin diğeriyle takası zorunludur Opsiyonlarda ise, vade sonunda dezavantajlı bir durum ile karşılaşıldığında opsiyonun kullanılmama keyfiyeti söz konusudur. Opsiyon kullanılmadığı takdirde herhangi yükümlülük bulunmamaktadır ve kayıp sadece primle sınırlı olmaktadır. Ancak burada opsiyonu kullanıp kullanmama keyfiyeti sadece alıcı için geçerlidir. Opsiyon sahibi ister alım opsiyonu isterse satma opsiyonu olsun, her iki durumda da opsiyon satın almaktadır. Bu söz konusu alma ve satma opsiyonu alıcısının kullanma keyfiyeti karşısında satıcı ise alıcının keyfiyetine göre hareket etme zorunluluğu söz konusudur.

**Tablo 3: Borsa opsiyonları ile Tezgahüstü Opsiyonların Karşılaştırılması**

	Borsada işlem gören opsiyonlar	Tezgah üstü opsiyonlar
Alım-satım	İşlemler organize borsalarda, borsa kuralları doğrultusunda koltuk sahiplerince gerçekleştirilir.	İşlemler borsa dışında banka veya finans kuruluşları ile müşterileri arasındadır.
Sözleşme büyüklükleri	Sözleşme büyüklükleri standarttır.	Banka veya finans kuruluşları ile müşterileri arasında gereksinimler doğrultusunda belirlenir.
Vade	Belli ayların belli günleri olarak standartlaştırılmıştır.	Banka veya finans kuruluşları ile müşterileri arasında gereksinimler doğrultusunda belirlenir.
Prim	Pazarda oluşan fiyattır.	Yalnızca sözleşmenin taraflarınca bilinir.
Teminat	Opsiyon satıcısı yani yazıcısı, işlemin yapıldığı borsaya sözleşme değerinin belli bir yüzdesini marj yani teminat olarak yatırır.	Herhangi bir teminat gerekmemektedir.

Kaynak: Yükçü veYücel, 1995, s.92

#### **2.4.2.3.5. Opsiyon Sözleşmelerinin Avantajları ve Dezavantajları**

Opsiyon sözleşmelerinin, bir türevsel finansal varlık olarak yararları, risk aktarma,kaldıraç etkisi, likidite, esneklik, kar sağlama,şeffalık başlıkları altında toplanabilir(Usta,2002:259) :

- **Riske Karşı korunma:** Özellikle açık pozisyonu olanlar, belirli alanlarda varlıkları ile yükümlülükleri arasında denge bulunmayan kişi ve kuruluşlar, fiyatlardaki olası gelişmelere karşı kendilerini korumak veya riskten kaçınmak için opsiyon sözleşmelerini bir araç olarak kullanmaktadırlar.

- **Kaldıraç Etkisi:** Bir kişi veya kuruluş, opsiyon satın almakla, doğrudan varlık almaya karşı çok daha fazla varlığı kontrol etme olanağını elde etmektedir. Opsiyon alış fiyatı söz konusu varlığın fiyatında çok daha düşük olduğundan, opsiyon satın almakla belirli bir sermaye ile çok fazla varlığı kontrol edebilmektedir.
- **Esneklik:** standardize edilmiş tekdüze hale getirilmiş opsiyonlar borsa ürünü olarak işlem görebilir. Bu olanak esneklik sağlar. Kişi ve kuruluşlar, bekleyişlerine, piyasa koşullarını değerlendirmelerine göre, kısa veya uzun pozisyon alabilirler. Piyasadaki gelişmelere, değişen koşullara göre, hızlı karar alabilirler, bu tür türevsel menkul değerlerini ellerinden çıkarabilirler.
- **Likidite:** İstenilen anda borsada işlem yapabilme, alıp satılabilme likiditeyi artırır, piyasayı derinleştirir. Yüksek tutarlı sözleşmeler dahi istenildiği anda piyasa fiyatlarını büyük ölçüde etkilemeksizin alınıp satılabilir.
- **Şeffaflık:** Fiyatların, piyasadaki işlem hacminin ve gerçekleşen işlemlerin anında görülebilmesi, şeffaflık sağlar.

Opsiyon sözleşmelerinin dezavantajı olarak sözleşme yani opsiyonu kullanma hakkı kullanılsa da kullanılmasa da en başta opsiyon yazıcısına verilen prim ek bir maliyet olarak kabul edilmektedir.

#### **2.4.2.4. Döviz Swap Sözleşmeleri İle Korunma**

1970'li yılların başında Bretton Woods anlaşmasının fiilen sona ermesiyle birlikte aşırı dalgalanmaya başlayan döviz kurları, swap benzeri sözleşmelerin hayata geçirilmesi için uygun ortamı yaratmıştır. İşletmeler ve finansal kuruluşlar özellikle yükümlülüklerini söz konusu dalgalanmalara karşı korumak amacıyla swap işlemlerini sıklıkla kullanır hale gelmiştir. (Dönmez ve Diğerleri, 2002:156). Swap işlemi eski bir teknik olmasına rağmen özellikle 1980'lerden itibaren yaygın bir şekilde kullanılmaya başlamıştır.

Sözcük anlamıyla takas demek olan swap, döviz kurları ve faiz oranları risklerine karşı geliştirilen, fon kullanıcılarına farklı piyasalardaki uygun fonlara erişebilme, bu fonların uygun kullanımını sağlama, riski azaltma ve sabit faizli bir fonu değişken faizli bir fona değiştirme şansı veren bir tekniktir (Dülger ve Önal,1992:51).

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 (Ertürk, 1994:23).

Swap piyasasının gelişmesindeki en önemli nedenlerden biri swapın para piyasası enstrümanı olmaktan çıkarak kredi piyasası aracı haline gelmeye başlamasıdır. Swap sözleşmelerinin hızla gelişme sebeplerini, uluslararası ticaret ve yatırım hacminin hızı,döviz kurlarındaki aşırı değişkenlik ve dünya sermaye piyasalarındaki haberleşmenin hızlanmasıyla artan arbitraj imkanları olarak sayabiliriz.

#### **2.4.2.4.1. Swap Sözleşmelerinin Tarafları ve Kullanım Amaçları**

Swap piyasası katılımcıları iki kategoridedir. Bunlar son kullanıcılar (end-users), ve aracılardır (intermediaries). Son kullanıcılar risklerini azaltmak isteyenler iken, aracılar komisyon ücreti veya ticari kar elde etmek isteyen büyük kuruluşlardır. Son kullanıcılara örnek olarak bankalar, şirketler, uluslararası kuruluşlar ve devletler gösterilebilir.Aracılar,döviz ve faiz swaplarının gerçekleştirilmesi için karşılıklı ihtiyaçlar tespit eder ve tarafları bir araya getirirler (Gümüşeli,1994:70).

Dünyanın her yerindeki bankalar, işletmeler, tasarruf sendikaları, sigorta şirketleri, devlet kuruluşları, uluslararası teşkilatlar ve devletler çeşitli amaçlarla swap piyasasına son kullanıcı olarak katılırlar. Aracılar ise bu tarafları bir araya

getirirken, onların yükümlülüklerini yerine getirmelerinde garantörlük yapmaktır. Aracılar yaptığı bu hizmetleri karşılığında swapın yapısına, vadesine ve tutarına bağlı olarak değişen miktarlarda komisyon alırlar.

Swap piyasalarından yararlanma amaçları; düşük maliyetli finansman sağlamak, döviz kuru ve faiz oranı risklerinden korunabilmek, kısa süreli aktif/pasif yönetimi stratejilerini uygulamak spekülasyon. yapmak şeklinde özetlenebilir.

Swap işlemlerinin üç önemli ekonomik fonksiyonu : (Ertürk,1994:24)

-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.

Swap işleminde ;(Kaya,2003: 32)

- Vadesi değişik iki işlem vardır. Birisi peşin, diğeri vadelidir.
- İki döviz işlemi aynı miktar para için yapılır.
- İki işlem ters yönlüdür. Bir döviz alışı ve satışı söz konusudur.

#### **2.4.2.4.2. Swap Türleri**

Başlıca swap türleri faiz swapları, döviz swapları ve mal swapları olmak üzere genel olarak üç başlık altında toplanabilir. Uluslararası piyasalarda çok çeşitli swap türleri olsa da bunlar genel olarak döviz swapları ile faiz swaplarından türetilmiş türlerdir. Bu çalışmada faiz swapıyla ilgili genel bilgi verildikten sonra çalışmanın amacı itibarıyla döviz swapları üzerinde durulacaktır.

- **Faiz Swapı**

Faiz swapı, bir kurumun belli bir para üzerinden, sabit faizle ve daha ucuza sağladığı kredinin, başka bir işletmenin yine aynı para cinsinden elde edebildiği değişken faizli ve daha pahalı bir kredi ile değiş tokuş edilmesidir. Bu tür swap işlemlerinin temelinde, bir tarafın diğerine göre daha düşük maliyetle kredi elde etmesi ve vade yapıları açısından da bir tarafın diğerinin kredisindeki vade yapısını tercih etmesi özelliği vardır (Seyidoğlu,1997:307) En yaygın faiz swapı uygulaması, taraflardan birinin sabit faizli, diğerinin ise değişken faizli borçlanıp bu yükümlülüklerini takas ettikleri swap türüdür.

Swap piyasalarının temel mantığı, swap'a taraf olan 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 (Kırım,1990:32). Burada söz konusu olan ana paranın değiştirilmesi değil yalnızca faiz ödeme yükümlülüklerinin değiştirilmesidir.

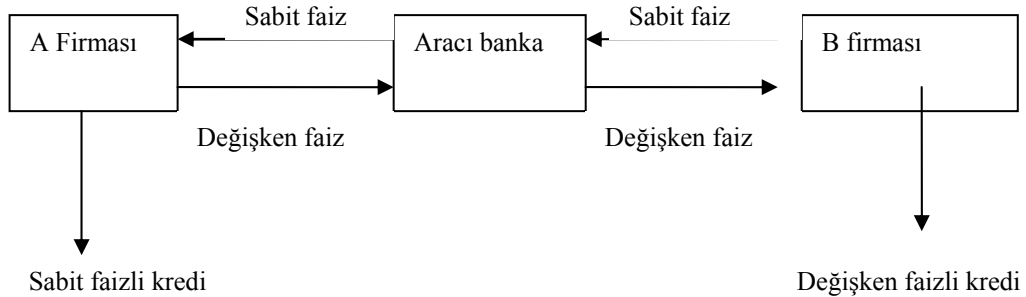
Klasik uygulamada, aynı tutar ve vadedeki borçların faizini değiştirmek üzere swap yapılmaktadır. Bu işlemde sadece faiz ödemeleri el değiştirmekte, anapara değiştirilmemektedir. Faiz swapı bir finansman kaynağından kredi temin eden şirketlere, kredi faizlerinin ödeme şeklini değiştirme imkânı sağlamakta ve şirketler kredi maliyetlerini (faizlerini) ucuzlatabilmek amacıyla faiz ödemelerini eşit büyüklükteki başka bir kredinin değişik biçimdeki faiz ödemeleriyle swapa sokabilmektedir. Bu işlemler genellikle farklı kredi değerliliğine sahip taraflar arasında yapılmakta, kredi değerliliği düşük olan taraf yüksek kredi değerliliğine sahip olan tarafa bir swap primi ödemekte ve işlem sonunda her iki tarafta kredi maliyetlerini ucuzlatmaktadır (Öcal ve Çolak,1999:257).

Faiz swap'ı genellikle kredi değerliliği farklı iki taraf arasında yapılmaktadır. Kredi değerlilikleri düşük olan genellikle gelişmekte olan ülkelerin işletmeleri,

uluslararası piyasalardan sabit faizle kredi bulmakta güçlüklerle karşılaşır, ve değişken faizli kredi temin ederler. Gelişmiş ülkelerin işletmeleri ise sabit faizli krediyi rahatlıkla temin ederler fakat aktif portföylerine esneklik kazandırabilmek için değişken faizli kredi kullanmak isterler. İşte, kredibilitesi düşük olan işletmeler, değişken faizli elde ettikleri krediyi daha sonra kredibilitesi yüksek kuruluşlarla swap (takas) yaparak her iki taraf için de kârlı bir durum yaratabilmektedirler. Swap işleminin her iki taraf için de karlı olması aşağıdaki koşulların varlığına bağlıdır:

- ✓ Taraflar arasında kredibilite farklılığının olması
- ✓ Yüksek kredibilitesi olan tarafın, belirli koşullarda değişken faizi tercih etmesi
- ✓ Kredi değerliliği düşük olan tarafın sabit faizle borçlanma olanağının sınırlı olması
- ✓ Tarafların, söz konusu olan faiz hesaplaması esasın dayanarak ters yönde bir amaçlarının olması
- ✓ Tarafların yüksek getiriden yararlanma arzularının olması

Tipik bir faiz swapı şekil yardımıyla aşağıdaki gibi gösterilebilir:



Şekil 7: Faiz swapı

Şekil 7’de görüldüğü üzere, A ve B firmaları piyasadaki farklı faiz oranlarını karşılıklı değiştirerek sabit borçlanan değişken borca ve değişken borçlanan da sabit borca sahip olabilmektedir.

