

51075

T.C.
DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
DOKTORA TEZİ

**TÜRKİYE'DEKİ İŞLETMELERİN DÖVİZ KURU
RİSK YÖNETİMİ UYGULAMALARI**

HAZIRLAYAN
AYŞE TÜLAY YÜCEL

TEZ DANIŞMANI
Prof. Dr. CENGİZ PINAR

**İZMİR
1996**

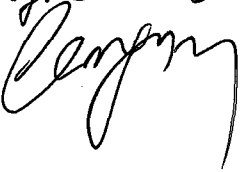
Doktora tezi olarak sunduğum “ Türkiye’deki İşletmelerin Döviz Kuru Risk Yönetimi Uygulamaları” adlı çalışmanın , tarafımdan , bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin bibliyografyada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yaparak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

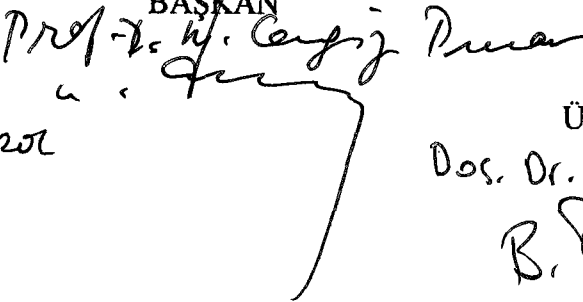
A.TÜLAY YÜCEL

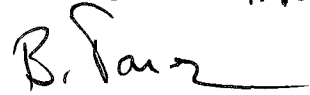
TUTANAK

Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsünün / / 199... tarih ve sayılı toplantısında oluşturulan jüri, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği'nin maddesine göre , İşletmecilik Anabilim Dalı Doktora öğrencisi A.Tülay Yücel'in 'Türkiye'deki İşletmelerin Döviz Kuru Risk Yönetimi Uygulamaları' konulu tezi incelenmiş ve aday .14/11/199.6 tarihinde , saat 15.30'da jüri önünde tez savunmasına alınmıştır.

Adayın kişisel savunmaya dayanan tezini savunmasından sonra 7.0 dakikalık süre içinde gerek tez konusu, gerekse tezin dayanağı olan anabilim dallarından jüri üyelerince sorulan sorulara verdiği cevaplar değerlendirilerek tezin başarılı olduğuna oy birliği ile karar verildi.

ÜYE
Prof. Dr. Cengiz EROL


BAŞKAN
Prof. Dr. Cengiz EROL


ÜYE
Doç. Dr. Berna TANER


ÖZET

1970'li yıllarda, Bretton Woods Para sistemi çöktü ve yerini esnek kur sistemi aldı. Esnek kur sistemi ile birlikte, birçok para biriminin değerinde istikrarsızlık görülmeye başlandı.

Döviz kurlarında görülen dalgalanmalar, sadece yurtdışı faaliyetlerde bulunan işletmelerde değil, iç piyasada faaliyet gösteren işletmelerde de ciddi sorunlara neden olabilmektedir. Döviz kurlarında beklenmeyen hareketler, işletmelerin rekabet gücü ve karlılığında önemli etkiler yaratmaktadır. İşletmeler beklenmeyen döviz dalgalanmaları nedeni ile ortaya çıkabilecek potansiyel riski gözardı etmeleri halinde, önemli ölçüde zarara uğrayabilirler. Bu nedenle döviz kuru riskine karşı koruyucu önlemler almalı ve döviz kuru risk politikası geliştirmelidirler.

Bu çalışmada, Türkiye'de faaliyet gösteren işletmelerin döviz etkisi ölçülmüş ve döviz kuru risk yönetim uygulamaları incelenmiştir. İstatistiki yöntemler kullanılarak elde edilen bulgular, döviz kuru risk yönetimi ile ilgili literatür ve daha önce yapılmış çalışmaların bulguları ile karşılaştırılmıştır.

Çalışmanın planı aşağıdaki şekildedir.

Birinci bölüm, çalışmanın amacı, önemi ve planının yer aldığı giriş bölümüdür. İkinci bölümde döviz kuru, döviz kuru piyasalarının tanımı, döviz arz ve talebini etkileyen faktörler ve döviz riski ve döviz etkilerine yer verilmiştir.

Üçüncü bölüm, döviz kuru riskinden korunma teknikleri üzerinde durmaktadır. Dördüncü bölümde regresyon modeli uygulanarak döviz kuru etkisi ampirik olarak ölçülmüştür.

Beşinci bölümde, işletmelerin döviz kuru risk yönetimi uygulamalarının yer aldığı ampirik araştırma bulguları sunulmuştur. Son bölüm olan altıncı bölümde ise çalışmanın başlıca bulguları ve sonuçları yer almaktadır.

ABSTRACT

In 1970's, the Bretton Woods monetary system collapsed and was replaced by the floating exchange rate standard. With currencies floating freely, the lack of stability in exchange rates has occurred in major currencies.

Volatility in exchange rates can cause serious problems not only just for companies dealing with foreign operations, but also for companies operating in domestic markets. Unexpected exchange rate movements have a profound effect on a company's competitive position and profitability. Companies have to realize that they can lose substantial sums of money by neglecting the potential risk arising from unexpected movements in exchange rates. There is an urgent need for almost all companies to hedge themselves against foreign exchange risk and formulate foreign exchange risk management policies.

In this study, we measure the foreign exchange exposure and examine the foreign exchange risk management practices of companies operating in the Turkish economy. Throughout this study, the results obtained by using statistical methods are being compared, where appropriate, with foreign exchange risk management techniques as prescribed in the literature on foreign exchange risk management and empirical results of earlier related studies.

The plan of this study is as follows:

Chapter 1 is an introduction part. It is devoted to the statement of the problem, the aim of the study and the plan. In chapter 2, the discussion focuses on some basic definitions of exchange rates, foreign exchange markets, also factors which effect foreign currency demand and supply, foreign exchange risk and exposure.

Chapter 3 concentrates on foreign exchange risk hedging techniques. In chapter 4, by adopting the regression model, foreign exchange exposure is empirically measured.

In chapter 5, the empirical results of the survey on the foreign exchange risk management practices of the sample companies are presented. Finally, chapter 6 contains a summary of the major findings and the conclusion of the study.



Tez aşamam süresince yardımlarını esirgemeyen , deneyim ve bilgileriyle yönlendiren hocalarım Prof.Dr. Cengiz Pınar, Prof.Dr. Mehmet Civelek ve Prof.Dr.Alican Kavas'a en içten teşekkürlerimi sunuyorum.

Çalışmanın veri analizi aşamasında bana destek veren Yrd.Doç.Dr. Yasemin ARBAK'a, özellikle çalışmanın yazımı aşamasındaki katkılarından dolayı sevgili arkadaşlarım Araştırma Görevlisi Hürol Özcan'a, Araştırma Görevlis Gülem Atabay'a ve tezimi okuyarak düzeltmelerimde yardımcı olan Araştırma Görevlisi Jülide KESKEN'e, tüm İngilizce İşletme Bölümü öğretim üyelerine ve elemanlarına teşekkürü bir borç bilirim.

Ayrıca ve özellikle zor günlerimde bana her anlamda destek olan ve sabırla katlanan eşim Haldun Yücel'e ve sabır ve anlayışları için çocuklarıma sonsuz teşekkürler.

İzmir , Kasım 1996

A.Tülay Yücel

YÜKSEKÖĞRETİM KURULU DOKÜMANTASYON MERKEZİ

TEZ VERİ GİRİŞ FORMU

YAZARIN

Merkezimizce Doldurulacaktır.

Soyadı : YÜCEL

Kayıt No:

Adı : A. TÜLAY

TEZİN ADI

Türkçe Türkiye'deki İşletmelerin Döviz Kuru Risk Yönetimi Uygulamaları

İngilizce Foreign Exchange Risk Management Practices of Companies in Turkey

TEZİN TÜRÜ

Yüksek Lisans

Doktora

Doçentlik

Tıpta Uzmanlık

Sanatta Yeterlilik

TEZİN KABUL EDİLDİĞİ

Üniversite : Dokuz Eylül Üniversitesi

Fakülte :

Enstitü : Sosyal Bilimler Enstitüsü

Diğer Kuruluşlar :

Tarih :

TEZ YAYINLANMIŞSA

Yayınlayan :

Basım Yeri :

Basım Tarihi :

ISBN :

TEZ YÖNETİCİSİNİN

Soyadı , Adı : PINAR, Cengiz

Ünvanı : Prof. Dr.

TEZİN YAZILDIĞI DİL : Türkçe

TEZİN SAYFA SAYISI :

TEZİN KONUSU (KONULARI) :

- 1- Türkiye'deki İşletmelerin Döviz Kuru Risk Yönetimi Uygulamaları
- 2- Türkiye'de Faaliyet Gösteren İşletmelerde Döviz Etkisinin Ampirik Ölçümü
- 3-Türkiye'de Faaliyet Gösteren İşletmelerin Döviz Kuru Risk Politikalarının Ampirik İncelemesi

TÜRKÇE ANAHTAR KELİMELEER:

- 1- Döviz Kuru Riski
- 2- Döviz Kuru Etkisi
- 3- Döviz Kuru Risk Yönetimi
- 4-
- 5-

Başka vereceğiniz anahtar kelimeler varsa yazınız.

İNGİLİZCE ANAHTAR KELİMELEER : (Konunuzla ilgili yabancı indeks , abstract ve thesaurus'lari kullaniniz.)

- 1- Foreign Exchange Risk
- 2- Foreign Exchange Exposure
- 3- Foreign Exchange Risk Management
- 4- Foreign Exchange Risk Management Practices of Companies in Turkey
- 5-

Başka vereceğiniz anahtar kelimeler varsa yazınız.

- 1) Tezimden fotokopi yapılmasına izin vermiyorum.
- 2) Tezimden dipnot gösterilmek şartıyla bir bölümün fotokoisi alınabilir.
- 3) Kaynak gösterilmek şartıyla tezimin tamamının fotokopisi alınabilir.

Yazarın İmzası :

Tarih :

İÇİNDEKİLER

BÖLÜM 1

GİRİŞ

GİRİŞ	1
1.1. ÇALIŞMANIN AMACI	4
1.2. ÇALIŞMANIN ÖNEMİ	5
1.3. ÇALIŞMANIN PLANI	6

BÖLÜM 2

TEMEL KAVRAMLAR VE TANIMLAR

2.1. DÖVİZ PİYASASI İŞLEMLERİ	8
2.1.1. Döviz Tanımı ve Döviz Piyasaları	8
2.1.2. Döviz Kuru ve Kotasyon	9
2.1.3. Spot ve Forward İşlemler	10
2.2. DÖVİZ ARZ VE TALEBİ	10
2.2.1. Döviz Arzını Etkileyen Faktörler	11
2.2.2. Döviz Talebini Etkileyen Faktörler	11
2.3. DÖVİZ KURU RİSK YÖNETİMİ GEREĞİ	12
2.3.1. Satın Alma Gücü Paritesi	13
2.3.2. Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli	14
2.3.3. Modigliani-Miller Teoremi	15
2.3.4. Etkin Piyasa Hipotezi	15
2.3.5. Forward ve Spot Kurların Belirsizliği	15
2.4. DÖVİZ KURU RİSKİ VE ETKİSİ	19
2.4.1. Döviz Kuru Etkisinin Çeşitleri	20
2.4.1.1. Muhasebe Etkisi	21
2.4.1.1.1. Cari Kur / Tarihi Kur Yöntemi	23
2.4.1.1.2. Parasal / Parasal Olmayan İşlemler Yöntemi	24
2.4.1.1.3. Zaman Ayırımı Yöntemi	24
2.4.1.1.4. Tümünden Cari Yöntem	24
2.4.1.2. İşlem Etkisi	25
2.4.1.3. Ekonomik Etki	27

BÖLÜM 3

DÖVİZ KURU RİSKİNDEN KORUNMA YÖNTEMLERİ

3.1. İŞLEM ETKİSİNDEN KORUNMA YÖNTEMLERİ	33
--	----

3.1.1. Forward Sözleşmeler ile Korunma	34
3.1.2. Futures Sözleşmeler ile Korunma	35
3.1.3. Para Piyasası İşlemleri ile Korunma	36
3.1.4. Opsiyon Sözleşmeleri ile Korunma	39
3.1.5. Döviz Swap İşlemleri ile Korunma	40
3.1.6. Nakit Akışlarının Hızlandırılması ve Geciktirilmesi	43
3.1.7. Karşılaştırma	43
3.2. EKONOMİK ETKİDEN KORUNMA YÖNTEMLERİ	44
3.2.1. Ekonomik Etki İçin Pazarlama Yönetimi	44
3.2.1.1. Pazar Bölümü ve Pazar Seçimi	45
3.2.1.2. Fiyatlandırma Stratejisi	45
3.2.1.3. Tutundurma ve Tanıtma Stratejisi	47
3.2.1.4. Ürün Stratejisi	47
3.2.2. Ekonomik Etki İçin Üretim Yönetimi	48
3.2.2.1. Girdi Bileşiminin Değiştirilmesi	48
3.2.2.2. Üretim Tesisleri Arasında Kaydırılması	49
3.2.2.3. Kuruluş Yerinin Değiştirilmesi	49
3.2.2.4. Verimliliğin Yükseltilmesi	49
3.2.3. Ekonomik Etki İçin Finansal Yönetim	50

BÖLÜM 4

İŞLETMELERDE DÖVİZ KURU ETKİSİNİN ÖLÇÜMÜ

4.1. LİTERATÜR İNCELEMESİ	52
4.1.1. Kuramsal Çalışmalar	52
4.1.2. Ampirik Çalışmalar	56
4.2. ARAŞTIRMA MODELİ	65
4.2.1. Modelin Ana Varsayımı	66
4.2.2. Kullanılan Verilerin Kaynağı	67
4.3. AMPİRİK BULGULARIN DEĞERLENDİRİLMESİ	68
4.3.1. Genel Değerlendirme	68
4.3.2. İşletme Bazında Değerlendirme	76
4.4. SONUÇLARIN DEĞERLENDİRİLMESİ VE YORUMU	81

BÖLÜM 5

İŞLETMELERİN DÖVİZ KURU RİSKİNE YAKLAŞIMLARI VE POLİTİKALARI : AMPİRİK ÇÖZÜMLEME

5.1. İŞLETMELERİN RİSK YÖNETİMİNE İLİŞKİN AMPİRİK ÇALIŞMALAR	83
5.2. ARAŞTIRMA YÖNTEMİ	87
5.2.1. Örneklem	87
5.2.2. Örneklemen Özellikleri	88
5.2.2.1. İşletmelerin Faaliyet Alanları	88
5.2.2.2. İşletmelerin Satış Hacimleri	89
5.2.2.3. İşletme Statüsü ve Firma Sahipliği	90
5.2.2.4. İşletmelerin Dışa Açıklık Oranları	91
5.2.2.5. Çalışan Personel Sayısı	92
5.2.2.6. Soru Formunu Yanıtlayanların Özellikleri	93
5.2.3. Bilgi Toplama Aracı	94
5.2.4. Verilerin Analiz Yöntemi	100
5.3. ANALİZ BULGULARI	100
5.3.1. Tanımlayıcı İstatistikler	100
5.3.1.1. Döviz Kuru Değişikliklerini ve Değişikliklerin İşletmeler Üzerindeki Etkilerini İzleme Derecesi	101
5.3.1.2. Döviz Kuru Riskine Karşı Tutum ve Risk Üstlenme Ölçüsü	107
5.3.1.3. Döviz Kuru Riskine Karşı Uygulanan Politikalar	110
5.3.1.4. Merkeze Bağımlılık Düzeyi	118
5.3.2. Test İstatistikleri	120
5.3.2.1. Firma Sahipliği, Dışa Açıklık Oranı ve Satış Hacmine Göre Döviz Kuru Değişikliklerinden Etkilenme Derecesi	121
5.3.2.2. Firma Sahipliği ve Çokulusluluğa Göre Döviz Kuru Etkilerine Verilen Önem	122
5.3.2.3. Firma Sahipliği, Dışa Açıklık Oranları ve Satış Hacimlerine Göre Birimlerin Döviz Kuru Değişikliklerini İzleme Düzeyi	123
5.3.2.4. Dışa Açıklık Oranına Göre 5 Nisan 1994 Kararlarının İşletmelere Etkisi	125
5.3.2.5. Firma Sahipliği, Dışa Açıklık Oranı ve Satış Hacimlerine Göre Yönetimin Riske Karşı Tutumu ve Spekülatif Döviz İşlemleri	126
5.3.2.6. Firma Sahipliği ve Dışa Açıklık Oranına Göre Türk Lirasının Değer Kaybetmesine Karşı Uygulanacak İşletme Stratejilerinin Karşılaştırması	129

5.3.2.7. Firma Sahipliği, Dışa Açıklık Oranı ve Döviz Kuru Değişikliklerinden Etkilenme Düzeyi İle Döviz Kuru Risk Politikası Geliştirilmesi İlişkisi	132
5.3.2.8. Firma Sahipliği, Dışa Açıklık Oranı ve Döviz Kuru Değişikliklerinden Etkilenme Düzeyi ile Forward, Futures, Options ve Swap Kullanım Düzeyi İlişkisi	135
5.3.2.9. Firma Sahipliği, Dışa Açıklık Oranı ve Döviz Kuru Değişikliklerinden Etkilenme Düzeyine Göre Pazarlama Stratejileri Uygulaması	137
5.3.2.10. Firma Sahipliğine Göre Yurtdışı Bankalardan Kredi Kullanım Düzeyi	139
5.3.2.11. Firma Sahipliği ve Çokulusluluğa Göre Merkeze Bağımlılık Düzeyi	139

BÖLÜM 6

SONUÇ VE ÖNERİLER

6.1. İŞLETMELER ÜZERİNDEKİ DÖVİZ KURU ETKİSİ	141
6.2. İŞLETMELERİN DÖVİZ KURU RİSKİNE YAKLAŞIMLARI VE POLİTİKALARI	143
6.3. GENEL DEĞERLENDİRME	146
6.4. ÖNERİLER	147
KAYNAKÇA	148
EKLER	
EK.1 : YILLARA GÖRE DOLAR VE MARK KURU	153
EK 2 : SORU FORMU	154

TABLolar LİSTESİ

Tablo 4.1. Döviz Kuru Oranları İle Portföy Getirileri Regresyonunun Ampirik Bulguları	57
Tablo 4.2. Firma Düzeyinde Döviz Kuru Etkisi	59
Tablo 4.3. Endüstri Portföyü Düzeyinde Döviz Kuru Etkisi Görülen Sektörler	60
Tablo 4.4. Endüstri Düzeyinde Portföy Getirilerinin Sonuçları	62
Tablo 4.5. İşletmelerin Varlıkları Üzerinde Döviz Kuru Etkisi (\$)	70
Tablo 4.6. İşletmelerin Varlıkları Üzerinde Döviz Kuru Etkisi (Dm)	71
Tablo 4.7. İşletmelerin Borçları Üzerinde Döviz Kuru Etkisi (\$)	72
Tablo 4.8. İşletmelerin Borçları Üzerinde Döviz Kuru Etkisi (Dm)	73
Tablo 4.9. İşletmelerin Nakit Akımları Üzerinde Döviz Kuru Etkisi (\$)	74
Tablo 4.10. İşletmelerin Nakit Akımları Üzerinde Döviz Kuru Etkisi (Dm)	75
Tablo 4.11. Bulguların Özet Tablosu	76
Tablo 4.12. İşletme Düzeyinde Varlık, Borç Ve Nakit Üzerinde Döviz Kuru Etkisi (\$,DM)	77-80
Tablo 5.1. İşletmelerin Faaliyet Alanları	89
Tablo 5.2. Yıllık Ortalama Satış Hacimleri	89
Tablo 5.3. Firma Statüsü, Firma Sahipliği Ve Çok Uluslu İşletmeler	91
Tablo 5.4. İhracat Ve İthalat Oranları	92
Tablo 5.5. Çalışan Personel Sayısı	93
Tablo 5.6. Soru Formunu Yanıtlayanların Özellikleri	94
Tablo 5.7. Döviz Kuru Değişikliklerini İzleme Derecesi	102
Tablo 5.8. Döviz Kuru Değişikliklerini İzleme Aracı	102

Tablo 5.9. İşletmelerin Döviz Kuru Dalgalanmalarından Etkilenme Derecesi	102
Tablo 5.10.Döviz Kuru Değişikliklerinin Etki Alanlarının Önem Düzeyi	104
Tablo 5.11.Birimlerin Döviz Kuru Değişikliklerini İzleme Derecesi	105
Tablo 5.12.5 Nisan 1994 Kararlarının Firmalara Etkisi	107
Tablo 5.13.5 Nisan 1994 Kararları Sonrası Döviz Kuru İzleme Düzeyi	107
Tablo 5.14.Nakit Fazlasını Değerlendirme Şekli	108
Tablo 5.15.Döviz Kuru Riskine Karşı Tutum	109
Tablo 5.16.Spekülatif Amaç İle Döviz Alım-Satımı	109
Tablo 5.17.Riske Karşı Politika Geliştirilmesi	110
Tablo 5.18.Yeni Finansal Teknikler Kullanımı	111
Tablo 5.19.Türk Lirasının Değer Kaybetmesi Halinde Uygulanan Stratejiler	113
Tablo 5.20.Nakit Akım Tablosu Hazırlanması	115
Tablo 5.21.Nakit Akım Tablosunda Döviz Kuru Değişikliklerinin Gözönüne Alınması	115
Tablo 5.22.Rakiplerin Stratejilerinin İzlenmesi	116
Tablo 5.23.Döviz Kuru Değişiklikleri Karşısında Rakiplerin Stratejilerinde Değişiklik Olması	116
Tablo 5.24.Pazarlama Stratejilerinde Değişiklik	117
Tablo 5.25.Kullanılan Kredilerin Kaynakları	117
Tablo 5.26.Politikalar, Kararlar Ve Döviz İşlemlerinde Merkeze Bağımlılık Ölçüsü	119
Tablo 5.27.Firma Sahipliği, Dışa Açıklık Oranı Ve Satış Hacmine Göre Döviz Kuru Değişikliklerinden Etkilenme Derecesi	122
Tablo 5.28.Firma Sahipliği Ve Çokulusluluğa Göre Döviz Kuru Etkisine Verilen Önem Düzeyi	123

Tablo 5.29.Firma Sahipliği,Dışa Açıklık Oranı Ve Satış Hacimlerine Göre st Yönetim, Finansman,Pazarlama Ve retim Birimlerinin Döviz Kuru Değişikliklerini İzleme Düzeyi	124
Tablo 5.30.Dışa Açıklık Oranına Göre 5 Nisan 1994 Kararlarının Firmalara Etkisi	126
Tablo 5.31.Firma Sahipliği,Dışa Açıklık Oranı Ve Satış Hacimlerine Göre Spekülatif Amaç İle Döviz Alım Satımı	127
Tablo 5.32.Firma Sahipliği Ve Dışa Açıklık Oranına Göre Yönetimin Döviz Riskine Karşı Tutumu	128
Tablo 5.33.Türk Lirasının Değer Kaybetmesi Halinde Uygulanan Stratejilerin Yerli Ve Yabancı Firmalar Açısından Karşılaştırması	129
Tablo 5.34.Türk Lirasının Değer Kaybetmesi Halinde Uygulanan Stratejilerin İhracat Oranına Göre Karşılaştırması	130
Tablo 5.35.Türk Lirasının Değer Kaybetmesi Halinde Uygulanan Stratejilerin İthalat Oranına Göre Karşılaştırması	132
Tablo 5.36.Firma Sahipliği,Dışa Açıklık Oranı Ve Döviz Kuru Değişikliklerinden Etkilenme Düzeyi İle Döviz Kuru Risk Politikası Geliştirilmesi İlişkisi	134
Tablo 5.37.Firma Sahipliği,Dış Ticaret Oranı Ve Döviz Kuru Değişikliklerinden Etkilenme Düzeyinin Forward, Futures,Options Ve Swap Kullanma Düzeyi zerindeki Etkisi	136
Tablo 5.38.Firma Sahipliği,Dış Ticaret Oranı Ve Döviz Kuru Değişikliklerinden Etkilenme Düzeyinin Pazar Stratejileri zerindeki Etkisi	138
Tablo 5.39.Firma Sahipliğine Göre Yurtdışı Bankalardan Kredi Kullanım Düzeyi	139
Tablo 5.40.Firma Sahipliğine Göre Karar Ve Politikalarda Ve Döviz İşlemlerinde Merkeze Bağımlılık Düzeyi	140

BÖLÜM 1

GİRİŞ

II. Dünya Savaşı sonrası, yeni bir uluslararası mali yapı oluşturulması için yapılan bir anlaşma ile Bretton Woods sistemi uygulanmaya başlanmıştır. Bu sistem ile, istikrarlı bir para sistemi kurmak için, ülkeler arasında altın ve dolara bağlı sabit bir kur sistemi oluşturmak ve ülkelerin sürekli devalüasyon yaparak uluslararası ödemeler dengesini bozmalarını önlemek ve uluslararası ticaretin liberalleşmesini sağlamak amaçlanmıştır. Sistemin temeli ülkelerin paralarının değerinin sabit kurdan Amerikan Dolarına ve doların ise, sabit bir değer olarak, 1 ons altın 34,92 Amerikan Dolarına eşit olacak şekilde altına bağlanmasına dayanmakta idi.

Sabit kur sisteminde ülkelerin paralarında yüksek oranlarda dalgalanmalara izin verilmemektedir. Sistemde anahtar para olarak yer alan Amerikan Doları karşısında ulusal paraların değeri \pm % 1 oranında dalgalanabilmekte idi. İlgili ülke parasının serbest piyasa değeri ile resmi kuru arasında yüksek oranlı ve sürekli bir farklılık sözkonusu olması halinde, Uluslararası Para Fonu (IMF) 'in onayı ile devalüasyon veya revalüasyon yapılabiliyordu. Bretton Woods sisteminin dolara bağımlılığı, sistemin Amerikan ekonomisine bağımlılığı anlamına gelmekteydi. 1970' li yıllarda Amerika Birleşik Devletleri (A.B.D)'nin dış ticaretinin sürekli açık vermesi ve diğer ülkelerin merkez bankalarında biriken dolarların A.B.D'de karşılık olarak tutulan toplam altın stokunu aşması nedeni ile sistem sarsıntıya uğradı. Bu yıllarda Amerika Birleşik Devletlerinin sistemdeki ülke paralarının dış değerinin serbest piyasa koşullarına göre belirlenmesi önerisine, diğer ülkelerinde katılması ile uluslararası ödemelerde altının rolü azaltıldı ve Bretton Woods sistemi uygulanabilirliğini yitirdi.

Bu gelişmeler sonucu, Bretton Woods sisteminin yerini esnek kur sistemi aldı. Bu sistemde ülke paralarının diğer paralar karşısındaki değeri serbest piyasa koşullarına göre belirlenmekte veya güdümlü dalgalanma (managed floating) uygulanmasına gidilmektedir. Güdümlü dalgalanmada, ülke para otoriteleri tarafından, günlük veya kısa aralıklar ile döviz kurları ilan edilmekte, gerekli durumlarda, para otoriteleri piyasaya müdahale etmek amacı ile döviz alım veya satımında bulunabilmektedirler (Aytekin,1994,18).

Günümüzde birçok ülke esnek kur sistemi uygulanmakta, bazı ülkeler ise sabit veya bağlı (pegged) diye adlandırabileceğimiz para sistemini sürdürmektedirler. Bağlı para sisteminin geçerli olduğu ülkelerin paraları, Amerikan Doları veya İngiliz Sterlini gibi uluslararası piyasalarda güçlü ülke paralarına veya bir para sepetine, örneğin: SDR (Special Drawing Rights - Özel Çekme Hakları) veya ECU (European Currency Unit- Avrupa Para Birimi)'ya bağlıdır.

Uluslararası para sisteminde görülen değişiklikler sonucu, Türkiye sabit kur sistemi uygulamasından dalgalı kur sistemine geçmiştir. Bu geçiş, dış ödemeler bilançosundaki yapısal açıklarla birlikte, Türk Lirasının diğer paralar karşısında sürekli değer kaybına neden olmaktadır.

Türk ekonomisinde, geçiş döneminden bu yana, belirli dönemlerde yüksek oranlarda devalüasyon yapma zorunluluğu duyulmuştur. Özellikle 1970, 1979 ve 1994 yıllarında dış ticaret açığını kapatmak, sanayi ürünlerinin dışsatımını arttırmak amacıyla oldukça yüksek oranlarda devalüasyonlar gerçekleştirilmiştir (Kepenek,1994,254). Ek 1.den de görülebileceği gibi 1996 yılında 1970 yılına göre Amerikan Doları ve Alman Markı karşısında Türk Lirasının değerinde sırası ile % 5777 ve % 14197 oranında azalma vardır.

Türkiye ekonomisinde, 1980 sonrası uygulanmaya başlanılan ihracata yönelik sanayileşme stratejisinin doğal sonucu olarak, ülke ekonomisinde çok geniş bir kesimi etkileyen dışa açılma süreci yaşanmış, daha önceki dönemlere oranla dış ticaret oranları yükselmiş, dış borçlarda önemli boyutlarda artış olmuştur. Öte yandan, dış borçlarda görülen bu artışın kamu kesimine, dolayısı ile tüm topluma yansıyan dolaylı ve dolaysız etkilerinin yanısıra, özel kesimde faaliyet gösteren işletmelerin de döviz işlem hacimlerinde büyüme görülmüştür. Kuşkusuz, işletmelerin ulusal ekonomide ve globalleşen dünyada yaşanan diğer olaylar gibi, döviz kuru hareketlerinden kendilerini uzak tutarak hiç bir etkiye maruz kalmadan faaliyetlerini sürdüreceklerini varsaymak mümkün bulunmamaktadır. İşletmelerin faaliyet gösterdikleri her dönemde bu tür etkiler bulunmakla birlikte, Türkiye’de 1980 sonrası gerek dış ticaretle ilgili kesimin, gerek finans sektörünün döviz işlemlerinde görülen artışlar nedeni ile bu etkinin boyutları da artmıştır.

Türk ekonomisinin dünya ekonomisi ile bütünleşme sürecine girmesi ile, Türkiye’de faaliyet gösteren işletmelerin uluslararası piyasalarda rekabet gücünü korumak ve arttırmak için, döviz kuru değişikliklerinin maliyetler üzerindeki olumsuz etkilerinden korunmaya yönelik önlemler almaları gerekmektedir (Yıldız,1988,3). Dışa açık ve döviz üzerinden işlem yapan, döviz varlıklarına sahip işletmelerin, döviz kuru hareketlerinden önemli boyutlarda etkileneceği açık olmakla birlikte, uluslararası ticari faaliyette bulunmayan, yabancı para ile işlem yapmayan, yabancı para borcu ve alacağı olmayan işletmeler de döviz kuru riski ile karşı karşıya kalabilmektedirler. Döviz kuru değişiklikleri iç piyasaya yönelik faaliyet gösteren işletmelerin muhasebe kayıtlarında doğrudan bir etki yaratmamakla birlikte, faaliyetleri, ürünlerine olan talep, arz miktarı ve fiyatlardaki değişiklik işletmelerin karlılıklarını dolaylı olarak etkiler.

İşletmenin karlılığı ve firma piyasa değerinin maksimizasyonu üzerinde önemli etkiye sahip olan döviz kurlarındaki değişmelerin yakından izlenerek , işletme politikalarının belirlenmesi ve uygulanmasında kullanılan kısa ve uzun dönemli planlarda

önemli bir değişken olarak gözönüne alınması gerekmektedir. Bu nedenle işletme yöneticileri döviz piyasalarının işleyişi, döviz kuru değişmelerinin nedenleri, boyutları ve bu döviz kuru değişikliklerinden kaynaklanan döviz kuru riskine karşı nasıl korunabileceklerini değerlendirmek zorundadırlar (Pinches,1990,651). İşletmelerin bu denli öneme sahip döviz kuru risk yönetimi için zaman ve kaynak ayırması gereği kuramsal ve ampirik bazda dünya literatüründe tartışılmaktadır. Hemen belirtmek gerekir ki, Türkiye’ de işletmelerin döviz kuru etkisini ölçen, döviz kuru politikaları, anlayışları, yaklaşımlarını ortaya koyacak kuramsal ve ampirik çalışmalara gereksinim vardır.

1.1. ÇALIŞMANIN AMACI

Bu çalışma, döviz kuru risk yönetimi alanında Türk finans literatürüne katkıda bulunmak amacı ile, döviz kuru değişikliklerinin Türkiye’de faaliyet gösteren işletmeler üzerindeki etkisini ölçmeyi, işletmelerin döviz kuru risk yönetimine yaklaşımlarını ve yönetim uygulamalarını incelemeyi, işletmelerin döviz kuru riskinin önemini ne ölçüde farkında olduklarını istatistiksel yöntemler yardımı ile ortaya koymayı hedeflemiştir. Daha farklı bir deyişle, bu çalışma da kantitatif yöntemler kullanılarak elde edilen ampirik bulgulara dayanarak, aşağıdaki hususlar üzerinde durulacaktır:

1. Döviz kuru etkisinin ölçülmesi,
2. İşletmelerin döviz kuru risk yönetimine verdikleri önemin ortaya konulması,
3. Döviz kuru risk yönetim hedeflerinin belirlenmesi,
4. Döviz kuru riskinden korunmaya yönelik uygulanan yöntemlerin incelenmesi.

Ayrıca bu çalışmada, aşağıda sıralanan değişkenlerin işletmelerin döviz kuru risk yönetimi üzerindeki belirleyici etkileri ölçülmeye çalışılmıştır:

1. İşletmenin dışa açılma oranı (ihracat/satışlar, ithalat/üretim)

2. Firma büyüklüğü (ortalama yıllık satışlar)
3. Firma sahipliği (çokuluslu, yabancı ortaklı, yerli firma) ne göre yönetim anlayışı farklılıkları

Yukarıda belirtilen amaçları gerçekleştirmek üzere, çalışmada şu iki ayrı ampirik araştırma yapılmıştır.

i) Öncelikle beklenmeyen döviz kuru değişikliklerinin Türkiye’de faaliyet gösteren işletmelerin varlıkları, nakit akımları ve uzun dönemli borçları üzerindeki etkisini ölçmek amacı ile bir model kurulmuş ve bu model en küçük kareler yöntemi ile test edilmiştir.

ii) İşletmelerin döviz kuru riskine karşı yaklaşımlarını, döviz kuru risk yönetimlerini ve korunma yöntemlerini ortaya koymak amacı ile soru formu ile veriler toplanmış ve elde edilen veriler istatistiksel yöntemler kullanılarak analiz edilmiştir.

Bu çalışmanın sonuçları literatürde var olan döviz kuru risk yönetimine ilişkin teorik ve ampirik çalışmalar ile bağlantılı olarak değerlendirilmiştir.

1.2. ÇALIŞMANIN ÖNEMİ

1980’lerden bu yana uluslararası faaliyetlerde önemli değişimler olmuştur. Dünya ticaretinde liberalleşme eğilimleri tüm dünyada önem kazanmış, ülkeler arasında ticari anlamda sınırlar azaltılmış, malların, kişilerin ve sermayenin dolaşımında artış görülmüştür. Dünyadaki bu değişim nedeni ile işletmelerin karşı karşıya kaldıkları döviz kuru riski öneminin farkına varıldığından pek çok ülkede bu konu tartışılarak işletmeler için uygun politikalar geliştirilmiştir. Türk işletmeleri açısından ise, döviz kuru risk yönetiminin işletmelerin gündemlerinde son yıllarda yer almaya başladığı görülmektedir.

Türk işletmelerine bu yönde yol gösterici kuramsal ve ampirik çalışmalar kuşkusuz son derece önemlidir. Daha açık bir deyişle Türkiye’de faaliyet gösteren işletmeler için döviz kuru risk yönetimi kavramının teorik olarak ortaya konulması, döviz kuru risk yönetimine yeterince önem verilip verilmediği, döviz kuru dalgalanmalarının işletmenin karlılığı üzerindeki etkisinin ne derece farkında olduğu ve döviz kuru riskini azaltmaya yönelik korunma tekniklerine ne ölçüde yakın olduğunun araştırılması, işletmelerin yönetimlerinin etkinliğini arttıracaktır. Hemen ilave edelim ki, bu tür çalışmaların Türk finans literatürüne de katkısı olacaktır.

Şu gerçeği vurgulamak gerekir ki, çalışma için yapılan ulusal literatür taraması sırasında işletmelerin döviz kuru risk yönetimi konusunda yayınlanmış ampirik bir çalışmanın olmadığı görülmüştür. Konunun teorik bazda tartışıldığı [(Kırım (1992), Seyitoğlu (1994), Yıldız (1988))] ancak yapılan çalışmaların daha çok konunun tanımı, kapsamı ve riskten korunma tekniklerini tanımaya yönelik olduğu saptanmıştır. Döviz kuru riski konusunda ampirik çalışmalara olan gereksinim ve ilgi, çalışmada sunulacak ampirik bilgilerin dayanağı olan soru formunun hazırlanması sırasında ortaya çıkmıştır. İşletme yöneticileri ile yapılan yüz yüze görüşmeler sırasında, konuya ilgi oldukça fazla olmuştur. Yöneticiler konunun son derece önemli olduğunu bu alanda bilgilenmeye gereksinim duyduklarını vurgulamışlardır. Ayrıca posta ile gönderilen soru formlarının yanıtlanma oranının nispeten yüksekliği de işletmelerin bu konuya duydukları ilginin bir göstergesi olarak yorumlanabilir.

1.3. ÇALIŞMANIN PLANI

Çalışma üç ana bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde döviz kuru risk yönetiminin temel kavramları ve kuramsal çerçeveyi vermek amaçlanmıştır. İkinci bölümde ise, Türkiye’de faaliyet gösteren yerli ve yabancı işletmelerin döviz kuru etkisini ölçmek için gerçekleştirilen ampirik araştırmanın yöntemi ve bulguları tartışılmıştır. Üçüncü bölümün

kapsamını ise, döviz kuru risk yönetimine işletmelerin yaklaşımlarını ortaya koymak için yapılan ayrı bir ampirik araştırma yöntemi, bulguları ve sonuçları oluşturmuştur.

Belirtilen 3 ana bölüm altı alt bölümde incelenmiştir.

Birinci bölümde çalışmanın girişi, çalışmanın hangi amaçları gerçekleştirmek için yapıldığı, çalışmanın önemi ve Türk literatürüne yapacağı katkı ve çalışmanın planı yer almaktadır.

İkinci ve üçüncü bölümler çalışmanın teorik yapısını oluşturmaktadır. İkinci bölümde araştırmada kullanılan temel kavramlar tanımlanmıştır. Döviz, döviz kuru, döviz piyasası işlemleri, döviz arz ve talebini belirleyen faktörler açıklandıktan sonra döviz kuru risk yönetimi gereğine ilişkin literatürdeki tartışmalar ortaya konmuştur. Daha sonra döviz riski ve döviz kuru etkisi tanımlanmış, döviz kuru değişikliklerinin işletmeler üzerindeki etkilerinin ne şekillerde ortaya çıktığı tartışılmıştır. Üçüncü bölümde ise, döviz kuru riski ve etkilerine karşı işletmelerin uygulayabileceği korunma politikaları, bu politikalara duyulan gereksinim incelenmiştir.

Dördüncü bölüm, işletmelerin döviz etkisinin ölçülmesi için yapılan ampirik çalışmanın modeli ve bulgularının yer aldığı bölümdür. Beşinci bölümde ise, Türkiye’de faaliyet gösteren işletmeler üzerinde yapılan döviz kuru risk yönetimi araştırmasının yöntemi ve bulguları tartışılmıştır. Altıncı bölümde çalışmanın sonuç ve önerileri yer almaktadır.

BÖLÜM 2

TEMEL KAVRAMLAR VE TANIMLAR

Bu bölümde dövizin kelime anlamı olarak tanımı yapıldıktan sonra döviz piyasa işlemlerinden kısaca söz edilmiştir. Döviz kurlarının ifade şekli olan döviz kotasyonu, teslim süreleri açısından farklılık gösteren spot ve forward işlemler anlatılmıştır. Döviz kurlarında görülen değişikliklerin temel nedeni döviz arz ve talebine bağlı olduğundan, bu arz ve talebi etkileyen faktörler üzerinde durulmuştur. Araştırmanın konusu olan döviz riski ve etkisi tanımlanarak işletmeler üzerindeki etki çeşitleri ayrıntılı olarak anlatılmıştır.

2.1.DÖVİZ PİYASASI İŞLEMLERİ

2.1.1. Döviz Tanımı ve Döviz Piyasaları

Genel bir tanım olarak döviz yabancı ülke paralarını ifade eder. Daha geniş bir anlamda döviz, yabancı ülkelere ödeme yapmak için kullanılacak her çeşit ödeme aracı olarak tanımlanabilir. Bu tanıma göre döviz kavramı yabancı paraların yanısıra banka havaleleri, çek, poliçe, senet, seyahat çekleri gibi diğer ödeme araçlarını da kapsamaktadır (Seyitoğlu,1980,137).

Döviz işlemleri, uygulamada ödeme araçlarına göre farklı adlandırılmaktadırlar. Bir yabancı ülke parasının nakit olarak ödenmesi durumundaki işlemler 'efektif', nakte çevrilebilir diğer ödeme araçları ile yapılan ödemeler 'döviz' işlemleri olarak adlandırılır.

Döviz piyasası coğrafi açıdan, tüm dünyayı kapsayan ve günün her saatinde dünyanın herhangi bir yerinde işlem yapılan bir piyasadır. İşlemler tüm dünya yüzeyinde

yapılmakla birlikte, başlıca finansal piyasalarda daha yoğundur. Bu merkezlerin başlıca finansal merkezler arasında sayılması, bu merkezlerde işlem yapanların sayısı, ülkedeki ulusal pazarın derinliği ve diğer finans merkezleri üzerindeki etkisine bağlıdır (Tygier,1988,47). Londra, New York, Zürih, Paris, Tokyo, Amsterdam başlıca döviz piyasaları arasındadır. Döviz işlemleri fiziki bir piyasada yapılmamaktadır. İşlemler piyasada işlem yapanlar arasında bilgisayar, telefon ve teleks aracılığı ile yürütülür.

