

**BAŞKENT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
ULUSLARARASI TİCARET ANABİLİM DALI
ULUSLARARASI TİCARET VE PAZARLAMA
TEZLİ YÜKSEK LİSANS PROGRAMI**

KUR RİSKİ VE ULUSLARARASI TİCARETTE ÖNEMİ

HAZIRLAYAN

SEZEN TOPTAŞ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

TEZ DANIŞMANI

PROF. DR. HALİL SARIASLAN

ANKARA - 2021

BAŞKENT ÜNİVERSİTESİ
..SOSYAL...BİLİMLER..... ENSTİTÜSÜ
YÜKSEK LİSANS / DOKTORA TEZ ÇALIŞMASI ORJİNALLİK RAPORU

Tarih: 20 / 07 / 2021

Öğrencinin Adı, Soyadı: SEZEN TOPTAŞ
Öğrencinin Numarası: 21710200
Anabilim Dalı: Uluslararası Ticaret ve Pazarlama
Programı: Uluslararası Ticaret ve Pazarlama Tezli Yüksek Lisans
Danışmanın Unvanı/Adı, Soyadı: Prof. Dr. Halil SARIASLAN
Tez Başlığı: Kur Riski ve Uluslararası Ticaretle İlişimi

Yukarıda başlığı belirtilen Yüksek Lisans/Doktora tez çalışmamın; Giriş, Ana Bölümler ve Sonuç Bölümünden oluşan, toplam 65... sayfalık kısmına ilişkin, 26 / 07 / 2021 tarihinde şahsım/tez danışmanım tarafından Turnitin... adlı intihal tespit programından aşağıda belirtilen filtrelemeler uygulanarak alınmış olan orijinallik raporuna göre, tezimin benzerlik oranı % 18....'dır. Uygulanan filtrelemeler:

1. Kaynakça hariç
2. Alıntılar hariç
3. Beş (5) kelimeden daha az örtüşme içeren metin kısımları hariç

“Başkent Üniversitesi Enstitüleri Tez Çalışması Orijinallik Raporu Alınması ve Kullanılması Usul ve Esaslarını” inceledim ve bu uygulama esaslarında belirtilen azami benzerlik oranlarına tez çalışmamın herhangi bir intihal içermediğini; aksinin tespit edileceği muhtemel durumda doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi ve yukarıda vermiş olduğum bilgilerin doğru olduğunu beyan ederim.

Öğrenci İmzası:.....

ONAY

Tarih: 20 / 07 / 2021

Öğrenci Danışmanı Unvan, Ad, Soyad, İmza:

Prof. Dr. Halil SARIASLAN

.....

TEŞEKKÜR

Bu çalışmamın her aşamasında bana zamanını ayıran, desteğini ve yardımlarını hiçbir zaman esirgemeyen çok değerli hocam Prof. Dr. Halil SARIASLAN'a ve yüksek lisans eğitimim boyunca tecrübelerinden ve bilgilerinden yararlandığım bütün hocalarıma teşekkürü bir borç bilirim. Aynı zamanda çalışmalarım sırasında her daim beni cesaretlendiren ve en büyük destekçim olan çok değerli eşim Bilge Kağan TOPTAŞ'a, şükranlarımı sunarım.

ÖZET

Bretton- Woods sisteminin çöküşüyle sabit kur sistemi terk edilip esnek kur sistemine geçilmiştir. Esnek kur sistemine geçilmesiyle birlikte, döviz kuralarında meydana gelen dalgalanmalar döviz kuru riski kavramını ortaya çıkarmıştır. Küreselleşme ile sayıca artan uluslararası ticaret yapan firmalar açısından döviz kuru riski oldukça önem taşımaktadır. Bu bağlamda firmalar için ortaya çıkan riskin yönetimi zorunlu hale gelmiştir.

Bu çalışmanın amacı dış ticaretle ortaya çıkan kur risklerini tanımlamak ve bu risklerden korunmak için kullanılan yöntemler hakkında bilgi verilmesidir. Çalışmada öncelikle döviz kurları hakkında bilgi verilmiştir. Kur riskinin ortaya çıkışı ve ortaya çıkmasına neden olan faktörler açıklanmıştır. Son olarak firmaların döviz kuru yönetiminde izlemesi gereken yöntemler belirtilmiştir.

Anahtar kelimeler: döviz kuru riski, türev ürünler.

ABSTRACT

With the collapse of the Bretton-Woods system, the fixed exchange rate system was abandoned and the flexible exchange rate system was adopted. With the transition to the flexible exchange rate system, the fluctuations in exchange rates have revealed of foreign exchange risk. Foreign exchange risk is very important for companies engaged in international trade, which has increased in number with globalization. In this context, the management of the risk has become mandatory for companies.

The aim of this study is to define the foreign exchange risks in foreign trade and to give information about the methods used to protect from these risks. In the study, firstly, information about exchange rates was given. The emergence of the foreign exchange risk and the factors that cause its emergence are explained. Finally, the methods that companies should follow in exchange rate management are specified.

Keywords: derivative products, foreign exchange risk.

İÇİNDEKİLER

TEŞEKKÜR	i
ÖZET	ii
ABSTRACT	iii
TABLolar LİSTESİ.....	vi
ŞEKİLLER LİSTESİ	vii
1.KUR KAVRAMI VE ULUSLARARASI TİCARETTE ÖNEMİ	1
1.1. Döviz Kuru Kavramının Kapsamı ve Çeşitli Biçimleri	1
1.2. Döviz Kuru Tahmin Yöntemleri	6
1.3. Döviz Kurların Uluslararası Para Sistemi İçerisindeki Gelişimi	9
1.4. Türkiye’de Uygulanan Döviz Kuru Politikası	13
1.5. Döviz Piyasaları Kavramı	14
2.DÖVİZ KURU RİSKİ	17
2.1. Kur Riski Kavramının Kapsamı	17
2.2. Kur Riskinin Nedenleri	18
2.2.1. Volatilite	18
2.2.2. Politik risk	20
2.2.3. Kur rejimi seçimi	20
2.2.4. Ödemeler bilançosu açık ve fazlalıkları	21
2.2.5. Döviz krizi etkisi	22
2.2.6. Enflasyon ve faiz oranı	22
2.2.7. Spekülatif hareketler	24
2.3. Kur Riski Türleri	25
2.3.1. Çeviri riski (Muhasebe riski).....	25
2.3.2. İşlem riski	26
2.3.3. Ekonomik risk	26
3.KUR RİSKİNDEN KORUNMA UYGULAMALARI/ KUR RİSKİ YÖNETİMİ	28
3.1. Kur Riski Yönetiminin Tanımı, Amaçları ve Önemi	28
3.2. Kur Riski Yönetim Süreci	28
3.3. Kur Riski Yönetiminde Kullanılabilecek Yöntemler	29
3.3.1. İçsel yöntemler	29
3.3.2. Dışsal yöntemler	31

3.3.2.1. Türev ürünler ve türev piyasaların gelişimi	31
3.3.2.2. Türev ürünler çeşitleri	37
3.3.2.2.1. Forward sözleşmeler	38
3.3.2.2.2. Future sözleşmeler	41
3.3.2.2.3. Swap sözleşmeleri	47
3.3.2.2.4. Opsiyonlar	51
3.3.2.3. Türev ürünlerin kullanım amaçları	58
4.GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ	61
KAYNAKLAR	66

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1.1. USD-TRY Düz Kur Örneği	2
Tablo 1.2. EUR-USD Çapraz Kur Örneği	3
Tablo 1.3. Küresel Döviz Piyasaları İşlem Hacmi (Milyar Dolar)	16
Tablo 2.1. Türkiye’de Dolar Kurunun Değişimi (2010-2020).....	20
Tablo 3.1. Dünyada Önde Gelen Türev Piyasalar	37
Tablo 3.2. VİOP’ta İşlem Gören Dolar/TL, Euro/TL ve EUR/USD Future Sözleşmelerinin Unsurları	46
Tablo 3.3. Opsiyon Fiyatını Etkileyen Faktörler	58

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1. Dolar-Euro-Sterlin 2020 Yılı İçerisinde Değişimi	6
Şekil 3.1. Risk Yönetim Süreci	30
Şekil 3.2. Dayanak Varlığa Göre Tezgahüstü İşlem Gören Türev Ürünlerin Sözleşme Değerleri (USD)	35
Şekil 3.3. VİOP'ta Dayanak Varlıklar ve İşlem Gören Sözleşmeler	38