Sabit faizden değişken faize, değişken faizden sabit faize ve değişken faizden değişken faize çevirmek şeklinde faiz swap'ı yapılabilir (Gümüşeli,1994:75).

Faiz swapını döviz swapından ayıran en büyük özellik anaparaların ne basta ne de vadede değistirilmesidir.(Akçaoglu,2002,s.38.)

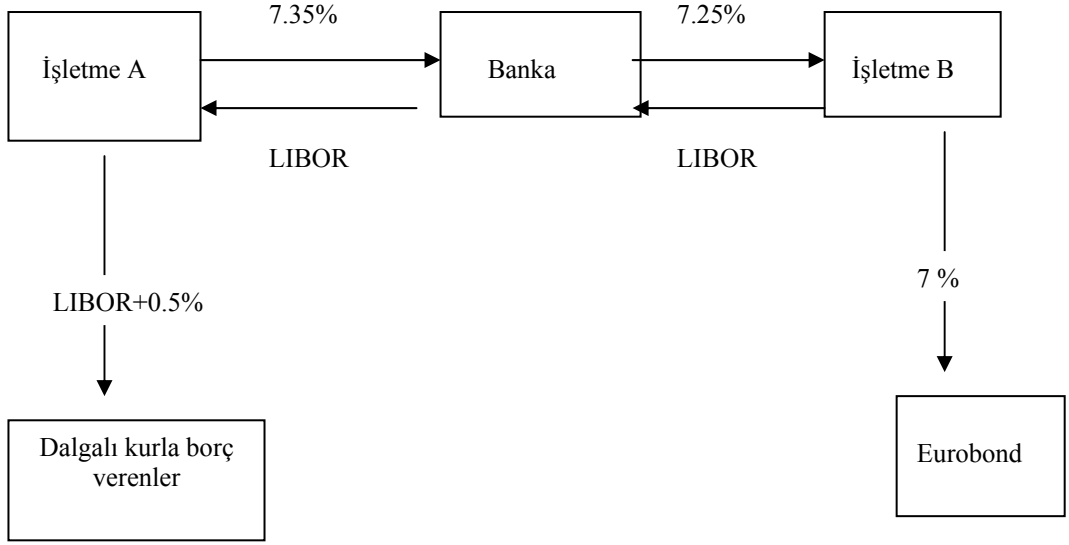
Swap anlaşmalarına bir örnek şu şekilde verilebilir. İki farklı kredi notuna sahip A ve B işletmelerine piyasalardan kendilerine borçlanmak üzere önerilen faiz oranları şu şekilde olsun:

Borçlanan	Mevcut Sabit Faiz oranı	Mevcut Değişken Faiz Oranı
İşletme A: BBB-kredi notlu	%8.5	Libor +0.5
İşletme B: AAA-kredi notlu	%7	Libor
Fark	%1.5	%0.5

Şekil 8: A ve B işletmelerine önerilen kredi faizleri

Buradan da görüleceği gibi piyasalar arasında bir dengesizlik vardır ve bu dengesizlik iki işletme için de daha iyi şartlarda borçlanma imkanı sunabilmektedir. Tabi ki bu iki işletmenin birbirlerini bulmaları zordur fakat bir aracı kurum sayesinde her iki işletme da aracı kuruma ödeyecekleri primler düştükten sonra bile daha iyi şartlarla borçlanabileceklerdir. Bu işlemde aracı kurum da belli bir komisyon alarak kar edecektir. Aşağıdaki şekil aracılığıyla durum özetlenmeye çalışılmıştır:





A İşletmesi için Net Maliyet

$$\begin{array}{r}
 7.35\% \\
 + \text{LIBOR}+0.5\% \\
 - \text{LIBOR} \\
 \hline
 7.85\%
 \end{array}$$

B İşletmesi için Net Maliyet

$$\begin{array}{r}
 \text{LIBOR} \\
 + 7\% \\
 - 7.25\% \\
 \hline
 \text{LIBOR}-0.25\%
 \end{array}$$

Şekil 9: Klasik Bir Swap İşlemi

Buradan da görüldüğü gibi piyasaların dengesizliğinde kaynaklanan bu işlemde hem A işletmesi, hem B işletmesi hem de her ikisinden de komisyon alan banka karlı çıkabilmektedir. Böylelikle A ve B işletmesi birbirleriyle hiçbir şekilde muhatap olmadan uygun şartlarla borçlanabilmektedirler.

- **Döviz Swap'ları**

Döviz swapı, farklı birimlerden oluşan aynı büyüklükteki iki ayrı para paketinin vade tarihinde, orijinal para birimleri üzerinden ve daha önce üzerinde anlaşılmış belli bir kur hesabıyla geri ödenmek üzere değiştirilmesidir. Faiz

swap'inde olduğu gibi, d6viz kurlarındaki dalgalanmalar ve bunun yarattığı belirsizlikleri ve riskleri azaltmak için piyasada d6viz swapı yapılmaktadır (Alıç,1991:95-97).

D6viz swapı, genellikle faiz ve anapara 6demelerini içeren 6nceden belirlenmiş kurallar ve s6reler içinde iki tarafın belirli miktarlarda iki farklı para birimini değiş-tokuş etme ve belli bir vade sonunda geri alması konusunda anlaşmaya vardıkları bir mali işlemdir (Bal,2001:149). Bu işlemin yapılabilmesi için vade ve tutarlarda aynı ilgiye sahip, fakat ters para birimi 6zerinden gereksinimi bulunan iki tarafın var olması gerekmektedir. B6ylece taraflar kredi notları y6ksek piyasalardan farklı d6vizler 6zerinden fon sağlamakta daha sonra da bu fonlar ve bunların geri 6denme y6k6ml6l6kleri taraflar arasında el değiştirmektedir (Akçaoglu,2002:36).

D6viz swapında 6 aşama s6z konusudur. Bunlar:

- Farklı para biriminden olan anaparaların değiş-tokuşu,
- Swap s6resi boyunca periyodik faiz 6demelerinin değiş-tokuşu,
- Swap s6zleşmesinin bitiminde anaparaların ilk değişiminde uygulanan kur 6zerinden yeniden değiş-tokuşu.

D6viz swap'ın en 6nemli iki 6zelliği; Swapın farklı para cinsinden olması ve vade başında ve sonunda anaparaların el değiştirilmesidir. D6viz swapı, sabit fazili para swapı sabit faizden değişken faize para swapı değişken faizden değişken faize para swapı olarak gerçekleştirmek m6mk6nd6r (Ert6rk,1994:25).

Döviz swapını sayısal bir örnekle gösterebiliriz (Bal,2001:150).

Bunun için, düzenli dolar tahvili ihraç eden bir ABD işletmesi ve düzenli İsviçre frangı tahvili ihraç eden bir İsviçre işletmesini alalım. Bu işletmelere yapacakları borçlanmalar için önerilen oranlar tabloda gösterilmiştir.

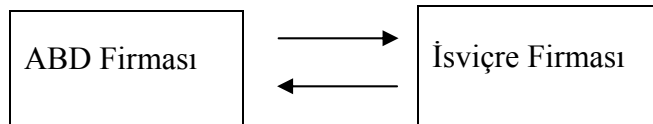
**Tablo 4: İşletmelere Yapacakları Borçlanmalar İçin Önerilen Faiz Oranlar**

	ABD Doları	İsviçre Frangı
ABD Firması	%8	%6
İsviçre Firması	%8.5	%5.75
Fark	%0.5	%0.25

Kaynak:Bal,2001:150

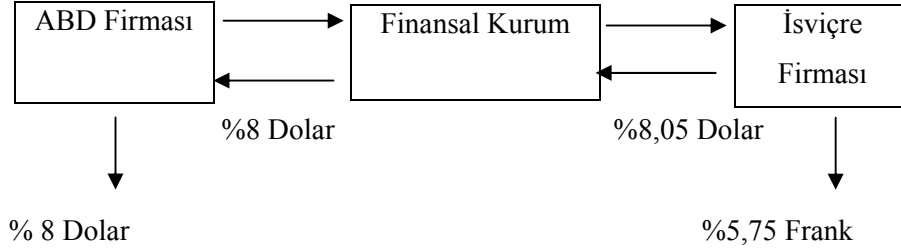
Tablodan görüleceği üzere, ABD firması dolar, İsviçre firması ise frank piyasasında diğer tarafa göre göreceli avantaja sahiptir. Bu avantaj piyasadaki tanınırlık, kredi kotaları, portföy çeşitlendirme gibi çeşitli unsurların bir sonucu olup sıklıkla rastlanılan bir durumdur.

ABD firması ve İsviçre firmasına iki piyasada önerilen oranların farkı eşit olmayıp, dolar piyasasında İsviçre firması ABD firmasına göre %0.5 fazla öderken, İsviçre frangı piyasasında ABD firması İsviçre firmasına göre yalnızca % 0.25 fazla ödemektedir. ABD firmasının frank ve İsviçre firmasının dolar cinsinden borçlanmak istediklerini düşünelim. Buna göre, ABD firması dolar pazarındaki göreceli avantajını kullanarak dolar borçlanacak, İsviçre firmasının da frank pazarındaki göreceli avantajını kullanarak frank borçlanacak ve her iki taraf daha sonra nakit akışlarını takas edeceklerdir. İki taraf arasında şöyle bir takas anlaşması düzenlenebilir:



Şekil 9: Döviz Swap İşlemleri Başlangıç Anapara Değişimi

Kar: %25 Frank %5,75 Frank % 0,005 Dolar %5,75 Frank %0,45 Dolar



Şekil 10: Döviz Swap İşlemleri Faiz Nakit Akışlarının Değişimi

Kaynak: Bal,2001:151

Böyle bir anlaşma, İsviçre frangı nakit akışlarına sahip olmak isteyen ABD firmasına yıllık olarak %0.25, dolar nakit akışlarına sahip olmak isteyen İsviçre firmasına %0.45 kar sağlar. Finansal kurum ise böyle bir anlaşmadan dolar bazında yıllık %0.05 kar sağlar. Üstelik her iki tarafta nakit akışlarını kur değişmelerine karşı kilitlediğinden potansiyel risklerden de (aynı zamanda potansiyel avantajlardan da) kendilerini korumuş olmaktadır. Bu işlemlerde iki taraf başlangıçta ve sonuçta ana paralarını değiştirecek ve ABD firması dolar cinsinden, İsviçre firması da frank cinsinden ana paralarını geri alacaklardır (Başlangıçtaki parite üzerinden).

Genel olarak para swap'ının sağladığı avantajlar şöyle sıralanabilir: (Usta,2002:238)

**Esneklik:** Para swap'ı vadeli işleme benzemektedir. Ancak swapın vadeli kurun korunmasına karşı en önemli özelliği esnekliğidir. Bu özellik swap tarafının kişisel gereksinimine uygun olarak yapılabilmesidir.

**Borçlarda İstikrar:** Bilançoda swap öncesi ve sonrası toplam borçlar değişmez.

**İşlemlerde Yalınlık:** Para swapının kapanış kuru olarak gişe kuru kullanılmaktadır. Böylece swap tarafları döviz yükümlülüklerini karşılıklı olarak bu gişe kurundan sonuçlandıracaklardır.

**Döviz Riskini Azaltma:** Para swapı ile döviz kurundaki dalgalanmalardan doğacak olan kur riski kısmen azaltılabilir.

**Maliyeti Azaltma:** Para swapında borç ve alacaklardaki döviz maliyeti vadeli işlemlere göre daha düşüktür.

Döviz swaplarının da sabit faizden sabit faize, sabit faizden değişken faize ve değişken faizden değişken faize döviz swapları olarak farklı türleri mevcuttur.

- **Sabit Faizden Sabit Faize Döviz Swapı**

Sabit faizli döviz swapında 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.(Kırım,1990:33).Bu swaplarda belirli bir döviz borcu için belirlenen sabit faiz ödemelerinin, diğer farklı bir döviz cinsinden belirlenen borcun, sabit faiz ödemesiyle takas edilir. Bu işlemde taraflar benzer vadeli anaparalarını karşılıklı olarak sabit faiz üzerinden değiştirirler.