Döviz piyasasında iki tür işlem yürütülmektedir. Birinci grubu İnterbank-toptan piyasada yürütülen büyük hacimli işlemler oluştururken, ikinci grubu bankalar ve müşterileri arasındaki yürütülen küçük ölçekli perakende işlemler oluşturmaktadır. Bu iki tür piyasada faaliyet gösterenler, bankalar, banka dışında faaliyet gösteren dealerlar, döviz brokerları, kendi ülkeleri dışında ticaret ve yatırım işlemleri yapan işletmeler, çok uluslu işletmeler, spekülâtörler, arbitrajçılar ve ülkelerin merkez bankalarıdır. Döviz ticareti; döviz bazında mevduat bulundurmamayı, kur değişikliklerinden kar elde etmeyi amaçlayan spekülâtif işlemleri ve döviz piyasaları arasındaki fiyat farklarından kar elde etmeyi (döviz arbitrajı) hedefleyen işlemleri de kapsamaktadır (Apak,1993,18).

Döviz piyasası günümüzde, günlük ticaret hacmi açısından dünyanın en büyük işlem hacmine sahip piyasalarından birisini oluşturmaktadır.

Döviz piyasasının başlıca fonksiyonları arasında ülkeler arasında satın alma gücünün transferi, uluslararası ticari işlemler için kredi sağlanması ve döviz kuru değişikliklerinden kaynaklanan riski minimize etmek yer almaktadır.

2.1.2.Döviz Kuru ve Kotasyonu

Döviz kuru, iki ülke parasından birisinin değerinin diğeri cinsinden ifadesidir. Diğeri bir deyiş ile, birisinin diğeri cinsinden fiyatıdır. Her hangi bir parayı diğeri bir para

cinsinden ifade etmek için iki yöntem bulunmaktadır. Örneğin Türk Lirası ile Amerikan Doları arasındaki fiyat ilişkisi iki yönlü ifade edilebilir.

1- Bir Amerikan Doları alabilmek için gerekli Türk Lirası miktarı, bu miktar bir Amerikan Dolarının Türk Lirası fiyatıdır.

2- Bir Türk Lirası almak için ödenmesi gereken Amerikan Doları miktarı, bu Türk lirasının Amerikan Doları fiyatıdır.

Bu iki yönlü fiyat ilişkileri, ilişkinin yönüne göre direkt ve indirekt kotasyon olarak adlandırılır. 'Direkt kotasyon' bir birim yabancı para almak için ödenecek ulusal para miktarını gösterir. 1 \$=80.000 TL olarak ifade edilir. 'İndirekt kotasyon' ise bir birim ulusal para ile alınabilecek yabancı para miktarıdır (Fabazzi ve diğerleri, 1994,624).

Örneğin:1 TL=0.0000125 \$ olarak gösterilir.

2.1.3. Spot ve Forward İşlemler

Döviz piyasasında yapılan işlemler dövizin teslim süresine göre iki şekilde spot ve forward işlemler olarak adlandırılırlar. Döviz piyasasında yapılan işlemlerin büyük bir bölümünü spot işlemler oluşturur. Spot piyasada değişime tabi olan dövizin en geç iki iş günü içerisinde teslimi gereklidir. Forward (vadeli) işlemlerde ise, sözleşme yapılan bir tarih vardır ancak sözleşme ile dövizin tesliminin yapılacağı ayrı bir gün belirlenir ve teslim üzerinde anlaşılan ileri bir tarihte gerçekleşir (Johnson,1993,116).

2.2. DÖVİZ ARZ VE TALEBİ

Günümüzde döviz kurlarının dalgalanması çok geniş bir kesimi etkilediğinden, döviz kuru hareketlerini izleyen ve geleceğe ilişkin öngörümde bulunmaya çalışan çok geniş bir kitle bulunmaktadır. Kur tahminleri yapılırken değişik tahmin yöntemleri kullanılmakta, istatistiksel trend analizleri, çeşitli formüller, faiz ve enflasyon oranları, ülkelerin ekonomik dengeleri izlenmeye çalışılmaktadır. Tüm göstergeler yakından izlenip, ekonometrik modeller kullanılması halinde dahi, ilerdeki döviz hareketlerinin tam

olarak öngörülmesi oldukça güçtür. Döviz kurları çeşitli faktörlerden etkilenmektedirler. Bu faktörler içerisinde döviz kurunu en çok etkileyen faktör döviz arz ve talebidir. Döviz arz ve talebi de piyasadaki başlıca ekonomik faktörlerin ve teknik değişkenlerin fonksiyonudur. Bu ekonomik faktörler aşağıda belirtilmiştir.

2.2.1.-Döviz Arzını Etkileyen Faktörler

- 1- ‘Döviz kontrolleri’; ülkeye giren ve çıkan kaynakları yöneten Merkez Bankasının koyduğu kurallar ve düzenlemeler,
- 2- ‘Döviz miktarı’; Ülkenin interbank piyasasında mevcut toplam parası tarafından belirlenen ve yabancı işlemler için elde bulundurulan ülke parasının miktarı,
- 3- ‘Para arzındaki artış’; Ülkenin Merkez Bankası tarafından düzenlenen ve izlenen ülke parasının artış oranıdır.

2.2.2.Döviz Talebini Etkileyen Faktörler

- 1- ‘Döviz kurunun karşılaştırmalı değeri’; Karlarını maksimize etmek için dövizin değerinin düşük olduğu ülkelerden satın alarak, değeri yüksek olan ülkelere satan ticari bankalar ve dealerlar tarafından belirlenir. Bir ülke parasının değeri o ülkenin ihracatı ithalatından fazla olduğu durumlarda artar.
- 2- ‘Faiz oranı farklılıkları’; Daha yüksek faiz oranlı ülke paralarını satın alarak, daha düşük faiz oranlı ülke paralarını satarak, yatırımlarının getirisini maksimum düzeye ulaştırmak amacıyla döviz ticareti ile uğraşan profesyonel dealerlardan etkilenir.
- 3- ‘Enflasyon oranı farklılıkları’; Enflasyon oranları bir ülkenin ekonomik geleceğindeki belirsizliği ve dalgalanmayı gösterir. Döviz ticareti yapanlar düşük enflasyonlu ülkelerin paralarını satın alıp yüksek enflasyonlu ülkelerin paralarını satarlar.
- 4- ‘Kamu kağıtlarının reel getiri oranı’; Kamu kağıtlarına yüksek reel getiri veren ülkelerin paralarını tutma isteği fazladır.

5- 'Merkez Bankası müdahaleleri'; Merkez Bankaları kendi paralarının önceden belirlenmiş oranlarını korumak için kendi veya diğer ülkelerin paralarını alıp satarlar.

6- 'Hükümete güven'; Dengeli politik sisteme sahip ve parasal ve mali politikalarında büyük değişiklikler yapmayacak liderler yatırımcılara yatırımlarının güvende olduğu duygusunu verirler. Bu güven duygusu, bazı paraların alınıp satılmasında diğer talep faktörlerinden daha çok etki yapar.

Savaşlar, iç politika, merkez bankası manipulasyonları toplumsal görüşler ve diğer pek çok sayıda kontrol edilemeyen değişkenler döviz arz ve talep eğrilerini ülkelerin faiz ve enflasyon oranlarında daha fazla etkilerler. Gelecekteki döviz kurunun tam olarak tahmini güçtür. Yine de firma finans müdürleri ve para yöneticileri döviz kuru tahminlemede bulunmaya çalışmalıdırlar. Birçok ticari ilişkide ve direk yatırım işlemlerinde karlılık bir ölçüde firmanın döviz kuru politikasındaki başarısına bağlıdır (Tullar,1992,45).

2.3.DÖVİZ KURU RİSK YÖNETİMİ GEREĞİ

İşletmelerin aktif döviz kuru risk yönetimi uygulamalarına ilişkin finans literatüründe çeşitli teorik tartışmalar yapılmaktadır. Bu tartışmalarda ortaya çıkan ana sorular şu şekilde özetlenebilir.

i) Döviz riski var mıdır?

ii) Eğer döviz riski var ise, buna karşı korunma gerekli midir?

iii)Eğer korunma gerekli ise bu korunma işletmeler tarafından mı gerçekleştirilmelidir (Holland,1993,119)?

Bu sorulara cevap aranması sırasında iki farklı görüş ortaya çıkmıştır. Bir grup, işletmelerin döviz kuru risk yönetimi ile uğraşmalarına gerek olmadığını belirterek görüşlerini şu şekilde özetlemişlerdir.

'Döviz kuru riski yoktur, varsa bile korunma gerekli değildir, korunma gerekli ise bile, işletme korunmamalıdır' (Dufey,Srinivasulu,1983,54).

Bu görüşü savunanlar, görüşlerini şu modellere ve teorilere dayandırmaktadırlar; Satın Alma Gücü Paritesi (PPP), Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli (CAPM), Modigliani-Miller Teoremi (MM), Etkin Piyasa Hipotezi. Risk yönetimi gerekmediğini savunan görüşün düşüncelerinin dayandırıldığı teoriler kısaca aşağıda incelenecektir.

2.3.1. Satın Alma Gücü Paritesi (PPP)

Uluslararası finansmanın en eski teorilerinden birisi olan satın alma gücü paritesinin iki versiyonu vardır. Mutlak satın alma gücü paritesine göre, ülkeler arasında malların maliyetleri arasında farklılık bulunmakla birlikte, tüm dünyada malların satışı tek fiyat üzerinden gerçekleşmektedir (Brealey ve diğerleri, 1995, 600). Bir malın fiyatı her ülkede aynıdır. Diğer bir deyişle, iki ülkedeki para birimi satın alma güçleri ile ölçüldüğünde aynı değere sahiptir. Bu teori şu şekilde ifade edilir.

$$\text{Denge döviz kuru} = \frac{\text{Kendi ülkesindeki bir grup malın fiyatı}}{\text{Yabancı ülkede bir grup malın fiyatı}}$$

Görelî satın alma gücü paritesine göre ise, belirli bir dönemde, döviz kurundaki değişiklik yaklaşık olarak iki ülke arasındaki enflasyon oranları farkına eşittir (Aggarwal, Soenen, 1989, 62).

Döviz kuru değişiklikleri beklenen enflasyon oranını yansıttığından, döviz kuru risk yönetimine gerek bulunmamaktadır. Örneğin, Türkiye'deki enflasyon oranı Fransa'dan %50 oranında fazla ise, Türk Lirası Fransız Frangına göre %50 oranında değer kaybedecektir. Bu durumda malların görelî fiyatlarında bir değişiklik olmayacaktır. Bir malın görelî fiyatı yıl başında ne kadar ise, yıl sonunda da aynı kalacaktır. Bu durumda işletmelerin döviz kuru riskine ilişkin her hangi bir çaba göstermeleri gerekmemektedir.

Satın alma gücü paritesi geçerli olduğuna göre, gelecekteki döviz kurunu tahmin etmek için sadece enflasyon oranları arasındaki farkı öngörmek yeterlidir. Örneğin Türkiye ile Fransa arasındaki beklenen enflasyon oranı farkını esas alarak Fransız Frangının Türk Lirası karşısında değerinde meydana gelecek değişiklikler şu eşitlik yardımı ile hesaplanabilir.

Beklenen enflasyon
oranındaki farklılık

Döviz kurunda
beklenen değişiklik

$$\frac{1 + i_{FF}}{1 + i_{TL}}$$

eşittir

$$\frac{1 + (S_{FF/TL})}{S_{FF/TL}}$$

Cari spot kur x beklenen enflasyon oranları = Gelecekteki spot kur
arasındaki farklılık

2.3.2. Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli (CAPM)

İşletmelerin korunma politikalarını uygulamalarında Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli esas alındığında, döviz kuru riski Logue ve Oldfield (1977) ve Lessard (1977)'in belirttiği gibi sistematik bir risktir. Bu görüşlere göre bir firmanın risk beklentileri onun beklenen karlılığı ve sistematik riskine göre piyasa tarafından değerlendirilir. Böylece döviz riskinin tek tek firmalar veya toplam piyasa portföyünde değerlendirilmesi arasında fark yoktur (Jacque, 1979, 362). Forward sözleşmelere girilerek korunma sağlanmasının firmanın değerine herhangi bir katkısı yoktur. Döviz kuru riski sistematik bir risk olmasa bile, bu risk yatırımcılara aktarılabilir. Yatırımcılar portföylerini düzenleyerek bu riskten kaçınabilirler.

2.3.3. Modigliani-Miller Teoremi

Original MM teoreminin, uluslararası arenada uzantısı olarak tartışılan konuda, işletmelerin döviz kuru risk yönetimlerinin gerekli olmadığı, firmaların yapabileceği her şeyi yatırımcıların yapabileceği düşünülmektedir. Her bir yatırımcı potansiyel bir korunmacıdır. MM'in ulusal versiyonunda, her bir yatırımcı kendi hesabına borçlanarak, kendi finansal kaldıraçını düzenler, bu nedenle işletmelerin borçlanmaları gereksizdir. Bu görüşün uluslararası uygulamasında ise, yatırımcı kendi hesabına korunma uygular. İşletmenin her hangi bir korunma politikası izlemesine gerek bulunmamaktadır.

2.3.4. Etkin Piyasa Hipotezi

Döviz piyasaları etkin piyasalardır. Forward sözleşmeler, dövizle ilişkin elde edilebilir tüm bilgilere göre fiyatlanmaktadır, bu durumda bu piyasalarda ek bir getiri sağlamaz. dolayısı ile işletmelerin forward sözleşmeler aracılığı ile korunma sağlamaya çalışmalarına gerek bulunmamaktadır.

2.3.5. Forward ve Spot Kurların Belirsizliği

Bu varsayıma göre forward ve spot kurlar değişken ve belirsizdir. Forward ve ilerideki spot kurları önceden tahmin etmek çok güçtür. Bu nedenle korunma yöntemleri kullanarak ve forward ve spot kurları tahmin etmeye çalışarak sözleşme yapılması firma için bir kumar niteliğindedir.

Tüm yukarıda sayılan görüşler şu şekilde özetlenebilir. İdeal bir dünyada, bilgilendirme ve işlem maliyeti olmadan, çeşitli engeller bulunmadan, satın alma gücü paritesinden sapmalar olmadan , dünyada tek fiyat kanununun geçerli olması halinde firmalar döviz kuru riski ile karşılaşmayacaklardır. Bu nedenle döviz kuru risk yönetimi için zaman ve kaynak ayrılmasına gerek bulunmamaktadır. Böyle bir risk var olsa bile

Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma modeline göre bu risk sermaye piyasalarına aktarılır. Buna alternatif olarak MM teoremine göre de yatırımcılar, işletme risklerine karşı tam bir korunma sağlarlar, işletmelerin bu risk ile işletme düzeyinde uğraşılmasına gerek bulunmamaktadır.

Logue ve Oldfield'e(1977) göre bir firmanın risk beklentileri, firmanın beklenen karlılığı ve sistematik riskine göre piyasa tarafından değerlendirilir. Bu nedenle döviz riskinin tek tek firmaların veya toplam piyasa portföyünde değerlendirilmesi arasında fark yoktur. Bu risk firma hisselerinin riski olarak doğrudan sermaye piyasalarına transfer edilir. İşletmelerin finans sorumlularının döviz kuru risk yönetimi ile uğraşmalarına gerek yoktur. Onların sorumluluğu, sadece bu riski doğrudan firma hisselerine sahip olanlara aktarmaktır. Bu aşamada yatırımcılar, tüm dünyada değişik yerlerde ve değişik paralar üzerinden faaliyette bulunan firmaların hisselerine yatırım yaparak döviz kuru riskini azaltabilirler.

Fama ve Farber (1979) uluslararası sermaye piyasalarının tamamen entegre olduğunu varsayarlar. Ayrıca yatırımcıların homojen mal kullandığını ve satın alma gücü paritesinin her zaman geçerli olduğunu savunurlar.

Solnik (1973), benzer şekilde uluslararası sermaye piyasalarının tamamen entegre olduğunu, ancak ülkeler arasında farklı tüketim mallarının kullanıldığını kabul eder. Aynı zamanda döviz kurları ile ilgili yerel döviz piyasalarının getirileri arasında korelasyon olmadığını varsayar.

Wilhborg (1978), döviz kurlarının satın alma gücü paritesine göre belirlendiğini ve enflasyon etkisinin giderildiği durumda, döviz kuru değişiminin ekonomik etkisi olmayacağını belirtir. Göreli fiyatların enflasyon ölçüsünde değişmemesi durumunda reel olarak değişiklik görülebileceğini belirtmiştir.

Cornell de (1980) nominal ve reel nakit akımı arasındaki ilişkiyi ortaya koyarak, görelî fiyatların sabit kaldığı durumda satın alma gücü paritesinin geçerli olacağı ve ekonomik etkinin olmayacağını belirtmiştir.

Yukarıda ideal koşullarda geçerli olan görüşlere karşı çok çeşitli soru işaretleri oluşmaktadır. Satın alma gücü paritesine ilişkin yapılan çeşitli ampirik çalışmalar fiyatlar ile döviz kurlarındaki değişmelerin aynı zamanda gerçekleşmediğini, ikisindeki değişiklik arasında bir zaman bulunduğunu göstermiştir. Uzun dönemde satın alma gücü paritesi geçerli olsa dahi, kısa dönemde bu teoriden sapmalar görülmektedir. İşletmelerin planlama ve faaliyet dönemlerinde, satın alma gücü paritesindeki sapmalar nedeni ile döviz kuru riski ortaya çıkmaktadır. Tek fiyat kanunu geçerli olsa dahi, bir işletmenin belirli girdileri ve çıktılarının piyasa fiyatları veya ortalama fiyat düzeyine göre değişiklik gösterebilir ve böylece işletme döviz kuru riski ile karşılaşabilir.

MM teoreminde, yatırımcıların en az işletmeler kadar iyi korunma yöntemleri uygulayacaklarını belirtilmiştir. Ancak yatırımcıların önünde bu konuda bazı kısıtlar bulunmaktadır. Öncelikle küçük yatırımcıların korunma amaçlı girecekleri forward, futures veya options sözleşmelerinin birçoğunun, miktar olarak bazı sınırları ve standartları vardır. Küçük yatırımcıların kendi portföylerini bu sınırlara ve standartlara uydurmada güçlük çecekleri açıktır. Ayrıca çokuluslu işletmelerin bağlı şirketlerinin aralarında transfer fiyatlaması, içsel borç alma ve verme, ödemeleri geciktirme gibi yöntemler ile fonlarını ayarlama olanaklarına sahipken, küçük yatırımcıların böyle düzenlemeler yapma şansları bulunmamaktadır (Holland, 1993, 120).

Korunma kararları alınırken işletmelerin ve kişilerin öncelikle bilgi sahibi olması gerekmektedir. Yatırımcının portföyünde yer alan tüm işletmeler için, işletmelerin faaliyetleri, finansal durumları, hedefleri gibi her konuda detaylı bilgi sahibi olması gerekmektedir. Bu tür bilgilerin yeterli olmaması durumunda optimal bir korunma politikası uygulanamaz. Yatırımcıların bilgi elde etmek ve değerlendirmek için yeterince

zaman ve kaynak ayırdığı kabul edilse bile, işletme yöneticileri ölçüsünde işletmenin ileriye yönelik hedefleri konusunda bilgi sahibi olamayabilirler. Bu durumda korunma kararı ve uygulamalarının şirket yöneticileri tarafından yapılması daha doğru görünmektedir.

Etkin piyasa hipotezinin her ülkede geçerli olmadığı görülmektedir. Sermaye piyasalarının yeterince gelişmemesi, işlem ve bilgi sağlama maliyetlerinin bulunması, piyasalara hükümet müdahaleleri nedeni ile döviz ve sermaye piyasaları etkin piyasalar olarak görülmezler. Bu durumda forward döviz kurlarının tam olarak beklentiler düzeyinde gerçekleşmesi beklenemez. Bu nedenle işletmelerin döviz kuru riskinden korunmalarının firma değeri üzerinde etkisi bulunmaktadır.

Döviz kuru risk yönetiminin gereksizliğine inanan, yukarıda sözü edilen görüşlere karşı görüşlerin başlıcaları aşağıda özetlenmiştir.

Makin (1978) döviz kuru değişikliklerinin işletme üzerindeki etkisinin uzun dönemde sıfır olabilebileceğini, ancak kısa dönemde çokuluslu şirketlerin döviz kuru değişimlerinden önemli ölçülerde etkilenebileceğini belirtmiştir.

Aynı şekilde Aliber (1975) sorunun, döviz kuru riskini gidermede firmanın mı yoksa yatırımcının mı daha etkin davranabileceği olduğunu vurgulayarak, firmanın daha bilgili olabileceği ve daha düşük maliyet ile daha etkin bir şekilde kendisini koruyabileceğini belirtmiştir.

Dufey ve Giddy (1978), serbest döviz kuru politikası uygulanması halinde döviz piyasasının etkin olabileceğini, buna rağmen gerçekleşen döviz kurunun forward döviz kurlarında öngörülen orandan farklı olabileceğini, buna bağlı olarak beklenmeyen döviz kuru sapmalarının işletmenin net nakit akımlarında olumsuz sonuçlar yaratılabileceğini belirtmişlerdir. Sabit veya güdümlü döviz kuru politikası uygulanması halinde de faiz

oranları ve döviz kurları üzerindeki hükümet kontrolleri yüzünden piyasanın etkin olamayacağını bu nedenle döviz kuru risk yönetiminin işletmeler açısından zorunlu olduğunu savunmaktadırlar.

Dufey(1972), döviz kuru değişikliklerinin çokuluslu işletmelerin bağlı şirketlerinin nominal nakit akımlarını değiştireceği konusunda, döviz kuru risk yönetiminin gereksizliğini savunan görüşe katılmaktadır. Ancak bu nakit akımı değişikliğinin bir devalüasyon veya revalüasyonun net etkisi ile aynı miktarda ve aynı yönde olmayabileceğini vurgulamıştır. Örneğin devalüasyon yapılan bir ülkede faaliyet gösteren bir bağlı şirket gelirlerini ihracat yaparak sağlıyor ise, böyle bir devalüasyondan zarar görmeyeceği gibi karını arttırabilir.

Yukarıda döviz kuru riski ve etkisi nedeni ile işletmelerin döviz kuru risk yönetimi gereğine ilişkin karşı ve savunan görüşler özetlenmiştir. Çeşitli teoriler ile ifade edilen ideal koşullardan kısa veya uzun dönemli sapmalar bulunması nedeni ile, işletmelerin döviz kuru riski ve etkisi ile karşı karşıya buldukları ve bu etki nedeni ile doğabilecek zararlarını en aza indirecek politikalar geliştirme gereği bulunmaktadır.

Çalışmanın aşağıda yer alan kısım ve bir sonraki bölümünde, döviz kuru etkileri tanımlanarak, bu etkilere karşı uygulanabilecek korunma yöntemleri incelenecektir.

2.4. DÖVİZ KURU RİSKİ VE ETKİSİ

Döviz kuru riski, döviz kurlarında beklenmeyen değişikliklere bağlı olarak işletmenin varlıklarının, borçlarının ve faaliyet gelirlerinin ulusal para cinsinden değerlerinde görülen değişikliklerdir (Holland,1993,139).

Buna karşın döviz kuru etkisine açıklık (exposure) risk altında olmandır. Döviz kuru etkisine açıklık, varlıkların, borçların ve faaliyet gelirlerinin reel ulusal para

cinsinden değerlerinin beklenmeyen döviz kuru değişikliklerine duyarlılığıdır.(Levi,1990,187). Çalışmada yer alan exposure sözcüğünün Türkçe karşılığı, döviz kuru etkisine açıklık, döviz kuru etki alanı olarak düşünülmele birlikte çalışmada bundan böyle bu sözcük Halil Seyitoğlu (1994)'nun kullandığı şekilde kısaca kur etkisi olarak geçecektir. Döviz kuru etkisi tanımı daha açık olarak ifade edilmek istenirse, önemli noktalar şöyle vurgulanabilir:

- Döviz etkisi, ulusal para cinsinden değerlerin duyarlılığının ölçüsüdür. Bir şeyin ulusal para cinsinden değerinin döviz kuru değişikliği karşısında hangi ölçüde değiştiğinin tanımlanmasıdır.

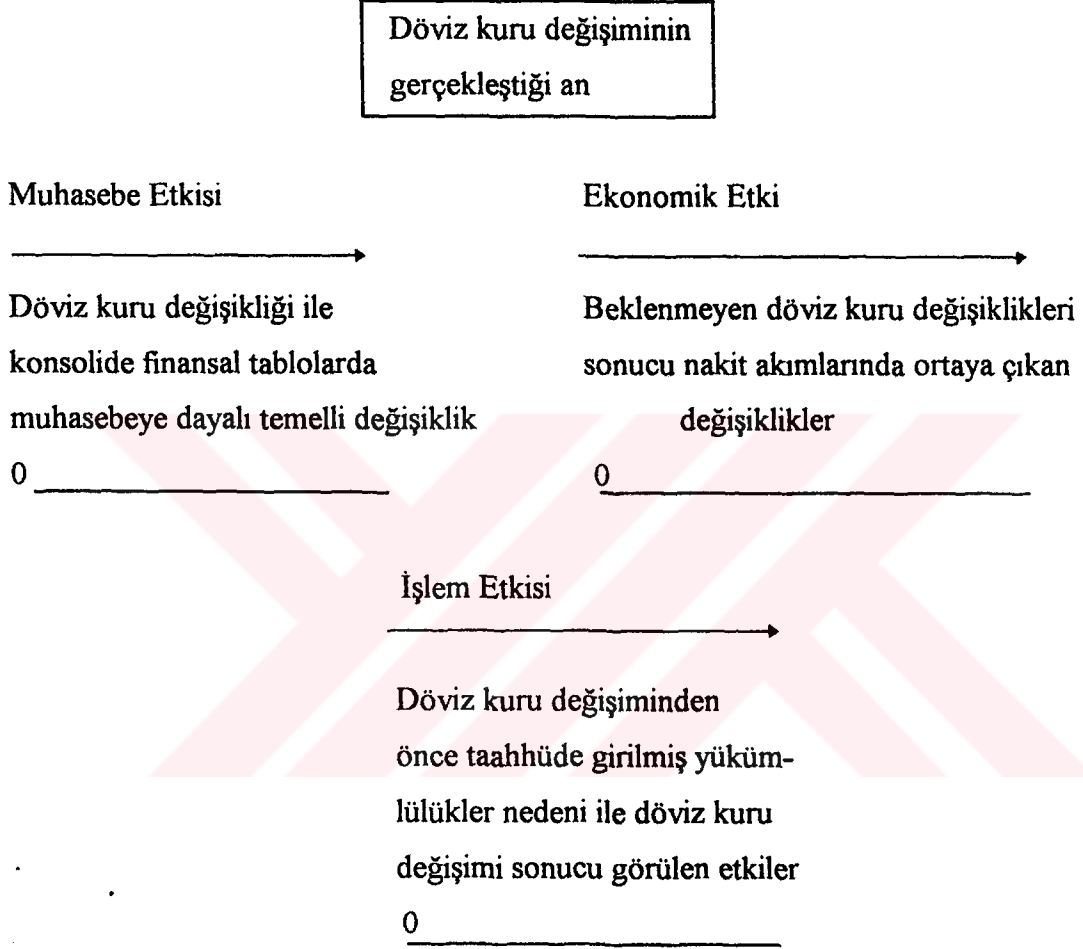
- Reel ulusal para değerleri ile ilgilidir. Kur etkisi varlıkların, borçların ve firmanın faaliyet gelirleri üzerinde görülür. Varlıkların ve borçların değerlerinde değişiklik belirli bir tarih için, faaliyet gelirlerinde ise belirli bir dönem içinde sözkonusudur (Levi,1990,187).

- Etkinin sadece yabancı parayla ifade edilen değerler için geçerli olduğu varsayılmamalıdır. Döviz üzerinden işlem yapan firmalarda kur etkisi daha fazla olacaktır, ancak tamamen yurtiçi piyasada faaliyet gösteren firmaların döviz kuru etkisi ile karşılaşmayacağı düşünülemez. Bu tür firmalar da faaliyet alanlarında yer alan malların ithalatı ile yurt içinde satılan malların karşılaştığı rekabet nedeni ile dolaylı bir etki altında kalırlar. Diğer önemli bir nokta ise, tanımın sadece öngörülmeyen değişiklikleri kapsamasıdır. Eğer, döviz kuru değişiklikleri önceden tahmin edilebiliyor ise piyasa kendisini bu değişikliklere göre ayarlar. Eğer döviz kurları tahmin edilenden farklı olarak değişiklik gösterirse, varlıklar borçlar ve faaliyet gelirlerinde kazanç ve kayıp ortaya çıkabilir.

2.4.1. Döviz Kuru Etkisinin Çeşitleri

Döviz kuru değişikliklerinin işletmeler üzerinde yarattığı etkiler muhasebe etkisi, işlem etkisi ve ekonomik etki olmak üzere üç grupta incelenebilir. Her bir etkiyi tek tek incelemeyen, her birinin anlamı ve zamanlaması şu şekilde gösterilebilir.

**ŞEKİL 1- EKONOMİK, İŞLEM VE MUHASEBE ETKİLERİNİN
FARKLILIKLARININ KAVRAMSAL KARŞILAŞTIRMASI**



Kaynak:(Eiteman, Stonehill, 1992, 173)

2.4.1.1. Muhasebe Etkisi (Accounting Exposure/Translation Exposure)

Dönüştürme (translation) etkisi olarak adlandırılan muhasebe etkisi, döviz kuru değişiklikleri nedeni ile işletmelerin finansal tablolarında görülen değişikliklerdir. Çok uluslu işletmelerin bağlı şirketlerinin finansal tablolarında yer alan varlıklar ve borçlar

faaliyet gösterilen ülkelerin para birimleri üzerinden düzenlenir. Çokuluslu işletmelerin tüm bağlı şirketlerinin ve ana ülkelerinin finansal tablolarının konsolide edilmesi aşamasında, bağlı şirketlerin finansal tablolarında yer alan değerlerin ana ülke para birimine çevrilmesi gerekir. Bu konsolide etme aşamasında, döviz kurlarında görülen değişiklikler nedeni ile çokuluslu işletmenin finansal tablolarında yer alan kar ve zarar rakamlarında ana ülkenin para birimi cinsinden değişiklikler görülebilir. Finansal tablolarda bu para birimindeki çevirim nedeni ile görülen döviz kuru etkisi muhasebe veya dönüştürme etkisi olarak adlandırılır (Jones,1992,667).

Muhasebe etkisinin çokuluslu işletmeler için ne ölçüde önemli olduğu konusunda iki farklı görüş bulunmaktadır. Birinci görüş, muhasebe etkisinin nakit akımları üzerinde bir etkisi olmadığı, sadece finansal tablolar üzerindeki rakamlarda değişiklik yarattığını, bu nedenle reel olarak bir önemi olmadığını savunurken, diğer bir görüş konsolide finansal tabloların, çokuluslu işletmelerin performanslarının bir göstergesi olduğunu, bu nedenle muhasebe etkisine önem verilmesi gerektiğini savunmaktadır. 1970'lere kadar ikinci görüş önem kazanırken, günümüzde muhasebe etkisine daha az önem verilmektedir.

Muhasebe etkisi çeşitli faktörlere bağlıdır. Bu faktörler şu şekilde sıralanabilir.

- 1- Bağlı şirketler aracılığı ile bulunulan yabancı ülkelerdeki faaliyetlerin düzeyi,
- 2- Bağlı şirketlerin faaliyet gösterdiği ülke,
- 3- Kullanılan muhasebe yöntemleri,

Bağlı şirketlerin uluslararası faaliyetlerinin düzeyi muhasebe etkisinin büyüklüğünü etkiler. Bazı çok uluslu işletmeler daha çok ihracatçı şirket görünümünde olup, daha az sayıda bağlı şirket ile çalışmaktadır. Bağlı şirketlerin daha az olması, daha düşük oranlı bir muhasebe etkisine neden olmaktadır.

Bağlı şirketlerin faaliyette bulunduğu ülkenin ekonomik istikrarı önemlidir. Ülke parasının istikrarlı olması, finansal tabloların hazırlanmasında ortaya çıkan kar veya zarar oranında daha az dalgalanmaya neden olur (Madura,1989,258).

Bağlı işletmelerin finansal tablolarının ana ülke para birimine göre düzenlenerek, konsolide finansal tabloların hazırlanması sırasında, esas alınan tarih itibari ile hesaplanan döviz kurlarına göre işletmenin karlılığı farklılık gösterebilir. Ana ülkeye bağlı birçok ülkedeki işletmeler faaliyet gösterdikleri ülkelerin para birimleri ile işlem yaparlar. Bilançolar belirli tarihler itibari ile hazırlanır, ancak bilanço kalemlerini ilgilendiren faaliyetler farklı tarihlerde gerçekleştirilirler. Belirli bir tarihte hazırlanan bilanço kalemlerinin para biriminde dönüştürme yapılırken, hangi tarihteki kurun esas alınacağı, bilanço hazırlanma tarihindeki kurun mu yoksa varlıkların ve kaynakların elde edildiği tarihteki kurun mu esas alınacağı önemli bir sorundur. Mali tabloların konsolidasyonu ve bağlı şirketlerin başarı değerlendirilmesinde tek bir para biriminin kullanılması gerekmektedir. Bu dönüştürme esnasında hangi tarihteki döviz kurunun esas alınacağı önemlidir. Dönüştürme işleminde başlıca dört yöntem kullanılmaktadır.

2.4.1.1.1. Cari Kur /Tarihi Kur Yöntemi

Bu yöntem çokuluslu şirketler tarafından kullanılan en eski yöntemlerden birisidir. Bağlı kuruluşların cari varlıkları ve borçları bilançonun hazırlandığı tarihteki cari kur üzerinden, cari olmayan varlıklar ve borçlar ise, elde edildikleri veya yapıldıkları tarihteki döviz kurundan işleme tabi tutulurlar. Yani tarihi kurlar kullanılır.

Gelir tablosunda ise, parasal olmayan varlıklar ve borçlardan elde edilen gelirler ve harcamalar dışındaki kalemler ilgili dönemdeki ortalama döviz kuru esas alınarak hazırlanır. Amortisman ve satın alınan malın maliyeti gibi kalemler ise bilançoda karşı gelen değerler ile aynı şekilde gösterilir (Shapiro,1990,171). Bu yöntemde muhasebe etkisi sadece cari dönemdeki borçlu ve alacaklı işlemler için sözkonusu olur.

2.4.1.1.2. Parasal/Parasal Olmayan İşlemler Yöntemi

Varlıklar ve borçlar parasal olanlar ve parasal olmayanlar olarak ikiye ayrılırlar. Parasal işlemler arasında yer alan kalemler (kasa, banka, menkul kıymetler, ticari alacaklar ve diğer uzun dönemli alacaklar gibi) cari kur üzerinden hesaplanır. Parasal olmayan kalemler (stoklar, sabit varlıklar, uzun dönemli yatırımlar gibi) ise tarihi, yani elde edilme tarihindeki, kur üzerinden değeri lenir.

Gelir tablosu da cari kur /tarihi kur yönteminde olduğu gibi ortalama döviz kuruna göre hesaplanır.

2.4.1.1.3. Zaman Ayırımı Yöntemi

Bu yöntem parasal / parasal olmayan işlemler yöntemine benzemektedir. Önemli farkı parasal / parasal olmayan yöntemde envanterler her zaman tarihi kurlar üzerinden dönüştürülmektedir. Bu yöntemde ise envanterler tarihi kurlar üzerinden dönüştürülmekte, ancak eğer bilançoda cari değerinden gösterilmişler ise, onlarda cari kurdan işleme tabi tutulmaktadır (Seyitoğlu,1994,168).

Gelir tablosu, yine ilgili dönemdeki ortalama döviz kuruna göre hazırlanmaktadır.

2.4.1.1.4. Tümden Cari Yöntem

Cari yöntemde tüm bilanço kalemleri cari kur üzerinden gösterilir. Gelir tablosu kalemleri de -amortisman ve satılan malın maliyeti dahil- gelirlerin ve harcamaların gerçekleştiği tarihteki döviz kurları veya bir dönemin döviz kurunun ortalaması alınarak dönüştürülür.

Bu yöntemin en önemli dezavantajı, bilanço da bazı kalemlerin tarihi maliyetler ile gösterilmesi gereğine ilişkin muhasebe ilkesini ihlal etmesidir (Eiteman, ve diğerleri,1992,246).

Kullanılan yöntemle göre çok uluslu şirketin karlılık değerlendirmesinde farklı sonuçlar ortaya çıkabilmektedir.

2.4.1.2.İşlem Etkisi (Transaction Exposure)

Döviz kurlarının işlem etkisi, işletmelerin döviz üzerinden yapmış oldukları sözleşmeler nedeni ile uğradıkları nakit kayıpları veya elde ettikleri nakit kazançlarını ifade eder. Sözleşmelerden kaynaklandıkları için işlem etkisi, sözleşme etkisi (contractual exposure) olarak ta kullanılabilir.

İşlem etkisi genellikle aşağıdaki nedenlerden kaynaklanmaktadır. Bunlar;

- 1- Fiyatları döviz üzerinden belirlenmiş mal ve hizmetlerin kredi ile alım ve satımından,
 - 2- Döviz üzerinden borç alma veya borç verme,
 - 3- Henüz sonuçlanmamış forward sözleşmelere taraf olma,
 - 4-Döviz üzerinden kaydedilmiş varlıklar ve borçlardan kaynaklanır
- (Eiteman, ve diğerleri,1992,203).

İşlem etkisinin en çok görülen şekli, işletmenin döviz üzerinden kredi ile mal alım veya satımı nedeni ile görülür. Örneğin, bir Türk ihracatçı 9 milyar TL değerindeki malını kredi ile 90 gün sonra bedeli alınmak üzere 150.000 DM'den bir Alman ithalatçıya satmıştır. Cari döviz kuru 1DM = 60.000 TL dir. Ödeme Mark üzerinden yapılacağı için, Türk ihracatçının eline, 90 gün sonra 150.000 DM geçecektir.

Ödeme gününe kadar döviz kurunda değişiklik görülürse işlem riski ortaya çıkar. Örneğin döviz kuru düşerse 1DM = 55.000 TL olursa, ihracatçının eline geçecek Türk lirası miktarı azalacaktır ($55.000 \times 150.000 = 8.250.000.000$). Eğer döviz kuru artarsa 1 DM= 70.000 TL olursa, ihracatçı karlı duruma geçecektir. Eline daha fazla miktarda Türk lirası geçecektir ($70.000 \times 150.000 = 10.500.000.000$). Ödeme günündeki döviz kuruna göre bir işlem etkisi ortaya çıkacak, iki taraf açısından ya bir kazanç ya da bir kayıp doğacaktır. Türk ihracatçı işlem riskini ortadan kaldırmak için satışı Türk Lirası üzerinden yapmak isteyebilir. Alman ithalatçının TL üzerinden alımı kabul etmesi halinde de işlem riski ortadan kalkmaz, sadece risk Alman ithalatçıya devredilmiş olur.

Döviz borç alma veya verme durumunda da işlem etkisi ortaya çıkmaktadır. İşletme olarak bugün 1000 \$ borç alındığını ve bir yıl sonra ödeneceğini varsayalım. Türk lirasının değer kaybetmesi halinde ödenecek dolar üzerinden belirlenmiş borç miktarı yıl sonunda Türk Lirası cinsinden artabilir.

İşletmelerin bilançolarında yer alan kendi ülke parası cinsinden nakit üzerinde her hangi bir işlem riski sözkonusu değildir. Döviz kurundaki değişiklikler nedeni ile nakit miktarı döviz cinsinden değişmektedir, ancak bu naktin bir ülkeden başka bir ülkeye transferi söz konusu olmadığından muhasebe kayıtları üzerinde bir değer değişikliği görülmemektedir (Eiteman,1992,205).

İşlem etkisi literatürde bazı yazarlar tarafından (Shapiro (1990), Madura (1989) gibi) ekonomik etkinin bir parçası olarak görülmektedir. Döviz kurunun işlem etkisi nedeni ile, işletmenin gelecekteki nakit akımlarında değişiklik görülmektedir. Ancak işlem etkisi kısa süreli bir etkidir. Ekonomik etki ise işletmenin uzun dönemli nakit akımlarını etkilemektedir.

2.4.1.3. Ekonomik Etki (Economic Exposure)

Ekonomik etki, öngörülmeven döviz kuru dalgalanmaları nedeni ile, işletmenin gelecekteki nakit akımlarında ortaya çıkabilecek değışiklikler olarak tanımlanabilir.

Döviz kurunda beklenmeyen değışikliklerin etkisi, sadece yurtdışı faaliyetleri olan işletmelerde görülmez. Döviz kuru değışikliklerinin yurtiçi enflasyon oranı, faiz oranları ve yurtiçi piyasalardaki etkisi nedeni ile tamamen yurtiçinde iç piyasaya yönelik faaliyet gösteren firmalar da önemli ölçüde etkilenir. Kısaca tüm firmalar ekonomik etki ile karşı karşıya kalırlar. (Aggarwal, Soenen,1983,61)

İşletmelerin amacı, uzun dönemde firma sahiplerinin servetlerini maksimum düzeye ulaştırmaktır. Döviz kuru değışikliklerinin işletmenin gelecekteki nakit akımları üzerindeki etkisi nedeni ile işletmenin yukarıda belirtilen amaçlarını gerçekleştirebilmesi için ekonomik etkinin yönetimi önemlidir. İşletmenin uzun dönemli faaliyetleri üzerindeki etkisi nedeni ile, bilanço üzerinde görülen muhasebe etkisi ve kısa dönemli işlem etkisi yerine ekonomik etki üzerinde daha fazla durulmalıdır.

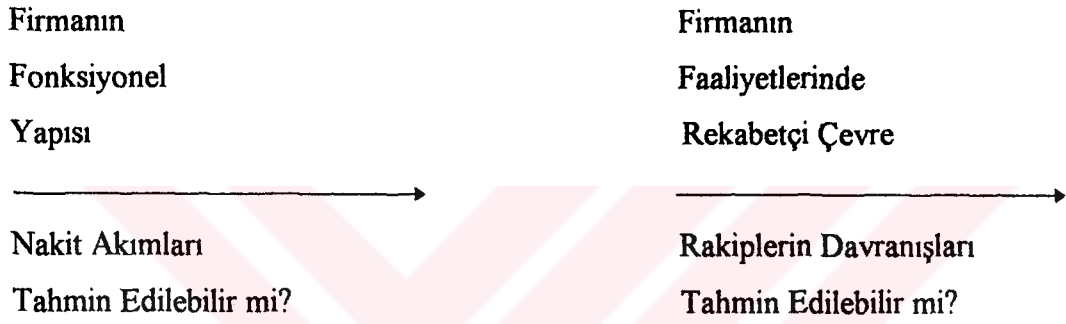
Ekonomik etki, işletme (operating) etki olarak adlandırıldığı gibi, son yıllarda rekabetçi etki veya stratejik etki gibi terimlerde bu etki için kullanılmaktadır.