1. BÖLÜM

KUR KAVRAMI VE ULUSLARARASI TİCARETTE ÖNEMİ

1.1. Döviz Kuru Kavramının Kapsamı ve Çeşitli Biçimleri

Kur kavramını oluşturan temel bileşen ülkelerin para birimleridir. Bu kapsamda kur kavramını tanımlanmadan önce kısaca paranın ne demek olduğunu açıklamak konunun bir bütünlük teşkil etmesi açısından önem arz etmektedir. Para geçmişte icat edilmeden önce deniz kabukları ve çeşitli değerli metaller karşılıklı alışveriş için değişim aracı olarak kullanılmıştır. İlk önce M.Ö. 118 senesinde Çinliler tarafından deri paranın kullanıldığı bilinmektedir. Bu tarihte kullanılan ilk paradır. İlk kağıt para ise M.S. 806 senesinde yine Çinliler tarafından kullanılmıştır. Batıda ilk kez kağıt paranın 17. yüzyılın sonrasında kullanılmaya başlandığı bilinmektedir.

Türklerde ilk kez değişim aracı olarak istiridye kabukları kullanılmıştır. Yine Türklerde ilk kağıt para Osmanlı İmparatorluğu zamanında Abdülmecit zamanında bastırılmıştır. Kaime-1 Nakdiye-1 Mutebere adıyla çıkarılan bu kağıt para daha çok faiz getirili borç senedi olarak kullanılmış olup daha sonraları kaime'ye olan güvenin azalmasıyla 1842 yılından itibaren matbaa tarafından kağıt para basılmaya başlanmıştır. Bütün bu açıklamalar kapsamında Türk Dil Kurumu'na göre para; Ülkeler tarafından bastırılan, belirli bir yazılı değeri olan kâğıt veya metalden yapılan ödeme aracıdır.¹

Yukarıda para kavramının açıklanmasında sonra döviz kuru kavramının tanımının yapılması uygun olarak değerlendirilmiştir. Bu kapsamda, Türk Dil Kurumu'nun Bilim ve Sanat Terimleri Ana Sözlüğü'ne göre döviz kuru; bir birim yabancı paranın ulusal para cinsinden fiyatı olarak ifade edilmektedir.² Aynı zamanda az sayıda ülkede bu ifadenin tam tersi olarak; ulusal paranın yabancı para türünden karşılığı olarak da tanımlanabilmektedir. Finansal olarak bakıldığında Türk Dil Kurumu'nda yer alan tanımla benzer şekilde bir ülkenin kullandığı para biriminin, diğer ülkelerin kullandığı para birimleri karşısında aldığı değer olarak tanımlanmaktadır.

¹ http://tdk.gov.tr/index.php?option=com_gts&arama=gts&guid=TDK.GTS.5c865b0bd9dfc9.29373732
erişim tarihi : 11.03.2019

² http://tdk.gov.tr/index.php?option=com_gts&arama=gts&guid=TDK.GTS.5c77e1ab905277.81961991
erişim tarihi : 07.03.2019

Döviz kuru çeşitleri, işlemin gerçekleşme şekillerine ya da gerçekleşme yerlerine göre sınıflandırılmaktadır. Farklı kaynaklarda döviz kuru çeşitleri çok farklı şekillerde sınıflandırabilmektedir. Çalışmamızda döviz kuru çeşitleri 4 başlık altında sınıflandırılmıştır. Bunlar;

1. Düz kur,
2. Çapraz kur,
3. Spot kur,
4. Forward kur olarak ayrılmaktadır.

1.Düz Kur: Ulusal para biriminin yabancı para birimi karşısındaki değerini göstermektedir. Başka bir ifade ile farklı para birimlerinin karşılıklı olarak alış ve satış fiyatlarının belirlenmesidir (Yalçiner ve diğerleri, 2011:162). Örneğin 1 Amerikan Doları'nın ilgili günde kaç Türk Lirası'na karşılık geldiği düz kura örnek olarak gösterilebilir. Aynı zamanda her gün saat 15:30'dan sonra merkez bankası sitesinde yayımlanan çeşitli para birimlerinin Türk Lirası karşılıkları da düz kura örnek olarak gösterilebilir. Döviz alış kuru ve döviz satış kuru olarak iki ayrı fiyat mevcuttur. Alış ve satış fiyatları kotasyon olarak adlandırılmaktadır. Alış ve satış arasındaki bu fark işleme aracılık yapan kurumun kâr marjıdır.

Tablo 1.1: USD-TRY Düz Kur Örneği

Döviz Kuru	Döviz Cinsi	Döviz Alış	Döviz Satış
USD/TRY	ABD Doları	8,0362	8,0506

Kaynak: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), <https://www.tcmb.gov.tr>, 04.04.2021

02 Mart 2021 TCMB verilerine göre 1 ABD Doları alış fiyatı 8,0362 Türk Lirası ve satış fiyatı 8,0506 Türk Lirası'dır.

2.Çapraz Kur: Çapraz kur (cross rate), iki para arasındaki kurun üçüncü bir para cinsinden ifadesi anlamına gelmektedir (Yalçiner ve diğerleri, 2011:163). Bu kur çeşidi dolaylı kur olarak da adlandırılmaktadır. Örnek olarak Türkiye döviz piyasalarında Amerikan Doları ve Euro oranı bir çapraz kur belirtmektedir.

Tablo 1.2: EUR-USD Çapraz Kur Örneği

Döviz Kodu	Döviz Cinsi	Çapraz Kur	Döviz Cinsi
EUR/USD	Euro	1,1778	ABD Doları

Kaynak: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), <https://www.tcmb.gov.tr>, 14.03.2020

02 Mart 2021 TCMB verilerine göre 1 ABD Doları 1,1778 Euro'ya denk gelmektedir.

3.Spot Kur: Spot kur, spot işlemlerde kullanılan döviz kuru olarak tanımlanmaktadır. Spot piyasa, finansal varlıkların hemen teslim şartı ve piyasa fiyatı üzerinden değiştirildiği piyasadır. Spot piyasada döviz kuru anlaşılan tarih olarak alınmakla birlikte işlem en fazla iki iş gün içerisinde gerçekleştirilmektedir. Diğer bir ifade ile spot (cari) kur bir paranın başka bir para karşısında, işlem anındaki değeridir (Yalçınar ve diğerleri, 2011:163).

4.Forward Kur: Forward işlemler, vadeli işlemler olarak tanımlanmaktadır. Vadeli işlemler, ileride belirlenen bir vadede teslimi söz konusu olan varlığın, miktarı ve fiyatı bugünden belirlenerek yapılan sözleşmelerdir. (Yalçınar ve diğerleri, 2011:159). Vadeli işlemler gerçek varlıklar, finansal varlıklar veya emtialar üzerine yapılabilmektedir.

Forward kur, vadeli döviz piyasalarında yapılan vadeli döviz işlemleri sırasında kullanılan kuru belirtmektedir. Bir para biriminin başka bir para birimi karşılığında ileride belirlenen bir tarihte alımı veya satımının yapılması için bugünden anlaşarak yapılan sözleşmeler vadeli döviz işlemleri olarak tanımlanmaktadır (Yalçınar ve diğerleri, 2011:162). Yapılan bu sözleşme vadesi için kullanılan kur ise forward kur olarak ifade edilmektedir.

Vadeli işlemler genellikle tezgahüstü piyasalarda müşteriler ile bankalar arasında gerçekleştirilmektedir. Vadeli döviz forward işlemleri aşağıda yer alan sebepler ile yapılmaktadır;

- a) Riskten kaçınma amacıyla,
- b) Arbitraj amacıyla,
- c) Spekülasyon amacı ile.