- **Sabit Faizden Değişken Faize Döviz Swapı**

Bu swap türündeki vadedeki anapara ödemeleri de dahil olmak üzere, taraflardan biri değişken faizli belli para cinsinden borcunu, sabit faizli başka bir para birimine dönüştürürken; karşı taraf sabit faizli borcunu değişken faizli başka bir para birimine çevirmektedir. Taraflar, kendileri açısından avantajlı oldukları finans pazarlarında ilgili para birimleri üzerinden fon sağlamakta daha sonra farklı para birimlerinden sağlanan bu fonları, belirli bir kur üzerinden geri ödenmek üzere

karşılıklı olarak değiştirmektedirler. Sağlanan fonlardan bir değişken faizli, karşıt para ise sabit faizli olmakta ve swap anlaşması vade süresince faizlerinde taraflarca karşılıklı olarak ödenmesini kapsamaktadır (Akgüç,1998:103).

- **Değişken Faizden Değişken Faize Döviz Swapı**

Bu swaplar herhangi bir döviz cinsinden değişken faizli olarak borçlananların, bu borçlarını diğer bir değişken faizli, farklı döviz cinsindeki borca dönüştürme olanağı tanır. Bu durumda iki tarafta farklı döviz ve para piyasalarından borçlanma yeteneklerinden istifade ederek avantajlı borçlanma imkanına kavuşmuş olurlar (Ayva,2007:92).

#### **2.4.2.4.3.Swap İşlemlerinin Avantajları ve Dezavantajları**

Swap işlemlerinin başlıca avantajlarına değinmek gerekirse(Çıdamlı, 1996:156-157 );

- Swap işlemlerinin diğer tekniklere göre en önemli avantajı, işletmelere uzun vadeli korunma olanağı sağlamasıdır. Gelecek ve opsiyon sözleşmeleri en fazla 1-2 yıllık vadeler için söz konusu olurken, swap işlemlerinde 10 yıllık vadeler söz konusu olabilmektedir.

- Swap işlemleri bilanço dışı finansman imkânı sağlar. Döviz swapları muhasebe açısından kredi olarak değil, döviz işlemi olarak kaydedilir. Bu nedenle bilançoda görünmezler. Bilançoda görünmeyen swap getirileri işletmeler için ek bir finansman kaynağıdır.

- Swap işlemleri çeşitli piyasalar ve enstrümanlar arasında köprü görevi yapar. Diğer bir deyişle swap işlemleri kullanıcılarına kredi değerliliklerinin yeterli olmaması gibi nedenlerden dolayı giremedikleri piyasalara girme olanağı sağlar.

- Swap işlemleri çok esnek bir yapıya sahiptirler ve çok karışık nakit akımlarının yönetilmesinde kullanılabilirler.

- Swap sözleşmelerinde dokümantasyon işlemleri standarttır. Bunun sonucu olarak işlemler hızlı bir şekilde sonuçlandırılabilir.

- Swap piyasaları taraflara risk yönetiminde maliyetlerini düşürme imkânı sağlamaktadır. Taraflar karşılaştırmalı üstünlüğe sahip oldukları piyasalardan borçlanmakta daha sonra bu borçları birbirleriyle swap ederek maliyet tasarrufu sağlamaktadırlar.

Swap işlemlerinin başlıca dezavantajları ise şöyle özetlenebilir: (Çıdamlı, 1996:157).

- Swap işlemlerinde uygun karşı taraf bulmak güç olabilir. Bunun sonucu olarak swap işlemlerinin getirilerinin taraflar arasındaki paylaşımı sorun olabilir.

- Swap işlemleri kredi riski taşımaktadır. Örneğin, değişken faiz ödeyicisi faiz hadleri yükseliyorsa, sabit faiz ödeyicisi ise, faizler düşüyorsa yükümlülüklerini yerine getirmeyebilir ve karşı tarafı zarara sokabilir.

## **2.5.TÜRKİYE’DE VADELİ İŞLEMLER PİYASASI ve İZMİR VADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSASI**

### **2.5.1. Türkiye’de Vadeli İşlemler Piyasası ve Gelişimi**

Türkiye’de 1994 yılı ekonomik kriz sonrasında Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası tarafından açılan döviz forward piyasaları daha çok kambiyo piyasasında kontrolü yeniden sağlamak amacıyla kullanılmıştır. İthal veya ihraç edilen ürünlerde (altın,pamuk vs) karşılaşılabilecek risklerden korunmak amacıyla yurtdışı vadeli işlem borsalarında yapılan işlemler ile vergiye tabii olmadan gerçekleştirilen forward işlemler dışında ülkemizde vadeli işlem ve opsiyon uygulaması konusunda ilk

düzenleme 23.07.1995 tarih ve 22352 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan “Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Genel Yönetmelik” ile yapılmıştır.1999 yılı başında Avrupa para birimlerinin birbirine karşı sabitlenmesi ve 2002 yılı başında Euro’nun devreye girmesi ile uluslararası döviz vadeli işlem piyasalarında da paralel gelişmeler yaşanmıştır. Türkiye’de ise 15 Ağustos 2001 tarihinden itibaren İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Vadeli İşlemler Piyasasında Amerikan doları üzerine döviz vadeli işlem sözleşmeleri işlem görmektedir. (İstanbul Ticaret Odası,2006:11-49)

Türkiye’de türev ürünlerinin işlem görmeye başladığı ilk organize borsa olarak 3 Mayıs 1994’de İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda (İMKB) Vadeli İşlemler Piyasası Müdürlüğü kurulmuştur. Vadeli İşlemler Piyasası Müdürlüğü’nün amacı;para ve sermaye piyasalarında işlem yapan yatırımcılara ve portföy yöneticilerine hem riskten korunma imkanı sağlamak, hem de etkin bir portföy yönetimi imkanı sunmaktır.2001 yılı şubat ayında dalgalı kur sistemine geçilmesiyle birlikte döviz kurlarının gelecekte alacakları değerlere ilişkin belirsizlik artmış, bunun üzerine, döviz üzerine vadeli işlem sözleşmelerinin işlem göreceği piyasanın açılması çalışmaları hızlandırılmıştır. Bu doğrultuda, 15 Ağustos 2001 tarihinde, TL/Dolar vadeli işlem sözleşmeleri borsa salonu ortamında işleme açılmıştır.(<http://www.imkb.gov.tr/piyasalar/vadeli.htm>) Borsada 2003 yılı sonunda ise daha çok yatırımcıya ulaşmak amacıyla teminatlar ve sözleşme büyüklükleri düşürülmüş, TL/Euro vadeli işlem sözleşmeleri işleme açılmıştır. Bu gelişmeleri takiben 19 Ekim 2001 tarihinde fiyat ve faizlerin dalgalı seyrettiği bir ortamda işletmelerin risklerini etkin bir şekilde yönetmelerine imkan sağlayacak araçları sunmak amacıyla Türkiye’nin ilk özel borsa kuruluşu olarak Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş. kurulmuş ve 3 Şubat 2005 yılında faaliyete geçmiştir.



### 2.5.2. İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası AŞ

2001 Krizi sonrasında ekonomide yaşanan yapısal dönüşüm süreci ile birlikte, politika uygulayıcıları enflasyonla mücadele, kamu borcu, mali disiplin gibi ekonomideki belirsizlik alanlarının ortadan kaldırılmasına yönelik önemli adımlar atarken, uygulanmaya başlanan dalgalı kur rejimine bağlı olarak kur riski de piyasa oyuncuları tarafından üstlenilmiştir. Bu doğrultuda ülkemizde modern anlamda risk yönetiminin gelişmeye başlayabilmesi için uygun bir zemin oluşmaya başlamıştır. Bu kapsamda, 3 Şubat 2005 tarihinde faaliyete geçen İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası (VOB) yatırımcılara başta kur riski olmak üzere finansal risklerden korunmak için kurumsal olarak önemli bir fırsat sunmaktadır. (<http://www.tcmb.gov.tr/>)

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası AŞ, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 17/8/2001 tarihli ve 9/1101 sayılı Kararına dayanan, Devlet Bakanlığı'nın 3/9/2001 tarihli ve 2381 sayılı yazısı üzerine, 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 40'inci maddesine göre, 19/10/2001 tarih, 24558 Sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan 2001/3025 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile kurulan ülkemizdeki ilk özel borsa kuruluşudur. ([www.vob.org.tr](http://www.vob.org.tr)) VOB ülkemizde vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin (türev araçların) alınıp satıldığı tek borsadır.

Serbest pazar ekonomisine sahip ülkelerde fiyatlar piyasada gerçekleşen arz ve talebe göre oluşmaktadır. Sermayenin serbest dolaşımıyla dünyada yaşanan ekonomik dalgalanmalara karşı vadeli işlemler yoğun şekilde kullanılırken, ülkemizde de risk yönetimi araçlarına duyulan ihtiyaç son derece belirginken Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nın açılması işletmelerimize vadeli işlem sözleşmelerinden yararlanma fırsatı sunmuştur. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nda bankalar, aracı kurumlar, yatırım fonları, finansal olmayan şirketler ve bireysel yatırımcılardan oluşan çok geniş bir kitle işlem yapabilmektedir.

İzmir Vadeli İşlem Ve Opsiyon Borsası (VOB)' nda işlem gören sözleşmeler ise aşağıda sıralanmıştır:

- Döviz (Dolar/YTL, Euro/YTL)
- Hisse Senedi Endeksi (İMKB 30 Endeksi/İMKB 100 Endeksi )
- Faiz (365 ve 91 günlük Döviz İç Borçlanma Senedi)
- Emtia (Pamuk, Buğday,Altın)

VOB' da işlem gören döviz vadeli işlem sözleşmelerinin özellikleri ise aşağıdaki tablolarda verilmiştir.

**Tablo 5 : "VOB-YTL/Dolar" Vadeli İşlem Sözleşmesi Özellikleri**

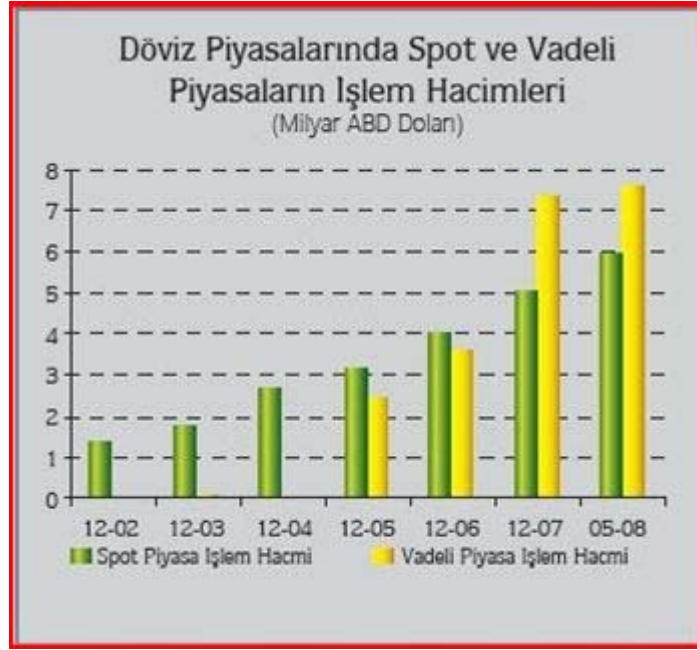
<b>Dayanak Varlık</b>	Yeni Türk Lirası/ABD Doları kuru
<b>Sözleşme Büyüklüğü</b>	1.000 ABD Doları
<b>Kotasyon Şekli</b>	1 ABD Doları'nın Yeni Türk Lirası cinsinden değeri virgülden sonra dört basamak halinde kote edilir (örn. 1,4155 YTL veya 1,4160 YTL).
<b>Günlük Fiyat Hareket Sınırı</b>	Baz fiyatın % $\pm 10$ 'udur.
<b>Minimum Fiyat Adımı</b>	0,0005 (Minimum fiyat adımının değeri 0,5 YTL'ye karşılık gelir.)
<b>Vade Ayları</b>	Şubat, Nisan, Haziran, Ağustos, Ekim ve Aralık (Aynı anda içinde bulunulan aya en yakın üç vade ayına ait sözleşmeler işlem görür. Bu üç vade ayından biri Aralık ayı değilse, Aralık vade ayı ayrıca işleme açılır.)
<b>Sözleşmenin Vadesi</b>	Her vade ayının son iş günü
<b>Son İşlem Günü</b>	Her vade ayının son iş günü
<b>Uzlaşma Şekli</b>	Nakdi uzlaşma
<b>Vade Sonu Uzlaşma Fiyatı</b>	TCMB'nin son işlem günü saat 15:30 itibariyle açıklayacağı gösterge niteliğindeki ABD Doları satış kuru
<b>Gün Sonu Uzlaşma Fiyatı</b>	Günlük uzlaşma fiyatı, ilgili sözleşmede açık pozisyonların yeniden değerlendirilmesinde esas alınan fiyattır. Seans sonunda günlük uzlaşma fiyatı şu şekilde hesaplanır: Seans sona ermeden önceki son 10 dakika içerisinde gerçekleştirilen tüm işlemlerin miktarlarına göre ağırlıklı fiyatlarının ortalaması günlük uzlaşma fiyatı olarak belirlenir. Eğer son 10 dakika içerisinde 10'dan az işlem yapıldıysa, seans içerisinde geriye dönük olarak bulunan son 10 işlemin ağırlıklı fiyatlarının ortalaması alınır.