Ekonomik etki analizinde firmanın finansal geleceği için iki kritik faktörün tahmini önemlidir.

- 1- Firmanın faaliyet ve finansmanından doğan nakit akımlarının tahmini
- 2- Döviz kuru değışimleri karşısında rakiplerin davranışlarının tahmini

ŞEKİL 2.2. EKONOMİK ETKİNİN UNSURLARI

FİRMANIN EKONOMİK ETKİSİ



Kaynak: Moffet, Karlsen, 1994, 162)

Şekil 2.2.' de de görüldüğü gibi bir firmanın döviz kuru değişikliklerinin neden olduğu ekonomik etki iki faktörden kaynaklanmaktadır.

- 1- Fırmanın fonksiyonel yapısı
- 2- Fırmanın rekabetçi çevresi

Fonksiyonel yapı, firmanın organizasyon yapısı, uluslararası faaliyette bulunup bulunmadığı, üretimde kullanılan para birimi, kaynakların sağlandığı yer, ürünlerin satıldığı piyasa (iç veya dış piyasa) gibi coğrafi ve fonksiyonel olarak firmanın döviz yapısını etkiler. Fırmanın üretiminde, satın alımında, satımında veya finansmanında uluslararası piyasalarda faaliyet göstermesi fonksiyonel yapının belirleyicisidir. Fırmanın diğer firmalar ile dünya pazarlarında girdi ve çıktı açısından rekabeti ölçüsünde

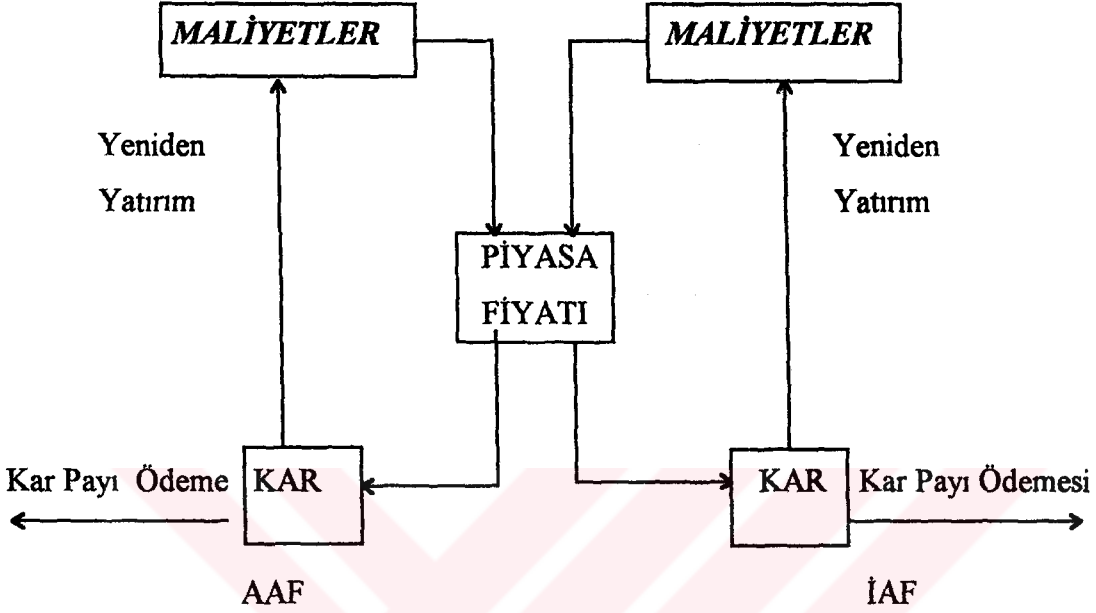
fonksiyonel yapısı karmaşıklaşır. Çokuluslu işletmelerin nakit akım transferlerinin fazlalığı, karları, ücretleri, firma içi borçları ve sermaye akımları uluslararası yapıyı daha da karmaşıklaştırır (Moffet, Karlsen, 1994, 162).

Ekonomik etkinin rekabetçi veya stratejik etki olarak adlandırılmasının nedeni içinde bulunulan rekabetçi ortamdan kaynaklanmaktadır. Rekabetçi ortam iki unsurdan oluşmaktadır: 1- Ürünün ve piyasanın yapısı 2- Döviz kuru hareketleri karşısında rakiplerin davranışları.

Rakiplerin kendi fonksiyonel yapılarına göre, rekabetçi çevreleri içinde aynı döviz kuru değişiklikleri karşısında ne şekilde tepki gösterecekleri çok önemlidir. Eğer firmanın içinde bulunduğu endüstri önemli ölçüde uluslararası rekabete açık ise, firmanın fiyatlandırma politikasında veya piyasa koşullarının zorladığı durumlar için firmanın yapısı ve rakiplerinin stratejileri son derece önemlidir. Döviz kurlarındaki değişimler firmanın görece maliyetleri üzerinde önemli etkilere sahiptir.

Aşağıda basit bir örnek ile maliyetlerin aynı para birimi ile belirlendiği durumda bir endüstride iki rakip firmanın karşılaştırmalı durumu gösterilmektedir.

ŞEKİL 2.3 - AYNI PARA BİRİMİ İLE İKİ İŞLETMENİN MALİYETLERİNİN KARŞILAŞTIRMASI

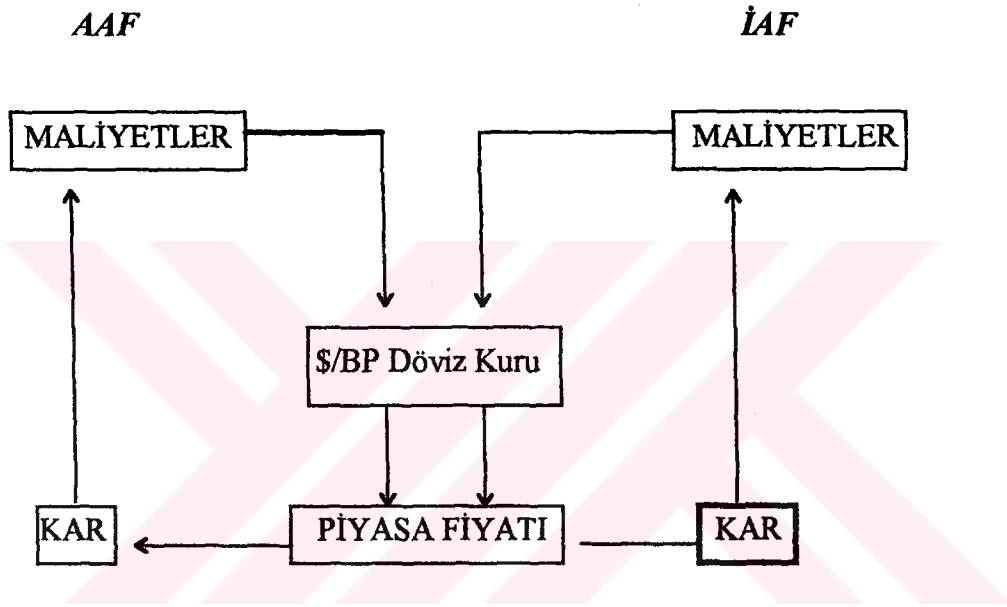


Piyasa fiyatları, piyasada oluşan üretim maliyetlerine göre belirlenir. Bir firmanın maliyeti daha düşük ise daha fazla kar elde eder ve firma bu karını ya yeniden yatırıma dönüştürür, ya da kar payı olarak dağıtır. Araba motoru üreticisi iki firma ele alınarak AAF Amerikan şirketi ile AİF İngiliz şirketlerinin rekabeti şu şekilde gösterilebilir.

Uluslararası rekabet ortamında herşey çok karışıktır. Uluslararası rakiplerin maliyetlerini karşılaştırabilmek için döviz kurları aracılığı ile bir dönüştürme gerekmektedir. AAF firmasının bir araba motoru üretmek için katlanacağı maliyetin 1 milyon dolar, aynı motorun İAF tarafından üretilmesi halinde maliyetin 600.000 pound olduğunu varsayalım. Döviz kurları kullanılmadan hangi firmanın maliyetinin düşük olacağını söyleyebilmek mümkün değildir. 1 £=1.75 \$ olması durumunda İAF'nın maliyeti daha yüksek, 1 £= 1.40 \$ olması durumunda ise daha düşüktür.

Bununla birlikte uluslararası rekabet açısından kritik faktör İAF'nın maliyet değişikliğini fiyatlarına yansıtma kararı alıp almamasıdır. Eğer İAF maliyet avantajlarını fiyatlarına yansıtmaya karar verir ise, AAF döviz kuru değişikliklerinin kendi sattığı malların fiyatları üzerindeki olumsuz etkisini görmeye başlayacaktır.

ŞEKİL 2.4 - FARKLI PARA BİRİMLERİ ÜZERİNDEN MALİYETLERİN BELİRLENMESİ DURUMUNDA RAKİPLERİN KARŞILAŞTIRILMASI



		1 £=1.75 \$	1 £ = 1.40 \$
MALİYETLER	AAF	1.000.000 \$	1.000.000 \$
	İAF	600.000 £	600.000 £
TAHMİNİ FİYAT	\$ OLARAK	1.100.000 \$	1.100.000 \$
	£ OLARAK	628.000 £	785.000 £
KAR	AAF	100.000 \$	100.000 \$
	İAF	28.000 £	185.000 £

Bu örnek döviz kuru değişikliklerinin görelı maliyetler üzerindeki etkisinin, karlılık üzerinde ne kadar büyük bir değişiklik yarattığını göstermektedir. Döviz kuru değişiklikleri sadece % 20 iken, İAF'nın karı £ 28.000 den £ 185.000 ye çıkmıştır. Karda görülen artış oranı % 600'ün üzerindedir.

Birçok firma döviz politikalarını belirlerken bu etkiyi gözönüne almazlar. Döviz kurlarındaki değişikliklerin borçların ve alacaklarının defter değeri üzerindeki etkisinin farkına varırlar. Döviz kuru hareketlerinin firmanın gelecekteki karlılığı üzerinde görülen son derece önemli etkisinin farkında değildirler (Euromoney,May,1990,136).

BÖLÜM 3

DÖVİZ KURU RİSKİNDEN KORUNMA YÖNTEMLERİ

Çalışmanın bu bölümünde, işletmelerin işlem etkisi ve ekonomik etkiden korunma amacı ile uygulayabilecekleri yöntemler anlatılmaktadır. İşlem etkisinden korunma yöntemleri kısa vadeli sonuçlara yol açmaktadır. Ekonomik etkiden korunma yöntemleri, ekonomik etkinin işletmeler üzerindeki uzun vadeli etkileri nedeni ile daha köklü ve büyük boyutlarda stratejik kararlar ve uygulamalar gerektirmektedir. Bazı çalışmalarda muhasebe etkisinden korunma yöntemleri arasında, finansal tabloları dönüştürme yöntemleri sayılmıştır. Bu çalışmada sözedilen dönüştürme yöntemleri muhasebe etkisinin tanımı içerisinde verilmiştir, bu yöntemler korunma yöntemleri olarak değerlendirilmemiştir. Muhasebe etkisinden korunmaya ilişkin uygulanabilecek önemli bir yöntem görülmemektedir.

3.1.İŞLEM ETKİSİNDEN KORUNMA YÖNTEMLERİ

Korunma (hedging) faiz, fiyat, döviz kuru dalgalanmalarından kaynaklanabilecek kayıplara dayalı riskin, karı en az etkileyebilecek şekilde azaltılmasını sağlayacak korunma yöntemlerini ifade eden genel bir terimdir. Uluslararası piyasalarda katılımcıların, beklenen risk olasılıklarına karşı aldıkları önlemler için kullanılır. Döviz kuru etkilerinden olan işlem etkisini azaltmak için kullanılan forward, futures, options, swap gibi türev ürünler ve diğer finansal araçların kullanımı ile belirsizliğin en aza indirilmesi amaçlanır (Kırdaroğlu, Saklar,1992,50).

3.1.1. Forward Sözleşmeler ile Korunma

Döviz forward sözleşmeleri iki taraf arasında bir anlaşma yapılarak, belirli bir miktarda dövizin, ilerideki bir tarihte, anlaşma yapıldığı tarihte üzerinde anlaşılan kurdan teslimi anlaşmasıdır. Forward sözleşmeler işletmeler tarafından döviz kuru riskinden korunmak için yaygın olarak kullanılan bir araçtır. İlerideki tarihte döviz üzerinden alacak veya borç şeklinde bir taahhüdü bulunduğu için işlem riski ile karşı karşıya bulunan işletme, alacak veya borcuna uygun şekilde, aynı miktarda ve aynı vadeli bir forward sözleşme satarak veya alarak o günden ileride ödeyeceği dövizini kendi parası cinsinden sabitlemiş olur. Daha açık ifade etmek istersek bu tür korunmayı şöyle bir örnek üzerinde gösterebiliriz. Örneğin üç ay sonra 1.000.000 DM borcu olan bir ithalatçı, bir bankaya giderek üç ay sonra aynı miktarda DM satın almayı istediğini belirtir. Banka üç ay sonrası Türk Lirasının Alman Markı karşısında değerinin ne kadar olabileceğini hesaplayarak bir forward kur önerir. O günkü spot kurda 1 DM=55.000TL olduğunu varsayalım, bankanın TL'nin değer kaybedeceğini düşünerek üç ay sonrası için Markın forward kuru olarak 1 DM= 65.000 TL olarak belirlediğini ve işletmenin bu oranda alım yapmayı kabul ettiğini düşünelim. İşletme üç ay sonra spot piyasada Alman Markının Türk Lirası karşısındaki kuru ne olursa olsun (daha düşük veya daha yüksek), bankadan yaptığı anlaşmanın gereği olarak 1.000.000 DM alacak ve karşılığında 65.000.000.000 TL verecektir. İşletme bu anlaşmayı yaptığı için yabancı ülkedeki alacaklısına ödeyeceği miktarı Türk Lirası cinsinden sabitlemiş ve döviz kurunun o tarihte spot piyasada 1 DM=65.000 TL'nin üzerinde gerçekleşmesi halinde dahi kendisi 1 DM için 65.000 TL ödeyecektir (Yükçü, Yücel,1995,3)

İki para birimi arasındaki forward kur tamamen bu iki para üzerinden elde edilebilen net erişilebilir faiz farkına bağlı olarak belirlenir. Genel olarak eurocurrency mevduat faizleri üzerindeki farklılığa bakılarak forward kurlar hesaplanır. İki döviz arasındaki faiz getirisi daha yüksek olan para forward piyasada iskonto, faiz getirisi daha

düşük olan para prim yapar. İşlem maliyeti sıfır varsayıldığı durumda , prim veya iskonto oranı faiz farklılığı kadar gerçekleşir (Kırım,1991,33).

3.1.2. Futures Sözleşmeler ile Korunma

Döviz futures sözleşmeleri de işlem etkisine karşı korunma amaçlı kullanılmaktadır. Futures sözleşmeler ile korunma birçok anlamda forward sözleşmelere benzemektedir. İki tür sözleşmenin de korunma amacı ve sonuçları aynı şekilde olmakla birlikte, işleyişlerinde önemli farklılıklar görülmektedir. Futures sözleşmeler belirli paralar üzerinde, standart miktar ve standart vadelerde düzenlenen ve belirli organize piyasalarda işlem gören sözleşmelerdir. Forward sözleşmeler daha büyük miktarlar üzerinden ve iki tarafın serbestçe belirlediği miktar ve vade üzerinden düzenlenir. Sözleşme yapıldığı anda forward sözleşmelerde sadece bir taahhüt olup, genellikle bir ödeme yapılmazken, futures sözleşmelerde sözleşme yapıldığı anda sözleşmenin miktarının belirli bir oranda marjin diye adlandırılan bir teminat yatırılmaktadır.

Döviz futures sözleşmesinde de forward sözleşmede olduğu gibi, işletme bir sözleşme olarak belirli bir tarihte belirlenmiş kurdan döviz alma hakkı kazanır. Bu sözleşmeyi alarak ileride ki tarihte yapacağı ödemeyi kendi parası cinsinden sabitlemiş olmaktadır. Döviz futures sözleşmesi satan işletme de, belirli bir tarihte belirli bir fiyattan döviz satma hakkı elde eder. İlerideki bir tarihte yaptığı işlemlerden dolayı alacağı olan işletme, elde edeceği dövizin kendi parası cinsinde değerini önceden belirleyebilmek için böyle bir satış işlemine gerek duyabilir.

İşletme döviz futures sözleşmesi alımı veya satımı ile işlem etkisini azalmaya çalışırken, bazen böyle bir sözleşmeye girilmesi işletme için beklenmeyen sonuçlar doğurabilir. Borcu için döviz kurunu sabitlemeye çalışırken, sözleşmenin vade tarihinde spot piyasada döviz kuru daha düşük bir oranda gelişebilir ve böyle bir sözleşme yaptığı için işletme daha yüksek kurdan döviz satın almış olur. Spot piyasada beklenenin

dışında bir kur olma olasılığına rağmen futures sözleşmeler yolu ile korunma yöntemi birçok ülkede işletmelerin yaygın olarak kullandığı bir araçtır.

Forward ve futures sözleşmeler mali risk yönetimi gereksinimleri ile ortaya çıkmakla birlikte, bu işlemlerin yapıldığı piyasalar iki temel amaç ile kullanılmaktadırlar; spekülasyon ve risk yönetimi. Spekülatörlerin varlığı piyasaların likiditesini sağlamaktadır (Kırım,1990,28).

3.1.3- Para Piyasası İşlemleri ile Korunma

Para piyasaları aracılığı ile korunma yöntemi, forward piyasalarda işlem yaparak korunma yöntemine alternatif bir yöntemdir. Bu iki yöntem arasındaki temel fark; para piyasalarında yapılan işlemlerde, maliyetin iki para arasındaki faiz oranları farkından kaynaklanmasıdır.

Para piyasası işlemlerinde iki para üzerinden aynı anda hem borçlu hem de alacaklı duruma girilmektedir. Belirli bir dönemde bir yabancı para üzerinden işletmeye nakit girişleri, nakit çıkışlarını aşıyorsa, bu para cinsi üzerinden fazla miktar kadar döviz borç alınır, ve bu miktar ulusal paraya çevrilerek yatırım yapılır (Pamukçu,1984,123). İlk işlem sonucu doğan alacağın tahsili ile borçlanılan miktar kapatılır. Burada alınan borç ile paranın vadelerinin uyumlu olması gerekmektedir.

Farklı bir konumda bulunan işletme için ise, örneğin açık pozisyonda bulunan ithalatçı firma için, bu mekanizma farklı bir şekilde işleyebilir. İthalatçı firma olarak spot piyasadan ilgili dövizden satın alarak, borcunun vadesine kadar bir banka hesabında faiz karşılığı tutabilir. Döviz borcu vadesi geldiğinde yatırılan para çekilerek ödenir. Bütün bu işlemlerde amaç döviz üzerinden olan nakit akımlarında, ulusal para değerini korumaktır.

Bir örnek ile bu işlemi daha açık bir şekilde ortaya koymak istersek; Bir Türk ihracatçı firmanın bir Alman firmaya 3 ay vadeli 10.000.000 DM'lık mal sattığını varsayalım. Markın değerindeki dalgalanmalardan korunmak için firma, para piyasasında işlem yapabilir. Faiz oranları ve döviz kurları aşağıda verilmiştir.

DM	TL
Faiz Oranı	Faiz Oranı
<u>3 aylık</u>	<u>3 aylık</u>

% 3 % 20

Spot Piyasada 1DM = 50.000 TL

İşletmenin yapacağı işlemler;

- 1- 10.000.000 DM borçlanır.
- 2- 3 aylık % 3 faiz oranı dikkate alınırsa eline geçen Mark miktarı;

$$\frac{10.000.000}{(1 + .03)} = 9.708.738 \text{ DM}$$

- 3- 9.708.738 DM'ı TL' ye çevirir. O tarihteki spot kur 1 DM = 50.000 TL olduğu varsayılırsa, işletmenin eline 485.436.900.000 TL (9.708.738 x 50.000) geçer.
- 4- Elindeki miktarı 3 ay vadeli bir hesapta değerlendirilir. Üç aylık faiz oranını % 20 olması halinde, 3 ay sonra eline geçecek miktar 582.525.280.000 TL (485.436.900.000 x % 20) dir.
- 5- Üç ay sonra ihracat dolayısı ile tahsil edeceği 10.000.000 DM'ı borçlandığı bankaya öder.

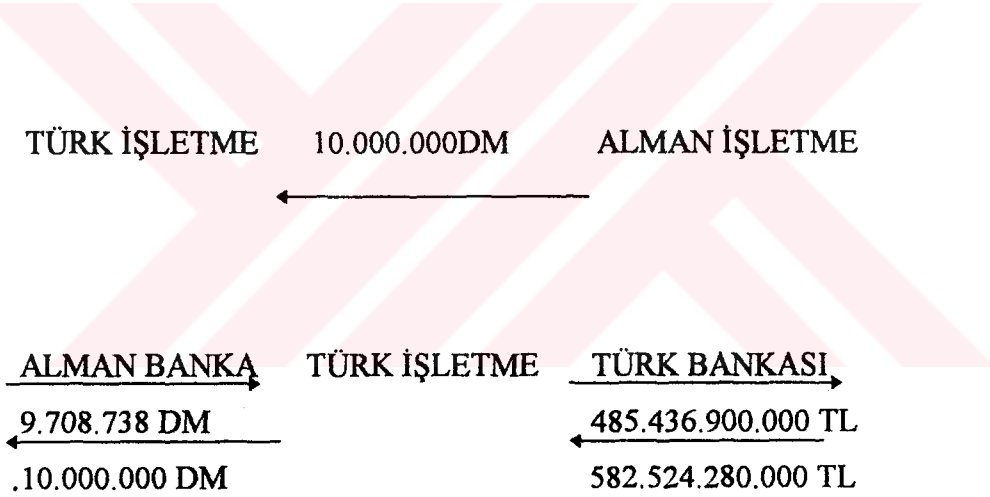
6- Eğer 3 ay sonra piyasada spot kur 1 DM =58.000 TL olarak gerçekleşirse işletmenin kazancı ;

$$\frac{582.524.280.000}{58.000} = 10.043.522 \text{ DM}$$

10.043.522 - 10.000.000 = 43.522 DM işletmenin para piyasasında yaptığı işlem nedeni ile elde ettiği kardır.

İşlemleri bir tablo üzerinde şu şekilde gösterebiliriz.

ŞEKİL 3.1- PARA PİYASASI İŞLEMLERİ



Üç ay sonra

döviz kuru 1 DM = 58.252 TL (582.524.280.000/10.000.000)

üstünde gerçekleşmez ise işletme bu para piyasasındaki işlemlerinden dolayı karlı durumda olur.

Etkin bir piyasanın varlığı ve faiz oranları paritesinin geçerli olduğu durumda para piyasası işlemleri ile elde edilen getirinin 3 ay vadeli forward oranlara eşit olması gerekmektedir. Para piyasası işlemleriyle korunma yöntemi ile işletme aynı zamanda

hem alacaklı hem de borçlu konuma girmekle kendisine, kendi koşullarına uygun bir forward sözleşme yaratmaktadır (Shapiro,1991,216)

3.1.4. Opsiyon Sözleşmeleri ile Korunma

Önceki bölümlerde açıklanan futures ve forward sözleşmelerle korunmada eğer işletme bu sözleşmeleri doğru zamanda yaparsa başarılı bir korunma yöntemi uygulamış olabilir. Sözleşme ile işletme ileride ki bir tarihte alacağı veya ödeyeceği döviz kendi parası cinsinden sabitlemiş olmaktadır. Ancak, döviz kurlarının doğru olarak öngörülebilme gücünün ve beklenmeyen çeşitli ekonomik ve politik olaylar nedeni ile döviz kurlarında beklenmeyen yönde değişiklikler görülebilir. Döviz kurlarının işletmenin beklediği yönlerin dışında değişmesi halinde işletme sözleşme nedeni ile zarara uğrayabilir. Bu sözleşmelerin olumsuz sonuçlarından korunmayı sağlayacak, döviz kurlarının beklenen yönde gelişmesi halinde de önemli karlar sağlayacak sözleşme türü döviz opsiyon sözleşmeleridir.

Tanım: Opsiyon sözleşmeleri belirli bir prim karşılığında işletmeye belirli bir miktar döviz, belirli bir tarihte alma veya satma hakkı verir. Opsiyon sözleşmelerinde futures ve forward sözleşmelerinde olduğu gibi bir taahhüdün yerine getirilmesi söz konusu değildir. Prim karşılığında bir hak satın alınır ve vade tarihinde prim ödeyen kişi bu tarihteki spot piyasadaki döviz kuruna göre bu hakkı kullanıp kullanmamaya karar verir (Gitman, Joehnk,1988,452).

İki çeşit opsiyon sözleşmesi vardır. Alım opsiyonu ve satım opsiyonu .

Alım Opsiyonu: Opsiyonu alan kimseye belirli bir tarihte, belirli bir miktarda döviz üzerinde anlaşılan kurdan alma hakkı verir.

Satım Opsiyonu: Opsiyonu alan kimseye yine belirli bir tarihte, belirli bir miktardaki döviz belirli bir kurdan satma hakkı verir.

Döviz Alım Opsiyonları İle Korunma:

Futures ve forward sözleşmelerden farklı olarak, döviz alım opsiyonları, sözleşmeyi yapan tarafa, belirlenen tarihte döviz alma zorunluluğu yüklemeyiz. Örneğin bir işletmenin 3 ay sonrası için ödenecek Mark borcu olduğunu varsayalım. İşletme bu borcuna karşı korunmak ve 3 ay sonra ödeyeceği borcu sabitlemek için alım opsiyonu satın alabilir. Eğer 3 ay sonra opsiyon sözleşmesi ile belirlenen fiyat, piyasadaki spot kurdan daha yüksek ise sözleşmeyi satın alan kimse, bu sözleşmeyi uygulamaktan vazgeçerek, spot piyasadan borcunu ödemek üzere döviz alabilir. Spot piyasadan alım onun için daha karlı olabilir. Böyle bir sözleşme yapıp, uygulamaktan vazgeçmekle işletmenin uğradığı prim kadar bir zararı olur.

Döviz Satım Opsiyonları İle Korunma

Döviz alım opsiyonları gibi, döviz satım opsiyonları da bir korunma aracıdır. Döviz satım opsiyonları ileride ki bir tarihte döviz alacağı olan işletmenin alacağı dövizin miktarı kendi parası cinsinden sabitlemek için döviz satma hakkı sağlar. Sözleşmenin yerine getirileceği tarihte spot piyasadaki döviz kuruna göre işletme bu hakkı kullanır veya kullanmaz.

3.1.5. Döviz Swap İşlemleri ile Korunma

Swap işlemi, iki işletmenin, farklı piyasalarda, farklı kredibiliteleri nedeni ile karşılaştıkları kredi koşullarını kendi lehlerine çevirmeleridir. Swap anlaşmaları ile firmalar kur, vade, faiz oranı profillerini değiştirme olanağı elde ederler.

Swap işlemleri 1980'lerden sonra hızlı bir gelişme göstermişler ve iş dünyasında geniş bir kullanım alanı bulmuşlardır.

Döviz swapı işletmeler tarafından şu amaçları gerçekleştirmek için kullanılmaktadır.

*** Döviz kuru riski yönetimi**

Kendi ülkesinin dışında faaliyet gösteren işletmelerin çoğunluğu firma nakit akışlarını sağlayan ödemelerini veya tahsilatlarını kendi ülke parasının dışında bir para ile gerçekleştirirler. Uzun dönemli döviz riskini en aza indirmenin bir yolu belli bir para cinsinden olan nakit akımını aynı para cinsinden ters yönlü bir nakit akımı sağlayarak gidermeye çalışmaktır. Döviz swapı yeni bir fon yaratmadan nakit akımını değiştirir. Bu durum firma finansman yöneticisine döviz kuru yönetiminde esneklik sağlar.

*** Borçlanma maliyetini düşürür**

Sermaye piyasasından bir para üzerinden borçlanarak, bu borcu swap anlaşması ile istenilen döviz cinsine çevirerek borçlanma maliyetini azaltır. Swap anlaşması ile istenilen döviz cinsinden doğrudan borçlanmaya göre daha az maliyetli bir borçlanma sağlanmış olur.

* Ülkede işletmenin kredibilitesinin yetersiz olması nedeni ile ulaşamayacağı sermaye ve para piyasası kaynaklarına swap anlaşması ile ulaşması mümkün olabilmektedir. Örneğin tahvil piyasasından borçlanma olanağı olmayan bir işletme bir bankadan uzun vadeli farklı bir döviz üzerinden borçlanıp bunu swap anlaşması ile değiştirerek hem istediği türde, hem de istediği döviz üzerinden kaynak sağlayabilmektedir.(DC.Gardner,1989).

Genel olarak swap anlaşmaları ile yeni bir kaynak yaratılmaz, varolan borçların yapısı değiştirilerek bu borçların piyasa ve faiz oranı risklerinin aktarılması imkanı sağlar (Tuncel,1994,27).

Döviz ve faiz riskinden korunmak için kullanılan swapın çeşitli şekilleri vardır. Bunlar arasında döviz kuru riskinden korunmak için kullanılanlar sabit faizli döviz swapı ve çapraz döviz swapıdır.

Sabit Faizli Döviz Swapı : Sabit faizli para swapı, iki farklı para biriminin swap anlaşması yapan taraflar arasında değiştirilmesi ve belli bir vade sonunda tekrar orijinal para birimlerinin karşı tarafa iade edilmesidir. Döviz swaplarında şu işlemler yapılmaktadır.

i- Ana paranın değiş tokuş edilmesi

Swap işleminin başlangıcında iki taraf arasında ana paralar anlaşılan kur üzerinde (genellikle spot kur) değiştirilir.

ii- Faizlerin değiş tokuş edilmesi

Swap anlaşmasına göre her iki taraf swap ettikleri paralar için karşılıklı faiz öderler.

iii- Tarafların ana paraları birbirine iade edilir (İktisat Bankası,1993)

Döviz swapında amaç istenen döviz cinsinden kredi bulmanın güçlüğü ve yüksek maliyeti nedeni ile başka bir birimden bulunan paranın istenen para cinsine çevrilmesidir.

Çapraz Döviz Swapı: Çapraz Döviz swapı da, sabit faizli döviz swapına benzemektedir. Buradaki fark sabit faizli döviz swapında iki paranın faiz oranları sabit iken, bu yöntemde sabit faizli bir paraya karşı değişken faizli bir paranın değişimi sözkonusu olmaktadır.

3.1.6. Nakit Akışlarının Hızlandırılması ve Geciktirilmesi (Leading and Lagging)

Geciktirme (lagging) ve hızlandırma (leading) işletmelerin borçlarının ödenmesi ve alacaklarının tahsilini döviz kurlarının hareketine ilişkin ileriye yönelik tahminlerine göre öne almaya veya ertelemeye dayalı bir korunma stratejisidir (Aksel,1995,30).

Bu işlem sırasında anlaşma şartları, ticari uygulama ve resmi kurallara bağlı olmak şartı ile şirketler ortaklarına ve yabancı ülkelerdeki yan kuruluşlarına yapacakları ödemelerde, ödeme yapacağı para cinsinin değer kazanacağı ya da kaybedeceği şeklindeki görüşlere göre hızlandırabilir ya da geciktirebilir.(Milletlerarası Ticaret Odası,1987,17).

Bu yöntemin uygulamasının Türk firmaları açısından çok cazip olduğunu söylenemez. Türk Lirasının sürekli değer kaybettiği düşünülürse, bu değer kaybı karşısında Türk firmalarının döviz borçlarını ödemeyi sürekli öne alması gerekmektedir. Ancak bu ödemeler karşısında doğacak finansman ihtiyacı ve finansman giderleri gözönüne alınmalıdır.

3.1.7. Karşılaştırma (Matching)

İşletmelerin kur riskine karşı uygulamaya çalıştıkları en yaygın yöntem karşılaştırma yöntemidir. Bu yöntemde işletme, borç ve alacaklarını zaman ve döviz cinsi olarak eşleştirmeye çalışmaktadır. İşletme bu eşleştirmeyi başarı ile yaparsa tam bir korunma sağlamış olur. Ancak bu yöntemin uygulanmasında güçlükler vardır. İşletme her zaman alacaklarının ve borçlarının aynı döviz cinsinden olmasını sağlayamayabilir. Borç ve alacaklar aynı döviz cinsinden olsa bile her ikisinin vade ve miktar olarak dengelenmesi oldukça güçtür.

3.2. EKONOMİK ETKİDEN KORUNMA YÖNTEMLERİ

Beklenmeyen döviz kuru değişikliklerinin işletmeler üzerinde en önemli etkisi, yarattığı uzun dönemli sonuçlar nedeni ile ekonomik etkidir. Ekonomik etki işletme bilançolarında ve gelir tablolarında bir yansımada bulunmamakta, işletmelerin uzun dönemli kar planlamasını ve ileriye yönelik faaliyetleri üzerinde etkide bulunmaktadır. İşletmenin gelecek dönemlerdeki satış hacmini, maliyetini, karlılık oranını ve bütün bunların sonucu olarak toplam işletme değerini etkilemektedir. İşletme üzerinde görülecek ekonomik etkinin boyutlarının ne ölçülerde olabileceği işletme yönetimi tarafından izlenerek, doğru yorumlanarak gerekli önlemlerin zamanında alınması gerekmektedir.

Ekonomik etkiye karşı önlem alınması sırasında sadece finans yönlü stratejiler üzerinde durulmayarak, diğer işletme fonksiyonları da gözden geçirilerek, tüm işletme faaliyetlerini etkileyecek stratejiler uygulanmak zorundadır. Muhasebe etkisinde olduğu gibi tek bir bölümün değil, tüm bölümlerin birlikte hareketi gerekir.

Ekonomik etki yönetiminde amaç beklenmeyen döviz kuru değişikliklerini tahmin etmek ve işletme üzerindeki olumsuz etkilerini gidermektir. Bu işlem sırasında pazarlama, üretim ve finansmana ilişkin stratejiler uygulanmaktadır.

3.2.1. Ekonomik Etki İçin Pazarlama Yönetimi

Döviz kuru değişiklikleri işletmenin iç ve dış piyasalardaki rekabet gücü üzerinde değişiklikler yaratmaktadır. Uluslararası pazarlama yöneticisi, dış piyasalar için uygun fiyat ve ürün politikalarını belirleyebilmek için döviz kuru hareketlerini yakından izlemek durumundadır. Pazarlama yönetimi sırasında üzerinde durulması gereken noktalar aşağıda gösterilmiştir.

3.2.1.1. Pazar Bölümü ve Pazar Seçimi

İhracatçı firmalar için satış yapılacak yabancı piyasalar önemlidir. Ülke parasının değer kaybetmesi durumunda bu piyasalarda ihracatçının rekabet gücü artar. İhracatçının hangi piyasalarda o ülkenin yerli üreticileri ile rekabet edebileceğini ve nasıl pazar payı elde edebileceğini, veya pazar payını arttırabileceğini iyi hesaplamaları gerekmektedir. Ülke parasının değer kazanması durumunda ise, uluslararası rekabet gücünde zayıflama görülür ve ihracatçı yeni pazarlar aramak zorunda kalabilir.

İhracat yapılan ülkede ürünün pazar bölümleri de çok önemlidir. İhraç edilen ürün yüksek gelir gruplarına hitap eden , kaliteli bir mal ise döviz kuru değişiklikleri satışları çok fazla etkilemeyebilir. Buna karşın ürün geniş halk kitlelerinin kullanımına sunulan görelî olarak daha düşük fiyatlı bir mal ise paranın değerinde görülen düşük oranlı bir artış dahi fiyatlarda artışa neden olacağından satılan malın miktarında önemli değişimler görülebilir.

Pazar seçimi ve pazar bölümlerine ilişkin stratejiler uzun dönemli pazarlama stratejileridir. Reel kur değişmelerinin uzun dönemli olması durumunda işletmeler bu uzun dönemli stratejiler üzerinde dururlar. İşletmelerin uygulayabilecekleri pazarlama stratejileri arasında, kısa dönemli olarak uygulanabilecek olanlar da yer almaktadır. Kısa dönemli pazarlama stratejileri olarak fiyatlandırma, tanıtım ve kredi politikaları uygulanmaktadır.

3.2.1.2. Fiyatlandırma Stratejisi

İşletmeler kur değişmelerinin yaşandığı bir ortamda fiyat belirlenmesi sırasında pazar payının mı yoksa kar marjının mı öncelikli olacağına karar vermek durumundadırlar. Ayrıca fiyat ayarlamalarının da yapılma sıklığı önemlidir.

İhracatçı firma yurtiçi satışlarda olduğu gibi yurtdışı satışlarda da karını maksimize etmeye çalışır. Satış fiyatının marjinal maliyet ile marjinal gelirin eşitlendiği noktada olmasını arzular. Kar oranı vadeli döviz kurları esas alınarak belirlenmelidir. Döviz kurunda görülebilecek değişiklikler dikkate alınarak, ileride elde edilecek gelirlerin ulusal para ile bugünkü gerçek değerini hesaplamak gereklidir. (Seyitoğlu,1994,157)

Ulusal paranın değer kaybetmesi durumunda daha öncede belirtildiği gibi ihracatçının uluslararası piyasalarda rekabet gücü artar. Halen yurtdışında satış yapan firma döviz kurlarında değişiklik görülmesi halinde ürüne uygulayacağı yeni fiyatı belirlerken iki seçenek ile karşı karşıya kalmaktadır. Ürünün fiyatını arttırarak birim karını yükseltebilir, ya da fiyatını sabit tutarak pazar payını arttırabilir. Bu kararını etkileyebilecek çeşitli faktörler sözkonusudur. Örneğin; ölçek ekonomilerinin varlığı, ürünün maliyeti, talebin fiyat esnekliği gibi.

Talebin fiyat esnekliğinin yüksek olması ve ölçek ekonomilerinin varlığı durumunda fiyatların sabit tutularak talebin arttırılması ile satışların dolayısı ile gelirlerin arttırılmasına çalışılır. Ölçek ekonomilerinin varlığı durumunda birim maliyetlerde düşük olduğundan işletmenin karları artar. Talebi fiyat esnekliğinin düşük, ölçek ekonomilerinin olmadığı durumlarda ise tersi bir durum sözkonusu olacaktır. (Shapiro, 1990, 241).

İhracatçıların döviz kuru değişikliklerine göre ürünlerinin fiyatlarını kendilerinin ayarlayabilmeleri için öncelikle piyasada güçlü olmaları gerekmektedir. Fiyat belirlenirken de sadece içinde bulunulan dönemdeki cari gelirleri değil, ilerdeki dönemlerdeki satışlarında ne şekilde seyredebileceğinin değerlendirilmesi gerekmektedir. Fiyat değişimleri sonucu görülebilecek pazar payındaki değişimlerin gelecek dönem gelirleri üzerindeki etkileri dikkate alınmalıdır.

Fiyat ayarlamaları; Uluslararası rekabete açık işletmelerin fiyat ayarlamaları piyasadaki rekabet güçlerine ve uyguladıkları fiyat stratejilerine göre farklılıklar gösterir. Bazı işletmeler döviz kuru değişikliklerine göre fiyatlarını sürekli olarak ayarlamayı tercih ederken, bazıları ise pazar payını ve müşterilerini kaybetmemek için sabit fiyat politikası izlemeyi tercih ederler.

Dışa açık faaliyet göstermeyen, sadece iç piyasaya yönelik işletmelerde döviz kuru değişiklikleri karşısında fiyat ayarlamalarında bulunma gereksinimini duyarlar. Döviz kuru değişiklikleri karşısında ithal ürünlerin fiyatlarında değişiklik görülecektir. İşletme kendi ürünleri ile aynı grupta yer alan ithal mallarının fiyatlarında değişiklik görülmesi durumunda, kendi ürünün fiyatını arttırmak veya fiyat değişikliği yapmayarak pazar payını arttırmak şeklindeki stratejilerden birisini uygulama yoluna gider.

3.2.1.3. Tutundurma-Tanıtma Stratejisi (Promotional Strategy)

İşletmeler yurtdışında uyguladıkları tanıtım stratejilerinin belirlenmesinde de döviz kuru değişikliklerini yakından izleme gereğini duyarlar. Yukarıda belirtildiği gibi döviz kuru değişimlerinin rekabet gücünde değişiklik yapması sonucu tanıtım stratejisi için daha fazla kaynak ayrılması gerekebilir. İşletmenin satış ve gelirlerinde önemli artışlar yaratabilmek tanıtım ve tutundurma için ayrılan kaynağa bağlı olabilir.

3.2.1.4. Ürün Stratejisi

Firmalar kur değişimleri ile birlikte ürün stratejilerini de değiştirmektedirler. Bu stratejiler piyasaya yeni ürün sunulması, daha önce piyasaya sunulmuş bulunan ürünün kalitesinde farklılaştırmaya gidilmesi veya tamamen yeni bir ürünün piyasaya sunulması şeklinde gerçekleşmektedir. Döviz kuru değişikliklerini gözönüne alarak, piyasaya yeni ürün sunulmasında zamanlamayı ayarlamak çok önemlidir. Ulusal paranın değer kaybetmesinden sonra görülen rekabet gücü artışı ile uluslararası piyasalara yeni bir ürün

ile girilmesi halinde firma avantajlı bir durum elde edebilir. Aynı zamanda iç ve dış piyasalarda ürün çeşitliliğini arttırarak toplam satış miktarını ve gelirlerini arttırmak mümkün olabilir.

Buna karşın ülke parasının değer kazanması durumunda ürün çeşidinde değişikliğe gidilerek , talep esnekliği daha düşük, yüksek gelir gruplarına hitap eden ürünler üretilmeye başlanabilir. Ulusal paranın değer kazanması halinde işletmelerin yeni mallar üretebilmek için araştırma ve geliştirmeye daha fazla kaynak aktarmaya başladıkları görülmektedir.