Her ülkenin kullandığı kendine özgü para birimleri mevcuttur. Dolayısıyla kendi para birimlerini kullanan ülkeler fiyat istikrarı, finansal istikrar, banknot basma ve ödeme sistemleri konusunda düzen sağlamak amacıyla kendi merkez bankalarını kurmuşlardır. Küreselleşme ile birlikte siyaset, ekonomi, finans, ticaret ve birçok alanda ülkeler arasında kurulan ilişkiler daha karmaşık bir hal almıştır. Farklı para birimlerini kullanan ülkeler arasındaki karşılıklı finansal ilişkiler sebebi ile kullanılan farklı para birimlerinin karşılıklı olarak değerlerinin belirlenmesi zorunluluğu ortaya çıkmıştır. Bu zorunlulukta kur kavramının ortaya çıkmasına sebep olmuştur.

Döviz kurları serbest bir piyasada o dövize olan arz ve talep durumuna göre şekillenmektedir (Altay, 2015:309). Bu koşullarının değişimi ülkelerdeki döviz kuru fiyatlarının belirlenmesini olumlu veya olumsuz şekilde etkilemektedir. Arz ve talep koşullarında meydana gelen değişimlere etki eden sebepler döviz kurlarını etkilemektedir.

Bu kapsamda yapılan literatür taraması sonrasında genel olarak döviz kurlarını etkileyen faktörler şu şekilde sıralanmaktadır;

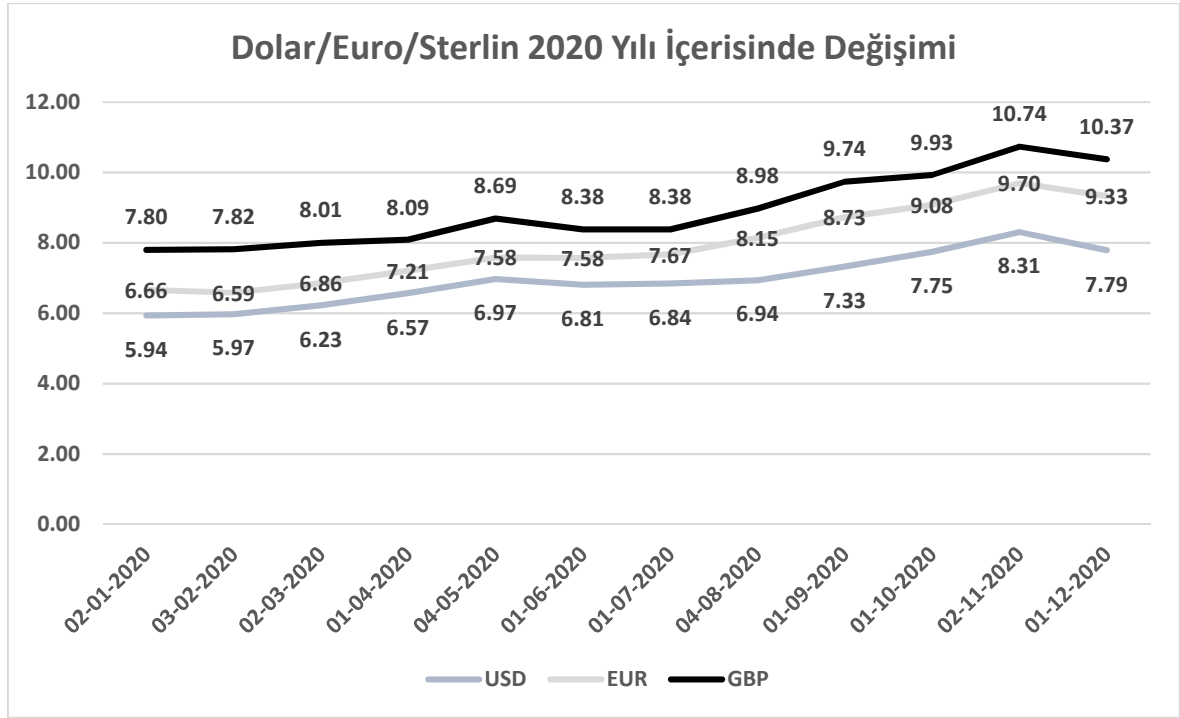
- a) **Dış ticaret hadleri**, ülkenin ihracat ve ithalat oranları arasındaki farkı belirtmektedir. İhraç edilen malların fiyatı, ithal edilen malların fiyatından daha hızlı artar ise ülke para biriminin değeri artacaktır. Ülke para biriminin değerinin artması döviz kurlarını da etkileyecektir.
- b) **Enflasyon oranları**, bir ülkenin para biriminin değerini etkilemektedir. Bu sebeple enflasyon oranlarında yaşanan değişimler döviz kurlarını da etkilemektedir. Örneğin, enflasyon oranı sürekli yükselen ülkelerde mal ve hizmetlerin değeri de yükselmektedir. Bu yükselişte para biriminin değerini azaltacak olup, ülke para biriminin diğer döviz kurları karşısında daha değersiz olmasına neden olmaktadır. Tam tersi durumda ise ülkenin para biriminin değeri artacak olup, diğer döviz kurları karşısında daha değerli hale gelecektir.
- c) **Yabancı yatırımlar**, ülkede döviz girişini sağlamaktadır. Aynı zamanda ülke ekonomisine duyulan güvenin bir göstergesi olup, ülke para biriminin değerinin artması anlamına gelmektedir. Bu gelişmelerde döviz kurlarını olumlu yönde etkilemektedir.

- d) **Faiz oranları**, ülkede faiz oranlarının yükselmesi daha iyi geri dönüş anlamına gelmektedir. Bu da yabancı yatırımcıyı çekecek olması dolayısıyla ülkeye döviz girişini arttıracak olup, döviz kurlarının değerinin azalmasına sebep olacaktır.
- e) **Siyasi ve politik olaylar**, ülkenin para biriminin değerini doğrudan etkilemektedir. Politik risklerin az ve siyasi stabilitenin sağlandığı ülkeler, yabancı yatırımcıyı daha fazla çekmektedir. Döviz girişinin artmasıyla beraber ülke para biriminin değeri de artacaktır.
- f) **Kamu borçları**, devletin sahip olduğu borçlardır. Devletin borç kalemleri çok yüksek ise yatırımcı çekimser kalabilir. Bu da ülkeye döviz girişinin azalmasına sebep olabilir.
- g) **Sermaye hareketleri**, ülke içerisinde yatırım amaçlı olarak atılacak sermaye adımları ekonomi üzerinde olumlu veya olumsuz etki yapması döviz kurunu etkilemektedir. Örneğin; işsizlik oranını düşmesi, yatırımların artması enflasyon ve döviz kuru üzerinde olumlu yönde etki yapacaktır.

Yukarıda belirtilen, döviz kurlarını etkileyen faktörler ülke içinde döviz arz ve talebini etkileyerek kurda yukarı veya aşağı yönlü bir harekete sebep olurlar. İthal malların fiyatının artması dövize olan talebi arttıracığı için kurların yükselmesine sebep olur. Aynı şekilde ülke genelindeki yabancı yatırımların azalması piyasadaki döviz miktarını azaltacağından kurların yükselmesine sebep olur.

Örnek olması adına 3 farklı para biriminin 2020 senesinde Türk Lirası karşısında göstermiş olduğu değişimler verilmiştir. Aşağıda yer alan grafik her ayın ilk iş gününde Dolar, Euro ve Sterlin para birimlerinin Türk Lirası değerleri baz alınarak oluşturulmuştur. İlgili para birimleri için Türk Lirası değerleri gün bazında incelendiğinde çeşitli sebepler ile yukarı ya da aşağı yönlü hareketleri daha detaylı görülebilmektedir. Türkiye genelinde 2020 senesi göz önüne alındığında yukarıda da belirttiğimiz; döviz kurunu etkileyen faktörlerden bir veya birkaçı sebebi ile döviz kurlarında değişimlerin gerçekleştiği anlaşılabilmektedir. Özellikle 2020 senesinde ulusal ve uluslararası alanda yaşanan siyasi ve politik olaylar döviz kurlarının hareketinde önemli rol oynamıştır. Özellikle 2021 senesi mart ayına gelindiğinde dolar kuru 8 Türk Lirası'nın üzerinde seyretmiştir.