Kaynak:www.vob.org.tr

**Tablo 6 : "VOB-YTL/EURO" Vadeli İşlem Sözleşmesi Özellikleri**

<b>"VOB-YTLEuro" Vadeli İşlem Sözleşmesi Sözleşme Özellikleri</b>	
<b>Dayanak Varlık</b>	Yeni Türk Lirası/Euro kuru
<b>Sözleşme Büyüklüğü</b>	1.000 Euro
<b>Kotasyon Şekli</b>	1 Euro'nun Yeni Türk Lirası cinsinden değeri virgülden sonra dört basamak halinde kote edilir (örn. 1,8865 YTL veya 1,8870 YTL).
<b>Minimum Fiyat Adımı</b>	0,0005 (Minimum fiyat adımının değeri 0,5 YTL'ye karşılık gelir.)
<b>Vade Ayları</b>	Şubat, Nisan, Haziran, Ağustos, Ekim ve Aralık (Aynı anda içinde bulunulan aya en yakın üç vade ayına ait sözleşmeler işlem görür. Bu üç vade ayından biri Aralık ayı değilse, Aralık vade ayı ayrıca işleme açılır.)
<b>Sözleşmenin Vadesi</b>	Her vade ayının son iş günü
<b>Son İşlem Günü</b>	Her vade ayının son iş günü
<b>Uzlaşma Şekli</b>	Nakdi uzlaşma
<b>Vade Sonu Uzlaşma Fiyatı</b>	TCMB'nin son işlem günü saat 15:30 itibarıyla açıklayacağı gösterge niteliğindeki Euro satış kuru
<b>Gün Sonu Uzlaşma Fiyatı</b>	<p>Günlük uzlaşma fiyatı, ilgili sözleşmede açık pozisyonların yeniden değerlendirilmesinde esas alınan fiyattır. Seans sonunda günlük uzlaşma fiyatı şu şekilde hesaplanır:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>▪ Seans sona ermeden önceki son 10 dakika içerisinde gerçekleştirilen tüm işlemlerin miktarlarına göre ağırlıklı fiyatlarının ortalaması günlük uzlaşma fiyatı olarak belirlenir.</li><li>▪ Eğer son 10 dakika içerisinde 10'dan az işlem yapıldıysa, seans içerisinde geriye dönük olarak bulunan son 10 işlemin ağırlıklı fiyatlarının ortalaması alınır.</li></ul>

Kaynak:www.vob.org.tr



Şekil11:Türkiye'deki Döviz Piyasalarında Spot ve Vadeli Piyasaların İşlem Hacimleri

Kaynak: www.tcmb.org.tr

Şekil 11'den görüleceği üzere ülkemizde vadeli işlemler piyasalarının gelişimi özellikle son dönemde önemli bir mesafe kat etmiştir.2002 yılında döviz piyasasında toplam işlem hacminin sadece yüzde 4'ünü oluşturan vadeli işlemlerin oranı, 2008 yılı Mayıs ayı itibarıyla yüzde 56 seviyesine ulaşmıştır. VOB'da türev araçların tümüyle gerçekleştirilen vadeli işlem hacmi 2005 yılının tamamında 3 milyar YTL düzeyinde iken, bu rakam 2008 yılı Nisan ayı itibarıyla aylık bazda 21 milyar YTL seviyesini aşmıştır. (<http://www.tcmb.gov.tr/> )

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### DÖVİZ KURU RİSKİNDEN KORUNMA TEKNİKLERİ ÜZERİNE ÖRNEK UYGULAMA

Döviz piyasalarının ve döviz risklerinin tanımlanmasının ve döviz piyasaları araçlarının tanıtılmasının ardından, son olarak bu bölümde, döviz kuru riskinden alternatif korunma stratejilerinin iki ayrı örnek üzerinde analizi yapılacaktır.

#### **Döviz Kuru Riskinden Korunma Stratejileri**

Döviz piyasası araçları kullanılarak çok çeşitli döviz kuru riskinden korunma stratejileri geliştirilebilir. Bu bölümde, önceki bölümlerde tanıtılmış olan araçlarla yaratılmış üç alternatif korunma yöntemi iki ayrı örnek üzerinde hem ihracatçı bir işletme hem de ithalatçı bir işletme açısından karşılaştırılacaktır. Karşılaştırmalarda korunma maliyetlerinin yanı sıra döviz kurlarındaki hareketlerden kaynaklanacak olası kar ya da zararlar göz önünde bulundurularak söz konusu işletmeler için en uygun korunma tekniğine karar verilecektir.

Yöntemler arasında sayısal bir karşılaştırmaya olanak sağlanması amacıyla aşağıda açıklanan örnek ve varsayımlar geliştirilmiştir. Örneklerde alış-satış kur farkları göz önünde bulundurulmamıştır.

#### **3.1.İhracat Yapan Bir İşletmenin Döviz Kuru Riskinden Korunması Üzerine Bir Örnek Uygulama**

Türkiye'deki ihracatçı bir işletme, Almanya'daki ithalatçı bir işletmeye üç ay vadeli 500.000 avro değerinde kuvars madeni satmıştır. Burada işletmenin döviz kuru riski, gelecek 3 ay içerisinde avronun Türk Lirası'na karşı değer kaybetmesi olarak tanımlanmıştır. Türkiye'deki ihracatçı işletme döviz kuru değişikliğinden

kendini korumak amacı ile türev piyasa araçlarından yararlanmak istemektedir. Türev piyasa araçlarına ilişkin veriler ve piyasa verileri varsayımsal olarak aşağıdaki gibidir.

Sözleşme konusu para: Avro

Sözleşme Büyüklüğü: 500.000€

Vade: 3 ay

Spot kur: 1€ =1,8578 YTL

3 ay vadeli kur: 1€ =1,8082 YTL

3 aylık Avro Satım opsiyonu kullanma fiyatı: 1,8200 YTL

3 aylık Avro Satım opsiyonu primi: Anlaşma tutarının %0,5' i oranındadır.(2500 €)

İşletmenin sermaye maliyeti : %12' dir.

Vade tarihindeki spot kur: 1€= 1,7000 YTL (1. durum)

Vade tarihindeki spot kur: 1€= 1,9010 YTL (2. durum)

Avro gelecek sözleşmesi büyüklüğü: 1000€

Şimdi ihracatçı işletmenin türev araçlar yardımıyla nasıl korunacağını ve bu araçlardan hangisinin işletme için en uygun olduğunu inceleyelim.

### **3.1.1.İhracat Alacaklarının Vadeli (Forward) Döviz Sözleşmeleri ile Döviz Kuru Riskinden Korunması**

İhracatçı işletme, 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. İşte bu nedenle işletme, kur riskinden korunmak için, kendi yerel parası için döviz satmak üzere vadeli bir döviz sözleşmesi yapar.

İşletme üç ay sonra elde edeceği 500.000,00 avroyu vadeli döviz piyasasında üç ay sonra teslim edilmek üzere  $1\text{€} = 1,8082$  YTL kuru üzerinden satacak ve 904.100 YTL ( $500.000 \times 1,8082$ ) nakit girişi sağlayacaktır. Böylece üç ay sonra spot piyasada oluşacak kurun hiç bir önemi kalmayacak ve işletme nakit akışlarını riskten koruyacaktır. İşletme üç ay sonra 904.100 YTL elde edecektir. Üç ay sonra ne kadar nakit akışı elde edileceğinin kesin olarak bilinmesi riski ortadan kaldırmaktadır. Buradaki risk, üç ay sonraki spot piyasada avro ile YTL arasındaki kurun ne olacağının belirsiz olmasından ortaya çıkmaktadır. Uluslararası faaliyette bulunan bu ihracatçı işletmeyi riskten korunma işlemine iten bu belirsizliktir.

İhracatçı işletme için üç ay sonra ne kadar nakit akışı elde edileceğinin kesin olarak bilinmesi riski ortadan kaldırmaktadır fakat üç ay sonra spot piyasada oluşacak kura göre işletmenin nakit akışı değişecektir. Şimdi, üç ay sonra spot piyasada oluşacak kurun vadeli kurdan düşük ve yüksek olması durumlarında işletmenin nakit akışını inceleyelim.

### **1. Durum. Üç ay sonra YTL karşısında avronun değeri düşerse;**

Üç ay sonra spot piyasadaki kur,  $1\text{€} = 1,7000$  YTL olursa;

Spot piyasada işlem yapacak olsaydı, ihracat alacağı karşılığında  $500.000 \times 1,7000 = 850.000$  YTL elde edecekti.

Fakat işletme forward anlaşması ile kuru  $1\text{€} : 1,8082$  YTL sabitlediğinden spot piyasada oluşan kur işletmeyi ilgilendirmemekte hatta yaptığı forward anlaşması ile spot kura göre 54.100 ek bir nakit akışı sağlamaktadır.

Forward Sözleşmeden Elde Edilen Net Kazanç =  $904.100 - 850.000 = 54.100$  YTL

### **2. Durum. Üç ay sonra YTL karşısında avronun değeri artarsa;**

Üç ay sonra spot piyasadaki kur,  $1\text{€} = 1,9010$  YTL olursa;

Spot piyasada işlem yapacak olsaydı, ihracat alacağı karşılığında  $500.000 \times 1,9010 = 950.500$  YTL elde edecekti.

Fakat işletme forward anlaşması ile kuru  $1\text{€} : 1,8082$  YTL sabitlediğinden, spot piyasada elde edeceği kazançtan mahrum kalacaktır. Çünkü yaptığı forward anlaşma ile 904.100 YTL nakit girişi sağlayacaktır. Yani, işletme spot kura göre 46.400 YTL' lik bir nakit kaybına uğrayacaktır.

Forward Sözleşmeden Elde Edilen Net Kayıp  $= 950.500 - 904.100 = 46.400$  YTL

Görüldüğü gibi burada avro ile YTL arasındaki kurun üç ay sonra spot piyasada ne olacağını tahminlenmesi önem kazanmaktadır. Eğer tahmin edilen döviz kuru değişikliği korunma (hedging) maliyetinden büyükse işletmenin hedging yapması yararlı olacaktır. Ancak tersi durumda ise işletme zarar edebilecektir. Döviz kurlarının tahminindeki güçlükler göz önüne alınırsa, işletmenin işlemin yapıldığı anda üç ay sonra ne kadarlık bir nakit akışı elde edeceğini kesin olarak bilmesi bile hedging işleminin yapılmasını gerekli kılabilir.

İhracatçının spekülasyon hareketi edip etmeyeceği, elde edeceği kur tahminlerinin güvenilirliğine bağlıdır. Ancak kısa vadeli kurun tahmin 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 spekülasyon kazanç sağlamaktan ziyade açık pozisyonlarını kur riskine karşı korumaktır.

### **3.1.2.İhracat Alacaklarının Döviz Gelecek Sözleşmeleri ile Döviz Kuru Riskinden Korunması**

Dövizde uzun pozisyon sahibi bir yatırımcının riski döviz fiyatlarının düşmesi, başka bir deyişle YTL'nin diğer para birimleri karşısında değer kazanmasıdır. Bu risk başta ihracatçılar olmak üzere döviz geliri elde eden kişi ve kurumları doğrudan



etkilemektedir. Döviz gelecek (futures) sözleşmelerinde kısa pozisyon olarak söz konusu riskten korunmak mümkündür.

Üç ay içinde YTL'nin değer kazanıp avronun değer kaybetmesi işletmenin zarar etmesine yol açacaktır. Dolayısıyla işletmenin spekülatif beklentiye girmeyip bu riske karşı kendini korumaya alması gerekmektedir. İşletmenin kendisine uygun riskten korunma stratejisi olarak döviz gelecek sözleşmesini seçtiğini varsayalım.