3.2.2. Ekonomik Etki İçin Üretim Yönetimi

Döviz kuru dalgalanmalarının çok fazla olduğu durumlarda işletme gelirlerinin bu kurlara göre ayarlanabilmesinde, fiyatlama, ürün seçimi ve diğer pazarlama stratejilerinin yeterli olmadığı görülmektedir. Pazarlama stratejilerinin yanında doğrudan üretim faaliyetlerine yönelik stratejiler uygulanma gereği duyulabilir. Bu üretim stratejileri arasında rekabet gücünü arttırmak için üretim girdilerinin sağlandığı ülkelerin değiştirilmesi veya üretim tesislerinin kuruluş yerlerinin değiştirilmesi gibi yöntemler uygulanmaktadır. Bu yöntemleri kısaca inceleyebiliriz.

3.2.2.1. Girdi Bileşiminin Değiştirilmesi

Üretimde kullanılan girdilerin maliyetini azaltmak için, ulusal paranın değerinde artış olduğu durumlarda girdileri iç piyasadaki sağlamak yerine , ithalat yolu ile dış piyasalardan sağlama yoluna gidilebilir. Paranın değer kazanması durumunda ise iç piyasa ile dış piyasadaki fiyatlar karşılaştırılarak gerekirse iç piyasadaki girdi sağlanabilir.

Uzun dönemde ise, işletme tarafından yeni üretim tesisleri kurularak, bu tesislerde fiyatlara göre birbirini ikame edecek girdileri kullanabilecek hale gelmelidir.

3.2.2.2. Üretim Tesisler Arasında Kaydırılması

Üretimlerini dünya çapında yapan çokuluslu işletmeler, döviz kurundaki değişikliklere göre üretimlerini çeşitli ülkelerdeki tesisleri arasında kaydırabilirler. Bir ülke parasının değerinin artması durumunda, o ülkede üretim daha pahalıya mal olacağından bu ülkedeki üretim miktarını azaltarak, parasının değeri düşen ülkelerde üretimlerini arttırmırlar.

3.2.2.3. Kuruluş Yerinin Değiştirilmesi

Rekabetin yoğun olduğu bir ülke pazarına ihracat yapan bir işletme, o ülkenin parasının sürekli değer yitirmesi durumunda bir süre sonra karlılığını yitirebilir. Bu durumda o ülkeye ihracat yapmak yerine, o ülkede veya benzer koşullara sahip üçüncü bir ülkede doğrudan yatırım yaparak o ülkede üretim yapmayı tercih eder.

3.2.2.4. Verimliliğin Yükseltilmesi

İhracat yapılan ülke parasının değer kaybetmesi ya da ulusal paranın değerinin artışı sonucu, rekabet gücü azalacağından firma verimlilik artışı sağlayacak önlemlere daha fazla ağırlık verme ihtiyacı duyar. Üretim teknolojisini modernleştirme, kapasite arttırımı, ölçek ekonomilerinden yararlanma, yönetimde yeni düzenlemelerde bulunulması gibi yöntemler uygulanabilir (Seyitoğlu, 1994, 161)

İşletmelerin her dönemde verimliliği arttıracak çabaları olması gereklidir, ancak döviz kuru hareketlerinin rekabet gücü üzerindeki olumsuz etkileri bu konuya daha fazla ağırlık verilmesine yol açar.

3.2.3. Ekonomik Etki İçin Finansal Yönetim

İşletmeler kur etkisinin uzun dönemli etkilerine karşı korunmak için üretim ve pazarlama stratejileri uygularken, finans yöneticisine de önemli görevler düşmektedir. Finans yöneticisi borçların ödenmesi ile görülen nakit çıkışlarının, işletmenin faaliyetleri ve varlıklarında görülen değişikliklerden elde edilen nakit girişlerinin aynı döviz cinsinden olmasını sağlamalıdır. Örneğin; yurtdışı piyasalardaki faaliyetleri ve varlıklarından Alman Markı olarak nakit sağlayan Türk ihracatçı firmanın, borçlarının bir bölümü de Mark üzerinden olmalıdır. Türk lirasının Alman Markı karşısında değerinde reel olarak bir artış görüldüğü zaman dış piyasalardan elde ettiği gelirlerinde azalma görülecektir. Ancak bu azalmanın yanısıra borçlarında da aynı yönde bir azalma görülecektir. Böylece işletme üzerindeki döviz kuru etkisi iyi bir mali yönetim ile azaltılmış veya tamamen giderilmiş olacaktır.

İşletme her zaman sadece nakit girişi olan döviz cinsinden borçlanmak zorunda değildir. Bazı paralar arasında değer değişikliği açısından yüksek korelasyon vardır. Bu paraların diğer paralar karşısında değişimi yakın oranlarda ve aynı yönde olmaktadır. Bu nedenle borçlar ve alacaklar aralarında yüksek korelasyon olan paralar ile yapılabilir.

İşletmeler finansal kaynaklarında da çeşitlenmeye gitmelidirler. Bu yöntem uluslararası para ve sermaye piyasalarında kredibilitesi yüksek ve kolaylıkla borçlanma olanağına sahip işletmeler için etkin bir stratejidir. Döviz kuru değişmelerine göre işletme uygun maliyetler ile kaynak bulacağı finansal kurumlara başvurur.

Finansal yönetimde uygulanılabilecek diğer bir strateji ise döviz borç ve alacaklarını çeşitli dövizlerden oluşan bir portföy içinde yönlendirmesidir. Çeşitli dövizler ile işlem yapıldığı için döviz kuru değişmelerinden dolayı bir grup para nedeni ile görülen kayıplar, diğer bir gruptaki kazançlar ile giderilebilir ve işletmenin kur riski azalır.

BÖLÜM 4

İŞLETMELERDE DÖVİZ KURU ETKİSİNİN ÖLÇÜMÜ

Bu bölümde, Türkiye’de faaliyet gösteren işletmelerin döviz kurlarında görülen değişiklikler nedeni ile karşılaştıkları döviz etkisini istatistiksel olarak ölçmek amaçlanmıştır. Belirtilen amacı gerçekleştirebilmek için ampirik bir araştırma yapılmıştır. Araştırma örneklemini Türkiye’de faaliyet gösteren ilk 500 büyük firma arasında yer alan 10 işletme oluşturmaktadır. Örneklem seçiminde iki ölçüt kullanılmıştır. i) işletmeler, çalışmanın 5 inci bölümünde, işletmelerin döviz kuru riskine ilişkin tutumlarını ölçmek üzere, soru formu kullanılarak yapılan araştırmanın örnekleminde yer alan 80 işletme arasından seçilmiştir. Böyle bir yöntemin uygulanmasının nedeni, her iki araştırmanın, en büyük ve benzer özellikler gösteren işletmeler üzerinde uygulanarak anlamlı karşılaştırmalar yapabileceği elde etmektir. ii) örneklemdaki işletmelerin tümü halka açık olup, hisseleri borsada işlem görmektedir. Bu sınırlamanın amacı, işletmelerin doğru, denetlenmiş verilerine ulaşabilme kolaylığı olmasıdır.

Seçilen örneklemdaki işletmelerin, yayınlanmış finansal verileri elde edilerek, araştırma için bir veri seti oluşturulmuştur. Bu veri setine regresyon analizi uygulanarak, işletmelerin döviz kuru etkisi ölçülmeye çalışılmıştır.

Finans ve ekonomi literatüründe, firma değeri ile döviz kuru değişiklikleri arasındaki ilişkileri ve ilişkilerin yönünü saptamaya yönelik kuramsal ve ampirik çalışmalar bulunmaktadır. Özellikle Levi (1991), Adler ve Dumas (1984) ve Garner ve Shapiro (1988) tarafından gerçekleştirilen kuramsal çalışmalar, firma değeri ile döviz kuru değişiklikleri arasındaki ilişkinin varlığını vurgulayarak, bu ilişkiyi ölçmeye yönelik gerçek veriler ile kolayca sınanabilir modeller önermişlerdir. Öte yandan Donnelly ve

Sheehy (1996), Choi ve Prasad (1995), Khoo (1994), Bodnar ve Gentry (1993), tarafından İngiltere, Amerika, Kanada, Japonya, Avusturalya için, işletmeler düzeyinde gerçekleştirilen ampirik çalışmalar, firma değeri ile döviz kuru arasındaki ilişkinin niceliksel düzeyini ortaya koyan bulgular içermektedir.

Yukarıda belirtilen çalışmalar ; i) amacımızı gerçekleştirebilmek için gerekli kuramsal ölçüm modelini saptamaya kaynaklık etme, ii) sınanacak modelde kullanılacak değişkenleri belirleme, iii) sınamalar sonucu elde edilecek bulgularımızı karşılaştırma olanakları sağlamaları açısından önemlidir.

4.1. LİTERATÜR İNCELEMESİ

Bu kısımda, Levi (1991), Adler ve Dumas (1984) ve Garner ve Shapiro (1988) tarafından gerçekleştirilen çalışmalar, Donnelly ve Sheehy (1996), Choi ve Prasad (1995), Khoo (1994), Bodnar ve Gentry (1993), tarafından yapılan araştırmalar iki ayrı başlık altında incelenecektir. Bu şekilde bir ayırım yapılmasının nedeni , birinci gruba giren çalışmaların kuramsal ağırlıklı olması, ikinci grupta yer alan çalışmaların ise daha çok uygulamaya yönelik olmasından kaynaklanmaktadır.

4.1.1. Kuramsal Çalışmalar

Levi (1991), Adler ve Dumas (1984) ve Garner ve Shapiro (1988) döviz kuru etkisini firma değeri ve döviz kurlarının değişkenler olarak yer alacağı bir kuramsal modelin regresyon analizi yöntemi kullanılarak ölçülebileceğini belirtmişlerdir. Bu analizden elde edilecek β katsayısı döviz kuru etkisini verecektir.

Levi (1990)

Levi (1990), döviz kuru etkisini, beklenmeyen döviz kuru değişiklikleri karşısında işletmenin varlıkları, borçları veya faaliyet gelirlerinin reel ulusal para cinsinden değerlerinin duyarlılığı olarak tanımlamıştır. Levi'nin önerdiği kuramsal modele göre beklenmeyen döviz kuru değişiklikleri ile işletmenin varlıkları, borçları ve faaliyet gelirleri arasında sistematik bir ilişki vardır. Bu sistematik ilişkinin duyarlılığının ölçümü döviz kuru etkisini vermektedir. Döviz kuru etkisi buna göre en küçük kareler yönteminin uygulandığı bir regresyon denklemi ile ölçülebilir.

Model:

$$\Delta V = \beta_0 + \beta_1 \Delta S (\$/BP) + \mu$$

Denklemden yer alan β_0 ve β_1 regresyon katsayılarıdır.

β_0 denklemden sabit terim olarak yer almaktadır. β_0 , döviz kuru değişikliği $\Delta S (\$/BP) = 0$ olduğunda işletmenin varlıkları, borçları ve faaliyet gelirlerinin ortalama olarak ne kadar değişeceğini göstermektedir.

β_1 ise ΔV ve ΔS arasındaki ilişkinin göstergesidir.

ΔV - İşletmenin varlık, borç ve faaliyet gelirlerinde görülen değişiklik

$\Delta S (\$/BP)$ = Döviz kuru değişikliği

μ - hata terimi

Modelde en önemli katsayı β_1 dir. β_1 işletmenin varlıkları, borçları ve faaliyet gelirleri ile döviz kuru arasındaki, sistematik ilişkiyi ölçmektedir. Bu ölçüm yukarıda belirtilen döviz kuru etkisini vermektedir.

Öte yandan , (Levi,1990) döviz riski aşağıda gösterilen biçimde tanımlanmıştır.

$$\hat{\text{var}}(\Delta V) = \beta_1^2 + \text{var}(\Delta S)$$

yukarıdaki eşitliğe göre döviz riski, döviz kuru etkisinin (β_1) ve döviz kurunda beklenmeyen değişikliklerin (ΔS) bir toplamıdır.

Adler ve Dumas (1984)

Adler ve Dumas (1984) döviz kuru etkisini tanımlayan ve kolaylıkla uygulanabilir bir ölçüm yöntemi öneren kuramsal bir çalışmadır. Bu çalışmada sadece yurtdışı faaliyetleri olan işletmelerin değil, tüm faaliyetleri yurtiçi piyasalara yönelik olan işletmelerin de döviz kuru değişikliklerinden etkilendikleri vurgulanmıştır. Bunun nedeni, işletmelerin girdi fiyatları, çıktı fiyatları ve ürünlerine olan talebin, döviz hareketlerinden etkilenmesi ile açıklanabilir. Araştırmacılara göre de döviz kuru etkisi, döviz kuru dalgalanmaları karşısında herhangi bir fiziki veya finansal varlığın ulusal para cinsinden duyarlılığıdır ve bu etki istatistiksel olarak en uygun şekilde regresyon analizi ile ölçülebilir. Tekrar vurgulayalım ki döviz kurunda görülen değişiklik ile firma değerinde görülen değişikliğin regresyonundan elde edilen denklemde yer alan 'regresyon katsayısı' döviz kuru etkisini göstermektedir..

Adler ve Dumas'ın (1984) döviz kuru etkisini ölçmek üzere kullanılmasını önerdikleri model aşağıda sunulmuştur.

Model:

$$P = a + bS + e$$

P- varlığın dolar değeri

S- döviz kuru

b- katsayı

a- sabit terim

e- hata terimi

Modelde yer alan b parametresi yukarda tanımlanan döviz kuru etkisinin göstergesidir.

Garner ve Shapiro (1988)

Garner ve Shapiro (1988) çokuluslu işletmelerin gerçek ekonomik döviz kuru etkisini ölçmek üzere, Levi (1990) ile Adler ve Dumas'a (1984) benzer bir model önermiştir. Garner ve Shapiro'ya göre işletmeler döviz kurunda görülen değişiklikler nedeni ile, nakit akımlarının dolar değerindeki dalgalanmaları ölçüsünde döviz kuru riski ile karşı karşıya kalmaktadırlar. Döviz etkisini ölçmek üzere, işletmenin geçmiş yıllar nakit akımlarının ulusal para cinsinden değeri ile ilgili dönemdeki ortalama döviz kuru arasında yapılan bir regresyon modeli önerilmiştir. Model şu şekilde gösterilebilir;

Model:

$$C_{Rt} = \alpha + \beta EXCH_t + u_t$$

C_{Rt} - ana şirketin t döneminde toplam nakit akımlarının dolar değeri

$EXCH_t$ - t döneminde ortalama nominal döviz kuru

u_t - hata terimi

β katsayısı, döviz kuru değişiklikleri karşısında nakit akımının duyarlılığını ölçmektedir.

Modelin analizi ile elde edilecek β katsayısının büyüklüğü nakit akımları üzerinde döviz kuru değişikliğinin ne ölçüde etkili olacağını gösterecektir.

Kuramsal olarak döviz kuru etkisinin ölçümüne ilişkin model öneren üç çalışma yukarıda incelenmiştir. Her üçünün başlıca ortak noktaları şu şekilde özetlenebilir.

- i) Döviz kuru etkisi en iyi şekilde en küçük kareler yönteminin kullanılacağı bir regresyon modeli yardımı ile ölçülebilir.
- ii) Regresyon denkleminde yer alan β katsayısı döviz kuru etkisini gösterir.
- iii) Regresyon denkleminde bağımsız değişken olarak döviz kurları, bağımlı değişken olarak firma değeri kullanılabilir.

4.1.2. Ampirik Çalışmalar

Bu kısımda, araştırmamızda kullanacağımız döviz kuru etkisini ölçme yöntemine benzer bir ölçüm yöntemi kullanan, Donnelly ve Sheehy (1996), Choi ve Prasad (1995), Khoo (1994), Bodnar ve Gentry (1993) tarafından gerçekleştirilen çalışmalara yer verilmiştir. Seçilen araştırmaların özelliği, firma ve sektör bazında, değişik ülkeler için gerçekleştirilmiş olmasıdır.

Donnelly ve Sheehy (1996), İngiltere’de faaliyet gösteren büyük ihracatçı firmalar üzerinde döviz kuru değişiklikleri ile işletmelerin piyasa değerleri arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Amaçları İngiltere’deki işletmeler üzerindeki döviz kuru etkisi ile Amerikan işletmeleri üzerindeki döviz kuru etkisini karşılaştırmaktır. Bu nedenle kendi araştırma bulguları ile, Amerika için Bartov ve Bodnar’ın (1992) yaptıkları araştırma bulgularını karşılaştırmışlardır.

Donnelly ve Sheehy’nin kullandıkları model şu şekildedir.

Donnelly ve Sheehy (1996)

Model:

$$AR_{pt} = \alpha + \beta R_{St} + e_1$$

AR_{pt} - ihracatçı firmalar portföyünün normal olmayan getirileri

R_{St} - t döneminde sterlinin getirisi $\ln(I_t/I_{t-1})$

e_1 - hata terimi

Positif R_{St} sterlinin diğer paralara karşı değer kazanmasını göstermektedir.

Elde edilen bulguların özet tablosu şu şekildedir.

4.1- DÖVİZ KURU ORANLARI İLE PORTFÖY GETİRİLERİ REGRESYONUNUN AMPİRİK BULGULARI TABLOSU

<i>Bağımlı Değişken</i>	<i>Parametreler</i>		<i>Özet İstatistikler</i>	
	β_0	β_1	R^2	<i>D-W</i>
ΔR_{pt}	-0.21 (.003)	-0.13 (.07)	0,69	1,76

R^2 : determinasyon katsayısı

D-W : Durbin Watson test istatistiği

Parantez içerisindeki katsayılar, saptanan parametrelerin standart sapmalarıdır.

Tabloda 4.1'de görüldüğü üzere bağımsız değişken, yani sterlinin getirisinin katsayısını gösteren β_1 istatistiksel olarak anlamlı ve negatif işaretlidir. Bu durumda döviz kuru değişiklikleri ile çalışmanın örneklemini oluşturulan ihracatçı firmaların portföy değerleri arasında eş zamanlı, diğer bir deyişle gecikmesiz bir ilişki bulunmaktadır. Modelin açıklama gücünün göstergesi olan R^2 0,69 olarak bulunmuştur.

Çalışma sonuçları, Bartov ve Bodnar'ın Amerikan işletmeleri üzerinde yaptıkları araştırma ile karşılaştırılarak başlıca şu noktalar vurgulanmaktadır.

i) Bartov ve Bodnar'da hisse senetleri getirileri ile dolar değeri arasında aynı anda görülen bir ilişkinin varlığı saptanamamıştır. Bu ilişkinin eş zamanlı olamaması nedeni ile dolar değerindeki değişimin gecikmeli değerlerini kullanarak gecikmeli bir ilişkinin varlığını ortaya koymuşlardır. Donnelly ve Sheehy'nin çalışmasında ise aynı dönemde bir ilişki görülmektedir.

ii) Çalışmanın açıklayıcı gücü R^2 , Amerika için yapılan araştırmaya göre daha yüksek bulunmuştur. R^2 'nin değeri Bartov ve Bodnar'ın çalışmasında 0,02'dir.

iii) Çalışmanın R^2 ile ilgili karşılaştırmalı sonuçları, İngiliz ihracatçıların, A.B.D'li ihracatçılara göre daha yüksek oranda döviz kuru riski ile karşı karşıya buldukları biçiminde yorumlanabilir (Donnelly ve Sheehy,1995,160). Dolar uluslararası işlemlerde yaygın kullanılan bir para birimi olduğundan, A.B.D'li ihracatçılar işlemlerinde kendi ulusal paralarını kullanmaktadırlar. Bu durum doğal olarak A.B.D'li ihracatçılara, döviz kuru riskinden kaçınabilme olanağı sağlamaktadır.

Choi ve Prasad (1995)

Choi ve Prasad (1995), döviz kuru değişikliklerinin firma değeri üzerindeki etkisini ölçmek amacı ile, Amerikan çokuluslu işletmeler üzerinde bir araştırma gerçekleştirmişlerdir. Araştırma örneklerinde 409 firma yer almakta olup, bu firmaların 1978-1989 yılları arasındaki hisse senedi getirileri ile döviz kuru değişiklikleri arasındaki ilişki bir regresyon analizi ile incelenmiştir. Ayrıca, işletmeler 20 endüstriyel gruba ayrılarak endüstri düzeyinde döviz kuru etkisi ölçülmeye çalışılmıştır.

Firma ve endüstri portföyleri düzeyinde döviz kuru duyarlılık katsayısını saptamak için kullanılan iki faktörlü model şu biçimdedir.

Model:

$$R_{it} = \alpha + \beta R_{mt} + \gamma e_t + v_{it}$$

R_{it} - t döneminde firma i'nin hisse senedi getirisi
 R_{mt} - piyasa getiri faktörü
 e_t - döviz risk faktörü
 β - piyasa riskine duyarlılık
 γ - firmanın döviz riskine duyarlılığı
 v_{it} - hata terimi

Bu modele göre bir firmanın hisse senedi getirisi, piyasa getirisi ve döviz kurunun linear fonksiyonudur. Modelin testinde en küçük kareler yöntemi kullanılmıştır. Modelin hipotezleri : $H_0: \gamma = 0$
 $H_1: \gamma \neq 0$

H_0 hipotezi döviz kuru dalgalanmalarının hisse senedi getirileri üzerinde etkisi yoktur. H_1 alternatif hipotezdir.

Döviz kuru katsayısının işareti pozitif veya negatif olabilir, işaretin yönü firmanın varlık ve borçları açısından görülen net etkiye dayanmaktadır.

Araştırma bulguları aşağıdaki iki özet tabloda sunulmuştur.

TABLO 4.2 .FİRMA DÜZEYİNDE DÖVİZ KURU ETKİSİ

	İstatistiksel		Pozitif Etki		Negatif Etki	
	Anlamlılık(*)		Anlamlıların		Anlamlıların	
Toplam Firmalar	Firma Sayısı	Firma Yüzdesi	Firma Sayısı	Firma Yüzdesi	Firma Sayısı	Firma Yüzdesi
i- Nominal döviz kuru etkisi	61	%15	39	%64	22	%36
409						
ii- Reel döviz kuru etkisi	63	%15	37	%59	26	%41

* 0,10 önem düzeyinde istatistiksel açıdan önemlidir.

TABLO. 4.3 - ENDÜSTRİ PORTFÖYÜ DÜZEYİNDE DÖVİZ KURU ETKİSİ GÖRÜLEN SEKTÖRLER

<u>Endüstri</u>	<u>Firma Sayısı</u>	<u>1978-89(2 faktörlü)</u>
Madencilik	27	0,36 ** (1,98)
Diğer tüketim malları	18	-0,245 * (-1,90)

** 0,05 düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlıdır.

* 0,10 düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlıdır.

Choi ve Prasad, 1995, 81, 86.

Tablo 4.2’de firma düzeyinde nominal ve reel döviz kuru değişimleri karşısında döviz kuru etkisinin sonuçları görülmektedir. 61 firmada 0.10 önem düzeyinde , istatistiksel olarak anlamlı döviz etkisi görülmektedir. Anlamlı döviz etkisi görülen firmaların % 64’ünde γ katsayısının işareti pozitifdir, diğerlerinde ise negatif işaret görülmektedir. Pozitif işaret, doların değer kaybetmesi durumunda, firmanın hisse senedi getirilerinin artacağını göstermektedir.

Tablo 4.3 ise, endüstri bazında ve yalnızca pozitif döviz kuru etkisine sahip sektörlerin sonuçlarını içermektedir. Görüldüğü gibi, endüstriler içerisinde sadece, madencilik ve diğer tüketim mallarında pozitif döviz etkisi saptanmıştır. Geri kalan endüstriler için, negatif katsayı bulunmuştur. Genelde negatif katsayı bulgusu , doların değer kaybetmesi durumunda, döviz kuru değişikliklerinin maliyetler üzerindeki etkisinin gelirler üzerindeki etkisine göre daha fazla olduğunun göstergesi olarak yorumlanmaktadır. Çalışmada nominal ve reel döviz kurları birlikte kullanılmışlardır. Her iki değişkenin kullanılmasında benzer sonuçlar elde edilmiştir. Ayrıca araştırmada döviz kuru etkisi üzerinde, yurtdışı satış, yurtdışı faaliyet karları ve yabancı para ile ifade

edilen varlıklar gibi firmanın bazı özelliklerinin etkisi incelenmiştir. Bu tür firma özellikleri ile döviz kuru etkisi arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur.

Khoo (1994)

Khoo (1994) Avusturalya'da maden endüstrisinde faaliyet gösteren işletmeler üzerinde döviz kuru etkisini ölçmek amacı ile bir araştırma yapmıştır. Hisse senedi değerleri ile döviz kuru arasındaki ilişkiyi en küçük kareler yöntemini kullanarak ortaya koymuştur.

Çalışmada özellikle madencilik sektörünün kullanılmasının nedenleri şu şekilde açıklanmıştır. i) madencilik sektörünün ülkede önemli bir sektör olması ii) ülke ihracatının % 40'ının bu sektör tarafından gerçekleştirilmesi.

Belirtilen bu nedenlere dayanarak madencilik sektörünün karlılığının, diğer sektörlerle göre döviz kuru değişikliklerine daha fazla duyarlı olacağı öne sürülmüştür. Çalışma örneğinde 77 firma yer almaktadır. Bu işletmelerin 1980-1987 yılları arasındaki verileri kullanılmıştır. Modelde nominal döviz kurları kullanılmıştır.

Modelin yapısı aşağıda gösterilmektedir.

Model:

$$r_{i,t} = \alpha + \beta r_{m,t} + \gamma r_{e,t} + \theta r_{bb,t} + \phi r_{oil,t} + u_{i,t}$$

- $r_{i,t}$ - firmaların hisse senedi getirileri
- $r_{m,t}$ - piyasanın getirisi
- $r_{e,t}$ - döviz kuru değişim oranları
- $r_{bb,t}$ - faiz değişim oranları
- r_{oil} - petrol fiyatlarının değişim oranları
- $\beta, \gamma, \theta, \phi$ - duyarlılık katsayıları
- α - sabit terim
- $u_{i,t}$ - hata terimi

Her bir işletme düzeyinde ve endüstri düzeyinde bulgular sistemli bir biçimde çalışmada sunulmuştur. Firma düzeyinde bulgular 77 firma için tek tek belirtilmiştir. Bu bölümde, sözü edilen çalışmada yer alan 77 firma sonuçlarının tümünü birarada gösterme güçlüğü nedeni ile endüstri düzeyindeki sonuçları tablo 4. 4'te yer alacaktır.

TABLO 4.4. ENDÜSTRİ DÜZEYİNDE PORTFÖY GETİRİLERİNİN SONUÇLARI

PARAMETRELER									ÖZET
İSTATİSTİKLER									
Sektör	r_m	USD	SAR	JY	UKPS	WGM	MP	D-W	adj R2
Altın	1.224 (6.13)	** -0.722 (-1.70)	0.376 (1.57)					# 1.54	0.34
Kömür	1.014 (7.50)	-0.277 (-0.86)	-0.104 (-0.59)	0.313 (1.11)				# 1.54	0.41
Petrol/ Gaz	1.108 (8.00)	* -0.737 (-2.10)		-0.181 (-0.57)	*1.074 (3.16)	-0.185 (-0.55)	0.094 (1.31)	#1.60	0.51

USD: Amerikan Doları, SAR: Güney Afrika Randı, JY: Japon Yeni,

UKPS: İngiliz Poundu, WGM: Alman Markı, MP: Meksika Pesosu

**0.10 düzeyinde istatistiksel açıdan önemlidir.

* 0.05 düzeyinde istatistiksel açıdan önemlidir.

Döviz etkisi katsayıları (γ) işletmelerin büyük çoğunluğu için, özellikle altın ve petrol /gaz grubu için, istatistiksel olarak anlamlıdır. Döviz cinslerinden Amerikan Doları, Japon Yeni ve Alman Markı ile yapılan analizde anlamlı çıkan katsayıların büyük bir kısmı negatif işaretlidir. Bu dövizle işlem yapılan üç ülke alıcı ülke konumundadırlar. Buna karşın satıcı ülkelerin paraları-Güney Afrika Randı, İngiliz Poundu ve Meksika Pesosunun işareti pozitif çıkmaktadır. Bu durum döviz etkisinin arz ve talep yönüne göre farklılık olduğunun göstergesidir. Beklentilerin aksine, alıcı ülkelerin paraları için

negatif katsayılar elde edilmiştir. Kuramsal beklentilere uymayan bu işaretin elde edilmesi, ulusal paranın değer kaybetmesi durumunda maliyetlerin, gelirlerin artış miktarından daha fazla miktarda artmasının göstergesidir. Bu olumsuzluk işletmenin bazı borçlarının belirtilen döviz üzerinden olmasından kaynaklanmaktadır. Çalışmanın kapsadığı dönemde, 1980-1987 yılları arasında, birçok madencilik işletmesi başlıca alıcı ülkelerden olan Amerika, Japonya ve Avrupadan önemli miktarlarda makine ithalatında bulunmuştur. Aynı dönemde, ulusal para biriminin değer kaybetmesinin makinelerin maliyetlerinin üzerindeki etkisinin işletmenin gelirleri üzerindeki etkisinden fazla olduğu elde edilen bulgulardan ortaya çıkmaktadır.

Öte yandan analiz sonucu elde edilen R^2 değerleri tabloda görülmektedir. R^2 nin tüm işletmeler için küçük olduğu görülmektedir. Bu durum, işletmelerin döviz kuru riskine karşı başarılı korunma yöntemleri uygulama olasılığının göstergesi olarak yorumlanmaktadır. Buna göre, döviz kuru hareketleri hisse senedi getirilerinde küçük bir bölümü açıklamaktadır.

Bodnar ve Gentry (1993)

Bodnar ve Gentry (1993) Kanada, Japonya ve Amerika'da endüstri düzeyinde döviz kuru etkisini endüstri portföylerinin getirileri ile döviz kuru değişim oranını kullanarak ölçmeyi amaçlamışlardır. Döviz kuru etkisi ile endüstri faaliyetlerinin sistematik bağlantısının ortaya konması için döviz etkisi endüstri karakteristiğinin bir fonksiyonu olarak ele alınmıştır. Gözlenen dönemde nominal ve reel döviz kurları arasında saptanan korelasyon yüksek olduğu için nominal döviz kurları kullanılmıştır.

Model:

Endüstri düzeyinde döviz etkisini ölçmek için kullanılan model aşağıda sunulmuştur.

$$(R_{i,t} - r_{f,t}) = \beta_{0,i} + \beta_{1,i} (R_{m,t} - r_{f,t}) + \beta_{2,i} PCXR_t + \epsilon_{i,t}$$

$R_{i,t}$ - endüstri portföyünün getirisi

r_f - risksiz getiri oranı
 $R_{m,t}$ - ulusal hisse senedi piyasasındaki getiri
 $PCXR_t$ - ticaret ağırlıklı nominal döviz kuru
 $\beta_{0,i}$, $B_{1,i}$ ve $\beta_{2,i}$ parametreler
 $\epsilon_{i,t}$ - hata terimi
 β_1 - Menkul kıymetler piyasasındaki toplam değişime endüstrinin duyarlılığı
 β_2 - Döviz kuru dalgalanmalarına endüstrinin duyarlılığı simgelemektedir.

Modelde pozitif işaretli β_2 ulusal paranın değer kazanması durumunda endüstrinin kazancını gösterir.

Yukarıda yer alan modelin en küçük kareler yöntemi ile sınanması sonucu elde edilen bulguların (Bodnar,Gentry,1993,35-37) yorumlanması sonucu şu şekilde ifade edilebilir.

Üç ülkede de endüstrilerin yarısından azında, % 10 istatistiksel olarak anlam düzeyinde anlamlı bir sonuç elde edilmiştir (Amerika'da % 28,Kanada da % 21, Japonya'da % 35 düzeyinde). Çalışmanın kapsamına giren endüstrilerin büyük çoğunluğunda anlamlı bir sonuç elde edilememiş olması, döviz kurlarının ekonomi düzeyinde endüstri getirisini hesaplamada ampirik açıdan uygun olmayan değişken olmasından kaynaklanmamaktadır. Endüstrilerin faaliyetlerindeki farklılıklara göre, döviz kurlarındaki değişikliklere göre farklı etkiler görülmektedir. Diğer bir neden ise, işletmelerin forward, futures, options, swap gibi korunma teknikleri kullanarak döviz kuru etkisini azaltmalarındadır. Bulgulara göre, döviz kuru hareketlerinin endüstri getirilerine etkisi, Kanada ve Japonya'da Amerika'ya göre daha fazladır. Bu küçük ve dışa açık ekonomilerde döviz kurlarının daha büyük etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Endüstri faaliyetleri ile döviz kuru arasında sistematik ilişkinin varlığını ölçmek için ihracat oranı, ithalat oranı ve uluslararası fiyatlanmış girdi kullanılması ve yabancı varlıkların toplam varlıklara oranı modele eklenmiştir. Sonuçlar bu karakterlerin endüstrilerin döviz kuru etkisi üzerinde öneminin varlığını ortaya koymuştur. Buna göre, endüstri ihracat oranı negatif döviz etkisi, ithalat oranı pozitif etkiye sahiptir.

Japonya ve Kanada'da uluslararası fiyatlı girdi kullanımı pozitif, Amerika'da negatif, yabancı varlık oranı Amerika ve Japonya'da negatif etkiye sahiptir.

Bu bölümde ;

a) Çalışmanın amacını gerçekleştirecek modelin altyapısını belirlemek,

b) Belirlenen modelin gerçek veriler ile sınanması sonucu elde edilecek sonuçları karşılaştırma olanağı sağlayabilmek için, Levi (1990), Adler ve Dumas (1984) ve Garner ve Shapiro (1988) ,Donnelly ve Sheehy (1996), Choi ve Prasad (1995), Khoo (1994), Bodnar ve Gentry (1993) tarafından yapılan çalışmalar iki ana başlık altında incelenmiştir.

İncelenen bu literatür ışığında Türkiye'de faaliyet gösteren işletmelerin döviz kuru riskini ölçmek için geliştirdiğimiz model aşağıda sunulmuştur.

4.2.ARAŞTIRMA MODELİ

Araştırmada modeli aşağıda gösterilmiştir.

$$\Delta D = \beta_0 + \beta_1 \Delta S \text{ (TL/\$)}$$

Modelde yer alan değişkenlerin tanımı;

Bağımlı değişken

ΔD : Firma değerindeki değişikliği simgeleyen değişken;

Bu değişken Levi (1991) da tanımlandığı şekilde

ΔA : işletme varlıklarında görülen yıllık değişim, ΔB : işletme borçlarının yıllık değişimi, ΔN : işletmenin yıllık nakit akımları olarak tanımlanmıştır.

Bağımsız değişken

ΔS (TL/YP) : Türk lirasının yabancı para karşısında gösterdiği yıllık değişimi simgeleyen değişken;

Yabancı para olarak \$, ve DM kullanılacağından bu değişken ΔS (TL/\$) ve ΔS (TL/DM) olarak tanımlanabilir.

4.1.1. Modelin Ana Varsayımı

Döviz kuru değişim miktarı dışsal olup, serbest piyasa koşullarına göre belirlenmektedir.

Bu varsayım altında ΔD ile ΔS (TL/YP), arasındaki ilişki kuramsal olarak şu şekilde ifade edilebilir.

$$\Delta D = f[\Delta S(\text{TL}/\$)] \text{ ve } \partial \Delta D / \partial [\Delta S(\text{TL}/\text{YP})] \geq 0 \text{ olabilir.}^*$$

ΔD ile ΔYP arasındaki ilişki pozitif, negatif veya sifıra eşit olabilir.

ΔD ile ΔYP arasındaki ilişkinin işaretinin pozitif olması, Türk parasının değer kaybetmesi durumunda, işletmenin varlıklarının, borçlarının ve faaliyet gelirlerinin artmasının göstergesi olarak değerlendirilmektedir.

ΔD ile ΔYP arasındaki ilişkinin işaretinin negatif olması Türk lirasının değer kaybetmesi, diğer bir değişle yabancı paranın değer kazanması halinde, işletmenin varlıkları , borçları ve nakit akımlarının azalacağını göstergesidir.

ΔD ile ΔP ilişkisinin sıfır olması bu iki değişken arasında ilişki olmadığını göstergesidir.

Yukarıda belirtilen tanımlamalara göre, modelin temel varsayımı, firma varlıkları, borçları, nakit akımları ile döviz kuru değişiklikleri arasındaki ilişkileri şu şekilde formüle etmeye olanak sağlamaktadır.

$$\Delta A = f[\Delta S (TL/YP)]$$

$$\Delta B = f[\Delta S (TL/YP)]$$

$$\Delta N = f[\Delta S (TL/YP)]$$

İlişkilerin yönü konusunda yukardaki modele benzer açıklamada bulunabiliriz. ΔD veya daha belirgin olarak ΔA , ΔB ve ΔN ile $\Delta S (TL/YP)$ değişkenleri arasındaki ilişkilerin yönü ile ilgili hipotezler, incelenen çalışmalara dayandırılarak şöyle sıralanabilir.

$$\partial \Delta A / \partial [\Delta S (TL/YP)] \geq 0$$

$$\partial \Delta B / \partial [\Delta S (TL/YP)] \geq 0$$

$$\partial \Delta N / \partial [\Delta S (TL/YP)] \geq 0$$

4.2.2. Kullanılan Verilerin Kaynağı

Modelde kullanılan verilerden, işletmelerin yıllık bilançolarında yer alan varlık değerleri, uzun vadeli borçları 1993, 1994, 1995 yılları IMKB Şirketler Yıllıkları ile Finansal Analiz, Cihangir Samim, Cilt 10 (1987) ve Cilt 13 (1990) dan alınmıştır. Modelde kullanılan işletmelerin yıllık nakit akımları ise yine aynı kaynaklar kullanılarak tarafımızdan hesaplanmıştır.* 1985-1995 yılları döviz kurları ise TC.Merkez Bankası yıllık raporlarından alınmıştır.

* Nakit Akımı= Net Kar + Amortisman. Bkz: Weston&Brigham,1992,s.39

4.3. AMPİRİK BULGULARIN DEĞERLENDİRMESİ

Bu kısımda yukarıda formüle edilen modelin, örnekleme alınan 10 firmaya ait, 1985-1994 yılları zaman serileri verilerinin, en küçük kareler yöntemi kullanılarak sınanması sonucu elde edilen istatistiksel bulgular tablo 4.5 ile tablo 4.10 arasında yer alan altı tabloda sunulmuştur. Ayrıca bu tablolarda yer alan bulguların firma bazında düzenlenmiş özeti tablo 4.12'de yer almıştır.

Belirtilen tablolarda yer alan bulguların sistemli bir biçimde değerlendirilmesini sağlamak amacı ile şu performans ölçüm kriterleri kullanılmıştır.

- 1- Modelin verilere uygunluğu: R^2
- 2- Hesaplanan regresyon katsayıları ve istatistiksel açıdan anlamlılığı: t-değerleri
- 3- Durbin-Watson (D-W) istatistiği

4.3.1. Genel Değerlendirme

Yapılan ampirik araştırma bulgularının performans ölçüm kriterleri yardımı ile yapılan genel değerlendirmesi sonucu şu noktalar vurgulanabilir.

1- İşletmenin, varlıkları, borçları ve nakit akımları için elde edilen bütün sonuçlarda β parametresinin işareti pozitifdir

β katsayısının anlamlılığını veya daha açık ifade etmek gerekirse, şu hipotezleri sınamak için :

$$H_0 : \beta_1 = 0 \quad H_1 : \beta_1 \neq 0$$

H_0 : Sıfır hipotez (döviz kuru değişiklikleri ile işletmelerin varlıkları, borçları ve nakit akımları arasında ilişki yoktur)

H_1 : Alternatif hipotez (döviz kuru değişiklikleri ile varlıkların, borçları ve nakit akımları arasında ilişki vardır)

0,05 istatistiksel anlamlılık düzeyinde uygulanan t- testi sonucu elde edilen bulgular tablo 4.5 den tablo 4.10'a sıralanan altı tabloda sunulmuştur.

a- Türk Demirdöküm dışında kalan tüm işletmelerin, varlıkları ile dolar ve mark kuru değişiklikleri arasında istatistiksel olarak anlamlı ilişki vardır.

b- İşletmelerin uzun dönemli borçları ile döviz kuru değişikliği ilişkisinde, dolar ile borçlar arasında sadece dört işletme (Akçimento, Kelebek, Sarkuysan ve Türk Siemens) için elde edilen β katsayısı istatistiksel olarak anlamlıdır. Diğer altı işletme için anlamsızdır. Mark ile borçlar arasındaki ilişkide ise, sadece Döktaş için anlamlı ilişki saptanmış, diğer dokuz işletme için anlamlı bir ilişki görülmemiştir.

c- Yıllık nakit akımları ile döviz kuru değişiklikleri arasında ilişki incelenirse, tüm işletmeler için β katsayısı istatistiksel olarak anlamlıdır.

Bağımlı değişkendeki toplam değişilirliğin (toplam risk) döviz kuru değişilirliği ile açıklama derecesini ölçen R^2 , determinasyon katsayısının incelenmesi sonucu;

a- İşletmenin varlıklarındaki değişilirliği, dolar ve mark kurundaki değişilirlikle açıklanabilme olanağı, diğer bir deyiş ile R^2 lerin düzeyleri Türk Demirdöküm işletmesi dışındaki tüm işletmeler için oldukça yüksektir. Türk Demirdökümün döviz etkisi ölçümünde, β katsayısı için istatistiksel olarak anlamlı bir sonuç elde edilememiş idi.

b- İşletmelerin uzun dönemli borçlarının değişilirliği ile döviz kurundaki değişiklikler için elde edilen R^2 düzeyi, iki işletme dışında (Peg Profilo ve Türk Siemens) düşüktür.

ç- Nakit akımlarındaki değişilirlik ile döviz kurundaki değişilirlik için elde edilen R^2 düzeyi, tüm işletmeler için yüksektir.

D-W sınaması sonucu, işletmelerin tümünde 1,5 ile 2,82 arasında değer almaktadır. Önemle ilave edilmelidir ki,

a- D-W sınamaları için gerekli olacak kritik değerler düzeylerinin gözlem sayısı 15'den daha aşağı gözlem sayıları için D-W tablolarında yer almayışı, ve literatür incelemesi kısmında incelediğimiz araştırmalarda da D-W sınamaları için herhangi bir açıklamaya yer verilmeyişine dayanarak D-W bulguları için yorum yapılmaktan kaçınılmıştır.