Şekil 1.1: Dolar-Euro-Sterlin 2020 Yılı İçerisinde Değişimi



Kaynak: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), <https://www.tcmb.gov.tr>, 04.04.2021

1.2. Döviz Kuru Tahmin Yöntemleri

Bretton Woods sisteminin çöküşü ile birlikte sabit kur rejimi terk edilip, dalgalı kur rejimine geçilmesi ile gerçekleşen döviz kurundaki dalgalanmaları, döviz kuru tahmin yöntemlerinin önemini arttırmıştır. Günümüzde özellikle uluslararası faaliyette bulunan firmaların artması ve söz konusu firmaların gelecekte gerçekleşmesi beklenen getirilerinin döviz kurundan dolayı büyük derecede etkilenecek olması döviz kuru tahminlerini zorunlu kılmıştır.

Dalgalı kur rejiminde döviz kurunu piyasadaki arz ve talep düzeyleri belirlemektedir. Piyasadaki döviz arz ve talebini belirleyen temel unsurlar şunlardır³:

- Uygulanan para ve maliye politikaları,
- Ekonomik altyapı,
- Uluslararası gelişmeler,
- Bekleyişler.

³ <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Doviz+Efektif> erişim tarihi: 14.03.2020

Kur tahmin yöntemleri gelecekte oluşacak kurlara yönelik bir zemin hazırlasa da yukarıda sayılan unsurlarda meydana gelecek değişimler sonucu döviz kurlarını kesin olarak tahmin edebilmek mümkün değildir. Piyasa koşulları, ekonomik gelişmeler, siyasi ve politik olaylar döviz kurlarına olumlu veya olumsuz etki ettiği için kesin bir tahmin yapılmasını zorlaştırmaktadır. Ancak bazı koşulların sabit olduğu varsayımı altında ileride kur değişiminin nasıl olabileceği yönünde tahminler yapılabilmektedir. Döviz kuru tahmininde kullanılan yöntemler şu şekildedir;

1.Teknik analiz yöntemi:

Teknik analiz yöntemi, menkul kıymetlerin veya piyasada yer alan yatırım araçlarının gelecekteki fiyatlarının tahmini için geliştirilen bir yöntemdir. Geçmiş fiyat ve hacim bilgisi haricinde diğer koşulların göz ardı edilerek bir tahmin yapılmaktadır. Fiyatların belirlediği trendlere göre ileride fiyatların hangi noktalara gelebileceği öngörülmeyle çalışılır. Bu tahmin yönteminin temelinde yatan düşünce şu anda gerçekleşen döviz kuru fiyatları geçmiş fiyatların sonucu olmasıdır. Aynı şekilde gelecekte oluşacak döviz kuru fiyatlarının kaynağı da bugünkü kurlardır. Teknik analiz yöntemi kullanılırken geçmiş veriler bir düzen içinde hareket ediyorsa bu yöntem ile başarılı tahminler elde edilebilmekte iken, verilerde belirli bir kural veya düzen yok ise teknik analiz yöntemi ile tahmin yapmak başarılı bir sonuç vermemektedir. Örneğin geçmiş yıllardaki verilere göre döviz kurlarında ilk 6 ay düşüş gözlenmekte ardından 7. ayda yükselmeye başlayıp 9. ayda zirve yapmış olması halinde teknik analiz yöntemi ile sağlıklı bir tahmin yapılabilecektir.

1.Temel analiz yöntemi:

Temel analiz yönteminde ise teknik analizden farklı olarak döviz kurlarına etki eden ekonomik faktörlerin göz önünde bulundurulması gerektiği değerlendirilmektedir. Temel analize göre teknik analizde olduğu gibi fiyatların geçmişteki gibi tekrar etmeyeceği savunulmaktadır. Bu analizde çeşitli istatistiksel analizler ve modellerden yararlanarak tahminde bulunulur. Bu analizlerden biri olan regresyon analizinde bir bağımlı değişken, bir veya birden fazla da bağımsız değişken bulunmaktadır. Burada bağımlı değişken döviz kurunu ifade etmekte olup bağımsız değişkenler ise enflasyon oranı, faiz oranı, para azı büyümeleri, politik faktörler gibi makroekonomik göstergeleri ifade etmektedir. Bu analizde bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenle olan ilişkisindeki geçmiş veriler kullanılarak

bağımsız değişken değeri tahmin edilir. Söz konusu analizde aşağıdaki formül kullanılmaktadır.

$$Y_t = \alpha + \beta_1 X_{1t} + \beta_2 X_{2t} + \beta_3 X_{3t} + \dots + \beta_k X_{kt} + U_t$$

α :Sabit Terimi

β_k : Döviz kurunun makroekonomik göstergelerdeki değişimlere duyarlılığı

U = Hata terimi

Burada Y_t değeri bağımsız değişken olan döviz kurunu, X_{kt} değerleri döviz kurunda oluşabilecek değişimlere neden olan bağımsız değişkenleri ifade etmektedir. Böyle bir model ile araştırılan ilişkinin istatistiki olarak anlamlı olabilmesi ve geçerli kılınabilmesi için uzun bir veri setine ihtiyaç vardır (Yalçiner, 2008:164).

3.Etkin piyasalar yaklaşımı:

Etkin piyasalar yaklaşımından ilk olarak 1965 yılında Eguene Fama'nın makalesinde bahsedilmiştir. Etkin piyasa kavramını Fama şu şekilde açıklamaktadır; bu piyasalarda kârlarını en yüksek seviyeye çıkarmak isteyen çok sayıda firma bulunmaktadır. Bu firmalar ileri bir tarihte oluşabilecek piyasa fiyatlarını tahmin etmek istemekte olup, bu önemli bilgilerin tüm katılımcılar tarafından erişilebilir durumda olması etkin piyasa kavramının temelini oluşturmaktadır (Tufan ve Sarıçiçek, 2013: 163).

Yukarıdaki tanımlama doğrultusunda etkin piyasa yaklaşımına göre döviz kurlarının finansal piyasalardan doğrudan etkilenmesi sonucu, piyasada bulunan herkesin tüm bilgiye ulaşabiliyor olmasının ve bu bilgilerin kullanılmasının kimseye daha fazla bir zenginlik getirmeyeceği savunulmaktadır. Bu hipotez fiyatların rassal olarak oluştuğunu ve fiyat değişimlerinin birbirinden bağımsız olduğunu varsaymaktadır.

Söz konusu hipotezde kullanılan yöntemle, yukarıda bahsedilen teknik ve temel analiz yöntemleri ters düşmektedir. Etkin piyasa kavramına göre sadece tahmin edilemeyen faktörler döviz kurlarında değişimlere sebep olmaktadır. Bu tahmin edilemeyen faktörler döviz kurlarının tesadüfî şekilde değişmesini sağlar (Ketboğa, 2019:39).

4.Piyasaya dayalı tahmin yöntemi:

Piyasalarda yaşanan gelişmeler döviz kurlarını doğrudan ve ani bir şekilde etkilemektedir. Piyasaya dayalı tahmin yönteminde ise tüm katılımcılara açık piyasa bilgileri ile birlikte spot kur, faiz oranları ve enflasyon oranı da hesaba katılarak döviz kurlarına ilişkin tahmin yapılabileceği savunulmaktadır.

Ülkemizde ise uygulanan döviz kuru rejimi TCMB ve hükümet ile belirlenir ve bankasıdır. 2001 yılında meydana gelen ekonomik kriz ile birlikte, Türkiye dalgalı döviz kuru rejimine geçmiştir.

Türkiye döviz piyasalarında beklenen döviz tahminleri TCMB tarafından beklenti anketleri sonuçlarına göre açıklanmaktadır. İlgili anket, reel sektör ve finansal sektör temsilcileri ile profesyonellerden oluşan çeşitli sayıda katılımcı tarafından yanıtlanır ve sonuçlar katılımcıların yanıtları toplulaştırılarak değerlendirilir. Buna göre yıllık faiz, enflasyon, döviz kuru ve büyüme beklentileri açıklanmaktadır.

1.3. Döviz Kurların Uluslararası Para Sistemi İçerisindeki Gelişimi

Uluslararası para sistemi, uluslararası finansal işlemlerin gerçekleştirildiği ve ödemeler bilançosu dengesizliklerinin giderildiği kurumlar ve kurallar çerçevesidir (Husted ve Melvin, 2013:264). Döviz kurlarının uluslararası para sistemi içerisinde gelişiminin anlaşılabilmesi için aşağıda verilen para sistemlerinin açıklanması konunun bütünlüğü açısından önem arz etmektedir. İlgili para sistemleri sonucunda bugün kullanılan kur sistemlerinin oluşumu sağlanmıştır. Bu uluslararası para sistemleri şu şekildedir;

- Altın Standardı (1880-1914),
- Bretton Woods Sistemi (1944-1973),
- 1973 sonra sistemler,
 - Sabit kur sistemi,
 - Ayarlanabilir kur sistemi,
 - Dalgalı kur sistemi.