Avro gelecek sözleşmesi büyüklüğü 1000€ olduğundan satılacak sözleşme sayısı  $500.000 / 1000 = 500$  adettir.

Üç ay içinde YTL'nin değer kazanması yani avronun değer kaybetmesi riskine karşı kendisini korumak için sözleşme büyüklüğü 1.000 € olan üç ay vadeli avro gelecek sözleşmelerinden 500 adet sözleşmeyi 1,8578 YTL'den satacak ve 928.900 YTL ( $500 \times 1.000 \times 1,8578$ ) nakit girişi sağlayacaktır.

### **1.Durum : Üç ay sonra YTL karşısında avronun değeri düşerse;**

Üç ay sonra spot piyasadaki kur,  $1 \text{ €} = 1,7000 \text{ YTL}$  olursa, işletmenin ihracat alacağı  $500.000 \times 1,7000 = 850.000 \text{ YTL}$  olacaktır.

Ancak başlangıçta  $1\text{€}=1,8578 \text{ YTL}$  iken 500 adet avro sözleşmesi satılması ve karşılığında 928.900 YTL alınması sonra da kurun  $1 \text{ €} = 1,7000 \text{ YTL}$ 'ye düştüğünde 500 adet avro sözleşmesi satın alarak ve karşılığında 850.000 YTL verilmesi bu gelecek işleminden işletmenin 78.900 YTL kar etmesine yol açar.

Gelecek Sözleşmeden Elde Edilen Net Kazanç =  $928.500 - 850.000 = 78.500$   
YTL

Sonuç olarak geçen üç aylık sürede Türk lirası, avroya karşı değer kazandığında, işletme ihracat alacağı üzerinden zarara uğrayacak, fakat gelecek piyasasında yaptığı işlem üzerinden kâra geçecektir. Yani işletme yaptığı döviz gelecek sözleşmesi ile üç ay sonra kurda gerçekleşen düşüşten kendisini korumuş olacaktır.

## **2. Durum : Üç ay sonra YTL karşısında avronun değeri yükselirse;**

Üç ay sonra spot kurda avro değer kazanıp 1,9010 YTL'ye yükseldiğinde işletme avro başına 0,0928 YTL kar elde edecektir. Spot piyasada başlangıçta 500.000 avro 928.900 YTL (500.000 x 1,8578) iken, avronun değeri yükseldiğinde 950.500 (500.000 x 1,9010)YTL olmuştur. Yani kur oynamalarından dolayı işletme kazançlı duruma gelmiştir. Ancak başlangıçta gelecek piyasasında avro satma işlemi yapıldığı için ihracattaki kazanç oranında zarar edilmiş olur.

Gelecek Sözleşmeden Elde Edilen Net Kayıp = 950.500 - 928.900 = 21.600 YTL

Bu kez gelecek işlemi zarara yol açmıştır, ihracat alacaklarında, kur oynamalarından doğan ek kazancı götürmüştür. İşletme kur oynamalarından dolayı elde edebileceği ek kazanç fırsatını hedging amaçlı gelecek işlemi nedeniyle elden kaçırmıştır. Yani, gelecek piyasasında hedging yapmakla zarar olasılığını ortadan kaldırmakla birlikte olası kârların önüne de geçilebilmektedir.

### **3.1.3. İhracat Alacaklarının Döviz Opsiyon Sözleşmeleri ile Döviz Kuru Riskinden Korunması**

Burada ihracatçının endişesi avronun, YTL karşısında değer kaybetmesiyle ihraç bedeli karşılığında aldığı avroları daha az YTL ile değiştirmek zorunda kalmasıdır.

## **1. Durum : Üç ay sonra YTL karşısında avronun değeri düşerse;**

Üç ay sonra spot kurda avro değer kaybedip 1,7000 YTL'ye gerilediğinde işletmenin kazancı 850.000 YTL olacaktır.

Satım opsiyonunda uygulama fiyatı piyasada oluşan fiyattan büyük olduğu zaman opsiyonu kullanmak karlıdır.

İşletme 1€ = 1,8200 YTL den satım opsiyonu aldığı ve spot kurdan daha avantajlı olduğu için satım opsiyonunu kullanacaktır. Yani bu durumda işletme 1€ = 1,8200 YTL'den satma hakkını kullanır.

$$\text{Primin 3 ay sonraki değeri} = 2500 \times 1,8578 \times (1+0.03) = 4783.83 \text{ YTL}$$

$$\text{Satım Opsiyonu Sözleşmesinden Elde Edilen Kazanç} = (500.000 \times 1,8200) - 4.783,83 = 905.216,16 \text{ YTL}$$

$$\text{Satım Opsiyonu Sözleşmesinden Elde Edilen Net Kazanç} = 905.216,16 - 850.000 = 55.216,16 \text{ YTL}$$

## **2. Durum : Üç ay sonra YTL karşısında avronun değeri artarsa;**

Üç ay sonra spot kurda avro değer kazanıp 1,9010 YTL'ye yükseldiğinde işletmenin kazancı 950.500 YTL olacaktır.

Satım opsiyonunda uygulama fiyatı piyasada oluşan fiyattan düşük olursa bu opsiyon zararda demektir. Bu durumda işletme aldığı satım opsiyonunu işleme koymayacak, spot piyasada işlem yapacak ve zararı sadece ödediği opsiyon primi kadar olacaktır.

İşletme 1€ = 1,8200 YTL den satım opsiyonu almış fakat, üç ay sonra piyasada oluşan spot kur daha yüksek (1€ = 1,9010 YTL) gerçekleştiği için opsiyon kullanmaktan

vazgeçilecek ve spot piyasadan işlem yapılacaktır, fakat ödediği opsiyon primini geri alamayacak ve zararı bu primle sınırlı kalacaktır.

Spot Piyasadan Kazancı =  $(500.000 \times 1,9010) = 950.500\text{YTL} - 4.783,83 = 945.716,17\text{ YTL}$  olacaktır.

Spot Piyasadan Elde Edilen Net Kazanç =  $945.716,17 - 905.216,16 = 40.500,01\text{ YTL}$

### **3.1.4. Döviz Kuru Riskinden Korunmak için En Uygun Tekniğin Seçilmesi**

Gelecekteki döviz kuru değişimleriyle ilgili beklentilerin korunma stratejisi seçiminde ne kadar önemli olduğu görülmektedir.

Daha önce de belirttiğimiz gibi ihracatçı işletmenin döviz kuru riski, avronun YTL karşısında değer kaybetmesinden kaynaklanmaktadır. Eğer işletme kurun düşeceğini tahminliyorsa, bu riske karşı yukarıda incelediğimiz üç stratejiden işletme için en kazançlısı işletmenin avronun değer kaybetmesi riskine karşı 500 adet gelecek sözleşmesi ile kısa pozisyon alması olmaktadır. Yani işletme yaptığı döviz gelecek sözleşmesi ile üç ay sonra kurda gerçekleşen düşüştan kendisini korumuş olacaktır.

Ancak işletmenin tahminin gerçekleşmemesi yani, avronun YTL 'ye karşı değer kazanması durumunda ise işletme yaptığı gelecek sözleşmesi ile zarara uğrayacaktır. Aynı şekilde forward sözleşme yapmış olması durumunda da zarara uğrayacaktır. Fakat satım opsiyon sözleşmesi yapmış olsaydı opsiyonu kullanmama hakkını kullanarak spot piyasadan işlem yapıp zararını sadece ödediği primle sınırlandırabilecekti.

Görüldüğü gibi opsiyon, yüksek prim maliyetine karşın, sağladığı esneklik nedeniyle firmanın gerek kur riskini gerekse yükümlülükler nedeniyle gelen fırsat maliyetini engellemesine yardımcı olacaktır.

### **3.2.İthalat Yapan Bir İşletmenin Döviz Kuru Riskinden Korunması Üzerine Bir Örnek Uygulama**

Bir Türk işletmesi Amerika'dan gerçekleştirdiği cep telefonu ithalatı sonucunda dolar cinsinden 850.000,00 \$ dolar borçlanmıştır. İşletme borcunu üç ay sonra ödeyecektir. Eğer ithalatçı işletme kur riskine karşı korunma tedbiri almazsa YTL'nin dolar karşısında değer kaybetmesi durumunda borcunu ödemek için daha fazla YTL'ye ihtiyaç duyacaktır.

Burada işletmenin döviz kuru riski, gelecek 3 ay içerisinde YTL' nin dolara karşı değer kaybetmesi olarak tanımlanmıştır. YTL' nin dolar karşısında değer kaybetmesi işletmenin kârını azaltabileceği gibi zarara girmesine de neden olabilir. Bu nedenle işletme kendini bu riskten koruma yollarına başvuracaktır.

Türev piyasa araçlarına ilişkin veriler ve piyasa verileri varsayımsal olarak aşağıdaki gibidir.

Sözleşme konusu para: Dolar

Sözleşme Büyüklüğü: 850.000,00 \$

Vade: 3 ay

Spot kur: 1\$ = 1,1520 YTL

3 ay vadeli kur: 1\$ = 1,1680 YTL

Dolar gelecek sözleşmesi büyüklüğü:1000 \$

3 aylık Dolar Alım opsiyonu kullanma fiyatı: 1\$ = 1,1515YTL

3 aylık Dolar Alım opsiyonu primi: Anlaşma tutarının %0,5' i oranındadır.(4.250\$)

İşletmenin sermaye maliyeti : %12'dir.

Vade tarihindeki spot kur: 1\$ = 1,1510YTL (1. durum)

Vade tarihindeki spot kur: 1\$ = 1,1800 YTL (2. durum)

İşletmenin sermaye maliyeti %12'dir.

### **3.2.1.İthalat Borçlarının Vadeli Döviz Sözleşmeleri ile Döviz Kuru Riskinden Korunması**

Vadeli döviz piyasası araçlarının ithalat borçlarının kur riskine karşı korunmasına yönelik kullanılması, ihracatçının kur beklentilerinin tersi yönünde bir değişme ihtimaline dayanmaktadır. Yani ödemeye esas olan dövizin vadeli piyasada prim yaptığı, diğer bir ifadeyle zaman geçtikçe ithalatçının milli parasının değer kaybettiği ve böylece kur zararına uğrayacağı noktasından hareket edilmektedir. İthalatçı YTL' nin dolar karşısında değer kaybetmesinden endişelenmekte ve bu nedenle borcu kadar yani 850.000\$ tutarında forward sözleşme satın almaktadır. Dolayısıyla, vadeli sözleşme ile sağlanacak nakit çıkışı,  $850.000\$ \times 1,1680 = 992.800$  YTL

#### **1. Durum: Üç ay sonra YTL karşısında doların değeri düşerse;**

Üç ay sonra spot piyasadaki kur, 1\$ = 1,1510 YTL olursa;

Spot piyasada işlem yapsaydı; İthalat borcu için ödeyeceği tutar,  $850.000,00 \$ \times 1,1510 = 978.350,00$  YTL olacaktır.

Fakat işletme forward anlaşması ile kuru 1\$ : 1,1680 YTL'den sabitlediğinden, 992.800 YTL ödeyecek ve 14.450 YTL' lik bir kazanç kaybına uğrayacaktır.

Forward Sözleşmeden Elde Edilen Net Kayıp =  $992.800 - 978.350 = 14.450$  YTL

## **2.Durum. Üç ay sonra YTL karşısında doların değeri yükselirse;**

Üç ay sonra spot piyasadaki kur, 1\$ = 1,1800 YTL olursa;

Spot piyasada işlem yapsaydı; İthalat borcu için ödeyeceği tutar 850.000,00 \$ x 1,1800 = 1.003.000 YTL olacaktır.

Fakat işletme forward anlaşması ile kuru 1\$ : 1,1680 YTL sabitlediğinden, 992.800 YTL ödeyecek ve 10.200 YTL ek bir nakit akışı sağlamaktadır.

Forward Sözleşmeden Elde Edilen Net Kazanç = 1.003.000 - 992.800 = 10.200 YTL

Böylece ithalatçının vadeli dolar alımının kârlı bir sonuç verdiği ortaya çıkmaktadır.

### **3.2.2.İthalat Borçlarının Gelecek Döviz Sözleşmeleri İle Döviz Kuru Riskinden Korunması**

Döviz borcu olan bir yatırımcı için risk Türk Lirası'nın değer kaybetmesidir. Türk Lirası'nın değer kaybetmesi durumunda ithalatçı aldığı cep telefonları karşılığında daha fazla Türk Lira'sı ödemek zorunda kalacaktır. Bu riske maruz kalan yatırımcı döviz gelecek (futures) sözleşmesinde uzun pozisyon olarak korunabilir. Risk gerçekleşir ve YTL değer kaybederse spot piyasada uğranılan zarar, futures işleminden elde edilen karla karşılanır.