TABLO 4.5. İŞLETME VARLIKLARI ÜZERİNDE DÖVİZ KURU ETKİSİ (\$)

DENKLEM NO	BAĞIMLI DEĞİŞKEN VARLIK	SABİT TERİM	β (DOLAR)	ÖZET İSTATİSTİKLER		
				R2	Q	D-W
1	Akçimento	3,24	5,14 (2,37)	0,78	0,47	1,67
2	Döktaş	2,24	2,15 (1,98)	0,74	0,36	1,74
3	Ege Bira	-3,62	10,50 (5,03)	0,79	0,45	2,36
4	Erciyes Bira	-7,49	5,68 (3,61)	0,79	0,34	3,07
5	Kelebek	1,17	7,11 (6,34)	0,61	0,24	2,29
6	Peg Profilo	6,27	11,98 (1,96)	0,77	0,13	2,46
7	Sarkuysan	-2,40	6,21 (1,99)	0,77	0,68	2,12
8	Şişe Cam	14,20	5,34 (2,54)	0,56	0,21	1,63
9	T. Demirdöküm	1,72	2,21 (1,63)	0,15	0,29	1,60
10	T.Siemens	3,98	3,76 (2,02)	0,72	0,80	1,66

TABLO 4.6. İŞLETMELERİN VARLIKLARI ÜZERİNDE DÖVİZ KURU ETKİSİ (DM)

DENKLEM NO	BAĞIMLI DEĞİŞKEN (VARLIK)	SABİT TERİM	β (MARK)	ÖZET İSTATİSTİKLER		
				R2	Q	D-W
1	Akçimento	4,38	7,46 (5,95)	0,76	0,70	1,56
2	Döktaş	2,76	3,10 (1,90)	0,72	0,46	1,61
3	Ege Bira	-1,66	15,37 (7,82)	0,79	0,29	2,12
4	Erciyes Bira	3,45	8,29 (3,15)	0,79	0,39	1,78
5	Kelebek	1,37	10,15 (5,58)	0,57	0,27	2,14
6	Peg Profilo	8,90	17,38 (2,44)	0,75	0,18	2,17
7	Sarkuysan	-1,36	9,14 (3,30)	0,79	0,41	2,47
8	Şişe Cam	1,58	7,46 (4,75)	0,50	0,23	1,53
9	T.Demirdöküm	1,85	2,86 (1,39)	0,75	0,30	1,50
10	T.Siemens	4,97	5,38 (2,81)	0,78	0,99	1,54

TABLO 4.7. İŞLETMELERİN BORÇLARI ÜZERİNDE DÖVİZ KURU ETKİSİ (\$)

DENKLEM NO	BAĞIMLI DEĞİŞKEN (BORÇ)	SABİT TERİM	β (DOLAR)	R2	Q	D-W
1	Akçimento	3,99	1,11 (4,26)	0,45	0,57	1,76
2	Döktaş	6,17	8,81 (1,77)	0,19	0,10	1,70
3	Ege Bira	3,46	0,92 (4,59)	0,39	0,78	2,37
4	Erciyes Bira	2,61	1,25 (1,70)	0,17	0,16	2,01
5	Kelebek	2,18	0,83 (3,01)	0,47	0,60	2,18
6	Peg Profilo	2,28	0,20 (1,41)	0,79	0,31	2,02
7	Sarkuysan	1,71	0,47 (2,95)	0,46	0,35	1,51
8	Şişe Cam	3,63	0,52 (0,77)	0,46	0,14	2,23
9	T.Demirdöküm	3,06	6,43 (1,88)	0,22	0,75	2,18
10	T.Siemens	5,05	3,01 (2,13)	0,73	0,58	1,26

TABLO 4.8. İŞLETMELERİN BORÇLARI ÜZERİNDE DÖVİZ KURU ETKİSİ (DM)

DENKLEM NO	BAĞIMLI DEĞİŞKEN (BORÇ)	SABİT TERİM	β (MARK)	ÖZET İSTATİSTİKLER		
				R2	Q	D-W
1	Akçimento	4,37	1,55 (0,37)	0,59	0,62	1,67
2	Döktaş	6,64	1,16 (6,43)	0,13	0,11	1,59
3	Ege Bira	3,82	1,28 (0,23)	0,33	0,82	2,24
4	Erciyes Bira	2,94	1,80 1,66	0,16	0,16	1,98
5	Kelebek	2,51	1,14 (0,68)	0,41	0,64	2,05
6	Peg Profilo	2,35	2,79 (1,32)	0,30	0,31	2,00
7	Sarkuysan	1,88	0,66 (0,41)	0,41	0,36	1,45
8	Şişe Cam	2,77	0,74 (1,75)	0,05	0,14	2,24
9	T.Demirdöküm	3,41	8,49 (1,63)	0,15	0,78	2,05
10	T.Siemens	5,79	4,34 (0,91)	0,70	0,71	1,23

TABLO 4.9. İŞLETMELERİN NAKİT AKIMLARI ÜZERİNDE DÖVİZ KURU ETKİSİ (\$)

DENKLEM NO	BAĞIMLI DEĞİŞKEN (NAKİT)	SABİT TERİM	β (DOLAR)	ÖZET İSTATİSTİKLER		
				R2	Q	D-W
1	Akçimento	1,26	3,05 (4,63)	0,79	0,14	2,38
2	Döktaş	1,51	1,02 (6,13)	0,60	0,36	2,49
3	Ege Bira	-3,09	4,61 (5,42)	0,79	0,18	2,82
4	Erciyes Bira	-1,90	4,02 (4,41)	0,79	0,20	1,81
5	Kelebek	2,14	2,31 (6,18)	0,60	0,82	2,38
6	Peg Profilo	3,43	11,29 (4,33)	0,46	0,57	1,62
7	Sarkuysan	-1,60	2,70 (2,48)	0,78	0,23	1,25
8	Şişe Cam	1,36	9,47 (6,81)	0,68	0,28	2,31
9	T.Demirdöküm	3,39	8,76 (3,60)	0,57	0,53	1,62
10	T.Siemens	-3,90	2,10 (2,46)	0,78	0,18	1,81

TABLO 4.10. İŞLETMELERİN NAKİT AKIMLARININ ÜZERİNDE DÖVİZ KURU ETKİSİ (DM)

DENKLEM NO	BAĞIMLI DEĞİŞKEN (NAKİT)	SABİT TERİM	β (MARK)	ÖZET İSTATİSTİKLER		
				R2	Q	D-W
1	Akçimento	7,15	4,46 (3,75)	0,79	0,17	2,06
2	Döktaş	1,78	1,47 (5,50)	0,56	0,40	2,35
3	Ege Bira	6,22	6,72 (2,87)	0,78	0,35	1,64
4	Erciyes Bira	-1,15	5,88 (4,88)	0,79	0,18	2,22
5	Kelebek	2,81	3,28 (5,35)	0,55	0,92	2,20
6	Peg Profilo	3,82	15,82 (3,80)	0,59	0,62	1,51
7	Sarkuysan	-1,13	3,96 (3,95)	0,79	0,15	1,24
8	Şişe Cam	1,78	13,43 (5,64)	0,63	0,33	2,09
9	T.Demirdöküm	3,72	1,21 (3,16)	0,50	0,57	1,51
10	T.Siemens	-2,75	3,09 (4,67)	0,79	0,99	1,95

Yukarıda belirtilen noktalar toplu olarak bir tablo biçiminde aşağıda sunulmuştur.

TABLO 4.11. BULGULARIN ÖZET TABLOSU

<i>Bağımlı Değişken</i>	<i>β Katsayısının İşareti</i>	<i>t- Sınama Sonucu (0,05)</i>	<i>R2 Değeri</i>
ΔA	Tüm işletmeler için (+)	Bir işletme dışında tümü anlamlı	0,15- 0,79 arasında değer almakta
ΔB	Tüm işletmeler için (+)	Dört işletme anlamlı altı işletme anlamsız (\$) Dokuz işletme anlamsız bir işletme anlamlı (DM)	0,13- 0,79 arasında değer almakta
ΔN	Tüm işletmeler için (+)	Tüm işletmeler için anlamlı	0,46- 0,79 arasında değer almakta

4.3.2. İşletme Bazında Değerlendirme

Tablo 4.5-4.10 daki bulgulara dayanılarak hazırlanan Tablo 4.12’de sunularının incelenmesi sonucunda, firma bazında şu noktalara dikkat çekilebilir.

1- Firma varlıkları için saptanan β ’nın en küçük değeri dolar (mark) 2,21 (2,86) ile her iki para biriminde Türk Demirdöküm, en yüksek değer dolar (mark) 11,9 (17,3) ile yine her iki para biriminde Peg Profilo’da görülmektedir.

Döviz kuru değişikliklerinin, örneklemdaki firmaların varlıklarını etkileme düzeyi dolar için [2,21-11,9] ve mark için [2,86-17,3] aralıklarındadır. Bu düzeyler diğer

TABLO 4.12. İŞLETME DÜZEYİNDE VARLIK, BORÇ VE NAKİT ÜZERİNDE DÖVİZ KURU ETKİSİ

(\$ ve DM)

AKÇİMENTO	SABİT TERİM	ÖZET İSTATİSTİKLER			
		β	R ²	Q	D-W
A-1- VARLIK(\$)	3,24	5,14 (2,37)	0,78	0,47	1,67
2- BORÇ (\$)	3,99	1,11 (4,26)	0,45	0,57	1,76
3- NAKİT (\$)	1,26	3,05 (4,63)	0,79	0,14	2,49
B- 1-VARLIK (DM)	4,38	7,46 (5,95)	0,76	0,70	1,56
2- BORÇ (DM)	4,37	1,55 (,37)	0,79	0,62	1,67
3- NAKİT (DM)	7,15	4,46 (3,75)	0,79	0,17	2,06

DÖKTAŞ	SABİT TERİM	ÖZET İSTATİSTİKLER			
		β	R ²	Q	D-W
A-1- VARLIK(\$)	2,24	2,15 (1,98)	0,74	0,36	1,74
2- BORÇ (\$)	6,17	8,81 (1,77)	0,19	0,10	1,70
3- NAKİT (\$)	1,51	1,02 (6,13)	0,60	0,36	2,49
B- 1-VARLIK (DM)	2,76	3,10 (1,90)	0,72	0,46	1,61
2- BORÇ (DM)	6,64	1,16 (6,43)	0,13	0,11	1,59
3- NAKİT (DM)	1,78	1,47 (5,50)	0,76	0,40	2,35

EGE BİRA	SABİT TERİM	ÖZET İSTATİSTİKLER			
		β	R ²	Q	D-W
A-1- VARLIK(\$)	-3,62	10,50 (5,03)	0,79	0,45	2,36
2- BORÇ (\$)	3,46	0,92 (4,59)	0,39	0,78	2,37
3- NAKİT (\$)	-3,09	4,61 (2,42)	0,79	0,18	2,82
B- 1-VARLIK (DM)	-1,66	15,37 (7,82)	0,79	0,29	2,12
2- BORÇ (DM)	3,82	1,28 (0,23)	0,33	0,82	2,24
3- NAKİT (DM)	6,22	6,72 (2,87)	0,78	0,35	1,64

ERCİYES BİRA	ÖZET İSTATİSTİKLER				
	SABİT TERİM	β	R2	Q	D-W
A-1- VARLIK(\$)	-7,49	5,68 (3,61)	0,79	0,34	3,07
2- BORÇ (\$)	2,61	1,25 (1,70)	0,17	0,16	2,01
3- NAKİT (\$)	1,90	4,02 (4,41)	0,79	0,20	1,81
B- 1-VARLIK (DM)	3,45	8,29 (3,15)	0,79	0,39	1,78
2- BORÇ (DM)	2,94	1,80 (1,66)	0,16	0,16	1,98
3- NAKİT (DM)	-1,15	5,88 (4,88)	0,79	0,18	2,22

KELEBEK	ÖZET İSTATİSTİKLER				
	SABİT TERİM	β	R2	Q	D-W
A-1- VARLIK(\$)	1,17	7,11 (6,34)	0,61	0,24	2,29
2- BORÇ (\$)	2,18	0,83 (3,01)	0,47	0,60	2,18
3- NAKİT (\$)	2,14	2,31 (6,18)	0,60	8223,13	2,38
B- 1-VARLIK (DM)	1,37	10,15 (5,58)	0,57	0,27	2,14
2- BORÇ (DM)	2,51	1,14 (0,68)	0,41	0,64	2,05
3- NAKİT (DM)	2,81	3,28 (5,35)	0,55	0,92	2,20

PEG PROFİLO	ÖZET İSTATİSTİKLER				
	SABİT TERİM	β	R2	Q	D-W
A-1- VARLIK(\$)	6,27	11,98 (1,96)	0,77	0,13	2,46
2- BORÇ (\$)	2,28	0,20 (1,41)	0,79	0,31	2,02
3- NAKİT (\$)	3,43	11,29 (4,33)	0,46	0,57	1,62
B- 1-VARLIK (DM)	8,90	17,38 (1,44)	0,75	0,18	2,17
2- BORÇ (DM)	2,35	2,79 (1,32)	0,70	0,31	2,00
3- NAKİT (DM)	3,82	15,82 (3,80)	0,59	0,62	1,51

SARKUYSAN	ÖZET İSTATİSTİKLER				
	SABİT TERİM	β	R2	Q	D-W
A-1- VARLIK(\$)	-2,40	6,21 (1,99)	0,77	0,68	2,12
2- BORÇ (\$)	1,71	0,47 (2,95)	0,46	0,35	1,51
3 3- NAKİT (\$)	-1,60	2,70 (2,48)	0,78	0,23	1,25
B- 1-VARLIK (DM)	-1,36	9,14 (3,30)	0,79	0,41	2,47
2- BORÇ (DM)	1,88	0,66 (0,41)	0,41	0,36	1,45
3- NAKİT (DM)	-1,13	3,96 (2,96)	0,79	0,15	1,24

ŞİŞE CAM	ÖZET İSTATİSTİKLER				
	SABİT TERİM	β	R2	Q	D-W
A-1- VARLIK(\$)	14,20	5,34 (5,34)	0,56	0,21	1,63
2- BORÇ (\$)	3,63	0,52 (0,77)	0,46	0,14	2,23
3- NAKİT (\$)	1,36	9,47 (6,81)	0,68	0,28	2,31
B- 1-VARLIK (DM)	1,58	7,46 (4,75)	0,50	0,23	1,53
2- BORÇ (DM)	2,77	0,74 (1,75)	0,50	0,14	2,24
3- NAKİT (DM)	1,78	13,43 (5,64)	0,63	0,33	2,09

TÜRK DEMİR DÖKÜM	ÖZET İSTATİSTİKLER				
	SABİT TERİM	β	R2	Q	D-W
A-1- VARLIK(\$)	1,72	2,21 (1,63)	0,15	0,29	1,60
2- BORÇ (\$)	3,06	6,43 (1,88)	0,22	0,75	2,18
3- NAKİT (\$)	3,39	8,76 (3,60)	0,57	0,53	1,62
B- 1-VARLIK (DM)	1,85	2,86 (1,39)	0,75	0,30	1,50
2- BORÇ (DM)	3,41	8,49 (1,63)	0,15	0,78	2,05
3- NAKİT (DM)	3,72	1,21 (3,16)	0,50	0,57	1,51

<i>TÜRK SIEMENS</i>	<i>SABİT TERİM</i>	<i>ÖZET İSTATİSTİKLER</i>			
		β	<i>R2</i>	<i>Q</i>	<i>D-W</i>
<i>A-1- VARLIK(\$)</i>	3,98	3,76 (2,02)	0,72	0,80	1,66
<i>2- BORÇ (\$)</i>	5,05	3,01 (2,13)	0,73	0,58	1,26
<i>3- NAKİT (\$)</i>	-3,90	2,10 (2,46)	0,78	1,18	1,81
<i>B- 1-VARLIK (DM)</i>	4,97	5,38 (2,81)	0,78	0,99	1,54
<i>2- BORÇ (DM)</i>	5,79	4,34 (0,91)	0,70	0,71	1,23
<i>3- NAKİT (DM)</i>	-2,75	3,09 (4,67)	0,79	0,99	1,95



ülkelerdeki işletmeler için elde edilen aralığa göre hem daha yüksek, hem de daha geniştir. Bu durum Türk Lirasının diğer paralar karşısında daha fazla dalgalanma göstermesi ve işletmelerin döviz kuru riskine karşı daha düşük oranda korunduklarının göstergesidir. 2- Firma uzun vadeli borçları için saptanan β 'nın en küçük değeri dolar (mark) 0,20 (0,41) ile dolar için Peg Profilo, mark için Sarkuysanda görülmektedir. En yüksek β değerleri ise dolar (mark) 8,81(8,49) olarak Döktaş (Türk Demirdöküm) de görülmektedir. Borçlar açısından saptanan β değerleri dolar için Akçimento, Kelebek, Sarkuysan ve Türk Siemens için, mark açısından Döktaş için istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur.

3- Firma yıllık nakit akımları için β değeri, en düşük dolar (mark) 2,10 (1,21)Türk Siemens (Türk Demirdöküm) de görülmektedir. En yüksek değer dolar (mark) 11,29 (15,82) olarak her ikisi içinde Peg Profiloda görülmektedir.

R^2 için elde edilen değerleri, Donnely ve Sheedy (1996), Choi ve Prasad (1995), Khoo (1994) ve Bodnar ve Gentry (1993) sonuçları ile karşılaştırılmasında, bizim araştırmamızda elde edilen değerlerin diğer ülkelerdeki değerlere göre çok yüksek olduğu görülmektedir.

4.4. SONUÇLARIN DEĞERLENDİRMESİ VE YORUMU

Yukarıda açıklanan noktaların toplu olarak değerlendirilmesi sonucu şunlar öne sürülebilir.

İşletmelerin varlıkları ve nakit akımları döviz kuru değişimlerinden yüksek oranda ve aynı yönde etkilenmektedirler. Diğer bir değişle pozitif ve anlamlı β katsayısı, Türk lirasının değer kaybetmesi durumunda, Türkiye'de faaliyet gösteren işletmelerin nakit akımlarının ve varlıklarının Türk Lirası cinsinden değerinin arttığına göstergesi olarak yorumlanabilir. β katsayısının ve R^2 'nin yüksekliği, Türk Lirasının, yabancı para karşısında sık ve yüksek oranlı dalgalanması karşısında Türkiye'deki işletmelerin yüksek

oranda döviz riski ile karşı karşıya buldukları ve işletmelerin bu riske karşı döviz kuru riskinden korunma gereksinimlerinin varlığına işaret etmektedir.

Döviz kuru değişirliğinin toplam varlık ve nakit akımının toplam değişirlikleri açıklamada önemli bir yeri vardır. Bu vurgulama, borçlar açısından örneklemedeki işletmelerin % 40'ı için geçerlidir. Bu da döviz kuru değişirliğinin, işletme borçlarındaki değişirliği açıklamada fazla bir önemi olmadığını ifade etmektedir. İşletme borçları ile döviz kuru arasında anlamlı ilişki olmaması ve R^2 nin değerinin, varlıklar ve nakit akımlarına göre daha düşük olması incelenen dönemde, örneklemedeki işletmelerin döviz üzerinden taahhüt edilmiş yüksek oranda borçlarının bulunmaması şeklinde değerlendirilebilir.



5. BÖLÜM

İŞLETMELERİN DÖVİZ KURU RİSKİNE YAKLAŞIMLARI VE POLİTİKALARI: AMPİRİK ÇÖZÜMLEME

Bu bölümde, Türkiye’de faaliyet gösteren işletmelerin döviz kuru riskine yaklaşımları ve uyguladıkları politikaları ampirik olarak araştırmak amaçlanmıştır. Türkiye’de faaliyet gösteren işletmelerin ne ölçüde döviz etkisi altında buldukları bu çalışmanın dördüncü bölümünde ölçülmüştü. Elde edilen araştırma bulguları, ülkemizde faaliyet gösteren işletmelerin varlıklarının ve nakit akımlarının döviz kuru değişikliklerinden önemli ölçüde etkilendiklerini ortaya çıkartmıştır. Döviz kuru dalgalanmalarının sık ve önemli boyutlarda olduğu ülkemizde, döviz kuru değişiklikleri nedeniyle, büyük ölçüde döviz riski ile karşı karşıya bulunan işletmelerin bu risk karşısındaki uygulamalarını ortaya koymak gereksinimi duyulmuştur.

Bu bölümde, öncelikle finans literatüründe bu konuda yapılmış, işletmelerin döviz riskine ilişkin tutumlarını ölçmeye yönelik ampirik araştırmalar incelenecek, daha sonra yukarıda sözedilen amaç ile gerçekleştirilen araştırmanın örnekleme tanıtılacak, kullanılan veri toplama aracı ve verilerin analiz yöntemi anlatılarak elde edilecek araştırma bulguları irdelenecektir.

5.1. DÖVİZ KURU RİSK YÖNETİMİNE İLİŞKİN AMPİRİK ÇALIŞMALAR

Bu kısımda, finans literatüründe, Mathur (1982), Collier ve Davis (1985), Jilling (1976) Jonatton Batten, Robert Mellor ve Viktor Wan (1993), Teoh ve Er (1988), Belk ve Glaum (1990), Collier, Davis, Coates ve Longden (1990), Rodriquez (1981) tarafından gerçekleştirilen, işletmelerin döviz riskine ilişkin tutumlarını ölçmeye yönelik ampirik araştırmalar, bu çalışmanın bulgularını irdelirmede yararlanılmak üzere incelenecektir.

Mathur (1982), Amerika da uluslararası ticaret ile uğraşan, 1980 yılında Fortune 500 de yer alan işletmelerden tesadüfî olarak seçilen 55 işletmenin döviz kuru risk yönetimleri üzerinde bir araştırma yapmıştır. Ellibeş işletmenin 39' unda döviz işlemlerinin çoğunun şirket genel merkezinden yürütüldüğü ortaya çıkmıştır. Ellibeş firmadan 14'ü döviz işlemlerinden doğan işlem kayıplarını minimize etmeye çalıştıklarını, 5'i muhasebe kayıplarını azaltmaya çalıştıklarını, 32'si her ikisini birden azaltmaya çalıştıklarını belirtmişlerdir. İşletmelerin döviz kurunu en aza indirme çabalarının olması, tamamen korunmacı bir politika uygulamalarının bir sonucudur. İşlem riskini azaltmak için geniş ölçüde kullanılan araç ise forward sözleşmelerdir.

Collier ve Davis'in (1985), 87 İngiliz çokuluslu işletme üzerinde yaptıkları bir araştırmada, döviz kurlarında 1980'li yıllarda görülen yüksek dalgalanma oranlarının, işletmeleri, merkezi döviz kontrolüne yönelttiklerini belirtilmiştir. Döviz yönetimi tamamı ile merkezden yapılan işletme sayısı 55'dir. Çalışmada, döviz kurunun aktif olarak yönetilmesi politikası ile merkezi döviz yönetimi arasında anlamlı istatistiksel ilişki bulunmuştur. Döviz kuru riskinin işletme tarafından algılanan büyüklüğü ile merkezi kontrol arasında istatistiksel açıdan önemli bir ilişki bulunmamıştır.

Jilling (1976) Amerikan çokuluslu işletmelerin döviz kuru risk yönetimlerini incelemiştir. Araştırma örneklemini 107 işletmeden oluşmaktadır ve veriler soru formu yardımı ile toplanmıştır. Araştırmacı örneklemdaki işletmelerin döviz kuru risk yönetim amaçlarını, döviz kuru risk yönetimi için oluşturdukları organizasyon yapılarını, bu amaçla izledikleri planları, döviz kuru riskinden korunma tekniklerini incelemiştir. İşletmelerin döviz kuru risk yönetimi politikalarında şu değişkenlerin etkileri üzerinde durulmuştur. 1- işletmelerin yurtdışı faaliyetlerinin ölçüsü (yurtdışı satışlar/toplam satışlar) 2- uluslararası faaliyetlerde buldukları süre (kuruluşundan bu yana ne kadar yıldır uluslararası faaliyetlerde bulunmakta olduğu) 3- işletmelerin büyüklüğü (yıllık satışlar). Araştırma verilerinin analizinde frekans dağılımları ve çapraz tablolar yer almaktadır. Araştırma bulgularına göre, işletmelerin çoğunluğu döviz kuru risk

yönetiminde merkezi bir yapı göstermektedirler. Döviz kuru risk yönetiminde işletmenin fonksiyonel birimlerinden finansman bölümü baskın bir rol oynamaktadır. Döviz kuru risk yönetiminde başlıca amaç, döviz hareketlerinden dolayı doğabilecek zararları en aza indirmektir. En yaygın kullanılan döviz kuru riskinden korunma aracı forward sözleşmelerdir.

Teoh ve Er (1988) tarafından Avusturalya'da yapılan araştırmada, a) Avusturalya Dolarının dalgalanmalarının işletmelerin varlıkları üzerindeki etkisi, b) döviz kuru risk yönetimine firmalar tarafından ayrılan kaynak ve zaman c) değişik risk yönetim araçları üzerinde şu değişkenlerin etkileri ölçülmeye çalışılmıştır: 1- firma sahipliği (yerli veya yabancı işletme olması) 2- temel faaliyetleri 3- satış hacmi 4- uluslararası faaliyetlerin büyüklüğüdür. Bu bağımlı değişkenler Likert ölçeği kullanılarak hazırlanan soru formları ile ölçülmüştür. Çalışmada sadece döviz kuru risk yönetimine ayrılan zaman ile firma sahipliği (yani yerli ve yabancı işletme olması) arasında % 5 önem düzeyinde anlamlı bir ilişki bulunmuştur.

Belk ve Glaum (1990), 17 İngiliz çokuluslu şirketin yöneticisi ile yüzyüze görüşme yolu ile bir araştırma yapmışlardır. Bu işletmelerin çoğunluğu işlem riskinin döviz kuru risk yönetiminin en önemli parçası olduğunu belirtmişlerdir. Yine işletmelerin çoğunluğu tarafından, döviz kuru dalgalanmalarının yarattığı muhasebe etkisini gidermeye yönelik çabalarda buldukları vurgulanmış, ekonomik etki üzerine yeterince eğilmedikleri görülmüştür. Araştırma çok uluslu şirketlerin merkezi bir yapı gösterdiklerini ortaya koymuştur. Bu sonuç literatürdeki diğer bulgular ile uyumludur. Örnekteki işletmelerin hepsinin risk üstlenmekten kaçınan şirketler olduğu ortaya çıkmıştır.

Jonatton Batten, Robert Mellor ve Victor Wan (1993) Avusturalya'da ki işletmelerin döviz kuru risk yönetim uygulamaları ve riske karşı korunmaya yönelik kullandıkları araçları ortaya koymak üzere bir araştırma yapmışlardır. Yetmişiki işletme

örnekleme dahil edilmiştir. Araştırma sonuçlarına göre işletmelerin % 70'i döviz kuru risk yönetimine önem vermektedir. İşletmeler içerisinde üç temel döviz kuru etkisinden, işlem etkisinden kaçınmayı amaçlayan işletme oranı % 61'dir. Katılanların % 54'ü işlem etkisinden korunmak için türev ürünleri kullanmaktadırlar. İşletme sahipliği, döviz riski yönetiminde merkezileşme derecesini etkilemektedir. Avusturyalı firmalar yabancı işletmelere göre, özel firmalar kamu işletmelerine göre, daha az merkezi bir yapıya sahiptir. Faaliyet gösterilen sektörün ve uluslararasılaşma düzeyinin mali fonksiyonlar ve merkezileşme derecesi üzerinde etkisi bulunmamaktadır. Öte yandan merkezileşme derecesi ile işletmenin üzerindeki döviz kuru etkisi arasında anlamlı bir ilişki olmadığı, işletme büyüklüğünün türev ürünleri kullanım oranını arttırdığı, sahipliğin, sektörün ve uluslararasılaşmanın türev ürün kullanımı üzerinde etkisi olmadığı görülmektedir. Kısa ve uzun dönemli yabancı kaynak kullanımında ise işletme büyüklüğünün etkisi bulunmaktadır.

İşletmelerin riske karşı tutumlarını inceleyen Rodriguez (1981), Amerikan çokuluslu işletmelerin riske karşı simetrik olmayan bir korunmacı tutum gösterdiklerini belirtmiştir. Daha açık bir deyişle, bu şirketler zayıf gördükleri para açık pozisyonda bulunmamaya çalışırken, güçlü paralarda uzun (long) pozisyonda bulunmak için gayret sarfetmektedirler.

Döviz kuru riskine karşı tutumla ilgili Collier, Davis, Coates ve Longden'in (1990) 11 İngiliz ve 12 Amerikan çokuluslu şirketten oluşan toplam 23 büyük şirket ile yaptıkları görüşmelere dayanarak, bu şirketlerin riske karşı tutumlarını ortaya koymaya çalışmışlardır. İşletmeleri risk politikaları açısından iki gruba ayırmışlardır: 1- korunmacılar, çeşitli araçlar ile korunmaya çalışanlar 2- aktif yönetim uygulayanlar. Birinci grubu risk sevmeyenler, yani yüksek oranda korunma politikası uygulayanlar, ikinci grubu ise riske karşı nötr olanlar, yani kayıtsız kalanlar olarak ayırmışlardır. Çalışma sonuçlarına göre, işlem riski yüksek olan işletmelerin daha fazla korunmacı politika izledikleri ortaya çıkmıştır.

Araştırmanın bu bölümünde yapılan literatür incelemesi, Türk firmaları için yapılacak alan araştırmasında üzerinde durulması gereken temel noktaları belirlememize, dünyadaki işletmelerin döviz kuru risk politikaları ile Türk işletmelerinin döviz kuru risk yönetim politikalarını karşılaştırmamıza yardımcı olacaktır.

5.2-ARAŞTIRMA YÖNTEMİ

Bu bölümde belirtilen amacı gerçekleştirmek için gerekli veriler 'survey yöntemi' kullanılarak toplanmıştır. Bilindiği gibi survey yöntemi daha az detaylı fakat daha geniş bir örnekleme ulaşılarak, bu kesimin konuya ilişkin görüşlerine dayanılarak yapılan bir araştırma yöntemidir.

Kullanılan yöntem sonucu elde edilen bulguların tartışmasına geçmeden önce, araştırmada kullanılan örneklemin seçimi, özellikleri, veri toplamı aracı olarak kullanılan soru formu hakkında bilgi verilecek, elde edilen verilerin analizi ve bulguları bölüm sonunda tartışılacaktır.

5.2.1. Örneklem

Türkiye'de faaliyet gösteren işletmelerin döviz kuru risk yönetim anlayışlarını ampirik olarak saptayabilmek amacı ile yapılan araştırma için önce bir örneklem oluşturulmuştur. Örneklem için, İstanbul Sanayi Odası tarafından, 1994 yılı için belirlenen Türkiye'de ilk 500 sanayi firması arasında yer alan işletmelerden, 300 işletme rasgele seçilmiştir.

Araştırma verilerinin toplanabilmesi amacı ile hazırlanan soru formları, örnekleme yer alan işletmelere Eylül-1995 tarihinde posta ile gönderilmiştir. Soru formlarının geri toplanma süresi yaklaşık 1 aydır. Gönderilen 300 soru formundan 80 adeti cevaplanmış olarak geri dönmüştür. Formların cevaplanma oranı % 26,6 dır.

Örneklemin oluşturulması aşamasında Ege bölgesinde, özellikle İzmir ilinde yüzyüze görüşme yolu ile veya soru formunun elden dağıtılıp toplanması ile daha çok sayıda firmaya ulaşılabilme, dolayısı ile daha büyük bir örneklem ile çalışılabilme olanağı, örneklemin yöresel ve küçük ölçekli işletmelerden oluşmasından kaçınmak için değerlendirilmemiştir. Konunun özelliği dolayısı ile daha büyük ölçekli firmalar ile çalışmanın, bu konuda daha anlamlı sonuçlara ulaşmamızı sağlayabileceği düşünülmüştür. Bu nedenle, ilk 500 işletme arasında yer alan 300 firmaya soru formu gönderilmiştir.

5.2.2.Örneklemin Özellikleri

Bu kısımda örneklemini oluşturan firmalar faaliyet alanı, satış hacmi, çalışan personel sayısı, işletme statüsü, firma sahipliği, dışa açıklık oranları açısından incelenmiştir.

5.2.2.1. İşletmelerin Faaliyet Alanları

Örnekleimde yer alan firmalar faaliyet alanları açısından sekiz grupta sınıflandırılmıştır. Bu işletmelerin % 18,8' i dokuma ve giyim eşyası sektöründe yer almaktadır. Metal eşya ve makine gereçlerinde faaliyet gösteren işletme sayısı 15 olup %18,5 oranına sahiptir. Gıda içki ve tütün sanayinde faaliyet gösteren işletme sayıları ile taş ve toprağa dayalı sektörde faaliyet gösterenler 13'er işletme ile aynı yüzde oranına sahiptirler (% 16,3). Kimya, petrol ve kauçuk sektöründeki işletme sayısı 10 ve yüzde oranı % 12,5 tir. Kağıt sektöründeki firmalar % 3,8 orana sahiptir. Diğer sektörlerde yer alan firmalar ise % 5 oranlıdır. İşletmelerin faaliyet alanlarına göre sayıları ve yüzdeleri Tablo 5.1 'de gösterilmiştir.

TABLO 5.1 - İŞLETMELERİN FAALİYET ALANLARI

FAALİYET ALANLARI	SAYI (N)	YÜZDE (%)
<i>Gıda,İçki,Tütün</i>	13	16,3
<i>Dokuma,Giyim Eşyası</i>	15	18,8
<i>Kağıt Ürünleri</i>	3	3,8
<i>Kimya,Petrol,Kauçuk</i>	10	12,5
<i>Taş ve Toprağa Dayalı,Çimento</i>	13	16,3
<i>Metal Ana Sanayi</i>	7	8,8
<i>Metal Eşya,Makine Gereç Yapımı</i>	15	18,5
<i>Diğer</i>	4	5
Toplam	80	100

5.2.2.2.İşletmelerin Satış Hacimleri

Örnekleme de yer alan işletmelerin, 1994 yılı ortalama satış hacimlerine göre yapılan sınıflandırma Tablo 5.2.' de gösterilmiştir.

TABLO 5.2 -YILLIK ORTALAMA SATIŞ HACİMLERİ

SATIŞ HACİMLERİ	SAYI (N)	YÜZDE (%)
<i>400 milyar - 999milyar</i>	18	23,1
<i>1.000 milyar - 2.499milyar</i>	28	35,9
<i>2.500 milyar - 4.999 milyar</i>	21	26,9
<i>5.000 milyar - 7.499 milyar</i>	5	6,4
<i>7.500 milyar - üstü</i>	6	7,7
<i>Cevaplanmayan</i>	2	-
Toplam	80	100

Bu işletmelerin ortalama yıllık satışları incelendiğinde, 28 işletmenin yıllık satış hacmi 1 trilyon ile 2,499 trilyon arasında bulunmaktadır. İşletmelerin % 26,9'unu oluşturan 21 işletmenin satış hacmi ise 2,5 trilyon lira ile 4,999 trilyon arasında yer almaktadır. 18 işletmenin satış hacmi 400 milyar lira ile 999 milyar arasındadır.

5.2.2.3. İşletme Statüsü ve Firma Sahipliği

İşletmelerin 75 adeti özel, 5 adeti kamu işletmesi statüsündedir.

İşletmeler, sermayelerinin yerli ve yabancı kaynaklı olmalarına göre üç grupta değerlendirilmişlerdir. Örneklemin % 78'ini oluşturan 63 işletme % 100 yerli sermayelidir. Yüzde yüz yabancı sermayeli işletme sayısı 2'dir. 15 işletme ise yabancı ortaklı firmalardır.

İşletmelerin çokuluslu şirketlere bağlılıkları araştırılmış ve 11 işletmenin çokuluslu şirketlere bağlı olduğu ortaya çıkmıştır. İşletmelerin yukarıda sayılan özellikleri Tablo 5.3'de gösterilmiştir.

TABLO 5.3- FİRMA STATÜSÜ, FİRMA SAHİPLİĞİ VE ÇOKLUSLU İŞLETMELER

FİRMA STATÜSÜ	SAYI (N)	YÜZDE (%)
<i>Özel</i>	75	93,8
<i>Kamu</i>	5	6,2
<i>Toplam</i>	80	100
FİRMA SAHİPLİĞİ(YERLİ/YABANCI)		
<i>Yüzde Yüz Yerli Sermaye</i>	63	78,7
<i>Yüzde Yüz Yabancı Sermaye</i>	2	2,5
<i>Yabancı Ortaklık</i>	15	18,8
<i>Toplam</i>	80	100
ÇOKLUSLULUK		
<i>Çokuluslu işletmeler</i>	11	13,8
<i>Diğer işletmeler</i>	69	86,2
<i>Toplam</i>	80	100

5.2.2.4. İşletmelerin Dışa Açıklık Oranları

İşletmelerin dışa açıklık oranlarının döviz kuru risk yönetimi üzerine etkilerini araştırmak amacı ile ihracatın satışlar içerisindeki oranı ile ithalatın toplam üretim içerisindeki oranlarına göre bir sınıflandırma yapılmıştır. Yıllık ihracatın satışlar içindeki oranı 0-25 arasında olan işletme sayısı, toplam işletmelerin % 47,9'unu oluşturmaktadır. İşletmelerin % 36'6 'sının ihracat oranı ise % 26-50 arasındadır. % 12'7 'sinin ihracat oranı, % 51-75 arasında olup sadece % 2,8'inin satışlar içerisinde ihracatın payı, yüksek bir oran olan % 76-100 arasındadır.

İşletmeler ithalatın toplam üretim içerisindeki payı açısından değerlendirildiğinde ise, işletmelerin yarısına yakınının (% 49,1) ithalat oranı düşük (% 0-25 arasında) çıkmıştır. İşletmelerin % 39'unun ithalat oranı % 26-50 arasında, % 10'unun ithalat oranı ise % 51-75 arasındadır. Sadece bir işletme için bu oran 76-100 arasındadır.

TABLO 5.4 - İHRACAT VE İTHALAT ORANLARI

İHRACAT/İTHALAT ORANLARI(%)	İHRACAT ORANINA GÖRE FİRMA DAĞILIMI		İTHALAT ORANINA GÖRE FİRMA DAĞILIMI	
	N	%	N	%
0-25	34	47,9	29	49,1
26-50	26	36,6	23	39,0
51-75	9	12,7	6	10,2
75-100	2	2,8	1	1,7
Toplam	71	100	59	100

5.2.2.5. Çalışan Personel Sayısı

İşletmelerin % 36,2 sinde çalışan personel sayısı 251-500 arasında, % 33,3 ünde 501-1000 arasında ve % 17,5'inde 1001-1500 arasındadır. Örneklemin % 13'ünde 1-250 kişi arasında çalışan bulunmaktadır (Tablo 5.5)

TABLO 5.5- ÇALIŞAN PERSONEL SAYISI

ÇALIŞAN SAYISI	SAYI (N)	YÜZDE (%)
1-250	9	13,0
251-500	25	36,2
501-1000	23	33,3
1001-1500	12	17,5
Yanıtlanmayan	11	-
Toplam	80	100

5.2.2.6. Soru Formunu Yanıtlayanların Özellikleri

İşletmelere gönderilen soru formlarının, finans veya muhasebe müdürleri veya üst düzey yöneticileri tarafından yanıtlanması istenmiştir. Yanıtlayanların ünvanları incelendiğinde bu amacın gerçekleştiği görülmektedir. Yanıtlayanlarının ünvan ve eğitim durumları Tablo 5.6' da yer almaktadır.

Katılımcıların tamamı üniversite mezunudur.

TABLO 5.6 -SORU FORMUNU YANITLAYANLARIN ÖZELLİKLERİ

ÜNVAN	SAYI (N)	YÜZDE (%)
<i>Finansman Müdürü</i>	29	36,3
<i>Finans Koordinatörü</i>	2	2,5
<i>Genel Müdür Yardımcısı</i>	13	16,3
<i>Mali İşler Müdürü</i>	5	6,3
<i>Muhasebe Müdürü</i>	10	12,5
<i>Planlama Müdürü</i>	1	1,3
<i>Muhasebe Müdür Yardımcısı</i>	3	3,8
<i>Finans Şefi</i>	7	8,8
<i>Muhasebe Şefi</i>	8	10,0
<i>Yanıtlanmayan</i>	2	2,5
<i>Toplam</i>	80	100
EĞİTİM		
<i>Üniversite</i>	80	100

5.2.3. Bilgi Toplama Aracı

Araştırma verileri soru formu aracılığı ile toplanmıştır. Soru formunda yer alan soruların saptanması için, Jilling (1976) ve Jonathan Batten, Robert Mellor ve Victor Wan (1993)'in araştırmalarında kullanılan soru formları incelenmiştir. Jilling tarafından geliştirilen soru formu, araştırmanın 20 yıl önce yapılmış olması nedeni ile, döviz kuru etkilerinden, daha çok muhasebe etkisi üzerinde durmuş olup, sadece çokuluslu işletmelere yönelik soruları içermektedir. Jonathan Batten, Robert Mellor ve Victor Wan'ın 1992 yılında Avusturalya'daki işletmeler üzerinde gerçekleştirdikleri araştırmanın soru formu örneği, araştırmacılardan istenmiştir. Araştırmacılar bu talebimizi kısa süre içerisinde karşılamışlardır. Bu soru formu yurtiçi ve yurtdışı faaliyet

gösteren tüm işletmelere uygulanabilecek türde ve günümüz literatüründe üzerinde durulan temel noktaları vurgulayacak şekilde düzenlenmiştir. Araştırmamızda kullanılan soru formunun hazırlanmasında Jonathan Batten, Robert Mellor ve Victor Wan'ın kullandığı soru formu örnek alınmış, daha sonra İzmir'de faaliyet gösteren dört büyük ölçekli işletmenin finans yöneticileri ile görüşülerek, sorular Türkiye'de faaliyet gösteren işletmelerde uygulanabilecek şekilde düzenlenmiş ve formun hazırlanmasına yardımcı olan yöneticiler üzerinde test edilerek gerekli düzeltmeler yapılmıştır.

Araştırmada veri toplamak amacı ile kullanılan soru formu, beş ana bölümde toplam 34 sorudan oluşmaktadır.

Birinci bölümde işletmelerin döviz kuru değişikliklerini ve bu değişikliklerin işletme üzerindeki etkilerini izleme ölçülerini ortaya koymak amaçlanmıştır. İkinci bölümde döviz kuru riskine karşı tutumları, ve ne ölçüde risk üstlendikleri ölçülmeye çalışılmıştır. Üçüncü bölümde işletmelerin döviz kuru riski ve etkisine karşı uyguladıkları politikalara ilişkin sorular yer almaktadır. Dördüncü bölüm çokuluslu işletmeler veya holding şeklinde örgütlenmiş işletmelerin işletme karar ve politikaları ile döviz işlemlerinde merkeze bağımlılık derecelerini saptamaya yöneliktir. Son bölümde ise, işletmeye ilişkin ve soru formunu yanıtlayanları tanımaya yönelik sorular bulunmaktadır.