1.Altın Standardı: Altın standardı, ülkelerin paralarının değerini altın cinsinden belirledikleri bir uluslararası para sistemidir (Husted ve Melvin, 2013:264). Bu sistem

içerisinde altın, ulusal ve uluslararası ödeme aracı olarak kullanılmaktaydı. Altının bu fonksiyonunu yerine getirebilmesi için şu koşulları yerine getirebilmesi gerekiyordu (Uzunoglu, 2020:2):

- a) Sabit fiyattan sınırsız miktarda altın alım-satımı, merkez bankaları garantisi altındaydı.
- b) Altını elinde bulunduran, istediği biçimde tasarruf etme hakkına sahipti,
- c) Altın ihracat ve ithalatı serbestti.

Yoğun olarak 1880 ile 1914 yılları arasında kullanılmıştır. Altın standardında bir ülkenin parasının ne kadar altına karşılık geldiği hesaplanmaktadır. Bu şekilde döviz kurlarının sabit kalması sağlanmıştır. Paranın değeri altına bağlı olduğu için piyasaya sürülen her paranın bir karşılığı olmaktadır. Karşılıksız para piyasaya sürülememektedir. İlgili standart sabit bir döviz kuru sistemi olduğu için bağımsız bir para politikası izlenmesi mümkün olmamaktaydı. Altın standardı sisteminin en büyük dezavantajı para miktarının sıkı bir şekilde altın stokuna sabitlenmiş olmasından dolayı para politikası uygulamalarının etkisiz olmasıdır (Özdemir, 2013:42). Birinci Dünya savaşı ile birlikte altın standardı sisteminin sonu gelmiştir. Savaş kapsamında askeri harcamaları karşılamak için yeterli altına sahip olmayan ülkeler altın karşılığı olmayan para basarak harcamalarını finanse etme yöntemine gitmişlerdir. Rezerv para birimi olan İngiliz Pound'una olan güvende kaybolmuştur.

1914'te Birinci Dünya Savaşından sonra 1944 yılına kadar geçen sürede altın standardı uygulamasına tekrar geçilmiştir. Ancak ekonomik ve siyasal istikrarsızlıklar sebebi ile İkinci Dünya Savaşı ile birlikte uygulamadan kaldırılmıştır.

1944 ile 1971 yılları arasında uygulanan bir sistemdir. 1944 yılında ABD'nin Bretton Woods kasabasında 44 ülkenin anlaşması ile kabul edilen sistem, ikinci dünya savaşı sonrası ekonomik iyileşmeyi sağlamak ve yeni bir mali sistem inşa etmek amacıyla kurulmuştur. İlgili para sistemi, devletlerin arasındaki ticari ve finansal işlemlerde uyulması gereken kuralları belirlemektedir. Bretton Woods sistemi ile kurulan sistemin ana unsurları aşağıdaki şekilde sıralanmaktadır (Erdoğan, 1995:11).

- a) Altının yanı sıra ABD Doları uluslararası işlemlerde ödeme aracı olarak benimsenmiştir.

- b) ABD, emisyonu çıkardığı her dolar başına %25 altın stoku bulundurmayı kabul etmiştir.
- c) Sabit kur sistemi ABD dolarına göre sabitlenmiş olup, 1 ons altının fiyatı 35 dolara sabitlenmiştir.
- d) ABD dışında kalan ülkeler kendi paraları üzerinden saptanan altın fiyatı ile dolara bağlanmıştır.
- e) Bu sistemde, ulusal paraların dolar paritesi etrafında dalgalanma marjı alt ve üst yönde %1 olarak belirlenmiştir. Bu kapsamda üye ülke merkez bankaları bu sınırlar içerisinde döviz piyasalarına müdahale edebilmekteydi.

Buradan da anlaşılacağı üzere sistemin işleyişi altına bağlanmaktaydı. Bu sebeple, Bretton Woods sistemi Altın Kambiyo sistemi olarak da adlandırılmaktaydı. Yeni sistemde dolaylı olarak altın standardının devam etmesi sağlanmıştır. Bretton Woods antlaşmasıyla oluşan para sisteminin sürdürülebilirliği ABD'nin uygulayacağı parasal politikalara bağlanmıştır (Usupbeyli, 2018:38).

1973 yılından itibaren çeşitli sebeplerle Bretton Woods sisteminin kullanımına son verilmiştir. Japonya ve AET ülkelerinin ekonomik olarak güçlenmesi, bunun yanında ABD'nin Vietnam savaşı sırasında yaptığı askeri harcamaların getirdiği yükü birlikte artan dış ödemeler sonucu bilançosunun açık vermesi bu sistemin sona ermesine neden olmuştur.⁴

2.1973 Sonrası Sistemler: Yapılan araştırmalarda 1973 sonrası döviz kurlarının gelişiminin 3 ana başlık altında incelendiği görülmektedir. Bunlar sırası ile; sabit kur sistemi, ayarlanabilir kur sistemi ve bugün Türkiye'de de uygulanan dalgalı kur sistemidir.

- a) **Sabit Kur Sistemi:** Sabit kur sistemlerinin genel özelliği döviz kurlarının piyasa gelişmelerine göre değişmeden aynı düzeyde kalmasıdır (Bayrakdaroglu, 2018:123). En eski sabit kur sistemi olarak altın standardı örnek olarak gösterilebilir. Sabit kur sistemi, ulusal paranın diğer para birimleri karşısındaki değerinin belirli bir kur ile eşitlenmesi durumudur. Bu sistemde paranın değeri merkez bankaları tarafından

⁴ https://tr.wikipedia.org/wiki/Bretton_Woods_sistemi erişim tarihi: 09.06.2021

belirlenir ve değiştirilene kadar aynı kalır. 1970’lerden sonra genellikle gelişmekte olan ülkeler tarafından kullanılmıştır.

Günümüzde sabit kur sisteminde döviz kurlarının istikrarı merkez bankasının döviz piyasasına alıcı ve satıcı olarak müdahalesiyle sağlanır (Bayrakdaroglu, 2018:123). Sabit kur sisteminin özellikleri üç ana başlık altında sıralanmaktadır. Bunlar; belirsizliğin az olması, istikrar sağlayıcı spekülasyonlar ve fiyat istikrarıdır.

Sabit kur sisteminin kullanıldığı durumlarda gerçekleşecek olası krizlerde bu sistemi kullanan ülkeler daha az etkilenebilmektedir. Diğer taraftan enflasyonun sabit tutulması amacıyla ve kur belirsizliğinin kontrol altına alınması ile de sabit kur sistemi uygulanmaktadır. Ancak ihracatın azaldığı durumlarda yabancı para girişi sınırlanacağı için piyasaların olumsuz etkilenme durumu bulunmaktadır. Aynı zamanda ekonomide dengeleri sağlamak için yapılacak bağımsız uygulamaları etkisiz hala getirme durumu söz konusudur. Para birimlerinin gerçek değerinin yansıtılmasına engel olabilmektedir.

b) Ayarlanabilir Kur Sistemi: Ayarlanabilir kur sisteminin diğer bir adı da Bretton-Woods olarak da bilinmektedir. İlgili sistem sabit döviz kuru ile serbest döviz kuru arasında yer almaktadır. Bu sistemde, kurlar piyasada dar bir marj içerisinde değişebilmekte ancak marjın sınırlarına ulaşılınca döviz piyasalarına müdahale edilebilmektedir (ney, 1980:179). Eğer ulusal paranın değeri başka bir ülkenin parasına bağlanmış ise o parada meydana gelen değişiklikler karşısında kurda tekrar ayarlama yapılmaktadır. Örneğin, 1 USD=3 TL olarak sabitlenir ve belirli bir yüzde olarak aşağı ya da yukarı yönlü hareketine izin verilir. Aksi durumlarda merkez bankası tarafından kurlara müdahale edilir ve tekrar ilgili bant arasında kalması sağlanmaktadır.

c) Dalgalı Kur Sistemi: Dalgalı kur rejimi, yerli paranın yabancı paralarla ilişkisinin piyasalarda (arz ve talep kurallarına göre) belirlendiği kur

rejiminin adıdır⁵. İlgili kur rejiminde, yabancı para birimlerinin ulusal para birimi değeri her gün tekrar belirlenmektedir. Döviz kurları piyasadaki arz ve talebe göre belirlenir. Ancak arz ve talebin arkasındaki faktörler istikrarsız ise hatalı kurlar ortaya çıkabilir. Bu sistemde merkez bankalarının döviz kurlarına müdahale etmemesi söz konusu değildir. Gerekli durumlarda merkez bankası alım ve satım yaparak döviz kurlarına müdahale edebilmektedir. Dalgalı kur sistemi; tam dalgalı kur rejimi, müdahaleli dalgalı kur rejimi ve bant içinde dalgalanmalı kur rejimi olarak 3 ayrı başlık altında incelenmektedir. Bir sonraki bölümde anlatılacağı üzere Türkiye’de dalgalı kur sistemi uygulanmaktadır.