İşletme ithalat borcunda döviz kuru riskinden korumak için döviz gelecek sözleşmesi satın alır. Dolar gelecek sözleşmesi büyüklüğü 1000\$ olduğundan alınacak gelecek sözleşme sayısı 850.000 / 1000 = 850 adettir.

Üç ay içinde doların değer kazanması yani YTL' nin değer kaybetmesi riskine karşı kendisini korumak için sözleşme büyüklüğü 1000\$ olan üç ay vadeli dolar gelecek sözleşmelerinden 850 adet sözleşmeyi 1,1680 YTL'den alacak ve 992.800 YTL (850 x 1.000 x 1,1680) ödeme yükümlülüğü altına girecektir.

### **1.Durum: Üç ay sonra YTL karşısında doların değeri düşerse;**

Üç ay sonra spot kurda dolar değer kaybedip 1,1510 YTL'ye gerilediğinde işletme dolar başına 0,017 YTL kar elde edecekti. Ancak işletme sözleşme büyüklüğü 1.000 \$ olan 850 adet dolar gelecek sözleşmesi satın aldığı için  $850.000 \times 1,1680 = 992.800$  YTL'lik bir borç ödeme yükü altına girmiştir. Üç ay sonra oluşan spot kurdan işlem yapsaydı, YTL değerlendiği için borcu 978.350 YTL'ye düşecek ve toplamda 14.450 YTL kar edecekti yani daha az ödeyecekti.

Ancak, dolarları  $1\$ = 1,1510$ YTL kuru yerine  $1\$ = 1,1680$  YTL' den aldığı için gelecek sözleşmesi zararı;  $((1,1680-1,1510) \times 1000 \times 850) = 14.450$  YTL olacaktır. Bu arada, kurlar spot piyasaya göre lehine geliştiği için elde edeceği kâr;  $[(1,1520 - 1,1510) \times 1000 \times 850] = 850$  YTL olduğundan toplam zararı,  $850 - 14.450 = 13.600$  YTL olacaktır.

Sonuç olarak geçen üç aylık sürede Türk lirası, dolara karşı değer kazandığında, işletme ithalat borcu üzerinden kar elde edecek, fakat gelecek piyasasında yaptığı işlem üzerinden zarara geçecektir.

### **2.Durum. Üç ay sonra YTL karşısında doların değeri yükselirse;**

Üç ay sonra spot piyasadaki kur  $1\$ = 1,1800$  YTL olursa;

Spot piyasada işlem yapsaydı; İthalat borcu  $850.000,00 \$ \times 1,1800 = 1.003.000$ YTL olacaktı. Fakat işletme gelecek anlaşması ile sözleşme büyüklüğü 1.000 \$ olan 850 dolar sözleşmesini  $1\$ = 1,1800$  YTL kuru yerine anlaştığı fiyat olan  $1 \$ : 1,1680$  YTL aldığı için;

Gelecek sözleşmesi kârı  $= (1,1800 - 1,1680) \times 1000 \times 850 = 10.200$  YTL



Toplam zarar =  $10.200 - [(1,1800 - 1,1520) \times 1000 \times 850] = 13.600$  YTL olacaktır.

Yani, işletme sözleşme büyüklüğü 1.000 \$ olan 850 adet dolar gelecek sözleşmesi satın aldığı için spot piyasadaki söz konusu zarar dolar gelecek sözleşmesinden elde edilen 10.200 YTL'lik bir karla telafi edilecektir. Ancak başlangıçtaki spot kura göre forward kuru kullanmasından dolayı da zarar etmiş olacaktır.

Görüldüğü gibi gelecek piyasasında işlem yapıldığı takdirde, kurların lehte ya da alehte değişmesi hiçbir şey değiştirmemekte ve ithalatçının zararı 13.600 YTL ile sınırlı kalmaktadır.

### **3.2.3.İthalat Borçlarının Döviz Opsiyon Sözleşmeleri ile Döviz Kuru Riskinden Korunması**

Şimdi de döviz kuru riskinden korunmak için ithalatçı işletmenin döviz opsiyonlarından yararlandığını varsayalım.

İthalatçı, kur riskinden korunmak için, vadesi geldiğinde dolar borcunu ödemek için döviz alım opsiyon sözleşmesi satın alır.

#### **1.Durum: Üç ay sonra YTL karşısında doların değeri düşerse;**

Üç ay sonra spot kurda dolar değer kaybedip 1,1510 YTL'ye gerilediğinde işletme spot piyasadaki 850.000 dolar almak için 978.350 YTL ödeyecek, fakat opsiyonu kullanacak olursa söz konusu doları almak için 978.775 YTL ödemek zorunda kalacaktır.

Alım opsiyonunda uygulama fiyatı, piyasada oluşan fiyattan yüksek olduğu zaman opsiyon değersiz hale gelir ve kullanılmaz. Bu durumda işletme aldığı alım opsiyonunu işleme koymayacak, spot piyasada işlem yapacak ve zararı sadece ödediği opsiyon primi kadar olacaktır.

Opsiyon Primi = 4.250\$ x 1,1520 = 4.896 YTL olacaktır.

Primin üç ay sonraki değeri = 4896 x (1+0.03)= 5.042,88 YTL

Alım opsiyonunu kullanmamaktan kaynaklanan zarar = 5.042,88 YTL

Alım opsiyonunu kullanması durumundaki nakit akışı = 978.775 + 5.042,88 = 983.817,88 YTL

Alım opsiyonunu kullanmama sonucu nakit akışı = 978.350 + 5.042,88 = 983.392,88 YTL

Yani ithalatçı işletme opsiyonu kullanmayarak ithalat borcu için 983.392,88 YTL ödeyecektir.

## **2. Durum : Üç ay sonra YTL karşısında doların değeri artarsa;**

Alım opsiyonunda uygulama fiyatı piyasada oluşan fiyattan düşük olduğu zaman opsiyonu kullanmak karlıdır.

Üç ay sonra spot kurda doların değeri artarsa ve 1\$ = 1,1800 olursa işletme borcu olan 850.000 doları spot piyasadan almak için 1.003.000 YTL ödeyecek, fakat alım opsiyonu sözleşmesini kullanırsa 1\$= 1,1515 YTL'den işlem yapacak ve söz konusu doları almak için 978.775 YTL ödemek zorunda kalacaktır.

Yani bu durumda işletme söz konusu doları 1€ = 1,1515 YTL'den alım hakkını kullanacaktır.

Opsiyon Primi = 4.250\$ x 1,1520 = 4.896 YTL olacaktır.

Primin üç sonraki değeri = 4896 x (1+0.03)= 5.042,88 YTL

Alım Opsiyonu Sözleşmesinin Sağladığı Nakit Akışı= (850.000 x 1,1515)+5042.88 = 983.817,88 YTL

Görüldüğü gibi opsiyon primiyle beraber işletme 983.817,88 YTL ödeyerek ithalat borcu için gerekli 850.000 doları opsiyon sözleşmesini kullanarak alabilecektir.

### **3.2.4. Döviz Kuru Riskinden Korunmak için En Uygun Tekniğin Seçilmesi**

İthalatçı işletmenin döviz kuru riski, doların YTL karşısında değer kazanması yani YTL nin değer kaybetmesidir. Bu riske karşı yukarıda varsayımsal verilerle incelediğimiz üç stratejiden işletme için en kazançlısı işletmenin doların değer kazanması riskine karşı vadeli dolar alım sözleşmesi ile uzun pozisyon almasıdır. Fakat bu karar verilirken ileri vadeli kurların öngörülmesi çok büyük önem taşımaktadır. Öngörülen kurlara göre işletme kendisine sunulan opsiyon kullanım fiyatlarından birini seçecektir. Aslında opsiyon sözleşmelerinin esnekliğine rağmen örneğimizde geliştirilen kurlar açısından opsiyon sözleşmesi ile korunmak firma açısından faydalı görünmemektedir.

Aynı zamanda işletme piyasa fiyatlarında önemli bir artış olmayacağını tahminliyorsa, ya da fiyatların kendi lehine gerçekleşeceğini düşünüyorsa riskten korunmama kararı almak daha maliyetsiz bir seçenek olarak karşısına çıkacaktır.

## SONUÇ ve ÖNERİLER

Dünya ekonomisindeki globalleşme süreci, ticari engellerin kaldırılması ve mali piyasaların bütünleşmesi, ülkeler arasında ticaret ve yatırım ilişkilerinin yoğunlaşmasına yol açmış ve uluslararası para sisteminde 1973 yılından sonra dalgalı kur sistemine geçilmesiyle döviz piyasalarında artan oranda istikrarsızlık ve belirsizlikler yaşanmaya başlanmıştır. İşte bu döviz piyasalarındaki belirsizliklerde döviz kuru riskini ortaya çıkarmıştır. Döviz kuru riski döviz kuru değişmelerinin yarattığı zarar etme olasılığıdır. Uluslararası ticari işlem hacminin büyümesi ve döviz kuru uygulamasında liberalizasyona geçilmesi, uluslararası faaliyette bulunan işletmelerin, döviz kuru riskinden zarar görmelerine yol açmaya başlamıştır.

Uluslararası alanda mal ve hizmet alış-verişlerinde bulunan ihracatçı ve ithalatçı işletmeler döviz pozisyonlarının dengede olmaması durumunda kurdaki dalgalanmalardan olumsuz yönde etkilenerek kur riski ile karşı karşıya kalırlar. Çokuluslu işletmeler ise yabancı ülkedeki şirketlerinin hesaplarını kendi ulusal paralan cinsinden kayıt altına almaları nedeniyle muhasebe kayıtlarından kaynaklanan kur farkı zararıyla karşılaşılırlar.

Döviz kurlarında belirsizlik ve yüksek oranlı dalgalanmalar, işletmelerin hem yurt içi hem de yurt dışı faaliyetleri üzerinde, kısa dönemde finansman kararlarını ve uzun dönemde stratejik kararlarını ve dolayısıyla maliyet ve rekabet güçlerini de önemli ölçüde etkiler hale gelmiştir. Bu da işletmelerin döviz kuru riskine karşı korunmasını zorunlu kılmaktadır. Buna rağmen işletmelerin riske karşı tutumları farklı olabilmektedir. Bazı işletmeler riske maruz kalmamak için alacak ya da borçlarını tamamen riskten koruma yollarına başvururken bazıları gerek riskten korunma araçlarını yeteri kadar bilmediklerinden gerekse tercih etmediklerinden riskten korunmazken, bazıları da riske maruz kalan alacak ya da borçları için seçici olarak korumaya gitmektedirler.

Serbest döviz piyasasının oluşturulması ve döviz kullanımının artması Döviz kuru riskinin önemini firmalar ve finans çevrelerince anlaşılması döviz yönetimine olan ilgiyi arttırmış ve bu riskten korunmak için yeni teknikler geliştirilmesine sebep olmuştur. Kur riski yönetimine ilişkin bu teknikler kendi şartları sağlandığında döviz kuru riskini ortadan kaldırmakta veya azaltmaktadırlar.

Çalışmamızda, uluslararası işletmeler ve faaliyet türleri, döviz ve döviz piyasası, döviz kuru sistemleri, döviz kurları, ve bu piyasalardaki işlem türleri incelenmiş daha sonra döviz kuru riskinin uluslararası işletmeler açısından önemi, bu riskin çeşitleri ve bu riskten korunmak için kullanılan işletme içi ve işletme dışı teknikler analiz edilmiş, türev piyasaların Türkiye'deki gelişimi incelenmiş uygulama bölümünde de ülkemizdeki gerek bankalardan gerekse işletmelerden vadeli işlem sözleşmelerini kullanımlarına ve döviz kuru riski yönetimlerine ilişkin veri sağlanamamasından dolayı varsayımsal iki işletme üzerinde hedging yöntemi finansal türev araçlarla irdelenmiş ve iki işletme içinde en uygun tekniğin seçilmesine çalışılmıştır.

Hedging işlemi gelecekteki döviz kuru dalgalanmalarından kaynaklanan riskin azaltılmasını sağlayacak korunma yöntemlerine ifade etmektedir. İşte bu amaçla finans piyasalarında geliştirilen ve sözleşmelerle yapılan forward (vadeli), futures (gelecek), swap ve opsiyon teknikleri dışsal teknikler olarak adlandırılmaktadır.