Soruların özellikleri nedeni ile her bir soru için farklı ölçek kullanılmıştır.

Birinci soru işletmenin döviz kuru değişikliklerini izleme derecesine ilişkindir. Yanıtlar için üçlü ölçek kullanılmıştır: a) çok yakından izledikleri (3), b) bir ölçüde izledikleri (2) c) hiç izlemedikleri (1) ni göstermektedir.

İkinci soru döviz kuru değişikliklerini işletmelerin izlemekte kullandıkları yöntemlerin belirtilmesi ile ilgilidir. Yanıtlar dört grupta toplanmıştır. a) bankalar

aracılığı ile b) aracı kurumlar aracılığı ile c) işletmede çalışan bu konu ile görevlendirilen personel aracılığı ile d) ise uygulanan başka bir yöntem var ise onun belirtilmesidir.

Üçüncü soruda işletmenin kendisinin döviz kuru değişikliklerinden ne ölçüde etkilendiğini belirtmesi istenmiştir. Üçlü ölçek kullanılmıştır. a) çok etkilenmekte (3) b) biraz etkilenmekte (2) c) hiç etkilenmemekte(1)

Dördüncü soruda, muhasebe etkisi, işlem etkisi ve ekonomik etkinin tanımları verilerek, bu etkileri kendi firmaları açısından önem sırasına koymaları istenmiştir.

Etkin bir döviz kuru risk yönetimi için bölümlerarası koordinasyon olması gerekmektedir. Genelde bu konunun daha çok finansman bölümünün işlevleri arasında sayılması yaygındır. Beşinci soruda finansman bölümünün dışında, üst yönetimin, pazarlama ve üretim bölümlerinin döviz kurları ile ilgilenme derecelerini ölçmek için bölümler sıralanmıştır ve ilgi dereceleri için şu ölçek kullanılmıştır. a) çok (3) b) biraz (2) c) hiç (1)

Ülkede, belirli dönemlerde döviz kurlarında önemli değişiklikler görülmesi halinde, bu dalgalanmaların işletmeler üzerindeki etkisi ve işletmelerin döviz kuru hareketleri ile ilgilenme düzeylerinde değişiklikler görülebilmektedir. Ülkemizde de ekonomik etkileri nedeni ile önemli bir dönüm noktası olan, 1994 Yılı Ocak ve Nisan ayları arasındaki döviz kuru değişiklikleri ve bunun sonucunda alınan, 5 Nisan Kararlarının, işletmeler üzerindeki etkileri ve bu kararlardan sonra işletmelerin döviz kuru dalgalanmalarına ilgilerindeki değişikliği ölçebilmek amacı ile altıncı ve yedinci sorulara yer verilmiştir. Altıncı soruda, 5 Nisan Kararları ile görülen döviz kuru artışlarının işletme üzerindeki etkileri sorulmuştur. Bu soru için kullanılan ölçek şu şekildedir. a) çok etkiledi (3) b) biraz etkiledi (2) c) hiç etkilemedi (1).

Yedinci soruda ise bu kararlardan sonra döviz kuru değışikliklerini izleme düzeyindeki değışikliğin niteliği sorulmuştur. Ölçek şu şekildedir a) daha yakından (3), b) aynı ölçüde (2) c) daha az (1)

İkinci bölüm 8. sorudan başlayarak 12'inci soruya kadar devam etmektedir.

Sekizinci soruda, kısa süreli nakit fazlalarını ne sıklık ile, soruda belirtilen yerlerde değerdiklerini işaretlemleri istenmiştir. Seçenek olarak sunulanlar şunlardır.

- Bankada kısa vadeli mevduat açarak,
- Repo
- Döviz alarak
- Gecelik faize yatırılarak
- Diğer

Bu seçeneklerin işletmeler açısından kullanılma sıklığını ölçmek amacı ile kullanılan ölçek şu şekildedir. a) her zaman, (3) b) bazen (2), c) hiçbir zaman (1)

Dokuzuncu soruda işletmenin spekülâtif amaç ile ne sıklık ile döviz alım satımı yaptığı sorulmuş, ölçek olarak a) her zaman, (3) b) bazen, (2) c) hiçbir zaman (1) verilmiştir.

Onuncu soruda, döviz kuru riskine karşı tutumlar üç seçenekte tanımlanmış, işletmenin kendi tutumunun hangisine yakın bulunduğunu işaretlemleri istenmiştir.

a) işletmenin hiç bir şekilde risk üstlenmemesi, b) kar elde etmek amacı ile zaman zaman risk üstlenmesi, c) kar elde etmek amacı ile risk üstlenmekten kaçınmaması

Onbir ve onikinci sorular açık uçlu sorulardır. Onbirinci soruda döviz kuru riskinden korunmak için sistematik politikalar geliştirip geliştirmedikleri, böyle bir politikanın varlığı halinde uygulanan politikanın belirtilmesi istenmiştir.

Onikinci soruda ise işletmenin döviz kuru risk yönetiminden başlıca beklentileri araştırılmıştır.

Soru formunda, üçüncü bölüm (13-21) numaraları arasında sekiz soruyu kapsamaktadır. Bu bölümde döviz kuru riskine karşı işletmelerin uyguladıkları kısa ve uzun dönemli politikalara ilişkin sorulara yer verilmiştir.

Onüçüncü soruda, son yıllarda dünyada döviz kuru risk yönetimine karşı işletmelerin oldukça yaygın olarak kullandıkları yeni finansal tekniklerin, Türkiye’de tanınma ve kullanılma düzeylerini ölçmek amacı ile, forward, futures, options, swap tekniklerinden kullandıkları varsa işaretlemeleri istenmiştir.

Ödördüncü soruda kısa vadeli korunma stratejilerinin başlıcaları sıralanmış ve üçlü ölçek ile bu teknikleri kullanma sıklıkları sorulmuştur. Kullanılan ölçek şu şekildedir. a) her zaman (3), b) arasıra, (2) c) bazen (1).

Onbeşinci ve onaltıncı sorular birbirlerine bağlı sorular olup, işletmelerin uzun dönemli döviz kuru riski stratejilerini ölçmeye yöneliktir. Onbeşinci soruda uzun dönemli nakit akım tabloları hazırlayıp hazırlamadıkları, onaltıncı soruda ise uzun dönemli nakit akım tabloları hazırlıyorlar ise, bu tablolarda döviz kurlarında görülebilecek değişiklikleri dikkate alıp almadıkları sorulmuştur.

Onyedinci ve onsekizinci sorular, işletmenin rakiplerinin döviz kuru değişiklikleri karşısında stratejilerinde değişiklik olup olmadığı ve işletmelerin rakiplerinin stratejilerindeki değişiklikleri izleyip izlemediklerine ilişkindir.

Ödüküzüncü soru işletmeler tarafından döviz kuru değişikliklerinin uzun dönemli ekonomik etkilerine karşı korunmak için uygulanabilecek olan pazarlama

stratejilerinde döviz kuru değişikliklerine bağlı olarak değişiklik yapılmasına yöneliktir. Değişiklik yapıp yapmadıklarını evet veya hayır şeklinde yanıtlamaları istenmiştir.

Yirminci soruda, son beş yıl içinde kullandıkları kredi kaynaklarını, soruda verilen seçenekler içinde sıralamaları istenmiştir. Seçenekler şu şekilde sıralanmıştır.

- a) Türk Bankalarından TL cinsinden kredi
- b) Türk Bankalarından döviz kredisi
- c) Yurt dışındaki yabancı bankalardan kredi
- d) Prefinansman
- e) Diğer

Yirmibirinci soru sadece çokuluslu işletmeler ve holdingler bünyesinde faaliyet gösteren işletmelerin cevaplandıracağı sorular olup, iki bölümden oluşmaktadır. Sorunun birinci bölümünde işletmelerin kararlarında ve politikalarında ne ölçüde merkeze bağımlı oldukları sorulmaktadır. İkinci bölümde ise döviz ile ilgili işlemlerde merkeze bağımlılık dereceleri sorulmaktadır. Her iki bölümde kullanılan ölçek şu şekildedir.

- a) Tamamen merkeze bağımlıyız (5)
- b) Büyük ölçüde merkeze bağımlıyız (4)
- c) Orta düzeyde bağımlıyız (3)
- d) Büyük ölçüde bağımsızız (2)
- e) Tamamen bağımsızız (1)

Yirmiikinci soruda çokuluslu şirketlere bağımlı şirketlerin finansal tablolarını hazırlarken kullandıkları para birimlerini, esas aldıkları döviz kurunu ve kur belirleme yöntemlerini belirtmeleri istenmiştir.

Son bölümde işletmeye ve soru formunu yanıtlayanlara ilişkin bilgiler yer almaktadır. Bu bölümde 12 soru bulunmaktadır. İşletmeye ilişkin olarak, faaliyet alanı, 1994 yılı ortalama satış hacmi, toplam çalışan personel sayısı, yıllık satışlar içinde

ihracatın payı, yıllık üretim veya satış içinde ithalatın payı, işlem yapılan yabancı para sayısı ve cinsi, işletmenin statüsü (özel-kamu), firma sahipliği (yerli-yabancı-yabancı ortaklı gibi) çokuluslu şirket olup olmadığı gibi sorular yer almaktadır. Soru formunu yanıtlayanlara ilişkin bilgiler ise ; ünvanı, öğrenim durumudur.. Araştırmada veri toplamak amacı ile kullanılan soru formunun bir örneği Ek 2 'de yer almaktadır.

5.2.4. Verilerin Analiz Yöntemi

Yanıtlanan soru formlarından sağlanan veriler SPSS for WINDOWS bilgisayar programı kullanılarak analiz edilmiştir. Verilerin analizinde yararlanılan istatistiksel yöntemler şunlardır: a) Tanımlayıcı istatistikler: frekans dağılımları ve aritmetik ortalamalar b) Test istatistikleri: χ^2 (Chi-Square), t-testi, tek yönlü varyans analizi (ANOVA) ve korelasyon analizi.

5.3. ANALİZ BULGULARI

Soru formu ile toplanan veriler, kullanılan analiz yöntemlerine göre iki ayrı başlık altında incelenecektir: a) Tanımlayıcı istatistikler: Bu kısımda soru formuna verilen yanıtlar, sınıflandırılmış şekilde frekans dağılımları ve ortalamalar tabloları finans literatürü bulguları ile karşılaştırılarak tartışılacaktır. b) Test istatistikleri: Bu kısımda firma sahipliği, dışa açıklık oranı, işletme büyüklüğü (yıllık satış hacmi) değişkenlerine göre firmalar arasında istatistiksel açıdan farklılığın var olup olmadığı analiz edilecektir. Elde edilen sonuçlar finans literatürü sonuçları ile karşılaştırılarak tartışılacaktır.

5.3.1. Tanımlayıcı İstatistikler

Bu kısımda öncelikle işletmelerin döviz kuru değişikliklerini ve bu değişikliklerin işletmeler üzerindeki etkilerini izleme düzeyine ilişkin dağılımlar yer alacak, daha sonra işletmelerin döviz kuru riskine karşı tutumları ve risk üstlenme ölçüleri incelenecek,

üçüncü olarak döviz kuru riski ve etkisine karşı uygulanan politikaların dağılımları gösterilecektir. Son olarak ta çokuluslu işletmelerin ve holdinglerin karar ve politikaları ile döviz işlemlerinde merkeze bağımlılık dereceleri ortaya konacaktır

5.3.1.1. Döviz Kuru Değişikliklerini ve Değişikliklerin İşletme Üzerindeki Etkilerini İzleme Derecesi

Bilindiği gibi işletmelerin döviz kuru değişikliklerini izlemesi ve gelecekteki döviz kurunu tahmin etmeye yönelik çabaları, olumsuz döviz kuru değişiklikleri karşısında beklenmeyen zararların oluşmasını önler. Bu şekilde, döviz kuru değişikliklerini yakından izleyerek ve ileriye yönelik öngörümlemede bulunarak, işletmeler döviz kuru etkisine karşı uygulanabilecek sistematik politikalar geliştirebilirler. Tahmin edilen döviz kuru değişikliklerinin yönü ve boyutuna göre ekonomik ve finansal işlemlerinin zamanlamasını ayarlayabilirler.

Soru formunun ilk üç sorusunda, işletmelerin döviz kuru değişikliklerini izleme dereceleri, izleme yöntemleri ve kendi işletmelerinin döviz kuru değişikliklerinden ne ölçüde etkilendiklerini belirtmeleri istenmiştir.

Bu soruların yanıtlarına göre oluşturulan Tablo 5.7, Tablo 5.8 ve Tablo 5.9 aşağıda sunulmuştur. Tablo 5.7’de görüldüğü gibi, işletmelerin % 95’i döviz kuru değişikliklerini çok yakından izlemekte, % 5’i döviz kuru değişikliklerini biraz izlerken, döviz kuru değişikliklerini hiç izlemeyen işletme bulunmamaktadır. İşletmelerin büyük çoğunluğu % 68,8’i bankalar aracılığı ile döviz kuru değişikliklerini izlerken, sadece % 27,5’i işletmede çalışan personel aracılığı ile izlediklerini ifade etmişlerdir (Tablo 5.8). Bu sonuç, döviz kuru değişikliklerini işletmelerin yakından izlemelerine rağmen, işletme içinde bu amaç ile personel istihdamının olmadığını göstermektedir. Bu durum iki nedende kaynaklanabilir. 1- yeterli kalitede personel bulunmaması 2- bu konuda uzman olan bankaların hizmetlerinden yararlanmayı tercih etmeleri.

İşletmelerin döviz kuru dalgalanmalarından ne ölçüde etkilendikleri Tablo 5.9'da gösterilmiştir. İşletmelerin sadece % 3,7'i hiç etkilenmediklerini belirtirken, % 66,3'ü çok etkilendiğini, % 30'u biraz etkilendiğini işaret etmiştir.

TABLO 5.7. DÖVİZ KURU DEĞİŞİKLİKLERİNİ İZLEME DERECEŚİ

DÖVİZ KURU DEĞİŞİKLİKLERİNİ		
İZLEME DERECEŚİ	SAYI (N)	YÜZDE (%)
Çok Yakından	76	95,0
Biraz	4	5,0
Toplam	80	100

TABLO 5.8 - DÖVİZ KURU DEĞİŞİKLİKLERİNİ İZLEME ARACI

DÖVİZ KURU DEĞİŞİKLİKLERİNİ	EVET		HAYIR	
	N	%	N	%
Bankalar Aracılığı İle	55	68,8	25	31,2
Aracı Kurumlar Aracılığı İle	9	11,3	71	88,7
İşletme Personeli İle	22	27,5	58	72,5
Diğer	23	28,8	57	71,2

TABLO 5.9- İŞLETMELERİN DÖVİZ KURU DALGALANMALARINDAN ETKİLENME DERECEŚİ

DÖVİZ KURU DEĞİŞİKLİKLERİNDEN		
ETKİLENME DERECEŚİ	SAYI (N)	YÜZDE (%)
Çok Etkilenmekte	53	66,3
Biraz Etkilenmekte	24	30,0
Hiç Etkilenmemekte	3	3,8
Toplam	80	100

Son yıllarda finans literatüründe döviz kuru etkilerinden muhasebe etkisinin işletme üzerindeki döviz etkisi açısından doğru bir görüntü vermediği ve daha çok kayıtlar üzerinde kar ve zarar değişikliğine neden olduğu tartışılmaktadır (Madura,1989, ,Shapiro 1990) Günümüz literatüründe döviz kuru değişikliklerinin en önemli etkisinin ekonomik etki olduğu vurgulanmaktadır. Ekonomik etki işletmenin rekabet yapısını dikkate alarak, maliyet ve gelirler üzerindeki döviz etkisi üzerinde durur. Bu etki ile gelecekteki nakit akımları ve işletmenin uzun dönemli değeri üzerinde değişiklik yaratılır. İşlem etkisi ise kısa dönemli, işletmelerin daha kolay başedebilecekleri ve daha kolay hesaplanabilen bir etkidir.

Belk ve Glaum (1990)'un İngiliz çokuluslu işletmeler üzerinde yaptıkları çalışma sonuçlarına göre, firmalar işlem etkisini döviz etkisinin en önemli bölümü olarak görmektedirler. Muhasebe etkisi için uyguladıkları yöntemler ile bu etkiye karşı korunma amacı ile çaba harcamaktadırlar. Bu araştırma bulguları finans literatüründe en önemli etki olarak değerlendirilen ekonomik etki konusunda farklı sonuçlar ortaya koymuştur. Bulgulara göre, yalnız 3 işletme ekonomik etki üzerinde durarak, finansal olmayan (üretim, pazarlama gibi) kararların işletme üzerindeki önemini belirtmişler ancak bu firmalarda bu konuya uygulamalarında yeterince ağırlık vermediklerini ifade etmişlerdir.

Öte yandan, Rodriquez ve Carter'in (1981) çalışmalarına göre işletmelerin çoğunluğu döviz etkileri arasından işlem etkisi üzerinde durmaktadırlar. Baten, Mellor ve Wan (1993) göre de Avusturalya daki işletmelerin % 61'i işlem etkisi üzerinde durmakta, çok azı ekonomik etkinin önemini vurgulamaktadırlar.

Örnekleme oluşturan işletmelerin yanıtlamalarına kolaylık sağlamak amacı ile soru formunda döviz kuru etkilerinden muhasebe, işlem ve ekonomik etkiyi daha açık ve anlaşılabilir şekilde ortaya koyabilmek için, herbirinin önce tanımlanmış daha sonra firmalar açısından önem sırasına konması istenmiştir. Türkiye'deki firmalar işlem

etkisinin önemini vurgulamışlardır. İşlem etkisine % 63,8'i birinci derece, % 30'u ikinci derece önem vermişlerdir. Muhasebe etkisi daha çok, çok uluslu firmalar için sözkonusu olduğundan işletmelerin sadece toplam 6,2 si birinci ve ikinci derece önem vermiştir. Diğerleri üçüncü derece veya hiç etkilemez olarak değerlendirmişlerdir. Ekonomik etkiye % 35'i birinci derece % 55'i ikinci derecede önemli görmektedir. Üçüncü derece etkiler ve hiç etkilemez diyenlerin oranı % 7,6 dır.

TABLO 5.10 - DÖVİZ KURU DEĞİŞİKLİKLERİNİN ETKİ ALANLARININ ÖNEM DÜZEYİ

DÖVİZ KURU DEĞİŞİKLİKLERİNİN ETKİ ALANLARI	1.DERECE ETKİLER		2.DERECE ETKİLER		3.DERECE ETKİLER		HİÇ ETKİLEMEZ		CEVAPSIZ	
	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%
Muhasebe Etkisi	2	2,5	3	3,8	61	76,3	12	15,0	2	2,5
İşlem Etkisi	51	63,8	24	30,0	0	0	3	3,8	2	2,5
Ekonomik Etki	28	35	44	55,0	3	3,8	3	3,8	2	2,5

Döviz kuru risk yönetimi, işletmelerin tüm fonksiyonel birimlerini ilgilendirmektedir. Finansman birimi döviz kuru risk yönetiminde, korunma işlemlerinde uygulamacı olarak rol alırken, diğer alanlarda danışman rolü oynar. Farklı bölgelerin fiyatlarının karşılaştırılmasında, yeni ürün üretim kararlarında, bölümlerin girdi ve malzeme alımlarında, üretimde ve satışta diğer birimlerin yanında danışmanlık görevi üstlenmelidir (Euromoney, Mayıs,1990,138).

Genelde çokuluslu işletmelerin üst düzey yöneticilerinin, uluslararası pazarlama ve üretim sorunları ile ilgilenirken, döviz kuru değişiminin yol açacağı sorunlar ile uğraşmaması mümkün değildir. Aksi halde yönetimin uluslararası

faaliyetlerin döviz yönünü ihmal etmesi halinde işletmelerin önemli boyutlarda zararlar karşılaşması kaçınılmaz olacaktır. İşletmelerde teknik açıdan döviz kuru yönetimi ile ilgili tüm sorumluluğu finans birimine yükleme şeklinde bir eğilim gözlenmektedir. Geçmişte böyle bir uygulanma mümkün olabilmekte ise de, günümüzde döviz kuru dalgalanmalarının önemli boyutlarda olduğu uluslararası piyasalarda, bu tür uygulamaların kesinkes olumsuz sonuçlar doğuracağı bir gerçektir (Ankron,1974,79).

Modern literatüre göre döviz kuru yönetimi pazarlama ve üretim birimlerinin omuzlarındadır (Cornell ve Shapiro,1988) . Malek (1976) döviz kuru risk yönetiminde üst yönetimin minimum katıldığı, finans biriminin baskın bir rol oynadığını belirtmiştir.

Türkiyedeki firmalar, açısından uygulama, modern literatüre göre olması gereken şekilde değil, bazı ülkelerde de raslandığı gibi finans bölümünün ağırlığı ile yürütülmektedir. İşletmelerin % 93,8'inde finans bölümü çok yakından döviz kuru değişiklikleri ile ilgilenirken, üst yönetim % 86,3'ünde, pazarlama % 46,3'ünde üretim, % 13,8'inde yakından izlemektedir.

% 18,8'inde pazarlama, % 36,3'ünde üretim birimi hiç ilgilenmemektedir. Birimlerin döviz kuru değişikliklerini izleme düzeyi Tablo 5.11' de gösterilmiştir.

TABLO 5.11 - BİRİMLERİN DÖVİZ KURU DEĞİŞİKLİKLERİNİ İZLEME DERECEŚİ

FONKSİYONEL BİRİMLER	ÇOK YAKINDAN İZLEMEKTE		BİR ÖLÇÜDE İZLEMEKTE		HİÇ İZLEMEMEKTE	
	N	%	N	%	N	%
Üst Yönetim	69	86,3	6	7,5	5	6,3
Finansman	75	93,8	3	3,8	2	2,5
Pazarlama	37	46,3	28	35,0	15	18,8
Üretim	11	13,8	40	50,0	29	36,3

Teoh ve Er (1988)' in de vurguladığı gibi, Avusturalya'da, Avusturalya Dolarında dalgalanmaların artması ile uluslararası firmalar döviz kuru risk yönetimine daha fazla önem vermeye başlamışlardır. Malek (1976) ise, Kanada'nın dalgalı kur sistemine geçmesi ile döviz kurlarında dalgalanmaların arttığını belirtmiştir. Bu dönemde Kanada'da da işletmelerinin üzerinde yaptığı araştırma bulguları, döviz kurlarında dalgalanmalarının artması sonrası işletmelerin döviz kurları değişiklikleri ile daha fazla ilgilendiklerini göstermektedir.

Araştırmamızda, Türkiye'de 5 Nisan 1994 Kararlarına neden olan ekonomik kriz sonrası Türk Lirasının değerinde önemli ölçüde değişiklik olduğundan, bu dönem sonrası işletmelerin döviz kurunu izleme ölçülerinde artış olup olmadığını ortaya koyabilmek amacı ile ilgili iki soru sorulmuştur. Birinci soru, 5 Nisan kararlarının firmaları ne ölçüde etkilediği ile, ikinci soru 5 Nisan kararlarından sonra döviz kurlarını izleme düzeyindeki değişiklik ile ilgilidir. Bu iki soruya verilen yanıtların analiz sonuçları Tablo 5.12 ve Tablo 5.13 'de sunulmuştur.

İşletmelerin % 26,3'ü 5 Nisan kararlarının kendilerini çok etkilediğini, % 21'i biraz etkilediğini % 7,6'sı ise hiç etkilemediğini belirtmişlerdir.

Tablo 5.13'de de izleneceği üzere, 5 Nisan sonrası döviz kuru hareketlerini izleme oranı artmıştır. % 62'si döviz kuru hareketlerini daha yakından izlemeye başladıklarını belirtmiştir.

TABLO 5.12 - 5 NİSAN 1994 KARARLARININ FİRMALARA ETKİSİ

5 NİSAN KARARLARININ FİRMAYA ETKİSİ	SAYI (N)	YÜZDE (%)
<i>Çok Etkiledi</i>	21	26,1
<i>Biraz Etkiledi</i>	53	66,3
<i>Hiç Etkilemedi</i>	6	7,6
<i>Toplam</i>	80	100

TABLO 5.13 - 5 NİSAN 1994 KARARLARI SONRASI DÖVİZ KURU İZLEME DÜZEYİ

5 NİSAN SONRASI DÖVİZ KURUNU İZLEME DÜZEYİ	SAYI (N)	YÜZDE (%)
<i>Daha Yakından İzlenmeye Başlandı</i>	50	62,5
<i>Değişiklik Yok</i>	30	37,5
<i>Toplam</i>	80	100

5.3.1.2. Döviz Kuru Riskine Karşı Tutum ve Risk Üstlenme Ölçüsü

Soru formunun ikinci bölümünde yer alan ilk soruda, işletmelerin ellerindeki nakit fazlalarını değerlendirme şekilleri sorulmuştur. Bu soruya alınan yanıtlar Tablo 5.14'te sınıflandırılmış bir biçimde sunulmuştur. Görüleceği üzere nakit fazlalarını işletmelerin % 57,5'si her zaman repoda, % 37,5'i gecelik faizde, % 12,5'i döviz olarak, % 5'i bankada değerlendirdiğini belirtirken, bazen % 38,8'i döviz olarak, % 25'i repoda, % 22,5'i bankada % 20'si gecelik faizde değerlendirmektedir. Hiçbir zaman kullanılmayan yöntemlerin % 72,5'i banka, % 48,8'i döviz % 42,5'i gecelik faiz % 17,5'i ise repo olarak yanıtlanmıştır.

TABLO 5.14 - NAKİT FAZLASINI DEĞERLENDİRME ŞEKLİ

NAKİT FAZLASINI DEĞERLENDİRME	HER ZAMAN		BAZEN		HİÇBİR ZAMAN	
	<i>N</i>	<i>%</i>	<i>N</i>	<i>%</i>	<i>N</i>	<i>%</i>
<i>Bankada Değerlendirilir</i>	4	5,0	18	22,5	58	72,5
<i>Repoda Değerlendirilir</i>	46	57,5	20	25,0	14	17,5
<i>Döviz Alınır</i>	10	12,5	31	38,8	39	48,8
<i>Gecelik Faizde Değerlendirilir</i>	30	37,5	16	20,0	34	42,5
<i>Diğer Yöntemler</i>	5	6,3	2	2,5	2	2,5

Collier, Davis ve diğerleri (1990) Amerikan ve İngiliz çokuluslu işletmelerin döviz kuru risk yönetimi politikalarını karşılaştırmalı olarak incelemişlerdir. Araştırmacılar iki ülkede de işletmelerin riskten kaçındığını ve döviz kuru risk yönetimi ile ek bir gelir elde etmeye çalışmadıklarını, temel amaçlarının döviz kuru değişmelerinden ortaya çıkacak zararlardan kaçınmak olduğunu ortaya koymuşlardır. İşlem riski yüksek olan işletmelerin daha fazla korunmacı önlemler aldıklarını belirtmişlerdir.

Jilling (1976), Amerikan çokuluslu işletmelerin döviz kuru risk yönetiminden amaçlarının zararlarını en aza indirmek olduğunu, spekülatif amaç ile kesinlikle döviz alım satımı yapmadıklarını (işletmelerin % 93'ü) saptamıştır. Malek'in(1976) çalışmasının sonuçları ise, işletmelerin çoğunda net olarak tanımlanmış sistematik döviz kuru risk politikalarının var olmadığını göstermiştir.

Belk ve Glaum (1990) İngiliz çokuluslu işletmelerin riske karşı tutumların araştırmışlardır. Çalışmanın örnekleminin oluşturan işletmelerin % 37'5'i kesinlikle risk almayan, % 37;5'i bir ölçüde risk alabilen, % 25'i risk üstlenebilen firmalar olarak tanımlanmıştır. Bulgulara göre, döviz riski üstlenebilen işletme oranı oldukça düşüktür.

Araştırmamız örnekleminde yer alan işletmelerin döviz kuru riskine ilişkin tutumları ile ilgili 10. soruya verdikleri yanıtlar sistemli bir biçimde Tablo 5.15'te sunulmuştur. Tabloda da görüleceği üzere, işletmelerin % 67,5'i hiç bir şekilde döviz ile ilgili risk üstlenmek istemediklerini, % 26,3'ü kar amacı ile bir ölçüde risk üstlenebileceğini belirtmiştir. Öte yandan işletmelerin % 6,3' ü ise kar amacı ile risk üstlenmeye hazır olduklarını ifade etmişlerdir.

Tablo 5.16 da sunulan sonuçlardan da izlenebileceği üzere , işletmelerin bu tutumları spekülative amaç ile döviz alım satımına ilişkin 9 uncu sorulara alınan yanıtlar ile desteklenmiştir. İşletmelerin % 78,8'i hiç bir zaman spekülative amaç ile bir işlem yapmadığını belirtirken sadece bir işletme her zaman spekülative amaçlı döviz alım satımında bulunabileceğini ifade etmiştir.

TABLO 5.15 - DÖVİZ KURU RİSKİNE KARŞI TUTUM

RİSK ÜSTLENME DERECEŚİ	SAYI (N)	YÜZDE (%)
<i>Hiç Risk Üstlenilmez</i>	54	67,5
<i>Kar Amacı ile Bir Ölçüde Üstlenilir</i>	21	26,3
<i>Kar Amacı ile Risk Üstlenilir</i>	5	6,3
Toplam	80	100

TABLO 5.16 - SPEKÜLATİF AMAÇ İLE DÖVİZ ALIM-SATIMI

SPEKÜLATİF AMAÇLA DÖVİZ	SAYI (N)	YÜZDE (%)
ALIM-SATIMI		
<i>Her Zaman</i>	1	1,2
<i>Bazen</i>	16	20,0
<i>Hiçbir Zaman</i>	63	78,8
Toplam	80	100

5.3.1.3- Döviz Kuru Riskine Karşı Uygulanan Politikalar

Döviz kuru değişikliklerinin işletme üzerindeki olumsuz etkilerinden korunmak için, işletmelerin döviz kuru risk yönetimi politikaları geliştirmeleri gerekmektedir.

Araştırma örneklemini oluşturan işletmelerin döviz kuru riskine karşı politikalarının araştırılmasından alınan yanıtların sonuçları aşağıda Tablo 5.17’ de gösterilmiştir. Elde edilen sonuçlara göre, işletmelerin % 68,8’i döviz kuru riskinden korunmak için sistematik politikalar geliştirdiklerini ifade etmektedirler. Bu noktanın, daha açık deyişle işletmelerin döviz kuru riskine karşı korunmak için geliştirdikleri politikaların niteliği ve boyutlarına açıklık kazandırmak amacı ile soru formunda sekiz ayrı soruya yer verilmiştir.

TABLO 5.17 - RİSKE KARŞI POLİTİKA GELİŞTİRİLMESİ

RİSKE KARŞI POLİTİKA GELİŞTİRİLMESİ	SAYI (N)	YÜZDE (%)
<i>Evet</i>	54	68,8
<i>Hayır</i>	26	31,2
<i>Toplam</i>	80	100

İşletmelerin döviz kur dalgalanmalarından kaynaklanan işlem riskine karşı, özellikle son yıllarda yaygın olarak kullandıkları çağdaş finans teknikleri veya türev ürünler olarak adlandırılan araçların Türkiye’de kullanım düzeyini ortaya koymadan önce, diğer ülkelerden bazı örneklere yer verme gereği vardır.

Malek (1976) dış ticaret işlemleri daha fazla olan işletmelerin, diğer bir deyiş ile ihracat ve ithalatın işlem hacmi içerisindeki payı yüksek olan işletmelerin daha fazla

koruyucu önlemler aldıklarını belirtmiştir. Bu önlemler içerisinde en yaygın kullanılanı da forward sözleşmelerdir.

Batten, Mellor ve Wan (1993)'a göre Avustralya'da firmalar çağdaş finans tekniklerini yaygın olarak kullanmaktadırlar. Bu ürünler içerisinde en çok tercih edilenleri ise forward ve futures sözleşmelerdir. Bu tekniklerin kullanımında işletme büyüklüğünün etkisi vardır. Kamu işletmelerinin bu ürünlere ilgisi daha azdır. Endüstri kolu, yerli veya yabancı sermayeli olma ile uluslararası faaliyetlerin hacminin bu ürünlerin kullanımı üzerinde etkisi yoktur.

Türkiye'de bu ürünler son yıllarda tanınmaya başlanmıştır. Örnekteki işletmelerin Türkiye'nin en büyük işletmelerinden olmalarına rağmen, % 37,6'sı hiçbir tekniği kullanmamakta, sadece % 33,8'i forward işlem yapmaktadır. Sırası ile diğer tekniklerin kullanım oranı % 11,3 swap, % 10 options, % 5 futures olarak yer almaktadır. (bkz.Tablo 5.18). Futures, options ve swap işlemleri Türk finans sektörünün, bu tür ürünlerin işlem gördüğü uluslararası finans piyasaları ile entegrasyonunun yeterince gelişmemiş olması nedeni ile yaygın bir kullanım alanı bulmamaktadır.

TABLO 5.18 - YENİ FİNANSAL TEKNİKLER KULLANIMI

KULLANILAN YENİ FİNANSAL TEKNİKLER	EVET		HAYIR	
	<i>N</i>	<i>%</i>	<i>N</i>	<i>%</i>
Forward	27	33,8	53	66,2
Futures	4	5,0	76	95,0
Options	8	10,0	72	90,0
Swap	9	11,3	71	88,8
Hiçbirisi	51	37,6	29	36,3

Türk lirasının sürekli ve önemli ölçülerde değer kaybettiği bir ekonomik ortamda faaliyet gösteren Türkiye'deki firmalar çok sistemli döviz kuru politikası geliştirememiş olsalar da, döviz kuru riskine karşı kısa dönemde uygulayabilecekleri çeşitli stratejiler bulunmaktadır. Soru formunun 14. sorusunda, Türk Lirasının değer kaybetmesi beklentisi karşısında uygulanabilecek bu stratejiler sıralanmış ve işletmelerin hangi sıklık ile bu stratejileri uyguladıkları sorulmuştur. Bu stratejiler ve yanıtlar, uygulamada görülen kullanma sıklığına göre sıralanmış şekilde Tablo 5.19 da sunulmuştur.

TABLO 5.19 - TÜRK LİRASININ DEĞER KAYBETMESİ HALİNDE UYGULANAN STRATEJİLER

STRATEJİLER	ORTALAMA (X)	STANDART SAPMA(S)
1-TL Üzerinden Alacakların Kısa Sürede Tahsil Edilmesi	2,68	.63
2-Verimliliği Arttırmaya Önem Verilmesi	2,62	.76
3-TL Üzerinden Kredili Satışların Azaltılması	2,42	2,40
4-Üretimdeki Girdi Oranının Ayarlanması	2,28	.79
5-İthalatın Hızlandırılması	2,19	.81
6-Borç ve Alacakların Aynı Döviz Cinsinden Olması	2,13	.84
7- TL Cinsinden Kasa Mevcudununun Azaltılması	2,13	.87
8-Birden Fazla Döviz ile İşlem Yapılması	2,06	.76
9-TL Üzerinden Borç Ödemelerinin Geciktirilmesi	1,92	.82
10-Döviz Üzerinden Alacakların Tahsilatının Yavaşlatılması	1,72	.79

* Ölçek (3-her zaman,2- arasıra,1-hiçbirzaman)

**S- gözlemlerin bireysel ortalama değerlerinin aritmetik ortalama değerlerden sapmalarının bir ölçüsüdür.

***Stratejiler önem derecesine göre elde edilen ortalama değerlere göre sıralanmıştır.

Elde edilen sonuçlara göre, firmalar arasında en çok uygulanan yöntem, 2,68 ortalama değeri ile Türk Lirası üzerinden olan alacakların kısa sürede tahsil edilmesi olarak işaretlenmiştir. Hemen ilave edelim ki bu ortalama değer maksimum değer olan (3)'e yakındır. İşletmeler tarafından Türk lirası alacaklarını kısa sürede tahsil edebilmek için, erken ödemelere indirim, geç ödemelere ceza veya kredi sürelerini kısaltma yöntemleri uygulanabilir. Ancak bu yöntemleri uygulamadan önce uygulanacak bu stratejinin satış hacmi üzerindeki etkileri değerlendirilmelidir. Bu uygulama işletmenin rekabet gücünde azalma ve satış hacminde daralmaya neden olmamalıdır . En çok tercih edilen ikinci yöntem verimliliği arttırmaya önem vermek şeklinde ortaya çıkmıştır. Ortalama değeri 2,62 'dir Türk Lirası ile olan kredili satışların azaltılması 2,42 ortalama değer ile döviz kuru riskine karşı uygulamada üçüncü derece öneme sahip bir stratejidir. Üretimdeki girdi oranının ayarlanması 2,28 ortalama ile öncelikli stratejiler arasında gelmektedir. Devalüasyon halinde işletmelerin yerli girdi kullanmayı tercih ettikleri görülmektedir. Her zaman tercih edilen diğer yöntemler sırası ile, ithalatın hızlandırılması (2,19), borç ve alacakların aynı döviz cinsinden olmasının sağlanması (2,13), Türk lirası cinsinden kasa mevcudunun azaltılması (2,13)dir. En az tercih edilen stratejiler ise döviz üzerinden olan alacakların tahsilatının geciktirilmesi (1,72), Türk lirası borçlarının geciktirilmesi (1,92), ve birden fazla döviz ile işlem yapılmasıdır (2,06).

İşletmelerin sistematik bir döviz kuru politikası geliştirebilmeleri için öncelikle, ulusal para bazında nakit planlaması yapmaları ve bu planlamada döviz kurlarında meydana gelebilecek değişimleri de gözönüne almaları gerekir.

Soru formunda yer alan 15 ve 16'ncı sorular bu gereksinmenin, örneklemedeki firmalarda ne denli karşılandığını saptamayı amaçlamaktadır. İşletmelerin bu iki soruya yanıtları Tablo 5.20 ve Tablo 5.21'de sunulmuştur.

Örnekleme yer alan işletmelerin % 55'i nakit akım tablosu hazırladıklarını belirtmişlerdir. Nakit akım tablosunu hazırladıklarını belirten 44 işletmenin 40'i nakit akım tablosunda döviz kuru değişikliklerini dikkate aldıklarını ifade etmişlerdir.

TABLO 5.20 - NAKİT AKIM TABLOSU HAZIRLANMASI

UZUN DÖNEMLİ NAKİT AKIM TABLOSU HAZIRLANMASI		
	SAYI (N)	YÜZDE (%)
Evet	44	55,0
Hayır	36	45,0
Toplam	80	100

TABLO 5.21- NAKİT AKIM TABLOSUNDA DÖVİZ KURU DEĞİŞİKLİKLERİNİN GÖZÖNÜNE ALINMASI

NAKİT AKIM TABLOSUNDA DÖVİZKURU DEĞİŞİKLİKLERİ DEĞERLENDİRİLİR Mİ?		
	SAYI (N)	YÜZDE (%)
Evet	40	90,9
Hayır	4	9,1
Toplam	44	100

Döviz kuru dalgalanmaları karşısında uzun dönemli etkilerden korunmak amaçlı politikalar geliştirilirken, pazarda yer alan rakiplerin stratejilerinin yakından izlenmesi gerekir. Rakiplerin stratejilerinin izlenmesi ve döviz kuru değişiklikleri karşısında rakiplerin stratejilerindeki değişikliklerin izlenmesiyle ilgili soru 17 ve soru 18'e işletmelerin verdikleri yanıtlar Tablo 5.22 ve Tablo 5.23 'de sistemli bir biçimde sunulmaktadır. İşletmelerin bu konudaki davranışları şu şekildedir. % 63,8'i rakiplerinin stratejilerini izlemekte, % 56,3'ü döviz kuru değişiklikleri karşısında rakiplerinin stratejilerinin değiştiğini, % 36,4'ü ise bu konu da fikirleri olmadığını belirtmişlerdir.

TABLO 5.22 - RAKİPLERİN STRATEJİLERİNİN İZLENMESİ

RAKİPLERİN STRATEJİLERİ		
İZLENİYOR MU?	SAYI (N)	YÜZDE (%)
<i>Evet</i>	50	63,8
<i>Hayır</i>	30	36,2
<i>Toplam</i>	80	100

TABLO 5.23 - DÖVİZ KURU DEĞİŞİKLİKLERİ KARŞISINDA RAKİPLERİN STRATEJİLERİNDE DEĞİŞİKLİK OLMASI

DÖVİZ KURU DEĞİŞİKLİKLERİ		
KARŞISINDARAKİPLERİN DEĞİŞMEKTE MİDİR?	SAYI (N)	YÜZDE (%)
<i>Evet</i>	45	56,3
<i>Hayır</i>	6	7,5
<i>Bilinmiyor</i>	29	36,4
<i>Toplam</i>	80	100

Aggarwal ve Soenen (1989), uzun dönemli döviz kuru risk yönetiminin kısa dönemli veya finansal piyasalardaki geleneksel yöntemler kullanılarak yönetilemeyeceğini vurgulamışlardır. Bunun yerine işletmelerin uzun dönemde döviz kuru değişikliklerinden korunabilmesi için pazarlama, üretim ve finansal stratejiler kullanmalarını önermişlerdir. Bu öneri ışığı altında geliştirilen soru 19'a işletmelerin pazarlama stratejilerinde döviz kuru değişiklikleri karşısında görülebilecek değişiklikler ile ilgilidir. Örnekleme yer alan işletmelerin bu soruya verdikleri yanıtlarının sonucu Türkiye'de faaliyet gösteren işletmelerin pazarlama stratejilerini ne ölçüde uyguladıkları Tablo 5.24'te gösterilmiştir. Buna göre döviz kuru değişiklikleri karşısında, işletmelerin % 85'i fiyatlandırmada değişiklik yaptıklarını belirtirken, sırası ile, ürün değişimi ve çeşitlendirmesi (%40,0), pazar seçiminde değişiklik (%46,5), pazar bölümünde değişiklik

(%37,5), tanıtım ve tutundurma çabalarında artış (% 36,3) gelmektedir. Görüldüğü üzere, fiyatlandırmanın dışındaki stratejilerin yüzde oranı % 50'nin altındadır. Bu durum işletmelerin çoğunluğunun döviz kurunun ekonomik etkisine karşı uzun dönemli stratejiler uygulamakta yetersiz olduğunun göstergesi olarak yorumlanabilir.