1.4. Türkiye’de Uygulanan Döviz Kuru Politikası

Türkiye’de para ve kur politikalarının yönetilmesinden merkez bankası sorumludur.⁶ Merkez Bankası kanunu ile bankanın görevleri 5 ana başlık altında toplanmıştır. Bu ana başlıklar şu şekildedir;

- a) Fiyat İstikrarı,
- b) Finansal İstikrar,
- c) Döviz Kuru Rejimi,
- d) Banknot Basma ve İhraç İmtiyazı,
- e) Ödeme Sistemleri’dir.

Yukarıda belirtilen kanunun ana maddeleri kapsamında Hükümetin ve Merkez Bankasının temel görevlerinden bir tanesi ülkede uygulanacak döviz kuru rejimini belirlemektir. Belirlenen rejim kapsamında kur politikasını uygulama görevi yetkisi Merkez Bankasına aittir. Merkez Bankası para politikası hedefleri ile paralel olarak kur politikalarını belirler. Para politikasının değişmesi durumunda kur politikasını da hedefine uygun olarak

⁵ <http://www.mahfiegilmez.com/2018/08/turkiye-sabit-kur-rejimine-gecebilir-mi.html#more> erişim tarihi: 19.10.2020

⁶ <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Banka+Hakkinda/Genel+Bakis>, Erişim Tarihi:12.04.2021

değiştirebilmektedir.⁷ Yapılan literatür taramasında edinilen bilgiler doğrultusunda iki ana kur rejimi olduğu görülmüştür. Bunlar; Sabit Kur Rejimi ve Dalgalı Kur Rejimidir.

Dalgalı kur rejimlerinde para arz ve talebini belirleyen başlıca birkaç unsur vardır. Bunlar;

- a) Uluslararası gelişmeler,
- b) Ekonomik altyapı,
- c) Uygulanan para ve maliye politikaları,
- d) Bekleyişler.

Cumhuriyetin ilk yıllarından itibaren uygulanan kur rejimleri incelendiğinde genellikle sabit kur rejiminin ağırlıkla uygulandığı görülmektedir. Türkiye, 2001 yılında yaşanan ekonomik krizden bu yana dalgalı döviz kuru politikası uygulamaktadır. Dalgalı döviz kuru politikasında kurlar, piyasadaki arz ve talep koşulları tarafından belirlenmektedir. Dalgalı kur politikasına geçilmesiyle birlikte Türkiye’de, Merkez Bankasının kur seviyesi ile ilgili herhangi bir tahmini veya hedefi bulunmamaktadır. Genellikle kura müdahale edilmemekle birlikte sadece belirli koşullar altında dolaylı olarak kura müdahale edilebilmektedir. Piyasada aşırı dalgalanmaların artacağı değerlendirildiğinde döviz müdahaleleri ihale yöntemiyle merkez bankası tarafından gerçekleştirilmektedir.

1.5. Döviz Piyasaları Kavramı

Ülkeler arasında gerçekleşen ticaret, ilgili ülke paralarının karşılıklı değişimini gerektirir. Bu gereksinim döviz piyasası kavramının ortaya çıkmasına neden olmuştur. Döviz piyasaları yabancı paranın piyasa katılımcıları arasında el değiştirdiği, ulusal paraların birbirine çevrildiği piyasalardır (Altay, 2015:309). Döviz piyasaları uluslararası ticaret yapan firmaların kur riskine karşı korunmalarını sağlayacak çeşitli finansal araçlarla dayanak olan varlıkları da bünyesinde barındıran bir yapıya sahiptir. Döviz piyasalarında taraflar; ticari bankalar, merkez bankaları, spekülörleri, daha çok ithalat ve ihracatla uğraşan işletmeler ve bireylerdir. Döviz piyasaları, organize piyasalarda veya tezgahüstü piyasaların ikisinde de yer almaktadır. Tezgahüstü piyasalar, fiziki bir alanı olmayan, borsa

⁷ <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Doviz+Efektif/>, Erişim Tarihi:12.04.2021

dışında kalan, alıcı ve satıcı arasında herhangi düzenleme olmadan karşılıklı iletişim kurabildiği piyasalardır. Organize piyasalar ise alıcı ve satıcı arasında yapılan işlemlerde belirli kuralların bulunduğu ve belirli alanlarda karşı karşıya gelmelerinin sağlandığı piyasalardır

Döviz piyasaları belirli bir coğrafyayla sınırlı kalmayan ve dünyanın her yerinde olduğu için belirli kurala göre düzenlenmemiş bir piyasadır. Dünyadaki her döviz piyasasında kullanılan dövizler aynı yapıda olduğu için döviz piyasasında işlem gören varlıklar arasında niteliksel bir farklılık yoktur. Döviz piyasaları 24 saat işlem yapılabilen piyasalardır. Hiçbir zaman kesinti yaşanmamaktadır. New York, Londra, Tokyo gibi dünyanın en önemli döviz piyasaları coğrafi konumları itibari ile peş peşe işlemlere başlamakta olup döviz fiyatının sürekli güncellenmesini sağlamaktadır.⁸ Döviz piyasaları tam rekabet piyasalarına benzer piyasalardır. Döviz piyasalarında hükümet müdahalesinin en aza indirildiği varsayıldığında, söz konusu piyasalar tam rekabet piyasa koşullarını büyük ölçüde sağlamaktadır.

Döviz piyasalarının işlevlerinden biri satın alma gücünün transferidir. Uluslararası ticaretle uğraşan firmalar arasında ödemeleri sağlar ve ülkeler arasında ödemelerin kendi paraları cinsinden olmasını sağlayıp malların devri ile de satın alma gücü transfer edilmiş olur.⁹ Dış ticarete gerekli olan kredinin sağlanması ise döviz piyasalarının diğer bir işlevidir. Döviz piyasalarının diğer bir işlevi olan döviz kuru riskini önlemek veya en aza indirmek için kullanılan swap, opsiyon, forward ve futures gibi türev araç teknikleri de döviz piyasalarında işlem görerek riski karşı tarafa taşımaktadır.

Aşağıda ilgili seneler için nisan ayının ortalama verileri kullanılarak küresel piyasalarda yapılan döviz işlemleri ile ilgili rakamlar yer almaktadır.

⁸ <https://slideplayer.biz.tr/slide/5247185/> Erişim Tarihi: 07.07.2021

⁹ https://www.ekodialog.com/uluslararasi_ekonomi/uluslararasi-doviz-piyasalari.html Erişim Tarihi: 07.07.2021

Tablo 1.3: Küresel Döviz Piyasaları İşlem Hacmi (Milyar Dolar)

Araçlar	2004	2007	2010	2013	2016	2019
Toplam	1.934	3.324	3.973	5.357	5.066	6.595
Spot İşlemler	631	1.005	1.489	2.047	1.652	1.087
Forward	209	362	475	679	700	999
Döviz Kuru Swapları	954	1.714	1.759	2.240	2.378	3.203
Para Swapları	21	31	43	54	82	108
Opsiyon ve Diğer Ürünler	119	212	207	337	254	298

Kaynak: Bank of International Settlements (BIS),

<https://www.bis.org/statistics/rpfx19.htm?m=6%7C381%7C677>, 12.01.2020

Tablo 1.1’de görüldüğü üzere küresel döviz piyasalarında gerçekleşen günlük işlem hacimleri 3’er yıllık olarak incelendiğinde genellikle yüksek oranda bir artış gözlenmektedir. 2016 ve 2019 yılları kıyaslandığında işlem hacminde %30 oranında bir artış görülmektedir. Spot işlemlerle birlikte özellikle riskten korunmak amacıyla kullanılan döviz swaplarının toplam içerisinde en yüksek orana sahip olduğu görülmektedir. Özellikle 2019 yılında döviz kuru swapları yapılan döviz işlemleri arasında yaklaşık %49 ‘luk bir paya sahiptir. Yüksek ölçekte gerçekleşen günlük uluslararası döviz piyasası işlemleri, birbirleriyle her alanda yakın ilişki içerisinde olan ülkelerin ekonomik, finans ve ticaret ilişkileri içinde önemli bir noktadır.