Forward işlem, ileri bir tarihte yapılacak işlemin bugünden kurunun, miktarının ve kesin valörünün belirlenmesidir. Forward sözleşmeler vadeli işlemlerin en basitidir. Forward işleminde alım ve teslim anlaşması arada üçüncü bir taraf olmaksızın, alıcı ve satıcı arasında belirlenen miktarlar üzerinden yapılmaktadır.

Forward işlemler bilançoda değişiklik yaparak şirketin borç/öz kaynak oranını değiştirirler, ve bu sözleşmeler vadesinde yerine getirildiğinden nakit akışları kontrol

edilebilir, ayrıca spot döviz kurundaki dalgalanmalar göz önüne alınmaksızın, alınan veya satılan parayı belli bir döviz kurundan kesinleştirir. Başlıca dövizler için bir yıla kadar çok likit vadeli piyasalar bulunur. Bu da istenilen döviz cinsinden korunma yapmak için esneklik sağlar. Vadeli döviz sözleşmelerinde miktar ve vade standardizasyonunun olmaması ve büyük miktarlarda işlem yapılması durumunda pazarlık gücünün artması tam korunmayı mümkün kılmaktadır. Ayrıca vadeli kurların faiz oranı farklılıklarından güvenilir bir şekilde hesaplanabilmesi de vadeli işlemleri cazip kılan nedenlerdendir.

Forward sözleşmelerde vade boyunca piyasada hiçbir nakit akışı olmaması bu tip sözleşmeye taraf olan kişi veya kurumların bu süre içinde, ellerinde bulunan atıl fonları istedikleri şekilde bir yatırıma kanalize etme imkânını ortadan kaldırmaktadır. Forward sözleşmelerde karşı tarafın taahhüdünü yerine getirmemesi veya sözleşmeye uymaması halinde garantör mekanizması olmadığı için çok büyük sayılabilecek zararlarla karşı karşıya kalılabilmektedir. Forward sözleşmelerin en büyük dezavantajlarından biri bu sözleşmeleri vadesinden önce kapatmanın zor olmasıdır. Vadeli sözleşmeden kurtulmanın tek yolu, bu sözleşme hangi karşı taraf ile yapılmışsa, onunla anlaşmayı feshetmek konusunda anlaşma yoluna gitmek veya yapılan sözleşmenin tersi bir başka sözleşme yapıp her iki sözleşmeyi de vade sonuna kadar taşımaktır.

Gelecek sözleşmeleri, standart miktar ve kalitedeki bir fiziksel veya finansal varlığın önceden belirlenmiş bir fiyattan gelecekte belirli bir tarihte ve yerde teslim etme ya da teslim almaya ilişkin sözleşmeler olarak belirttik. Gelecek sözleşmeleri organize borsalar da işlem görürler ve işlemlerin kapatılması için genelde vade sonu beklenmez, pozisyonu dengeleyici karşı alım veya satımlar yapılır.

Gelecek sözleşmeleri gelecekteki fiyat belirsizliklerini ortadan kaldırdıkları için ve bunun yanında opsiyon sözleşmelerindeki gibi prim söz konusu olmadığı için maliyet avantajı sağladığından riskten korunmada tercih edilen araçlar arasındadır. Ayrıca bu sözleşmeler borsada işlem görmelerinden dolayı tarafların kredi riskini de ortadan kaldırmaktadır. Fakat gelecek sözleşmelerinin borsalarda standart miktarlar

ve vadelerde yapılması tarafların sözleşme üzerindeki serbestilerini ortadan kaldırmaktadır. Ayrıca bu sözleşmelerde zarar riskinden kurtulmanın bedeli kardan mahrum kalmaktır.

Opsiyon sözleşmesi, sözleşmeye konu belirli (standart) miktar ve kalitedeki varlığı önceden belirlenen bir fiyatla ilerideki bir vadede veya öncesinde alım ve satımını konu alan, sözleşme alıcısı tarafa sözleşmeyi kullanma ya da kullanmama konusunda seçimlik hak tanıyan ve bu hak karşılığında alıcıyı prim denilen bir bedeli opsiyon satıcısına ödemek durumunda bırakan bir vadeli işlem aracıdır. Bir opsiyon işleminde opsiyon alıcısı alım veya satım taahhüdüne girmemekte, opsiyonun vadesi bitiminde alım veya satımın gerçekleşmesi alıcının tercihine bırakılmaktadır. Alıcı hakkını kullanmak istediği takdirde, opsiyon satıcısı da kendi yükümlülüğünü yerine getirmek zorunda kalmaktadır. Bu yüzden opsiyonlar, tarafların karşılıklı taahhüdü altına girdikleri forward anlaşmalarına göre daha esnek olmaktadır. Ayrıca opsiyonlarla istenilen anda borsada işlem yapılabilmesi, likiditeyi artırır, piyasayı derinleştirir. Fakat opsiyon sözleşmelerinde sözleşme kullanılsın ya da kullanılmasin başta yatırılan ve geri ödenmeyen opsiyon primi ek bir maliyet unsuru olmaktadır.

Swap, döviz kurları ve faiz oranları risklerine karşı geliştirilen, ve genellikle değişken faizli kredi bulma olanağı olmayan tarafın elde ettiği sabit faizli krediyi, değişken faizli krediye sahip bir başka tarafla değiştirme şansı veren ve böylece iki tarafında riskini azaltan bir tekniktir.

Swap işlemlerinin diğer tekniklere göre üstünlüklerini de şöyle sıralayabiliriz; Gelecek ve opsiyon sözleşmeleri en fazla 1-2 yıllık vadeler için söz konusu olurken, swap işlemlerinde 10 yıllık vadeler söz konusu olabilmekte yani swap işlemleri taraflar uzun vadeli korunma imkanına ulaşabilmektedirler. Swap işlemleri işletmelere bilanço dışı ek bir finansman imkânı sağlamaktadır. Şöyle ki, döviz swapları muhasebe açısından kredi olarak değil, döviz işlemi olarak kaydedildiklerinden bilançoda görünmezler ve bilançoda görünmeyen swap getirileri işletmeler için ek bir finansman kaynağıdır. Swap işlemleri kullanıcılarına kredi

değerliliklerinin yeterli olmaması gibi nedenlerden dolayı giremedikleri piyasalara girme ve istedikleri şartlarda elde edemedikleri kredileri bulma şansı vermektedir. Ayrıca swap sözleşmelerinde dokümantasyon işlemlerinin standart olması işlemlerin hızlı gerçekleşmesini sağlamaktadır.

Swap işlemlerinin bazı sakıncaları da şunlardır; Swap işlemlerinde bazen uygun karşı taraf bulmak güç olmakta veya swap işlemlerinin getirilerinin taraflar arasındaki paylaşımı sorun olmaktadır. Ayrıca, swap işlemlerinde garantör mekanizması olmadığından değişken faiz ödeyicisi faiz hadleri yükseliyorsa, sabit faiz ödeyicisi ise, faizler düşüyorsa yükümlülüklerini yerine getirmek isteyebilir ve karşı tarafı zarara sokabilir, işte bu nedenle de swap işlemi kredi riski taşımaktadır.

Türkiye’de 1980 yılından önce döviz bulundurma ve döviz kullanma yetkisi sadece Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’na aitken 1980 yılında başlayan liberalizasyon süreci ile uluslararası ticarete gelişmeler yaşanmış, günlük kur uygulamasına geçilmiş ve daha sonraki yıllarda da döviz piyasasında kurlar arz ve talebe göre belirlenmeye başlanmıştır. 1988 yılında ilk döviz piyasası Tahtakale’de kurulmuştur. Günümüzde ise ülkemizde Merkez Bankası Döviz Piyasası, Bankalar arası Döviz Piyasası, ve Serbest Döviz Piyasası olmak üzere üç döviz piyasası mevcuttur.

Türkiye’nin ilk özel borsa kuruluşu olan Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş. ise işletmelerin döviz kuru ve faiz dalgalanmalarına karşı korunmalarını sağlayacak araçları sunmak amacıyla 3 Şubat 2005 Tarihinde faaliyete geçmiştir. Bu borsanın kuruluş amacı işletmelerin risk yönetim ihtiyaçlarının etkin bir şekilde karşılanmasıdır. Borsanın bu amaçla sunduğu ürünler sayesinde finansal sistemimizde önemli bir eksiklik giderilmiştir. VOB ’un kurulması ülkemizde vadeli işlemler piyasasının hızlı bir şekilde gelişmesi için atılmış çok önemli bir adımdır. VOB vadeli fiyatların oluşturulması ile risk yönetimi ve yatırım alanında ekonominin ihtiyacını karşılayacak etkin bir görev üstlenmiştir.



Ülkemizde Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nın kurulması hem spot piyasaların hem de vadeli piyasaların gelişmesine ve derinleşmesine büyük katkı sağlasa da yine de VOB' un dünya çapındaki vadeli işlemler borsalarıyla rekabet edecek konuma gelmesi ve işlem hacminin artarak piyasanın derinleşmesi için daha çok yatırımcının piyasaya çekilmesi ve daha fazla ürünün işlem görmesi için gerekli şartların sağlanmasına ve VOB' un daha fazla tanıtılmasına gerek olduğu kanısındayız.

## KAYNAKLAR

- Akçaoglu, E. (2002). *Finansal Türev Ürünlerin Vergilendirilmesi*. Ankara:Turhan Kitabevi.
- Akgüç, Ö. (1988). *Bankacılıkta Gelişmeler: Para ve Sermaye Piyasası*. Yıl: 10, sayı: 114.
- Akgüç Ö. (1998). *Finansal Yönetim*. İstanbul: Avcıol Basım Yayın, Yedinci Baskı.
- Aksel Eyyüboğlu, H.A. (1995). *Risk Yönetim Aracı Olarak Futures Piyasaları*, Ankara:Sermaye Piyasası Kurulu, 1. Basım.
- Aksoy, A. (1987). *Menkul Kıymet Yatırımlarının Analizi*. Ankara.
- Alkin, E. (1981). *Uluslararası Ekonomik İlişkiler*. İstanbul.
- Apak, S. (1992). *Uluslararası Finansal Teknikler Analiz Teori Uygulama*. İstanbul: Emlak Bankası Yayınları
- Apak, S. (1993). *Uluslar Arası Bankacılık ve Finansal Sistemler*, İstanbul:Emlak Bankası Yayınları.
- Aren, S. (1981). *İstihdam Para ve İktisadi Politika*, Ankara: 6. Baskı
- Bal, H. (2001). *Uluslararası Finansman, Dış Borç Yönetimi ve Türkiye*, Türkiye Bankalar Birliği, İstanbul:Yayın No:222.
- Beidleman, C.R. (1985). *Financial Swaps*, Pennsylvania, Dow Jones-Irwin.
- Bolak, M. (2004). *Risk ve Yönetimi*, İstanbul:Birsen Yayınevi.
- Buckley A. (1992). *Multinational Finance*. Prentice Hall.Second Edition,
- Ceylan, A. (2002). *Finansal Teknikler*. Bursa: Ekin Kitabevi Yayınları, 4.Baskı
- Daniel, R. ve Siegel, F. (1990). *The Futures Markets*, Probus Publishing.
- Doğukanlı, H. (2001). *Uluslar Arası Finans*. Adana: Çukurova Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi, 1. Baskı.
- Dönmez, Ç. A. ve Diğerleri, (2002). *Finansal Vadeli İşlem Piyasalarına Giriş*, İstanbul: İMKB Vadeli İşlemler Piyasası Müdürlüğü, Tasarım Matbaacılık,

- Eiteman D. K. ve Stonehill A. (1989), *Multinational Business Finance, 5th Ed, Addison - Wesley Publishing*.
- Erdem Y.(1993). *Vadeli İşlem Piyasaları “Forward & Futures” ve Türkiye’de Oluşumunun Ekonomik Şartları*. Ankara: Araştırma ve Planlama Müdürlüğü.
- Erdoğan, N. *Uluslararası işletmelerde Mali Risk ve Yönetimi*, 2. Basım.
- Ersan, İ. (1988). *Bankalarda Döviz Yönetimi*. T. Bankalar Birliği, Ankara:Yayın No:150, Konferans Serisi No:48
- Ersan, İ. (1998). *Finansal Türevler*. İstanbul, Literatür Yayıncılık. 2.Basım
- Eryürek, Ş. (1987). *Döviz Pozisyonu Ve Ticareti*. İstanbul: Anadolu Bankası Eğitim Yayınları.
- Fitzgerald, M.D. (1987). *Financial Options*, London, Euromoney Publications.
- Giddy H. G. ve Abraham I.M. (1983). *International Finance Handbook*.
- Gönenli, A. (1983). *İşletmelerde Finansal Yönetim*, İstanbul: 4. Baskı.
- Gümüseli, S. (1994). *Döviz Kuru ve Faiz Oranı Risklerinden Korunma Teknikleri* , Ankara: Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Yayın No: 170
- İstanbul Ticaret Odası, (2006). *Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsaları*, İstanbul: yayın no:2006-19.
- İşgüden, T. ve Akyüz, M. (1989). *Uluslararası İktisat*. İstanbul: Evrim Kitabevi.
- Kabaalioğlu, A. H.(1986) *Çok Uluslu İşletmeler ve Bazı Tanım Denemeleri*, Derleyen İnan Özalp, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları No: 163.
- Karluk, R. (1984). *Uluslararası Ekonomi*. İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi.
- Karluk, R. (1991). *Uluslar Arası Ekonomi, Dış Ticaret Teorisi,Dış Ticaret Politikası,Bölgesel Ekonomik Birleşmeler,Parasal Uluslar Arası Ekonomi,Uluslar Arası Parasal İlişkiler*. İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi.
- Karluk, R. (1986). *Uluslararası İktisat*, Ankara: Anadolu Üniversitesi Yayını, No: 75.