TABLO 5.24 - PAZARLAMA STRATEJİLERİNDE DEĞİŞİKLİK

PAZARLAMA STRATEJİLERİ	EVET		HAYIR	
	N	%	N	%
Pazar Seçiminde Değişiklik	37	46,3	43	53,7
Pazar Bölümlerinde Değişiklik	30	37,5	50	62,5
Fiyatlandırmada Değişiklik	68	85,0	12	15,0
Tanıtım ve Tutundurmada Artış	29	36,3	51	63,7
Ürün Değişimi ve Çeşitlendirmesi	32	40,0	48	60,0

İşletmelerin kullandıkları krediler incelendiğinde, öncelikle yurtiçinden Türk lirası bazında krediyi tercih ettikleri (% 76,3), ikinci sırada yurtiçi bankalardan döviz kredisi kullandıkları (%67,5), daha sonra prefinansmana yöneldikleri (% 27,5) görülmektedir. En az kullanılan kredi kaynağı yabancı bankalardan borçlanma olup (%26,3), % 22,5 oranında da diğer kaynaklar yer almaktadır. (Tablo 5.25)

TABLO 5.25 - KULLANILAN KREDİLERİN KAYNAKLARI

KREDİ KAYNAKLARI	EVET		HAYIR	
	N	%	N	%
Türk Bankalarından TL Kredi	61	76,3	19	23,8
Türk Bankalarından Döviz Kredisi	54	67,5	26	32,5
Prefinansman	22	27,5	58	72,6
Yabancı Bankalardan	21	26,3	59	73,8
Diğer	18	22,5	62	77,5

5.3.1.4 - Merkeze Bağımlılık Düzeyi

Ankron (1974) e göre, işletmenin döviz kuru riskinin rasyonel ve uygun bir şekilde kontrolü için, döviz ile ilgili faaliyetlerin merkezi kontrolü zorunludur. Merkezi kontrol bağı şirketlerin kendi kararları ile döviz hareketleri karşısında spekülasyon hareketlerinde bulunmasını önler.

Collier ve Davis (1985) çalışmalarında döviz kuru risk yönetiminin merkezi kontrolü ile döviz kuru riskinin aktif yönetimi arasında anlamlı bir ilişki bulunmuşlardır. Baten, Mellor ve Wan (1993) ise firma sahipliğinin işletmelerin merkezileşme derecesini etkilediğini öne sürmektedirler. Çalışmalarına konu olan Avusturyalı firmalar yabancı işletmelere göre, öte yandan özel firmalar kamu işletmelerine göre kararlarında ve döviz işlemlerinde merkeze daha az bağımlı davranabilmektedirler. İçinde bulunulan sektörün ve işletmenin uluslararasılaşma düzeyinin merkezileşme derecesi üzerinde etkisi bulunmamaktadır.

Belk ve Glaum (1990) örneklemini oluşturan 17 İngiliz firmasından sadece bir tanesinde karar almada ve döviz işlemlerinde merkezden tam bağımsız davranabilme özelliği görüldüğü, diğerlerinde önemli ölçüde merkezileşme düzeyi bulunduğunu vurgulamaktadır. Öte yandan Jilling (1976) Amerikan çokuluslu işletmelerin döviz işlemlerinde merkezileşme derecesi ile ilgili, işletmelerin % 50'sinin tamamen merkeze bağımlı, % 34'ünün merkeze bağımlı olduğunu, sadece % 2,8'inin tamamen bağımsız olduğunu belirtmiştir.

TABLO 5.26- POLİTİKALAR, KARARLAR VE DÖVİZ İŞLEMLERİNDE MERKEZE BAĞIMLILIK ÖLÇÜSÜ

MERKEZEBAGIMLILIK DERECESESİ	POLİTİKA VE KARAR LARDA BAĞIMLILIK		DÖVİZ İŞLEMLERİNDE BAĞIMLILIK	
	N	%	N	%
<i>Tamamen Bağımlı</i>	7	18,4	8	21,0
<i>Büyük Ölçüde Bağımlı</i>	14	36,8	10	26,4
<i>Orta Düzeyde Bağımlı</i>	5	13,1	3	7,9
<i>Büyük Ölçüde Bağımsız</i>	9	23,8	11	28,9
<i>Tamamen Bağımsız</i>	3	7,9	6	15,8
Toplam	38	100	38	100

Soru formunda holding veya çokuluslu işletmelere bağlı işletmelerin politika ve kararlarında ve döviz işlemlerinde merkeze bağımlılık derecelerini ölçmek için 21 inci soruya verilmiştir. Bu soru iki bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde politika ve kararlarda merkeze bağımlılık düzeyi, ikinci soruda ise döviz işlemlerinde merkeze bağımlılık düzeyi 5 li ölçek ile sorulmuştur. Yanıtlar işletme sayıları ve yüzde dağılımı olarak Tablo 5.26'de sunulmaktadır. Tabloda da görüldüğü üzere, politika ve kararlarda bağımlılık açısından soru formunu yanıtlayan 38 işletmenin % 36,8'i büyük ölçüde merkeze bağımlı, % 23,8'i büyük ölçüde bağımsız, % 18,4'ü tamamen bağımlı, % 13,1'i orta düzeyde bağımlıdır. Yalnızca üç işletme politika ve kararlarında tamamen bağımsız davranabildiğini belirtmiştir. Döviz işlemlerinde merkeze bağımlılık açısından ise, işletmelerin % 28,9'u büyük ölçüde bağımsız, % 26,4'ü büyük ölçüde bağımlı, % 21'i tamamen bağımlı, % 7,9'u orta düzeyde bağımlıdır. Döviz işlemlerinde merkezden tamamen bağımsız davranabilen işletme sayısı, politika ve kararlarda tamamen bağımlı davranan işletme sayısından daha fazladır. İşletmelerin % 15,8'i döviz işlemlerinde tamamen bağımsız davrandığını vurgulamaktadır.

Çokuluslu işletmelerin finansal tablolarını hazırlarken kullandıkları para birimi araştırıldığında 12 firmadan 10 tanesinin dolar, 1 tanesinin mark, bir tanesinin fransız frangı ile finansal tablolarını hazırladıkları görülmektedir. Yine çokuluslu işletmelerin finansal tabloları hazırlarken esas alınan döviz kurunun 5'inde tarihi, 2'sinde ortalama kurlar olduğu görülmüş, iki çok uluslu işletme bu soruya yanıt vermemiştir. Finansal tablolarda esas alınacak kurun kararı ise, 2 işletmede merkezden bildirilirken, 5 işletmede TC. Merkez Bankası kurları kullanılmaktadır.

İşlem yapılan döviz sayısı olarak, 2 işletme 10 değişik döviz ile işlem yaparken, işletmelerin çoğunluğu 3-4-5 çeşit döviz ile işlem yapmaktadır.

En çok işlem yapılan döviz cinsleri olarak değerlendirildiğinde 71 işletme Dolar, 66 işletme Mark, 44 işletme Fransız Frangı ile işlem yaparken, Pound, Lire ve Hollanda Florini en çok işlem yapılan diğer döviz cinsleri arasında yer almaktadır.

5.3.2- TEST İSTATİSTİKLERİ

Bu kısımda firma sahipliği, dışa açıklık oranları, satış hacimlerinin, döviz kuru değişikliklerinden etkilenme derecelerinin, işletmelerin döviz kuru risk yönetim politikaları ve bu riskten korunmaya karşı kullandıkları araçları ve uyguladıkları stratejiler üzerindeki etkilerini saptamak amacı ile t-testi, χ^2 (Chi-square) analizi, korelasyon analizi ve ANOVA analizi uygulanmıştır. Analizler ve çalışma bulguları tablolar yardımı ile aşağıda ayrıntılı olarak tartışılacaktır.

Şimdiye dek yapılan analizlerde, hemen vurgulayalım ki işletmeler firma sahipliğine göre üç ana grupta toplanmışlardır: 1- yüzde yüz yerli sermayeli 2- yüzde yüz yabancı sermayeli 3- yabancı ortaklı. Bu kısımda uygulanacak istatistik testlerde ise, işletmeler, firma sahipliğine göre ikili ayrıma tabi tutulmuşlardır. 1- Birinci grubu yerli

sermayeli firmalar 2- yüzde yüz yabancı sermayeli firmalar ile yabancı ortaklı firmalar birarada yabancı ortaklı firmalar adı altında ikinci grubu oluşturmuştur.

Öte yandan ihracat oranı, ithalat oranı ve satış hacimlerine göre firmalar arasındaki farklılıkları test etmek amacı ile ANOVA analiz uygulanmıştır. Bu analizi gerçekleştirmek için , bu kısımda yapılan değişiklikler şunlardır: 1- İhracat oranına göre daha önce dört grupta toplanan firmalar üç grupta toplanmışlardır. İhracat oranı % 0-25 olanlar, % 26-50 olanlar ve % 51 - 100 olanlar şeklinde. 2- İthalat oranları daha önce dört grupta toplanmış iken, ihracat oranı ile aynı şekilde sınıflanarak, üç grupta toplanmışlardır. 3- Daha önce beş grupta değerlendirilen satış hacmi dört grupta toplanmıştır. 400-2,499 milyar, 2,500-4,999 trilyon, 5- 7,499 trilyon ve 7,500 trilyonun üstü şeklinde.

5.3.2.1. Firma Sahipliği, Dışa Açıklık Oranı ve Satış Hacmine Göre Döviz Kuru Değişikliklerinden Etkilenme Derecesi

Örnekleme yer alan işletmelerin döviz kuru değişikliklerinde etkilenme düzeylerinin firma sahipliğine göre, diğer bir deyişle yerli veya yabancı sermayeli işletme olmasına göre farklılık göstermesini test etmek amacı ile t-testi uygulanmıştır. Test sonuçları Tablo 5.27 den de izleneceği üzere, yerli ve yabancı sermayeli işletmelerin döviz kuru değişikliklerinden etkilenme derecelerinin aritmetik ortalamaları arasında, .05 önem düzeyinde anlamlı bir farklılığın var olduğunu göstermektedir. Elde edilen bulgulara göre yabancı sermayeli işletmelerin döviz kuru değişikliklerinden etkilenme düzeyi daha yüksektir. Yabancı sermayeli işletmelerin etkilenme derecesini simgeleyen aritmetik ortalama 2,88, yerli sermayeli işletmelerin ortalaması 2,55 tir. Öte yandan, ihracat oranı, ithalat oranı ve satış hacmi değişkenlerinin, işletmelerin döviz kuru değişikliklerinden etkilenme dereceleri arasında farklılığın var olup olmadığını saptamak amacı ile uygulanan tek yönlü varyans analizi (ANOVA) sonuçlarına göre, Tablo 5.27 de görüldüğü üzere işletmelerin arasında bir farklılık gözlenmemiştir.

TABLO 5.27-FİRMA SAHİPLİĞİ, DIŞA AÇIKLIK ORANI VE SATIŞ HACMİNE GÖRE DÖVİZ KURU DEĞİŞİKLİKLERİNDEN ETKİLENME DERECESESİ

FİRMA SAHİPLİĞİ	X	S	TEST	P
Yerli	2,55	.59	t=2,94	.05**
Yabancı	2,88	.33		
İHRACAT ORANI(%)				
0-25	2,52	.56	F=2,04	0,13
26-50	2,80	.40		
51-Üstü	2,63	.67		
İTHALAT ORANI(%)				
0-25	2,51	.63	F=2,11	0,13
26-50	2,78	.42		
51-üstü	2,85	.37		
SATIŞ HACMİ				
400 milyar-2.499milyar	2,55	.61	F=.20	.88
2.500milyar-4.999milyar	2,67	.54		
5.000milyar-7.499milyar	2,66	.48		
7.500milyar- üstü	2,63	.50		

** p ≤ .05, ölçek- (3- çok etkilenmekte, 2- biraz etkilenmekte, 1- hiç etkilenmemekte)

5.3.2.2. Firma Sahipliği ve Çokulusluluğa Göre Döviz Kuru Etkilerine Verilen Önem

Döviz kuru etkilerinden muhasebe etkisi, işlem etkisi ve ekonomik etkiye verilen önem derecesinin, i) yerli ve yabancı sermayeli firmalar ile ii) çokuluslu firmalar ve diğer işletmelerin arasında farklılığı test etmek amacı ile yapılan t-testi sonuçları Tablo 5.28'de sunulmuştur. t-testi bulgularına göre; muhasebe etkisine işletmelerin verdikleri önem yerli ve yabancı firmalar açısından farklılık göstermektedir. Yabancı firmalar muhasebe etkisine daha

fazla önem vermektedirler. Yerli işletmelerin muhasebe etkisine verdikleri önem düzeyinin ortalama değeri 2,82 iken, yabancı işletmelerin ortalama değeri 2,39 olarak elde edilmiştir. İki grup işletme ortalamaları arasında görülen bu farklılık .10 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Yabancı işletmelerin muhasebe etkisine verdikleri önemin daha fazla olması, yabancı işletmelerin finansal tablolarını yabancı paraya çevirme işlemleri nedeni ile daha fazla oranda bu etki ile karşılaşmalarından kaynaklanmaktadır.

Muhasebe etkisine verilen önem çokuluslu işletmeler ile diğer işletmeler arasında farklılık göstermemektedir. İşletmelerin yerli veya yabancı ve çokuluslu olmasına göre işlem etkisi ile ekonomik etkiye verilen önem konusunda bir farklılık görülmemektedir.

TABLO 5.28- FİRMA SAHİPLİĞİ VE ÇOKULUSLULUĞA GÖRE DÖVİZ KURU ETKİSİNE VERİLEN ÖNEM DÜZEYİ

FİRMA SAHİPLİĞİ	MUHASEBE ETKİSİ				İŞLEM ETKİSİ				EKONOMİK ETKİ			
	X	S	t- testi	P	X	S	t- testi	P	X	S	t- testi	P
Yerli	2,82	1,14	-1,85	.07*	1,27	.55	.22	.82	1,59	.65	-1,03	.30
Yabancı	2,39	.72			1,23	.43			1,76	.437		
ÇOK ULUSLU												
ÇUŞ	2,45	1,21	.02	.98	1,27	.47	.02	.98	1,73	.46	.90	.38
Diğer	2,44	1,10			1,26	.53			1,58	.65		

* $p \leq .10$

ölçek (1- birinci derece önemli, 2- ikinci derece önemli, 3- üçüncü derece önemli)

5.3.2.3. Firma Sahipliği, Dışa Açıklık Oranları ve Satış Hacimlerine Göre Birimlerin Döviz Kuru Değişikliklerini İzleme Düzeyi

İşletmelerin üst yönetim, finansman, pazarlama ve üretim birimlerinin döviz kuru değişikliğini izleme düzeyinde firma sahipliği, ihracat oranı, ithalat oranı ve satış hacmine

TABLO 5.29 - FIRMA SAHİPLİĞİ, DIŞA AÇIKLIK ORANI VE SATIŞ HACİMLERİNE GÖRE ÜST YÖNETİM, FİNANSMAN PAZARLAMA VE ÜRETİM BİRİMLERİNİN DÖVİZ KURU DEĞİŞİKLİKLERİNİ İZLEME DÜZEYİ

FAKTÖR	ÜST YÖNETİM						FİNANSMAN						PAZARLAMA						ÜRETİM					
	X	S	TEST	P	X	P	X	S	TEST	P	X	P	X	S	TEST	P	X	S	TEST	P				
FİRMA SAHİPLİĞİ																								
Yerli	2,87	.38	t=-.49	.62	2,87	.42	t=1,17	.24	2,31	.75	t=.65	.51	1,79	.67	t=-.48	.63								
Yabancı	2,82	.53			3	00			2,17	.73			1,88	.69										
İHRACAT																								
ORANI(%)																								
0-25	2,76	.55	F=1,71	.19	2,97	.17	F=2,97	0,15	2,20	.77	F=2,21	.11	1,76	.69	.33	.71								
26-50	2,96	.19			2,96	.19			2,50	.58			1,88	.65										
51-üstü	2,90	.30			2,72	.64			2,63	.67			1,91	.54										
İTHALAT																								
ORANI (%)																								
0-25	2,86	.44	F=.29	.99	2,93	.26	F=.45	.63	2,24	.74	F=1,60	.21	1,86	.69	.04	.95								
26-50	2,85	.41			2,85	.33			2,56	.66			1,91	.59										
51-üstü	2,75	.43			2,67	.28			2,14	.89			1,85	.69										
SATIŞ																								
HACMİ																								
400-999																								
milyar	2,66	.68	F=1,75	.16	2,83	.51	F=1,10	.35	2,05	.80	.73	.53	1,50	.70	1,56	.20								
1000-2499																								
milyar	2,89	.41			2,85	.44			2,39	.78			1,82	.67										
5000-7499																								
milyar	2,90	.43			3,00	.00			2,33	.73			1,95	.59										
7500milyar-üstü																								
üstü	2,54	.68			3,00	.00			2,27	.78			1,81	.75										

ölçek (3- çok yakından izlemekte, 2- biraz izlemekte, 1- hiç izlememekte)

göre farklılığın var olup olmadığına ilişkin yapılan analiz sonuçlarına göre birimlerin döviz kuru değişikliklerinin düzeyleri açısından bir farklılık bulunmadığı görülmektedir. (Tablo 5.29)

5.3.2.4. Dışa Açıklık Oranına Göre 5 Nisan 1994 Kararlarının İşletmelere Etkisi

5 Nisan 1994 kararlarının dışa açıklık oranlarına göre örneklem firmaları üzerindeki etkilerinin, farklılık gösterip göstermediğini saptamak için ANOVA analizi uygulanmıştır. Bu analiz bulguları Tablo 5.30'da yer almaktadır. Görüleceği üzere, ihracat oranı % 0-25 arasında olan işletmelerin 5 Nisan kararlarından etkilenme düzeyinin ortalaması 1,38, ihracat oranı % 26-50 arasında olan işletmelerin 1,76, % 51 ve üzerinde ihracat oranı olan işletmelerin ortalaması 1,83 dür. Bu bulgulara göre, ihracat oranı arttıkça döviz dalgalanmalarının etkisi artmaktadır. Test istatistiklerine göre, ihracat oranlarına göre .01 önem düzeyinde firmalar arasında istatistiki olarak farklılık görülmektedir.

Öte yandan ithalat oranı açısından da benzer bir durum söz konusudur. 5 Nisan kararlarının işletmeler üzerindeki etkisi ithalat oranı daha yüksek olanlarda daha fazladır. Tabloda da görüldüğü üzere ithalat oranı % 0-25 olan işletmelerde 5 Nisan kararlarının etkisinin ortalaması 1,48, ithalat oranı % 26-50 ve % 51 ve üstü olan işletmelerde sırası ile 1,56 ve 1,93 tür. İthalat oranı yüksek olan işletmelerin 5 Nisan kararları ile görülen döviz kuru dalgalanmalarından etkilenme oranı yüksektir. 5 Nisan kararlarının firmalar üzerindeki etkisi ithalat oranlarına göre .05 önem düzeyinde farklılık göstermektedir.

5 Nisan 1994 kararlarından etkilenme düzeyi ile 5 Nisan sonrası döviz kuru değişikliklerini izleme düzeyi arasında ilişkiyi saptamak için korelasyon analizi uygulanmıştır. Analiz sonuçlarına göre pozitif ve anlamlı bir ilişkinin bulunduğu saptanmıştır ($r=.19$, $P=.08$). Bu bulguya göre, 5 Nisan kararlarından etkilenme düzeyi arttıkça, 5 Nisan sonrası döviz kuru değişikliklerini izleme düzeyide artmıştır.

TABLO 5.30- DIŞA AÇIKLIK ORANINA GÖRE 5 NİSAN 1994 KARARLARININ İŐİŐETMELERE ETKİŐİ

<i>İHRACAT ORANI (%)</i>	<i>X</i>	<i>S</i>	<i>TEST F</i>	<i>P</i>
<i>0-25</i>	1,38	.73	4,84	.010*
<i>26-50</i>	1,76	.95		
<i>51-Üstü</i>	1,83	.89		
<i>İTHALAT ORANI (%)</i>				
<i>0-25</i>	1,48	.82	3,25	.045**
<i>26-50</i>	1,56	.89		
<i>51-üstü</i>	1,93	.84		

** $p \leq .05$

*** $p \leq .01$

Ölçek: (3- çok etkiledi, 2- biraz etkiledi, 1- hiç etkilemedi)

5.3.2.5. Firma Sahipliği, Dışa Açıklık Oranı ve Satış Hacimlerine Göre Yönetimin Riske Karşı Tutumu ve Spekülatif Döviz İŞlemi

İŞletmelerin spekülatif amaç ile döviz alım ve satımında bulunmasının firma sahipliği, ihracat oranı ve ithalat oranına göre farklılık gösterip göstermediği saptamak amacı ile yapılan analiz sonuçları Tablo 5.31 de yer almaktadır. İŞletmelerin spekülatif amaç ile döviz alım satımı işletmenin yerli veya yabancı sermayeli olması ve dışa açıklık oranına (ihracat ve ithalat oranı) göre istatistiksel açıdan anlamlı bir farklılık göstermemektedir.

Korelasyon Analizi: i-Spekülatif amaç ile döviz alım satımı ile döviz kuru değişikliklerini izleme düzeyi, ii- Spekülatif amaç ile döviz alım satımı ile döviz kuru

değişikliklerinden etkilenme düzeyi için yapılan korelasyon analizi sonuçları bu değişkenler arasında anlamlı bir ilişki olmadığını göstermiştir. [i- için ($r=.115$, $p=.30$)], [ii- için ($r=.113$, $p=.31$)]

TABLO 5.31-FİRMA SAHİPLİĞİ, DIŞA AÇIKLIK ORANI VE SATIŞ HACİMLERİNE GÖRE SPEKÜLATİF AMAÇ İLE DÖVİZ ALIM SATIMI

<i>FİRMA SAHİPLİĞİ</i>	<i>X</i>	<i>S</i>	<i>TEST</i>	<i>P</i>
<i>Yerli</i>	1,27	.48	$t=1,25$.215
<i>Yabancı</i>	1,11	.33		
İHRACAT ORANI (%)				
<i>0-25</i>	1,23	.49	$F=.52$.592
<i>26-50</i>	1,19	.40		
<i>51-üstü</i>	1,36	.50		
İTHALAT ORANI (%)				
<i>0-25</i>	1,34	.55	$F=2,06$.136
<i>26-50</i>	1,08	.28		
<i>51-üstü</i>	1,28	.48		

Ölçek (3- her zaman, 2- bazen, 1- hiçbir zaman)

Öte yandan, işletmelerin döviz kuru riski üstlenme ölçüleri üzerinde firma sahipliği, ihracat oranı ve ithalat oranının etkilerinin var olup olmadığını saptamak için yapılan analiz sonuçları Tablo 5.32’de sunulmuştur. Elde edilen bulgular, her üç değişkeninde işletmelerin döviz kuru riski üstlenme düzeyleri üzerinde bir etkisi bulunmadığını ortaya koymuştur.

Korelasyon Analizi: i) Döviz kuru riskini üstlenme düzeyi ile döviz kuru değişikliklerinden etkilenme düzeyi, ii) Döviz kuru riskini üstlenme düzeyi ve döviz kuru değişikliklerini izleme düzeyi arasında yapılan korelasyon analizinde de (i) ve (ii) için anlamlı bir ilişkinin bulunmadığını göstermiştir. [i-için ($r=.14$, $p=.19$)],[ii- için ($r=.23$, $p=.30$)]

TABLO 5.32-FİRMA SAHİPLİĞİ VE DIŞA AÇIKLIK ORANINA GÖRE YÖNETİMİN DÖVİZ RİSKİNE KARŞI TUTUMU

<i>FİRMA SAHİPLİĞİ</i>	<i>X</i>	<i>S</i>	<i>TEST</i>	<i>P</i>
<i>Yerli</i>	1,33	.83	$t=1,69$.315
<i>Yabancı</i>	1,25	.62		
<i>İHRACAT ORANI (%)</i>				
<i>0-25</i>	1,29	.52	$F=1,57$.213
<i>26-50</i>	1,57	.70		
<i>51-üstü</i>	1,36	.67		
<i>İTHALAT ORANI (5)</i>				
<i>0-25</i>	1,35	.94	$F=1,85$.255
<i>26-50</i>	1,44	.85		
<i>51-üstü</i>	1,41	.70		

Ölçek (1- hiçbir şekilde risk üstlenmez, 2- bazen risk üstlenir, 3- her zaman risk üstlenir)

5.3.2.6- Firma Sahipliği ve Dışa Açıklık Oranına Göre Türk Lirasının Değer

Kaybetmesine Karşı Uygulanacak İşletme Stratejilerinin Karşılaştırması

Türk lirasının değer kaybetmesi beklentisi içinde olan işletmelerin kısa dönemli uygulayabilecekleri stratejilerin yerli ve yabancı sermayeli işletmeler açısından farklılık gösterip göstermediğini test etmek amacı ile t-testi uygulanmıştır. Tablo 5.33' den de izlenebilen analiz bulgularına göre, işletmelerin yerli veya yabancı sermayeli olması halinde uygulanan stratejilerin arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir farklılık bulunmamaktadır.

TABLO 5.33-TÜRK LİRASININ DEĞER KAYBETMESİ HALİNDE UYGULANAN STRATEJİLERİN YERLİ VE YABANCI FİRMALAR AÇISINDAN KARŞILAŞTIRMASI

STRATEJİLER	YERLİ		YABANCI		t-değeri	P
	X	S	X	S		
<i>Üretimde Girdi Oranının</i>						
<i>Ayarlanması</i>	2,40	.72	2,11	.86	1,36	.18
<i>Verimliliğe Önem Vermek</i>	2,64	.74	2,52	.80	.57	.57
<i>TL Kasa Mevcudunu</i>						
<i>Azaltmak</i>	2,23	.85	1,94	.90	1,21	.23
<i>TL Kredili Satışları</i>						
<i>Azaltmak</i>	2,54	2,76	2,23	.83	.45	.65
<i>Döviz Alacaklarının</i>						
<i>Tahsilatını Yavaşlatma</i>	1,79	.80	1,65	.78	.65	.51
<i>İthalatın Hızlanması</i>	2,26	.79	1,94	.83	1,46	.15
<i>TL Borç Ödemelerinin</i>						
<i>Geciktirilmesi</i>	1,92	.84	2,00	.71	-.31	.75
<i>TL Alacaklarının Tahsilat</i>						
<i>Hızlandırılması</i>	2,70	.62	2,64	.61	.32	.75
<i>Borç ve Alacakların Aynı</i>						
<i>Döviz Cinsinden Olması</i>	2,10	.83	2,23	.83	-.56	.57
<i>Birden Fazla Döviz ile</i>						
<i>İşlem Yapılması</i>	2,07	.77	2,12	.78	-.22	.83

ölçek: (3- her zaman, 2- arasıra, 1- hiçbir zaman)

Yukarıda sözedilen, Türk lirasının değer kaybetmesi beklentisi ile uygulanabilecek kısa dönemli stratejilerin, işletmelerin dışa açıklık oranına göre farklılık gösterip göstermediği tek yönlü varyans analizi ile test edilmiştir. Analiz sonucu elde edilen bulgular Tablo 5.34 ve 5.35 de sunulmuştur. Tablo 5.34'in incelenmesinden de görüleceği üzere bu stratejilerin ortalamaları arasında ihracat oranlarına göre, firmalar arasında anlamlı bir farklılık görülen tek 'strateji borç ve alacakların aynı döviz cinsinden olmasıdır.

TABLO 5.34-TÜRK LİRASININ DEĞER KAYBETMESİ HALİNDE UYGULANAN STRATEJİLERİN İHRACAT ORANINA GÖRE KARŞILAŞTIRMASI

STRATEJİLER	İHRACAT ORANI						F TEST	P
	0-25		26-50		51-100			
	X	S	X	S	X	S		
<i>Üretimde girdi oranı</i>								
<i>ayrılanması</i>	2,38	.77	2,24	.78	2,27	.79	.26	.77
<i>Verimliliğe önem vermek</i>	2,61	.73	2,52	.87	2,91	.30	1,05	.35
<i>TL kasa mevcudunu</i>								
<i>azaltma</i>	2,09	.83	2,24	.92	2,09	.94	.23	.79
<i>TL kredili satışları azalt</i>	2,20	.76	2,32	.94	2,35	.87	1,63	.20
<i>Döviz alacaklarının</i>								
<i>tahsilini yavaşlatma</i>	1,85	.74	1,88	.88	1,45	.69	1,26	.29
<i>İthalat hızlandırılması</i>	2,09	.79	2,36	.81	2,18	.87	.81	.45
<i>TL borç ödemelerini</i>								
<i>geciktirme</i>	1,94	.77	2,12	.88	1,54	.69	1,95	.15
<i>TL alacaklarının tahsilini</i>								
<i>hızlandırma</i>	2,59	.70	2,80	.57	2,73	.47	.85	.43
<i>Borç ve alacakların aynı</i>								***
<i>döviz olması</i>	1,79	.77	2,52	.71	2,63	.67	9,44	01
<i>Birden fazla döviz ile</i>								
<i>işlem yapma</i>	2,18	.76	2,04	.79	1,82	.75	.94	.40

*** $p \leq .01$, ölçek: (3- her zaman, 2- arasıra, 1- hiçbir zaman)

İhracat oranı arttıkça bu stratejinin uygulanma oranı için elde edilen ortalama değerler yükselmektedir. İhracat oranı % 0-25 arasında olan firmalar için ortalama değer 1,79, % 26-50 ihracat oranına sahip firmalar için 2,52, % 51 ve üzerinde ihracat oranı olan firmalar için elde edilen ortalama değer ise 2,63 dır. Yapılan ANOVA analizi ‘borç ve alacakların aynı döviz cinsinden ayarlanması’ stratejisinin .01 önem düzeyinde işletmelerin ihracat oranlarına göre farklılık gösterdiğini ortaya çıkartmıştır.

Stratejiler üzerinde ithalat oranlarının etkisi incelendiğinde ise, ‘üretimde girdi oranının ayarlanması’ stratejisinde ithalat oranı düşük olan işletmelerin ortalamalarının daha yüksek olduğu görülmektedir. İşletmeler arasında saptanan farklılık .05 önem düzeyinde anlamlıdır. ‘Verimliliği arttırmaya önem verme’ stratejisi için ithalat oranlarına göre firmalar arasında .10 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık gözlenmiştir. Öte yandan ‘borç ve alacakların oranının aynı döviz cinsinden olarak ayarlanması’ stratejisi işletmelerin ihracat oranına göre değişiklik gösterdiği gibi, ithalat oranlarına göre de değişiklik göstermektedir. Bu gözlemlenen farklılık .10 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

TABLO 5.35- TÜRK LİRASININ DEĞER KAYBETMESİ HALİNDE UYGULANAN STRATEJİLERİN İTHALAT ORANINA GÖRE KARŞILAŞTIRMASI

STRATEJİLER	İTHALAT ORANI						F TEST	P
	0-25		26-50		51-100			
	X	S	X	S	X	S		
<i>Üretimde girdi oranı</i>								**
<i>ayarlanması</i>	2,65	.48	2,22	.85	2,14	.89	3,16	.05
<i>Verimliliğe önem vermek</i>	2,86	.44	2,43	.89	2,57	.78	2,51	.09*
<i>TL kasa mevcudunu</i>								
<i>azaltma</i>	2,31	.81	2,04	.92	2,00	1,00	.74	.48
<i>TL kredili satış azaltma</i>	2,14	.15	2,10	.87	2,14	.34	.93	.39
<i>Döviz alacaklarının</i>								
<i>tahsilini yavaşlatma</i>	1,86	.78	1,60	.89	2,00	.81	.87	.42
<i>İthalatın hızlandırılması</i>	2,14	.79	2,04	.82	2,42	.79	.61	.54
<i>TL borç ödemelerini</i>								
<i>geciktirme</i>	1,83	.76	2,13	.81	2,14	1,06	1,03	.36
<i>TL alacaklarının tahsilini</i>								
<i>hızlandırma</i>	2,79	.49	2,69	.63	2,85	.38	.33	.72
<i>Borç ve alacakların aynı</i>								*
<i>döviz cinsinden olması</i>	2,13	.83	2,17	.83	2,28	.95	.92	.08
<i>Birden fazla döviz ile</i>								
<i>işlem yapma</i>	2,03	.78	2,04	.82	2,71	.48	2,36	.11

* $p \leq .10$

** $p \leq .05$

ölçek: (3- her zaman, 2- arasıra, 1- hiçbir zaman)

5.3.2.7- Firma Sahipliği, Dışa Açıklık Oranı ve Döviz Kuru Değişikliklerinden Etkilenme Düzeyi ile Döviz Kuru Risk Politikası Geliştirilmesi İlişkisi

İşletmeler tarafından döviz kuru risk politikası geliştirilmesi ile firma sahipliği, dışa açıklık oranı ve döviz kuru değişikliklerinden etkilenme düzeyi arasında istatistiksel

bir ilişkinin varlığını araştırmak amacı ile χ^2 (chi-square) analizi uygulanmıştır. Analiz sonucu, şletmelerin döviz kuru riskine karşı politika geliştirmesi ile ihracat oranları arasında istatistiksel açıdan .01 önem düzeyinde anlamlı bir ilişkinin olduğunu göstermiştir ($\chi^2 = 8,86, p=.01$). Tablo 5.36 incelendiğinde ihracat oranı % 0-25 arasında olan şletmelerin sadece % 54,5'inin döviz kuru riskine karşı politika geliştirdikleri görülürken, ihracat oranı % 26-50 ve % 51'in üzerinde olanlarda bu oranlar sırası ile % 84,6 ve % 90,6 ya çıkmaktadır. Diğer bir değişle, ihracat oranı artışı ile birlikte döviz kuru riskine karşı politika geliştirme oranı artmaktadır. İhracat oranı ile döviz kuru riskine karşı politika geliştirilmesi arasında bir ilişki görülmesine karşın, firma sahipliği, ithalat oranı ve döviz kuru değişikliklerinden etkilenme düzeyi ile döviz kuru riskine karşı politika geliştirilmesi arasında istatistiksel açıdan bir ilişki saptanmamıştır.

TABLO 5.36- FİRMA SAHİPLİĞİ, DIŞA AÇIKLIK ORANI VE DÖVİZ KURU DEĞİŞİKLİKLERİNDEN ETKİLENME DÜZEYİ İLE DÖVİZ KURU RİSK POLİTİKASI GELİŞTİRİLMESİ İLİŞKİSİ

FAKTÖR	DÖVİZ KURU RİSK POLİTİKASI GELİŞTİRİLMESİ			
	EVET (%)	HAYIR (%)	TEST χ^2	P
FİRMA SAHİPLİĞİ				
<i>Yerli</i>	66,5	33,3	.58	.443
<i>Yabancı</i>	76,5	23,5		
İHRACAT ORANI (%)				
<i>0-25</i>	54,5	45,5	8,86	.011***
<i>26-50</i>	84,6	15,4		
<i>51-100</i>	90,9	9,11		
İTHALAT ORANI (%)				
<i>0-25</i>	69,0	31,0	2,47	.289
<i>26-50</i>	86,4	13,6		
<i>51-100</i>	85,7	14,3		
DÖVİZ KURU DEĞİŞİKLİKLERİNDEN ETKİLENME DERECESESİ				
<i>Çok Etkilenmekte</i>	73,6	26,4	2,96	.226
<i>Biraz Etkilenmekte</i>	60,9	39,1		
<i>Hiç Etkilenmemekte</i>	33,3	66,7		

*** $p \leq .01$

5.3.2.8- Firma Sahipliği, Dışa Açıklık Oranı ve Döviz Kuru Değişikliklerinden Etkilenme Düzeyi ile Forward, Futures, Options ve Swap Kullanım Düzeyi İlişkisi

Firma sahipliği, dışa açıklık oranı ve döviz kuru değişikliklerinden etkilenme düzeyi ile yeni finans tekniklerinden olan forward, futures, options ve swap kullanımı arasındaki ilişkiyi analiz etmek amacı ile χ^2 analizi uygulanmıştır. Elde edilen bulgulara göre, sözü edilen korunma teknikleri arasında sadece options kullanımı ile firma sahipliği ve ihracat oranı arasında istatistiksel olarak sırası ile .05 ve .10 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Tablo 5.37’de görüldüğü üzere options kullanan firmalar arasında yabancı işletmelerin oranı daha yüksektir. Yabancı işletmelerin % 23,52 döviz kuru riskinden korunma amacı ile optionstan yararlanırken, yerli işletmelerin sadece % 6,9’u options kullanmaktadır. İhracat oranı açısından değişkenler arasındaki ilişki incelendiğinde ise, ihracat oranı ile options kullanımı arasında .10 önem düzeyinde istatistiksel bir ilişkinin varlığı saptanmıştır. İhracatı % 51 ve üzerinde olan işletmelerin % 27,1’i options kullanırken, ihracat oranı % 26-50 arasında olan işletmelerin % 8,8’i , ihracat oranı %0-25 olan işletmelerin sadece % 3,8’i options kullanmaktadır. İhracat oranı yüksek işletmelerin options kullanım oranı daha yüksektir. Öte yandan, forward, futures ve swap kullanım düzeyi ile firma sahipliği, ihracat oranı, ithalat oranı ve döviz kuru değişikliklerinden etkilenme oranı arasında ilişki bulunmamaktadır.

TABLO 5.37- FİRMA SAHİPLİĞİ,DIŞ TİCARET ORANI VE DÖVİZ KURU DEĞİŞİKLİKLERİNDEN ETKİLENME DÜZEYİNİN FORWARD, FUTURES, OPTİON VE SWAP KULLANMA DÜZEYİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

FAKTÖR	FORWARD				FUTURES				OPTIONS				SWAP			
	E	H	χ^2	P	E	H	χ^2	P	E	H	χ^2	P	E	H	χ^2	P
FİRMA SAHİPLİĞİ																
Yerli	32,8	67,2	1,16	.280	5,2	94,8	.013	.909	6,9	93,1	3,81	.050**	12,1	87,9	.001	.972
Yabancı	47,1	52,9			5,9	94,1			23,5	76,5			11,8	88,2		
İHRACAT ORANI(%)																
0-25	32,4	67,6	.67	.714	-	100	3,98	.136	3,8	96,2	4,85	.088*	11,8	88,2	2,72	.256
26-50	38,5	61,5			11,5	88,5			8,8	91,2			7,7	92,3		
51-100	45,5	54,5			9,3	90,9			27,1	72,7			27,3	72,7		
İTHALAT ORANI(%)																
0-25	34,5	65,5	1,21	.544	-	100	3,40	.182	6,9	93,1	1,39	.497	12,8	86,2	1,38	.499
26-50	39,1	60,9			8,7	91,3			17,4	82,6			17,4	82,6		
51-100	57,1	42,9			14,3	85,7			14,3	85,7			-	100		
DÖVİZKURU																
DEĞİŞİKETDERECE																
Çok Etkilenme	39,6	60,4	3,16	.205	5,7	94,3	.24	.886	11,3	88,7	.51	.774	11,3	88,7	.41	.811
Biraz Etkilenme	25,0	75,0			4,2	95,8			8,3	91,7			12,5	87,5		
Hiç Etkilenme	-	100			-	100			-	100			-	100		

* $p \leq .10$ ** $p \leq .05$

5.3.2.9. Firma Sahipliği, Dışa Açıklık Oranı ve Dvız Kuru Değişikliklerinden Etkilenme Düzeyine Göre Pazarlama Stratejileri Uygulaması

İşletme sahipliği, dışa açıklık oranı ve dvız kuru değişikliklerinden etkilenme düzeyi ile dvız kuru riskinden korunmak için uygulanabilecek uzun dönemli stratejiler arasında yer alan pazarlama stratejileri ilişkisini gösteren χ^2 analiz bulguları Tablo 5.38'de sunulmuştur. Tabloda da görüleceği üzere, pazarlama stratejilerinden 'fiyatlandırmada değişiklik' ile dvız kuru değişikliklerinden etkilenme derecesi arasında .05 önem düzeyinde anlamlı bir ilişki saptanmıştır. İşletme sahipliği, ihracat oranı, ithalat oranı ve dvız kuru değişikliklerinden etkilenme derecesi ile diğer pazarlama stratejileri arasında yer alan pazar seçiminde değişiklik, pazar bölümünde değişiklik, tanıtım ve tutundurmada değişiklik ve ürün değişimi stratejileri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki saptanmamıştır.

TABLO 5.38-. FIRMA SAHİPLİĞİ,DIŞ TİCARET ORANI VE DÖVİZ KURU DEĞİŞİKLİKLERİNDEN ETKİLENME DÜZEYİNİN PAZAR STRATEJİLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

FAKTÖR	PAZAR SEÇİMİNDE PAZAR BÖLÜMÜNDE FİYATLANDIRMA				TANITIM- TUTUNDURMADA				ÜRÜN DEĞİŞİMİ											
	DEĞİŞİKLİK		DEĞİŞİKLİK		DEĞİŞİKLİK		DEĞİŞİKLİK		DEĞİŞİKLİK		DEĞİŞİKLİK		DEĞİŞİKLİK							
	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%						
	E	H	χ^2	P	E	H	χ^2	P	E	H	χ^2	P	E	H	χ^2	P				
FİRMA SAHİPLİĞİ																				
Yerli	48,3	51,7	.10	.92	37,9	62,1	.45	.49	89,7	10,3	1,97	.15	34,5	65,5	1,88	.17	43,1	56,9	.19	.88
Yabancı	47,1	52,9			47,1	52,9			76,5	23,5			52,9	47,1			41,2	58,8		
İHRACAT ORANI																				
0-25	44,1	55,9	1,93	.38	38,2	61,8	.43	.80	88,2	11,8	.95	.62	38,2	61,8	3,31	.19	41,2	58,8	.63	.72
26-50	61,5	38,5			46,2	53,8			80,8	19,2			50,0	50,0			42,3	57,7		
51-100	45,5	54,5			45,5	54,5			90,9	9,1			18,2	81,8			54,5	45,5		
İTHALAT ORANI																				
0-25	58,6	41,4	2,07	.35	34,5	65,5	3,22	.19	89,7	10,3	.13	.93	27,6	72,4	3,31	.19	34,5	65,5	3,72	.15
26-50	39,1	60,9			39,1	60,9			87,0	13,0			47,8	52,2			52,2	47,8		
51-100	57,1	42,9			71,4	28,6			85,7	14,3			57,1	42,9			71,4	28,6		
DÖVİZ KURU DEĞİŞİK ETKİDERECESİ																				
Çok Etkilenme	47,2	52,8	.23	.89	37,7	62,3	.10	.97	86,8	13,2	7,51	.02**	41,5	58,5	2,65	.26	43,4	56,6	.56	.75
Biraz Etkilenme	47,8	52,2			39,1	60,9			91,3	8,7			30,4	69,6			34,8	65,2		
Hiç Etkilenme	33,3	66,7			33,3	66,7			33,3	66,7			-	100			33,3	66,7		

* *p ≤ .05

5.3.2.10. Firma Sahipliğine Göre Yurtdışı Bankalardan Kredi Kullanım Düzeyi

Yurtdışı bankalardan kredi kullanım düzeyi ile firma sahipliği arasındaki ilişkiyi gösteren χ^2 analiz bulguları Tablo 5.39 da yer almaktadır. İşletme sahipliği ile yurtdışı bankalardan kredi kullanma düzeyi arasında .01 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Yabancı işletmelerin yurtdışındaki bankalardan kredi kullanma oranı daha yüksektir. Yabancı bankaların % 52,9'u yurtdışı bankalardan sağlanan kredi imkanlarından yararlanırken, yerli işletmelerin % 21,1'i yabancı bankalardan kredi kullanmaktadırlar.