2. BÖLÜM

DÖVİZ KURU RİSKİ

Kur riskini tanımı verilmeden önce risk kavramının ne oldu, etimolojik kökeni hakkında kısa bilgi vermenin konu bütünlüğü açısından uygun olacağı değerlendirilmektedir.

2.1. Kur Riski Kavramının Kapsamı

Risk Kavramı: Risk kelimenin kökeninin M.Ö. 8. Yüzyıla dayandığı tahmin edilmektedir. Homeros'un Odysseia destanında "rhiza" olarak kullanıldığı düşünülmektedir. Risk, Fransızca "risque" sözcüğünden alıntılanarak dilimize giriş yapmıştır. Türk Dil Kurumu'na göre risk; zarar uğrama tehlikesi, riziko olarak tanımlanmaktadır.

Risk, belirsizlik durumunu ifade etmektedir. Genellikle olumsuz bir durumu ifade eden risk, ileride beklenen bir durumun gerçekleşmemesi olarak da ifade edilmektedir. Her alanda karşılaşılmaması muhtemel belirsizlik durumları olduğu için farklı şekilde tanımlanabilmektedir. Bu kapsamda finansal açıdan risk, beklenen getirinin elde edilmeme olasılığı olarak tanımlanmaktadır (Altay, 2015:1). Diğer bir tanım ile risk, gelecekteki olayları ve sonuçları çevreleyen belirsizliktir (Akçay ve diğerleri, 2015:338). Çeşitli gruplar altında çeşitli riskler olmakla birlikte, günümüzde birçok kişi, kurum ve kuruluşun karşı karşıya kaldığı kur riski en önemli risk olarak ön plana çıkmaktadır.

Kur Riski Kavramı: Gelecekte döviz kurları seviyelerinin belirlenemeyecek olması milli para bazında borç ve alacak tutarlarında belirsizlik meydana getirebilmektedir (Yıldız, 1988: 10). Nakit akışındaki bu belirsizlikten kaynaklı değişimler sonucu oluşabilecek kar ya da zarar ihtimallerine kur riski denilmektedir. Bir başka ifade ile kur riski; yabancı para birimleri karşısında yerli para biriminin değer kazanması veya kaybetmesinden kaynaklanan değişim olarak da tanımlanabilmektedir (Doğanay, 2016: 151).

Ayarlanabilir sabit kur rejimi olarak da adlandırılan Bretton-Woods sisteminin 1973 yılında çökmesiyle reel ve nominal döviz kurlarında dalgalanmalar önemli ölçüde artmıştır. Döviz kurlarındaki dalgalanmalar uluslararası işlemlerden elde edilmesi beklenen karlar hakkında belirsizlik yaratarak işlem hacmini azaltır, aynı zamanda yabancı işletmelere ve

finansal portföy yatırımlarına yapılan doğrudan yatırımları azaltarak sermaye iç hareketliliğini de kısıtlayabilir (Maskus, 1986). Sistemin çökmesiyle yüksek gelir elde etmek için faiz-kur arbitrajından faydalanarak yapılan sermaye hareketlerinin artması da döviz kurlarındaki dalgalanmayı ve dolayısıyla kur riskini arttırmıştır (İnsel ve Sungur, 2003: 2)

Benimsenen dalgalı kur sisteminde döviz kurlarının piyasa belirleyiciler tarafından belirlenmesi, kurlarda günlük olarak tahmin edilemeyen değişimler meydana getirebilmektedir. Bu değişimlerden kaynaklı yabancı para ile vadeli işlem yapan firmalar yüksek oranda kur riskiyle karşı karşıya kalmaktadır. Özellikle döviz kurundaki dalgalanmalar yükseldikçe, firmaların kur riskine maruz kalma oranları da artmakta ve daha yüksek maliyetlere yol açmaktadır (Öztürk, 2016: 86). Firmalar açısından oluşan kur riski, firmanın bulunduğu sektörü etkileyebilmektedir. Aynı zamanda o sektörün uluslararası rekabetçiliğini etkileyerek ülke ekonomisini de etkilemektedir (Doğanay, 2016). Dolayısıyla oluşabilecek kur riskinin etkisi sadece firma ya da sektör üzerinde değil ülkenin rekabet gücü üzerinde de kendini gösterecektir.

Küresel düzeyde artan sermaye ve mal akışlarındaki hız, yabancı para ile yapılan işlem türünde ve hacminde artışa neden olmuştur. Yabancı para ile yapılan işlem türündeki ve işlem hacmindeki artışlar birçok alanda etkisini göstermiştir. İthalat ve İhracat, bankacılık faaliyetleri, banka dışı işletmelerin sermaye hareketleri ve çok uluslu şirketlerin ticari hareketleri yabancı para ile yapılan işlemlerden olup, kur riski açısından dikkat edilmesi gereken alanlardır.

2.2. Kur Riskinin Nedenleri

Yapılan literatür taraması sonrası edinilen bilgiler kapsamında kur riskinin nedenleri genel olarak 7 başlık altında sınıflandırılmaktadır. Bunlar dalgalanma, politik risk, kur rejimi sorunu, ödemeler dengesi açıkları ve fazlalıkları, enflasyon ve faiz oranları, mali krizlerin etkisi, spekülatif hareketler olarak sıralanmaktadır.

2.2.1. Volatilité

Volatilité, bir varlığın fiyatının kısa bir süre içerisinde gösterdiği aşağı ya da yukarı yönlü hareketler olarak tanımlanmaktadır (Gür ve Ertuğrul, 2011: 54). Volatilité kavramı 1973 Bretton-Woods sisteminin yıkılmasından sonra tartışılmaya başlansada, volatilitéye

olan büyük ilgi 19 Ekim 1987’de Amerika da sermaye piyasalarında meydana gelen büyük düşüş ile başlamıştır ve birçok gelişmiş sermaye piyasalarında da bu düşüşler devam ederek uluslararası sermaye piyasası krize dönüşmüştür.

Volatilité, herhangi bir finansal faktörde oluşabilecek belirsizlik ve risklerin göstergesi olarak kabul edilir. Dolayısıyla volatilité, bu finansal faktörlerdeki getirilerin olasılık dağılımının standart sapması veya varyansı ile ölçülebilmektedir.¹⁰

Kur riskinin oluşmasındaki en önemli nedenlerinden biri de finansal bir faktör olan döviz kurlarının sürekli olarak dalgalanmasıdır. Sürekli dalgalanmalardan kaynaklanan döviz kuru değişiklikleri ise uzun dönemde yatırım kararlarını etkileyerek kâr hakkında belirsizlik ortaya çıkaracaktır. Özellikle uluslararası ticaretle uğraşan şirketler döviz kurundaki dalgalanmalar sonucu oluşabilecek kur riskinden dolayı ileriye yönelik işlem yapmaktan kaçınacak ve uluslararası ticaret hacminde azalış meydana gelecektir.