- Kaya, S. (2003). *Uluslararası Bankacılık Uygulamaları: (Bankalarda Dış Ticaret İşlemleri ve Uygulaması). ICC – UCP 500 ve +e UCP*. Ankara, 2. Baskı
- Kazgan, G. (1972). *Uluslararası Ekonomi*. CP. Kindle Berger'den Uyarılama, İstanbul.
- Kırım, A. (1991). *Mali Risk Yönetimi Açısından Forward Döviz ve Faiz Piyasaları*. Bankacılar, T.Bankalar Birliği Yayını, Yıl:1, Sayı: 4.
- Kırım, A. (1991). *Mali Risk Yönetimi Açısından Döviz ve Faiz Opsiyonları*, Bankacılar T. Bankalar birliği yayını, yıl:2 sayı:5.
- Kırım, A. (1990). *Mali Risk Yönetimi Açısından Döviz ve Faiz Swapları*, Bankacılar, T. Bankalar birliği yayını, yıl:1 sayı:2.
- Kırım, A. (1990). *Mali Risk Yönetimi Açısından Gelecek (Futures) Piyasaları*, Bankacılar, T. Bankalar birliği yayını, yıl:1 sayı:3.
- Kutal, G. (1982). *Çok Uluslu Şirketler*, İstanbul: İ.Ü. İktisat Fakültesi Yayını, no.451, Gür-Ay Matbaası.
- Leuthold, Raymond M. ve Digerleri, (1989). *The Theory and Practice of Futures Markets*, Toronto, Lexington Boks.
- McRAE, T.W, Walker,D.P,(1980). *Foreign Exchange Management*, London. Prentice Hall
- Milletlerarası Ticaret Odası Türkiye Milli Komitesi Yayınları, (1987). *Kur Riskinin Kontrolü*, Ankara. Yayın No: 442
- Mucuk, İ. (2003). *Modern İşletmecilik*. İstanbul: Der Yayınları.
- Müminoğlu,M. (1994). *Yeni Mali Ürünler ve Türkiye'de Uygulanması İçin Gerekli Düzenlemeler*.
- Oksay, S. (2001). *Döviz Kuru ve Ödemeler Bilançosu Politikaları*.
- Öcal T. ve Çolak Ö.F.(1999). *Finansal Sistem ve Bankalar*. Ankara: Nobel Yayınları, Birinci Baskı.
- Önertürk, P. (1980).*Uluslararası Parasal Gelişmeler ve Türkiye*. Ankara.

- Önertürk, P. (1980). *Uluslararası Parasal Gelişmeler ve Türkiye*, Ankara.
- Örten R. ve Örten İ.(2001). *Türev Finansal Araçlar ve Muhasebe Uygulamaları*. Ankara: Gazi Kitabevi. (Birinci Baskı).
- Özalp, İ. (1976). *Çok Uluslu İşletmelerin Yönetimi*. Ankara.
- Özel, S.(1978). *İşletmelerde Dış Ticaret İşlemlerinin Muhasebeleştirilmesi*. Ankara: A.I.T.I.A. Muğla İşletmecilik Yüksek Okulu.
- Pamukçu, A.B. (1984). *Uluslararası İşletme Finansı*. İstanbul.
- Petzel, T. E. (1989). *Financial Futures and Options, Quorum Books*.
- Riehl Heinz, Rodríguez Rita M., (1983). *Foreign Exchange and Money Markets*, McGraw Hill.
- Sarıkamış, C. (1980). *Sermaye Pazarları*, İstanbul .
- Savaş, V.F.(1999). *Çağımızın Deneyi Euro*, İstanbul: Siyasal Kitabevi.
- Seyidoğlu, H. (1982). *Uluslararası İktisat*, Ankara, 4. Baskı.
- Seyidoğlu, H. (1986). *Uluslar Arası İktisat,Teori, Politika,Uygulama*. Ankara:Turhan Kitabevi Yayınları.
- Seyidoğlu, H (1990). *Uluslar Arası İktisat, Teori, Politika, Uygulama*. İstanbul: Güzem Yayınları No:3.
- Seyidoğlu, H. (1994) *Uluslararası Finans*, İstanbul: Güzem Yayınları No:8.
- Seyidoğlu, H. (1996). *Uluslararası İktisat Teorisi Politikası ve Uygulama*. İstanbul: Gizem Yayınları, 11. Baskı.
- Seyidoğlu, H. (1997). *Uluslararası Finans*, İstanbul: Güzem Yayınları.
- Seyidoğlu, H. (1997). *Uluslararası Finans*, İstanbul: Güzem Yayınları.
- Seyidoğlu, H. (1999). *Uluslararası İktisat*, İstanbul: Kurtiş Matbaası.
- Şatıroğlu, D. K. (1984). *Çok Uluslu Şirketler*. Ankara: Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayını, No: 536.

- Tokol, T. (1986) *Çok Uluslu İşletmeler ve Uyguladıkları Stratejiler*, Der. İnan Özalp, Uluslararası İşletmecilik (Seçme Yazılar), Eskişehir:Anadolu Üniversitesi Yayınları, No: 163
- Tygiert, C. (1983).*Basic Handbook of Foreign Exchange. Euromoney Publications.*
- Uludağ İ. ve Arıcan E. (2001). *Finansal Hizmetler Ekonomisi*. İstanbul: Beta Yayınları. İkinci Baskı.
- Uras, T. G. (1979). *Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları*. İstanbul.
- Usta, Ö. (2002). *İşletme Finansı Ve Finansal Yönetim*, İzmir.
- Uzunoğlu, S. (1998). *Yeni Finansman Teknikleri, Strata Training & Consulting*. İstanbul.
- Uzunoğlu S. (2000), *Para ve Döviz Piyasaları, Strata Training & Consulting*, İstanbul.
- Uzunoğlu, S. (2003). *Para ve Döviz Piyasaları*, İstanbul, Literatür Yayıncılık, Genişletilmiş 2. Basım.
- Üstünel, B. (1983). *Makro Ekonomi*, İstanbul: 14. Baskı.
- Wentz R. Christian (1979), *Towards a General Foreign Exchange Risk Consciousness*, Columbia Journal of World Business, Kxs.
- Yıldız,R. (1988). *Dış Ticarete Kur Riskine Karşı Korunma Araçları*. Ankara: Dış Ticaret Derneği Araştırma ve Eğitim Merkezi.
- Yükçü, S. ve Yücel T. (1995). *Bankacılıkta Türev Ürünlerin Muhasebeleştirilmesi, Bugünkü Durum ve Yapılması Gerekenler*. İzmir: Türkiye Bankalar Birliği.
- Yüksel, Ö. (1999). *Uluslararası İşletme Yönetimi ve Türkiye Uygulamaları*. Ankara:Gazi Büro Kitabevi.

## Makaleler

- Aksoy, A. (1986). *Uluslararası Ticaretin Finansmanındaki Riskler ve Yok edilmesi*, Ankara: Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt: 2, Sayı: 1-2
- Aktan, S. (1986). *Döviz Ticareti ve Riski*, Para ve Sermaye Piyasası Dergisi, Yıl:8, Sayı: 91, Eylül
- Alıç A. (1991). *Caps, Floor, Collar ve Swap Anlaşmaları*, Maliye Yazıları Dergisi, no.33
- Arslan, İ.K. (1996).*İşletme ve Pazarlama Yönetiminde Yeni Bir Sistem: Franchising*. Verimlilik Dergisi, Cilt: 25, Sayı 1
- Aytekin F. ,Mortaş, M.(2005), *Çokuluslu İşletmelerin Yabancı Ülkeye Giriş Yollarından Biri:Ortak Yatırım(Joint Venture)* Mevzuat Dergisi,Yıl:8 Sayı:89  
<http://www.mevzuatdergisi.com/2005/05a/03.htm> (15 Mayıs 2008)
- Bozkurt, Ü. (1983). *Kur Dalgalanmalarının Çok Uluslu Şirketler üzerindeki Etkisi*. İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Muhasebe Enstitüsü Dergisi, Yıl: 9, Sayı: 31
- Çetin, T. (1999). *Vadeli (Future) İşlemler /İsleyisi ve Vergisel Boyutu*, Ankara: Türmob Yayınları-98,Sirküler Rapor Serisi No:28
- Duman, M. ve Karamustafa, O. (1996). “*Kur Riski Türleri ve Türk Firmaları Açısından Önemine İlişkin Bir Saha Araştırması*”, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Mart
- Ertürk, O. (1994). *Hedging*. Kalkınma Dergisi, T. Kalkınma Bankası Yayım, Sayı: 45, Şubat
- Ören, R. (1993).*Çokuluslu İşletmeler ve Stratejileri*. Finans Dünyası Dergisi
- Özalp, İ. (1987). *Çokuluslu İşletmelerin Az Gelişmiş Ülkelerdeki Joint Venture Stratejileri*. Eskişehir: A.Ü. İ.İ.B.F.Dergisi, Cilt: V, Sayı: 1, *Türkiye (1923-2000)*. İstanbul: Beta Basım

TSPAKB,(2002) *FİNANSAL YÖNETİM*, Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisansı Eğitimi

### **Tezler**

Aksoy, A. (1983). *Türkiye'nin Dış Finansman İmkanları ve Bu İmkanlardan Özel Kuruluşların Yararlanmasını Etkileyen Faktörler*, Basılmamış Doktora Tezi, Ankara

Aksöyek, İ. (1987). *Uluslararası İşletmelerde Döviz Kuru Riskinin Etkileri ve Bu Riskin Yok Edilmesi*, Master Tezi, Ankara: Gazi Üniversitesi

Alperen, S. (1991). *Döviz Kuru Riski Ve Risk Yönetimi Üzerine Bir İnceleme (Türkiye Örneği)*. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul: Marmara Üniversitesi

Ayva, A. (2007). *Türk Bankacılık Sektöründe Döviz Kuru Riski Ve Yönetimi*.Yüksek Lisans Tezi, Ankara: Gazi Üniversitesi Eğitim Bilimleri Enstitüsü

Ayyıldız, C. (1989). *Döviz Kuru Riskinin Azaltılmasında Uygulanan Yöntemler*. Master Tezi Ankara: Gazi Üniversitesi

Cihan, K. (1994). *Dış Ticarete Döviz Kuru Riski Ve Riskten Korunmak İçin Kullanılan Finansal Teknikler*. Yüksek Lisans Tezi, Eskişehir: Anadolu üniversitesi

Çıdamlı, M. (1996). *Çok Uluslu İşletmelerde Kur Riskine Karşı Korunma Yöntemleri*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

Çörtük, O. (2006). *Türkiye İMF İlişkileri ve İlişkilerin Hesap Bazında İşleyişi*. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Muhasebe Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Yeterlik Tezi

Gümüseli, S. (1992). *Döviz Kuru ve Faiz Oranı Risklerinden Korunma Teknikleri ve Türkiye' de Uygulanması*. Yüksek Lisans Tezi, Ankara: Hacettepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü

Keşler,Y. (1993). *Döviz Riski Yönetimi*. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul: İstanbul Teknik Üniversitesi, Fen Bilimleri Enstitüsü



Önce, S. (1994). *İşletmelerde Döviz Riskinden Korunmanın Muhasebe Üzerindeki Etkileri*. Basılmamış Doktora Tezi, Eskişehir

### **İnternet**

<http://www.tcmb.gov.tr>

<http://www.vob.org.tr>

<http://www.imkb.gov.tr>

[www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/vadelidovizpiy.htm](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/vadelidovizpiy.htm)

<http://www.phlx.com/products/worldcurrencyoptionsspec.aspx>