TABLO 5.39- FİRMA SAHİPLİĞİNE GÖRE YURTDIŞI BANKALARDAN KREDİ KULLANIM DÜZEYİ

<i>FİRMA SAHİPLİĞİ</i>	<i>EVET</i>	<i>HAYIR</i>	<i>TEST χ^2</i>	<i>P</i>
<i>Yerli</i>	21,1	78,9	6,55	0,01***
<i>Yabancı</i>	52,9	47,1		

*** $p \leq .01$

5.3.2.11. Firma Sahipliği ve Çokulusluluğa Göre Merkeze Bağımlılık Düzeyi

Holding şeklinde örgütlenen işletmeler ile çokuluslu işletmelerin merkeze bağımlılık dereceleri i) karar ve politikalarda merkeze bağımlılık ve ii) döviz işlemlerinde merkeze bağımlılık olarak iki açıdan ele alınmıştır. Her iki açıdan da işletmelerin firma sahipliğine göre ve çokuluslu işletmeler ile diğer işletmelerin arasında merkeze bağımlılık düzeyleri arasındaki farklılık t-testi ile analiz edilmiştir. Tablo 5.40 da görüldüğü gibi, karar ve politikalar ile döviz işlemlerinde merkeze bağımlılık düzeyi arasında yerli ve yabancı firmalar arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir farklılık

bulunmaktadır. Yabancı işletmelerin her iki alanda da merkeze bağımlılık düzeyi yüksektir. Karar ve politikalarda merkeze bağımlılık ortalaması yabancı firmalar için 3,11, yerli firmalar için 2,03, döviz işlemlerinde yabancı firmalar için 2,76, yerli firmalar için 1,95 olarak elde edilmiştir. Her iki konuda da .10 düzeyinde yerli ve yabancı sermayeli işletmeler arasında anlamlı bir farklılık bulunmaktadır.

Tablo 5.40'dan da görüleceği üzere, çokuluslu işletmelerin de merkeze bağımlılık düzeyi, diğer işletmelere göre daha fazladır. Karar ve politikalarda .05, döviz işlemlerinde .10 önem düzeylerinde merkeze bağımlılık açısından firmalar arasında anlamlı farklılık bulunmaktadır.

Döviz kuru değişikliklerinden etkilenme düzeyi ile karar ve politikalarda merkeze bağımlılık derecesi arasında korelasyon analizi yapılmış ve pozitif bir ilişki saptanmıştır ($r=.22, P=.04$) Diğer bir deyişle, döviz kuru değişikliklerinden etkilenme düzeyi arttıkça merkeze bağımlılık düzeyi artmaktadır.

TABLO 5.40- FİRMA SAHİPLİĞİNE GÖRE KARAR -POLİTİKALARDA VE DÖVİZ İŞLEMLERİNDE MERKEZE BAĞIMLILIK DÜZEYİ

FAKTÖR	KARAR VE POLİTİKA MERKEZE BAĞIMLILIK				DÖVİZ İŞLEMLERİNDE MERKEZE BAĞIMLILIK			
	X	S	TEST	P	X	S	TEST	P
FİRMA SAHİPLİĞİ			<i>t-testi</i>				<i>t-testi</i>	
<i>Yerli</i>	1,03	1,70	4,69	.08*	1,95	1,59	4,20	.09*
<i>Yabancı</i>	3,11	1,22			2,76	1,48		
ÇUŞ DİĞER İŞLETMELER								
<i>ÇUŞ</i>	2,72	1,27	2,21	.03 **	3,27	1,34	1,59	.06*
<i>Diğer İşletmeler</i>	2,40	1,91			2,33	1,87		

* $p \leq 10$ ** $p \leq .05$

Ölçek (5- tamamen merkeze bağımlı, 4- büyük ölçüde merkeze bağımlı, 3- orta düzeyde bağımlılık, 2- büyük ölçüde bağımsız, 1- tamamen bağımsız).

BÖLÜM 6

SONUÇ VE ÖNERİLER

Son yıllarda ülkelerarasında mal, hizmet ticareti ve yatırımlarda görülen artış ile birlikte dünya ekonomisi ekonomik anlamda bir bütünleşme sürecine girmiştir. Ancak ekonomik bütünleşme ülkelerde ekonomik istikrarı beraberinde getirmemektedir. Uluslararası para sisteminde 1973 yılından sonra izlenen dalgalı kur sistemi ile birlikte döviz piyasalarında artan oranda istikrarsızlık yaşanmaya başlanmıştır. Döviz piyasalarının en belirgin özelliği, belirsizlik ve yüksek oranlı dalgalanmalar şeklinde ortaya çıkmıştır. Bu piyasalarda yaşanan istikrarsızlık, işletmelerin kısa dönemli finansman kararları ve uzun dönemli stratejik kararlarını önemli ölçüde etkilemektedir. İşletmelerin uluslararası finans piyasalarında yaşanan değişimlerin farkına vararak gerek iç, gerekse de uluslararası piyasalardaki faaliyetleri üzerinde, döviz kuru değişikliklerinin kısa ve uzun dönemli maliyet ve rekabet güçleri üzerinde yarattığı olumsuz etkilerine karşı uygun politikalar geliştirme zorunluluğu vardır.

Ülkemizde, döviz kurlarında görülen dalgalanmaların sık ve önemli ölçüde olması nedeni ile, Türkiye’de faaliyet gösteren işletmeler üzerindeki döviz kuru etkisi ve döviz kuru riskine karşı işletmelerin uyguladıkları politikaları ve korunma tekniklerini inceleme gereği duyulmuştur. Bu gereksinmeyi karşılama amacı ile gerçekleştirilen bu çalışmanın bulguları aşağıda sistemli bir biçimde sunulmuştur.

6.1. İŞLETMELER ÜZERİNDEKİ DÖVİZ KURU ETKİSİ

Türkiye’de faaliyet gösteren işletmeler üzerindeki döviz kuru etkisi, döviz kuru değişiklikleri karşısında işletmelerin firma değeri, daha açık olarak varlıkları, borçları ve nakit akımlarında görülen değişiklikler 1985-1994 dönemi için, yıllık veriler ve en küçük

kareler yöntemi kullanılarak istatistiksel olarak ölçülmüştür. Yapılan analizler sonucu elde edilen bulgular şu biçimde özetlenebilir.

i) Döviz kuru etkisini ölçmek üzere kullanılan modelde, işletme varlıkları, borçları ve nakit akımlarının döviz kuru değişikliklerine duyarlılığını gösteren Beta (β) katsayısı varlıklar ve nakit akımları için pozitif ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Bu bulgu, Türk Lirasının değer kaybetmesi halinde işletmelerin varlıklarının ve nakitlerinin değerinin arttığına göstergesi olarak değerlendirilmelidir.

ii) Döviz kuru değişikliklerinin işletme borçları üzerindeki etkisi incelendiğinde, döviz kuru değişiklikleri ile borçlar arasındaki ilişkiyi gösteren (β) katsayısı işletmelerin çoğunluğu için pozitif olmasına karşın istatistiksel olarak anlamlı değildir.

iii) İşletme varlık ve nakit akımlarının toplam değişirliğinin, Amerikan Doları ve Alman Markı kurundaki değişirlik ile açıklanabilme derecesini gösteren R^2 'nin değeri yüksektir. β katsayısının pozitifliği ve anlamlılığı ile R^2 'nin yüksekliği, Türk Lirasının yabancı paralar karşısında dalgalanma göstermesi ile Türkiye'deki işletmelerin yüksek oranda döviz riski ile karşı karşıya kaldığının göstergesidir. Bu yüksek risk karşısında, işletmeler riske karşı koruyucu önlemler almak zorundadırlar.

iv) İşletme borçlarının toplam değişirliğinin, Amerikan Doları ve Alman Markı kurundaki değişirlik ile açıklanabilme derecesini gösteren R^2 değeri varlık ve nakit akımları için elde edilen R^2 değerine göre daha düşüktür. İşletme borçları ile döviz kuru değişiklikleri arasında anlamlı bir ilişkinin saptanmaması ve R^2 değerinin düşük olması, incelenen dönemde, örnekteki işletmelerin döviz üzerinden taahhüt edilmiş yüksek oranda borçlarının olmadığını göstergesi biçiminde değerlendirilebilir.

6.2. İŞLETMELERİN DÖVİZ KURU RİSKİNE YAKLAŞIMLARI VE POLİTİKALARI

Türkiye’de faaliyet gösteren işletmelerin döviz kuru risk yönetim politikalarını ortaya koymak amacı ile gerçekleştirilen ve soru formu aracılığı ile elde edilen verilerin analizi sonucunda elde edilen bulgular şu şekilde özetlenebilir:

i) Örnekleme yer alan işletmelerin % 95’i döviz kuru değişikliklerini çok yakından izlemektedirler. Döviz kurları yaygın olarak bankalar aracılığı ile izlenmektedir. Döviz kurlarındaki değişikliklerden işletmelerin % 66,3’ü ‘çok etkilendiği’ni belirtmektedirler. Döviz kuru etkilerinden muhasebe etkisi, işlem etkisi ve ekonomik etki içerisinde en önemli etkinin işlem etkisi olduğu vurgulanmaktadır. Döviz kuru değişikliklerini en yakından izleyen birim tüm işletmeler için finansman birimi olmaktadır. Üretim biriminin izleme düzeyi ise, son derece düşüktür. 5 Nisan 1994 kararları ile görülen döviz kurlarındaki değişiklikler işletmelerin % 26,3 ‘ünü ‘çok etkilemiş’, % 66,3’ünü ‘biraz etkilemiş’tir. 5 Nisan kararlarının etkileri sonucu işletmelerin % 62,3’ü döviz kuru değişikliklerini daha yakından izlemeye başlamışlardır.

Firma sahipliği, dışa açıklık oranı ve satış hacimlerine göre döviz kuru değişikliklerinden etkilenme derecesini saptamak amacı ile gerçekleştirilen analiz sonuçlarına göre, yabancı firmaların döviz kuru değişikliklerinden daha çok etkilendiği, dışa açıklık oranı ve satış hacminin döviz kuru değişikliklerinden etkilenme düzeyi üzerinde etkisi olmadığı öne sürülebilir. Firma sahipliği ve çokulusluluğa göre muhasebe etkisi, işlem etkisi ve ekonomik etkiye verilen önem düzeyi açısından; yabancı firmalar muhasebe etkisine yerli firmalara göre daha fazla önem vermektedirler. İşlem etkisi ve muhasebe etkisine yerli ve yabancı firmalar ile çokuluslu firmalar ve diğer firmaların verdiği önem düzeyleri arasında farklılık bulunmamaktadır. Firma sahipliği, dışa açıklık oranları ve satış hacimlerine göre birimlerin döviz kuru değişikliklerini izleme düzeyleri arasında farklılık yoktur. 5 Nisan 1994 kararlarının işletmeler üzerindeki etkisi ihracat ve

ithalat oranlarına göre farklılık göstermektedir. İhracat oranı ve ithalat oranı yüksek olan firmalar 5 Nisan kararlarından daha fazla etkilenmişlerdir.

ii) Türkiye'deki işletmeler risk üstlenmekten özellikle kaçınmaktadırlar. İşletmelerin % 67,5'i hiç risk üstlenmezken, % 26,3'ü orta derecede risk üstlenmektedirler. Spekülatif amaç ile döviz alım satımı yaygın değildir.

İşletmelerin döviz kuru riski üstlenme derecesi üzerinde firma sahipliği, ihracat oranı ve ithalat oranının etkisi saptanmamıştır. Spekülatif amaç ile döviz alım satımında firma sahipliği, ihracat oranı ve ithalat oranının etkisi bulunmamaktadır.

iii) İşletmelerin % 68,8'i döviz kuru riskine karşı politika geliştirmişlerdir. Döviz kuru riskinden korunma araçları arasında yurtdışında yaygın kullanılan araçlardan olan yeni finansal tekniklerden forward, futures, options ve swap içerisinde en yaygın olarak kullanılanın forward olduğu görülmektedir (% 33,8). Diğer tekniklerin kullanım oranı düşüktür. İşletmelerin % 37,6'sı hiçbir finansal teknik kullanmamaktadırlar. Türk Lirasının değer kaybetmesi halinde uygulanan kısa vadeli stratejiler arasında en yaygın olarak kullanılanların 'Türk Lirası üzerinden alacakların kısa sürede tahsil edilmesi', 'verimliliği arttırmaya önem verilmesi' ve 'Türk Lirası üzerinden kredili satışların azaltılması' olduğu görülmektedir.

İşletmelerin uzun dönemli stratejileri ile ilgili politikalar arasında yer alan nakit akım tablosu hazırlanmasında, % 55'i nakit akım tablosu hazırlamakta, nakit akım tablosu hazırlayanların ise, % 90,9'u nakit akım tablosunda döviz kuru değişikliklerini değerlendirmektedir. Yine uzun dönemli stratejilerin belirlenmesi için işletmelerin

% 63,8'i rakiplerin stratejilerini izlemekte, %45'i döviz kuru değişiklikleri karşısında rakiplerin stratejilerinin değiştiğini belirtmektedirler. Döviz kuru değişiklikleri karşısında en çok uygulanan pazarlama stratejisi 'fiyatlandırmada değişikliklerdir'. İşletmelerin en çok

kullandıkları kredi çeşidi ve kaynağı Türk Bankalarından Türk Lirası kredileri, en az kullanılanı ise yabancı bankalardan sağlanan kredilerdir.

Döviz kuru risk politikası geliştirilmesi ile ihracat oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. İhracat oranı yükseldikçe döviz kuru riskine karşı politika geliştirilmesi oranı artmaktadır. Döviz kuru riskine karşı politika geliştirilmesi ile ithalat oranı ve döviz kuru değişikliklerinden etkilenme düzeyi arasında anlamlı ilişki saptanmamıştır.

Yeni finansal tekniklerden forward, futures, options ve swap kullanım düzeyi ile firma sahipliği ve dış ticaret oranı ve döviz kuru değişikliklerinden etkilenme düzeyi arasındaki ilişki konusunda şu saptamalar yapılabilir: a) Yabancı firmaların yerli firmalara göre options kullanım düzeyi daha yüksektir. b) İhracat oranı daha yüksek olan firmaların options kullanım oranı daha yüksektir. c) Diğer tekniklerden, forward, futures ve swap kullanım düzeyi ile firma sahipliği, dış ticaret oranı ve döviz kuru değişikliklerinden etkilenme düzeyi arasında ilişki bulunmamaktadır.

Türk Lirasının değer kaybetmesi halinde uygulanan stratejiler yerli ve yabancı firmalar açısından farklılık göstermemekte, ihracat oranı açısından ise, 'borç ve alacakların aynı döviz cinsinden olması stratejisi' ihracat oranı daha yüksek olan firmalarda daha çok uygulanmaktadır. Stratejiler üzerinde ithalat oranının etkisi ise, 'üretimde girdi oranının ayarlanması' ve borç ve alacakların aynı döviz cinsinden olması' stratejilerinde görülmektedir.

Firma sahipliği, dışa açıklık oranı ve döviz kuru değişikliklerinden etkilenme düzeyi ile pazarlama stratejileri arasındaki ilişki incelendiğinde 'fiyatlandırma stratejisi' ile döviz kuru değişikliklerinden etkilenme düzeyi arasında anlamlı bir ilişki saptanmıştır. Diğer pazarlama stratejileri (pazar seçiminde değişiklik, pazar bölümünde değişiklik, tanıtım ve tutundurmada değişiklik ve ürün değişimi) ile firma sahipliği, dışa açıklık oranı ve döviz kuru değişikliklerinden etkilenme düzeyi arasında bir ilişki bulunmamaktadır.

Yurtdışı bankalardan kredi kullanım düzeyi ile firma sahipliği arasında anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Yabancı işletmelerin yurtdışı bankalardan kredi kullanım oranı daha yüksektir.

iv) Holding ve çokuluslu işletmelere bağlı çalışan işletmelerin, politika ve kararlarında merkeze bağımlılık düzeyi, döviz işlemlerinde merkeze bağımlılık düzeyine göre daha yüksektir.

Holding ve çokuluslu işletmelerin merkeze bağımlılık düzeyi firma sahipliği ve çokuluslu işletmelere göre farklılık göstermektedir. Yabancı işletmeler yerli işletmelere göre, çokuluslu işletmeler diğer işletmelere göre daha fazla merkeze bağımlıdır.

6.3. GENEL DEĞERLENDİRME

İşletmelerin büyük çoğunluğunun döviz kuru değişikliklerini yakından izlemekte olduklarını ve döviz kuru değişikliklerinden etkilendiklerini belirtmelerine rağmen, sadece % 68'i döviz kuru riskine karşı politika geliştirdiklerini ifade etmişlerdir. Döviz kuru riskinden korunmak için pek çok ülkede yaygın olarak kullanılan korunma araçları arasında yer alan forward, futures, options ve swap kullanım oranı oldukça düşüktür. Bu durumun en önemli nedenlerinden birisi, yurtiçinde futures ve options işlemlerinin yapılabileceği organize piyasaların kurulmamış olmasıdır. Bu ürünleri işletmelere gereği gibi tanıtmak için bankacılık sektörü son zamanlarda çalışmalar başlatılmış bulunmaktadır.

Uzun dönemli stratejiler arasında yer alan pazarlama stratejilerinin yeterince kullanılmaması, işletmelerin yurtdışı piyasalarda rekabet güçlerinin yeterince yüksek olmaması nedeni ile, bu alanda yaptırım güçlerinin olmamasından kaynaklanmaktadır.

İşletmeler döviz kuru değışikliklerinin işletme değeri üzerindeki uzun dönemli etkilerine neden olan ekonomik etkinin ne derece önemli olduğunun farkında değillerdir. Daha çok kısa dönemli etki olan işlem etkisi üzerinde durmaktadırlar.

6.4. ÖNERİLER

Bu çalışmada elde edilen bulgular ışığı altında şu önerilerde bulunulabilir:

a) İşletmelerin döviz kuru riskine karşı korunmak için politika geliştirmeleri ve risk yönetimine, en az işletmenin diğeri alanlarına olduğu kadar zaman ve kaynak ayırmaları gerekmektedir.

b) İşletmelerin döviz kuru riskine yeterince önem vermesi ve politikalar geliştirmesi döviz riskinden korunmak için yeterli bulunmamaktadır. Öncelikle risk yönetimi konusunda sağlıklı bir yapı oluşturulabilmesi için ülkemizde ekonomik istikrarın sağlanması gerekmektedir. İçinde yaşanan yüksek enflasyon oranı ve kamu kesiminin yüksek borçlanma ihtiyacı nedeni ile ortaya çıkan yüksek faiz oranları, döviz piyasalarında istikrarsızlık yarattığı gibi ülkemizde ileriye dönük tahminleri güçleştirmekte ve finansal piyasalarda ciddi bir belirsizliğe yol açmaktadır.

c) Risk yönetim tekniklerinin gelişmesi ve riskten korunma araçları için organize piyasaların oluşturulması için gerekli düzenlemeler yapılmalıdır.

Tekrar vurgulamalıdır ki, ülkemizde ekonomik istikrarın sağlanması ile birlikte vadeli işlem piyasaları sağlıklı bir temele oturabilir.

KAYNAKÇA

- Abdel-Malek, Talaat. 1976, 'Managing Exchange Risks under Floating Rates: The Canadian Experience', *Columbia Journal of World Business*,11:411-52.
- Adler, Michael, Bernard Dumas, 1984, ' Exposure to Currency Risk: Definition and Measurement' *Financial Management*, Summer: 41-50.
- Aggarwal, Raj, Luc A. Soenen, 1989, 'Managing Persistent Real Changes in Currency Values: The Roles of Multinational Operating Strategies', *Columbia Journal of World Business*, Fall:60-67.
- Aliber, Robert Z., Clyde P. Stickney, 1975, ' Accounting Measures of Foreign Exchange Exposure: The Long and Short of It' *The Accounting Review*, January,44-57.
- Ankrom, Robert K. 1974, 'Top Level Approach to the Foreign Exchange Problem', *Harvard Business Review*, July-August: 79-90.
- Apak, Sudi,1993, *Uluslararası Bankacılık ve Finansal Sistemler*, Emlak Bankası Yayınları, İstanbul.
- Aksel, Ayşe Eyüboğlu,1995, *Risk Yönetim Aracı Olarak Futures Piyasalar*, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No:21.
- Aytekin, Yılmaz Haluk,1994, *Bankacılıkta Döviz ve Faiz Yönetimi Teknikleri ve Türkiye Uygulaması*, Halk Bankası Eğitim Müdürlüğü Yayınları, Ankara.
- Babbie Earl,1986, *The Practice of Social Research*, Wadsworth Publishing Co. California.
- Bartov E, G.M.Bodnar,1994, 'Firm Valuation,Earnings Expectations and the Exchange-Rate Exposure Effect' *Journal of Finance* (December),1755-1786.
- Batten, Jonatten, Robert Mellor & Victor Wan, 1993, Foreign Exchange Risk Management Practices and Products Used By Australian Firms' *Journal of International Business Studies*, Third Quarters: 557-572.
- Belk, Penny A., Martin Glaum, 1990, 'The Management of Foreign Exchange Risk in UK Multinationals: An Empirical investigation', *Accounting and Business Research*, 21 (81): 3-13.
- Bodnar, Gordon M., William M. Gentry, 1993, 'Exchange Rate Exposure and Industry Characteristics: Evidence from Canada, Japan and the USA' *Journal of International Money and Finance* 12,29-45.

- Brealey Richard A, Steward C.Mayers, Alan J.Marcus, 1995, *Fundamentals of Corporate Finance*, Literatür Yayıncılık, İstanbul.
- Choi Jongmoo Jay ve Anita Méhra Prasad, 1995, 'Exchange Risk Sensitivity and Its Determinants: A Firm And Industry Analysis of U.S.Multinational' *Financial Management*, Vol 24, No:3 Autumn, 77-88.
- Collier P. & E.W.Davis, 1985, 'The Management of Foreign Exchange Risk in UK Multinationals: An Emprical Investigation. *Accounting and Business Research*, Autumn:327-34.
- Collier, P. E.W.Davis, J.B.Coates, S.G.Longden, 1990, 'The Management of Currency Risk: Case Studies of US and UK Multinationals', *Accounting and Business Research*,20(79): 206-10.
- Cornell, Bradford ,1980, 'Inflation, Relative Price Change and Exchange Risk' *Financial Management*, Autumn, 30-34.
- Cornel, Bradford, Alan C.Shapiro,1988' A Practical Method of Assessing Foreign Exchange Risk' New Development In International Finance, Edited by Joel M. Sten, Donald H.Chew,JR Basil, Blackwell, USA.
- DC.Gardner, 1989, Currency Swaps: A Practical Introduction, A DC Gardner Workbook.
- Donnelly Raymand, Edward Sheehy,1996 'The Share Price Reaction of U.K. Exporters to Exchange Rate Movements: An Empirical Study' *Journal of International Business*,First Quarter, 157-167.
- Dufey, Ginter, 1972, 'Corporate Finance and Exchange Rate Variations' *Financial Management*, Autumn, 51-57.
- _____, Ian H. Giddy, 1978, 'International Financial Planning:The Use of Market Based Forecast' *California Management Review*, Fall, 69-81.
- _____, S.L.Srinivasulu, 1983, 'The Case for Corporate Management of Foreign Exchange Risk', *Financial Management*, 12:54-62.
- Eiteman David K., Arthur I. Stonehill, Michael H.Moffet, 1992, *Multinational Business Finance*, Addison-Wesley Publishing Company, Massachusett.
- Ertek,Tümay, 1987, *Ekonometriye Giriş*, Beta Yayınları, İstanbul.
- Euromoney, 1990, 'Briefing' May, 135-137.
- Euromoney, 1990, 'Managing Corporate Risk' May, 139-141.
- Fabazzi, Frank J., Franco Modigliani, Michael G.Ferri,1994, *Foundation of Financial Markets and Institutions*, Prentice Hall Inc, NJ.

- Fama, Eugene, 1979, ' Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Emprical Work' *Journal of Finance*, December, 1129-1139
- Folks, William R., Jr, 1972, 'Decision Analysis for Exchange Risk Management', *Financial Management*, Winter.
- Garner, C.Kent Alan C. Shapiro, 1984, A Practical Method of Assessing Foreign Exchange Risk' *Midland Corporate Finance Journal*, Fall:6-17.
- Gitman, Lawrance J, Micheal D. Joehnk, 1988, *Fundamentals of Investing*, Harper & Row Publishers U.S.A.
- Gull, Don S., 1975, 'Composite Foreign Exchange Risk' *Columbia Journal of World Business*, Fall:51-69.
- Holland, John, 1993, *International Financial Management*, Blackwell Publishing Company, Cambridge.
- İktisat Bankası, 1993, Swap Teknikleri ve Uygulamaları.
- İMKB Şirketler Yıllığı 1993.
- İMKB Şirketler Yıllığı 1994.
- İMKB Şirketler Yıllığı 1995
- Jacque, Laurent L., 1979, *Management of Foreign Exchange Risk*, D.C. Health and Company Toronto, Canada.
- Jilling, Michael, 1978, *Foreign Exchange Risk Management in US Multinational Corporations*, Ann Arbor:Mich:UMI Research Press.
- Johnson, 1993, *Financial Institutions and Markets: A Global Perspective*, Mc Graw-Hill, USA.
- Jones, Charles P., 1992, *Introduction to Financial Management*, Richard D.Irwin, USA:
- Kepenek, Yakup, Nurhan Yentürk, 1994, *Türkiye Ekonomisi*, Remzi Kitapevi, İstanbul.
- Khoo Andrew, 1994 'Estimation of Foreign Exchange Exposure: An Application to Mining Companies in Australia', *Journal of International Money and Finance*, 13 (3) 342-363.
- Kırdaloğlu Selda, Figen Saklar, 1992, 'Türev Ürünler,)1990'ların Çağdaş Finans Teknikleri' *Bankacılar*, Ocak, 48-63.
- Kırım, Arman, 1990, ' Mali Risk Yönetimi Açısından Gelecek (Futures) Piyasalar' *Bankacılar* 3, Ekim, 28-32.
- _____ , 1991, 'Mali Risk Yönetimi Açısından Forward Döviz ve Faiz Piyasaları' *Bankacılar* 4, Ocak, 33-37.

- Koutsoyiannis A., 1977, *Ekonometri Kuramı*, Çevirenler: Ümit Şenesen, Gülay Günlük Şenesen, Verso A.Ş, Ankara.
- Lessard, Donald R. 1976, 'World, Country and Industry Relationships in Equity Returns: International Diversification' *Financial Analyst Journal* (January-February), 2-8.
- Levi Maurice D. 1990, *International Finance*, 2 nd ed., Mc Graw-Hill, New York.
- Logue, Dennis E. George S. Oldfield, 1977, 'Managing Foreign Assets When Foreign Exchange Markets Are Efficient'. *Financial Management*, Summer: 16-22.
- Madura, Jeff, 1989, *International Financial Management*, 2 nd ed., West Publishing, ST Paul.
- Makin, John H, 1978, Portfolio Theory and the Problem of Foreign Exchange Risk' *Journal of Finance*, May, 517-534.
- Mathur, Ike, 1982, 'Managing Foreign Exchange Risk Profitability', *Columbia Journal of World Business*, Winter: 23-30.
- Milletlerarası Ticaret Odası, 1987, *Kur Riskinin Kontrolü*.
- Moffet, Michael H., Jan Karl Karlsen, 1994, 'Managing Foreign Exchange Rate Exposure' *Journal of International Financial Management and Accounting*, 5:2, 157-175.
- Pamukçu, Ali Bülent, 1984, *Döviz Kuru Riski*, Cilt 1, Gürsoy Matbaası, İstanbul.
- Pinches George E., 1990, *Essentials of Financial Management*, Harper Row USA.
- Rodriquez, Rita M., 1981, 'Corporate Exchange Risk Management: Theme and Aberrations', *Journal of Finance*, 36 (May): 427-39.
- _____, Eugene E. Carter, 1984 (third edition) *International Financial Management*, Englewood Cliffs, N.J. : Prentice Hall, U.S.A.
- Samim, Cihangir, 1987, *Finansal Analiz*, Cilt 10, İstanbul.
- _____, 1990, *Finansal Analiz*, Cilt 13, İstanbul
- Schulman, R.G, ' Are Foreign Exchange Risks Measurable' *Columbia Journal of World Business*, May-June, 1970, 56-60.
- Seyitoğlu, 1986, *Uluslararası İktisat*, 5. Baskı, Ankara.
- Seyitoğlu Halil, 1994, *Uluslararası Finans*, Güzem Yayınları, İstanbul
- Shapiro, 1992, *Multinational Financial Management*, 4 th ed, Allyn and Bacon, USA.

- Solnik Bruno H.,1973, 'Pricing of Risk:An Emprical Investigation of World Capital Market Structure' *Journal of Finance*, 1151-1159.
- T.C Merkez Bankası Yıllık Raporları(1980-1995).
- Teoh, Hai Yap, Meng Er, 1988, Impact of Floating Exchange Rates on Company Risk Management Practices: The Australian Experience. Working Paper Series, No.2, Department of Accountancy and Legal Studies.
- Tullor, Lawrance W, 1992, *Hand Book of Global Trade and Investment Financing*, Mc Graw Hill Inc. USA.
- Tuncel, Kürşad, 1994, 'Swap Sözleşmeleri' Uzman Gözüyle Bankacılık, Mart, 27-36.
- Tygier Clau de, 1988, *Basic Handbook of Foreign Exchange*, Euremoney Publications.
- Wilhborg, Clas, 1978, 'Currency Risks in International Financial Markets' *Priceton Study in International Finance*, No:44, December.
- Weston J.Fred ve Eugene F.Brigham,1993, *Essentials of Managerial Finance*, The Dryden Press, Harcourt Brace Jovanovich International Edition, USA:
- Yıldız, Rifat,1988, Bankacılıkta ve Dış Ticarete Döviz Pozisyonlarının Kur Riskine Karşı Korunması, T.İş Bankası Yayınları, Yayın No:293.
- Yükçü, Süleyman, Tülay Yücel, 1995, *Bankacılıkta Türev Ürünlerin Muhasebeleştirilmesi, Bugünkü Durum ve Yapılması Gerekenler*, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Yayın No:191, İzmir.

EK 1- YILLARA GÖRE DOLAR VE MARK KURU

<u>YILLAR</u>	<u>ALİŞ/YILSONU TL/\$</u>	<u>ALİŞ/YILSONU TL/DM</u>
1970	14.85	4.09
1971	14.00	4.34
1972	14.00	4.34
1973	14.00	5.25
1974	13.85	5.65
1975	15.00	5.95
1976	16.50	6.85
1977	19.25	8.60
1978	19.25	13.87
1979	35.00	20.22
1980	89.25	45.15
1981	132.30	58.35
1982	184.90	78.25
1983	280.00	101.75
1984	442.50	141.20
1985	574.00	233.15
1986	755.90	387.95
1987	1,018.35	638.65
1988	1,813.35	1,022.86
1989	2,311.37	1,364.45
1990	2,927.13	1,947.53
1991	5,074.83	3,339.81
1992	8,555.85	5,302.66
1993	14,458.03	8,347.32
1994	38,418.00	24,806.00
1995	59,501.00	41,524.00
1996*	85,802.00	58,072.00

* İlk sekiz aylık kur alınmıştır.

EK 2: SORU FORMU

SAYIN FİNANS MÜDÜRÜ/ MUHASEBE MÜDÜRÜ

Dokuz Eylül Üniversitesi, İşletme Fakültesi İngilizce İşletme Bölümün'de '*İşletmelerde Döviz Kuru Risk Yönetimi*' üzerine bir araştırma başlatmış bulunmaktayız.

Araştırmamız ile ilgili anket formu ilişiktedir. Bu formu örnek gruba dahil ettiğimiz işletmelere göndermekteyiz. İşletmeniz adına anket formu tarafınızca doldurulup aşağıda belirtilen fakülte adresine gönderilirse çok seviniriz. Araştırmamızdan sağlıklı sonuç alabilmek için katkılarınızı beklemekteyiz.

Anketlerde firma ismi belirtmenize gerek bulunmamaktadır. Ankete verdiğiniz cevaplar kesinlikle gizli tutulacak ve veriler sadece araştırma sonuçlarının tablolaştırılmasında kullanılacaktır.

İlginiz ve katkılarınız için şimdiden teşekkür ederiz.

Saygılar.

Araş.Gör.Tülay Yücel

Yazışma Adresi:
Tülay Yücel
Dokuz Eylül Üniversitesi
İşletme Fakültesi
İngilizce İşletme Bölümü

35160 Buca/İZMİR

Tel: 420 41 80
Telefax: 420 81 32

Uygun gördüğünüz kutulara (X) işareti koyunuz.

1- Firmanız döviz kuru değişikliklerini ne ölçüde izlemektedir?

Çok yakından
izlemektedir
()

Bir ölçüde
izlemektedir
()

Hiç
izlememektedir
()

2- Döviz kurlarındaki hareketleri aşağıdakilerden hangileri aracılığı ile izliyorsunuz?

- () Bankalar aracılığı ile
() Aracı kurumlar aracılığı ile
() Firma içinde bu konuda çalışan personel aracılığı ile
() Diğer (belirtiniz).....

3- Firmanızın döviz kurlarındaki dalgalanmalardan ne ölçüde etkilendiğini düşünmektesiniz?

Çok etkilenmekte () Biraz etkilenmekte () Hiç etkilenmemekte ()

4- Aşağıda döviz kurlarındaki değişikliklerden işletmelerin etkilenebildiği işlemler/alanlar gösterilmektedir. Herbirini firmanız açısından değerlendirerek önem sırasına koyunuz. En önemli gördüğünüze (1) diğerlerine sırası ile 2 ve 3 numaralarını veriniz.

- () Muhasebe kayıtları açısından
() Döviz üzerinden taahhüte girilmiş işler, borçlar, alacaklar açısından
() Firmanın maliyetleri, karları, fiyat politikası ve rekabet gücüne ilişkin uzun dönemli etkisi nedeni ile

5- Firmanızda döviz kurları değişikliklerini aşağıda gösterilen birimler ne ölçüde izlemektedirler?

	Çok	Biraz	Hiç
Üst yönetim	()	()	()
Finansman	()	()	()
Pazarlama	()	()	()
Üretim	()	()	()

6- 1994 faaliyet yılında 5 Nisan 1994 İstikrar Programı ile görülen döviz kurlarındaki artışın firmanız üzerindeki etkisi ne şekilde olmuştur?

- Çok etkiledi
 Biraz etkiledi
 Hiç etkilemedi

7- 5 Nisan 1994 İstikrar Programı sonrası döviz kurlarının izlenmesinde firmanızda ne ölçüde değişiklik olmuştur?

- Döviz kurları daha yakından izlenmeye başlanmıştır
 Herhangi bir değişiklik olmamıştır
 Döviz hareketleri daha az izlenmeye başladı

8- Kısa süre içerisinde kullanmayacağınızı düşündüğünüz nakit fazlalarını ne sıklıkla aşağıda belirtilen şekilde değerlendirirsiniz?

	Her zaman	Bazen	Hiçbir zaman
Bankada kısa vadeli mevduat açarak	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Repo	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Döviz olarak	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Gecelik faize yatırarak	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Diğer (belirtiniz)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

9- Spekülatif amaç ile ne sıklık ile döviz alım-satımı yaparsınız?

- Her zaman
 Bazen
 Hiçbir zaman

10- Firma yönetiminin döviz kuru riskine ilişkin tutumu aşağıdakilerden hangisi ile tanımlanabilir?

- Firma yönetimi hiçbir şekilde döviz ile ilgili risk üstlenmek istememektedir.
 Döviz kurundaki değişimlerden yararlanarak kar elde etmek amacı ile bir dereceye kadar risk alınabilir.
 Döviz kuru değişimlerinden kar elde etmek amacı ile risk üstlenmekten kaçınılmamaktadır.

11- Firmanızda döviz kuru değişikliklerinin olumsuz etkilerinden korunmak için sistematik politikalar geliştirilmiş midir? Uygulamalarınızı kısaca belirtir misiniz?

12- Firmanızda döviz kuru risk yönetiminde başlıca amacınız nedir?

13- Döviz kuru riskinden korunmak için kullanılan aşağıda belirtilen yeni finansal tekniklerden firmanızda kullanılanlar var ise işaretleyiniz.

- () Forward () Options () Hiçbirisi
() Futures () Swap

14- Bir an için gelecekte TL sınırın değer kaybedeceğini düşündüğünüzü varsayalım. Bu durumda aşağıda belirtilen stratejileri işletmenizde ne sıklık ile kullanırsınız?

	Her zaman	Arasına	Hiçbir zaman
a- Üretimde kullandığınız girdilerin (yerli/yabancı) oranının ayarlanması	()	()	()
b- Verimliliği arttırmaya daha fazla önem vermek	()	()	()
c- TL cinsinden kasa mevcudunu azaltmak	()	()	()
d- TL üzerinden kredili satışları azaltmak	()	()	()
e- Dövizle ilgili alacakların tahsilatının yavaşlatılması	()	()	()
f- İthalatın hızlandırılması	()	()	()
g- TL üzerinden olan borçların ödenmesinin geciktirilmesi	()	()	()
h- TL cinsinden olan alacakların kısa sürede tahsil edilmesi	()	()	()
ı- Borç ve alacaklarımızın aynı döviz cinsinden olmasının sağlanması	()	()	()
i- Birden fazla döviz cinsi ile işlem yapılması	()	()	()

15- Firmanızda nakit planlaması yapılmakta mıdır?

- () Evet () Hayır

16- 15. soruya cevabınız evet ise: hazırlanan nakit akım tablolarında döviz kurlarında görülebilecek değişiklikler dikkate alınmakta mıdır?

- () Evet () Hayır

17- Döviz kuru değişimleri karşısında rakiplerinizin stratejilerinde/politikalarında değişiklik olmaktadır mıdır?

- () Evet () Hayır () Bilmiyoruz

18- Rakiplerinizin strateji ve politikalarında değişiklikleri izliyor musunuz?

() Evet () Hayır

19- Döviz kurlarındaki değişiklikler firmanızın aşağıda belirtilen pazarlama stratejilerinde değişiklik yapmasına neden olmakta mıdır?

- | | | |
|-------------------------------------|----------|-----------|
| a- pazar seçimi | () Evet | () Hayır |
| b- pazar bölümleri | () Evet | () Hayır |
| c- fiyatlandırma | () Evet | () Hayır |
| d- tanıtım ve tutundurma | () Evet | () Hayır |
| e- ürün değişimi ve çeşitlendirmesi | () Evet | () Hayır |

20- Son 5 yıl içerisinde hangi kaynaklardan kredi kullandınız?

- () Türk Bankalarından TL. cinsinden kredi
() Türk Bankalarından döviz kredisi
() Yurt dışındaki yabancı bankalardan
() Prefinansman
() Diğer (belirtiniz).....

21- Bu soru sadece bir Holding veya Çokuluslu şirket bünyesinde yer alan firmalar tarafından cevaplandırılacaktır.

a- Firmanızın kararlarında ve politikalarında merkeze bağımlılık derecesi ne ölçüdedir?

- () Tamamen merkeze bağımlıyız
() Büyük ölçüde merkeze bağımlıyız
() Orta düzeyde bir bağımlılık sözkonusudur
() Büyük ölçüde bağımsızız
() Tamamen bağımsızız

b- Firmanız döviz ile ilgili işlemlerinde ana firmadan bağımsız davranabilmekte midir?

- () Tamamen merkeze bağımlıyız
() Büyük ölçüde bağımlıyız
() Orta düzeyde bir bağımlılık sözkonusudur
() Büyük ölçüde bağımsızız
() Tamamen bağımsızız

22- Çokuluslu bir şirkete bağlı bir şirket olarak çalışıyorsanız: finansal tablolarınızı TL dışında hangi para birimi ile hazırlamaktasınız? Hazırlarken hangi tarihteki döviz kurunu esas almaktasınız? Esas alınacak döviz kurunu nasıl belirliyorsunuz?

Lütfen firmanızı ve sizi tanımamıza yardımcı olunuz.

23- Firmanızın faaliyet alanı.....

24- 1994 yılı ortalama satış hacminiz.....

25- İşletmenizde çalışan toplam personel sayısı.....

26- 1994 yılında firmanızın toplam satış hasılatı içerisinde ihracatın payı %.....

27- 1994 yılında firmanızın yıllık üretimi içerisinde ithalatın payı %

28- Firmanız ortalama kaç değişik tür yabancı para ile işlem yapmaktadır? İşlem yaptığınız başlıca paralar hangileridir?

29- Firmanızın statüsü

Özel

a- Sermayesinin yüzde yüzü yerli

b- Sermayesinin yüzde yüzü yabancı

c- Yabancı ortaklı (yabancı ortak payını belirtiniz)

Kamu

30- Çokuluslu şirkete bağlı bir şirket misiniz?

Evet

Hayır

Anket formunu cevaplayan kişinin:

31- Ünvanı

32- Cinsiyeti

33- Öğrenim durumu

34- Yaşı

İLGİNİZ VE SABRİNİZ İÇİN TEŞEKKÜRLER