Tablo 2.1: Türkiye’de Dolar Kurunun Değişimi (2010-2020)

Yıl	USD (Yıl Sonu)	% Değişim
2010	1.5376	3.3820
2011	1.8889	22.8473
2012	1.7776	-5.8923
2013	2.1304	19.8470
2014	2.3269	9.2236
2015	2.9181	25.4072
2016	3.5192	20.5990
2017	3.7719	7.1806
2018	5.2810	40.0090
2019	5.9400	12.4787
2020	7.4194	24.9057

Kaynak: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), <https://www.tcmb.gov.tr> , 04.04.2021

Yukarıda Tablo 2.1’ de Türkiye’de 2010 ve 2020 tarihleri arasında dolar kurunda meydana gelen dalgalanmaları göstermektedir. İlgili grafikte her yılın son iş gününde

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Tarafından ilen edilen dolar kuru baz alınmıştır. Bir önceki yılın son iş günü dolar kuru ve içinde bulunulan yılın son iş günü dolar kuru arasındaki farka göre yüzdesel değişim hesaplanmıştır. Grafikte 2012 yılında aşağı yönlü %5’lik bir sapma görülürken diğer yıllarda yukarı yönlü ciddi saptmaların varlığı Türkiye’de meydana gelen ani kur değişimlerinin yaşandığına işaret etmektedir.

2.2.2. Politik Risk

Politik risk kavramının Birinci Dünya Savaşı öncesinde ortaya çıktığı belirtilmektedir. O dönemde faaliyette bulunan uluslararası firmaların, yaklaşan savaş ortamında meydana gelen veya ortaya çıkabilecek olumsuz durumları ifade edebilmek için kullandıkları bir terimdir (Doremus ve diğerleri, 1998: 76-77). Zamanla, adalet, milliyetçilik, ideolojik farklılıklar, terör, siyasi ve ekonomik krizler, siyasi istikrarsızlık, kanunlar, politikaya asker müdahalesi, dış çatışmalar, dini ve etnik gerginlikler de politik riskin içerisinde değerlendirilmeye başlanmıştır (Merna ve Al-Thani, 2008: 100). Tüm bunlarla beraber politik risk yabancı yatırımcılar için ülkenin yatırım açısından elverişli olup olmadığına karar vermesinde yardımcı olan önemli bir kriter olarak rol almaktadır.

Politik risk, yatırımcıların faaliyette bulunduğu konularda ‘oyun kurallarının’ ev sahibi ülke tarafından beklenmedik şekilde değiştirilebilmesi riski olarak tanımlanmıştır (Butler ve Joaquin, 1998: 599). Politik riske neden olan bu beklenmedik olaylar, ülkenin risk primini artırarak yatırımların çıkış yönlü olmasına ve ülkenin parasının değerini yitirmesine sebep olabilmektedir. Bunların sonucu olarak da kurda ani değişiklikler meydana gelmesi kur riskini de ortaya çıkarmaktadır.

2.2.3. Kur Rejimi Seçimi

1990’lı yıllardan itibaren gelişen piyasalarla beraber birçok finansal kriz yaşanmaya başlanmıştır. Birçok dünya ülkesi gibi ülkemizde de 2001 yılında yaşanan ekonomik krizin ortaya çıkmasındaki en önemli sebep olarak kur rejimleri gösterilmiştir (İnan, 2002). Kur rejimi seçimi, devletin politika uygulamalarının yanı sıra firmaların ithalat, ihracat, yatırım kararlarını, gelecek planlamalarını doğrudan etkilemektedir.

Döviz kuru rejimi ikiye ayrılmaktadır. Bunlar, sabit kur rejimi ve dalgalı kur rejimi olarak adlandırılmaktadır. Sabit kur rejimi basitçe yerli paranın Merkez Bankası tarafından

belirlenen bir kurla yabancı paralara eşitlenmesidir. Belirlenen kur Merkez Bankaları tarafından bir değişikliğe gidilinceye kadar sabit kalır. Bu kur rejiminin sağladığı avantajlarından biri olan kur riskinin azalması, beklenen kura ilişkin bilgi sağladığı için iktisadi birimlere uzun vadede plan ve yatırım yapabilme olanağı sağlayacak, yabancı yatırımlar ve uluslararası işlemlerde artış olacaktır (İnan, 2002). Dezavantajı ise yerli para, belirli bir kura sabitlendiği için yabancı paranın ülkesinde değişen politikalardan doğrudan etkilenir. Böylece yabancı paranın değerindeki ani değişimlerde ekonomi etkilenirken sabit kur rejimi izlenildiği için bağımsız bir para politikası uygulamak mümkün olmaz. Böyle durumlarda yerli para değer kaybına uğrayabilir.

Dalgalı kur rejimi ise yerli paranın değerinin, piyasalarda arz ve talep kanunlarına göre belirlendiği sistemdir. Bu kur rejimini uygulayan ve özellikle enflasyonun süreklilik arz ettiği ülkelerde yerli para sürekli olarak değer kaybetmeye devam eder. Kurlarda oluşan bu sürekli belirsizlik ise kur riskini arttırmaktadır. Bunun sonucunda ise ülkede hem ticari hem de finansal alanlardaki işlem hacimlerinde azalış olabilir. Aynı zamanda sistemin esnek olmasından dolayı kurdaki olası bir yükselmeye açık pozisyona sahip firmalar büyük ölçüde tahribata uğrayabilir.

2.2.4. Ödemeler Bilançosu Açık ve Fazlalıkları

Ödemeler bilançosu, bir ekonomideki yerleşiklerin başka ekonomideki yerleşiklerle belirli bir dönemde gerçekleştirmiş olduğu tüm iktisadi işlemlerin sonuçlarını gösteren sistematik bir kayıt biçiminde tanımlanır (Seyidoğlu, 2007: 312). Ödemeler bilançosu cari hesap, sermaye hesabı, resmi rezervler hesabı, net hata noksan hesabı olmak üzere dört kalemden oluşmaktadır. Ödemeler bilançosuna, ülkede bir yıl içerisinde yurtdışıyla yapılan mal ve hizmet ithalat ihracatı, sermaye aktarımları, sermaye aktarımlarına karşılık yapılan faiz ödemeleri, karşılıksız yapılan transfer ödemeleri kaydedilir. Başta ülkenin merkez bankası olmak üzere, yerli yabancı ekonomik kuruluşlar, yabancı yatırımcılar ileriye yönelik ekonomik planlarına ödemeler bilançosundan faydalananarak karar verirler. Ödemeler bilançosunda meydana gelecek açık veya fazlalık döviz kurlarını doğrudan etkileyecektir. Döviz kurlarının doğrudan etkilenmesi ise kur riskini doğurmaktadır. Bilançonun açık vermesi durumunda ülkenin döviz talebi artar. Döviz talebinin artması ile döviz kurlarında artış meydana gelir. Bunun sonucu olarak ise ihracatta artış ortaya çıkar. Bilançonun fazla vermesi durumunda ise döviz arzı artacağından döviz kurlarında azalış gözlemlenir. Bu

durumda ise ihracatta azalma yaşanıp, yurtdışındaki mallar ucuzladığı için ithalatta artış olacaktır.

2.2.5. Döviz Krizi Etkisi

Bir ülkenin yerli para birimine gelecekte olan güvenin sarsılmasıyla spekülasyon fonların alternatif araması sonucu, merkez bankasının rezervleri de kullanarak tüm müdahalelerine rağmen mevcut durumu sabit hale getiremeyerek yerli paranın devalüe edilmesi veya kurun serbest dalgalanmaya bırakılması döviz krizinin sonucudur. Döviz krizinin sonucundan biri olan devalüasyon işletmeleri iki şekilde kur riskiyle karşılaştırır. İlk olarak yabancı para biriminden borca sahip olan işletmelerde yerli paranın değer kaybetmesinden dolayı borç yükü artar. Diğer bir risk ise işletmenin yerli para biriminden alacaklarının değeri düşmesidir. Bunların sonucunda ise iki yönlü olarak değer kaybeden işletmenin kendi sektöründe rekabet gücü de düşer.

Kriz sonucu yapılan devalüasyonlarda yerli ürünler yabancılar için ucuzlayacağından işletmelerin ihracatlarında artış görülür. Ancak ithal girdi kullanan işletmelerde yabancı mallar daha da pahalılaşacağı için işletmelerde maliyet artışı meydana gelir.

2.2.6. Enflasyon ve Faiz Oranı

Gelişmekte olan ülkelerde döviz kuru-enflasyon ilişkisi ekonomide büyük öneme sahiptir. Satın alma gücü paritesi ise nominal döviz kurlarının ülkeler arasındaki enflasyon oranlarına bağlı olarak değişebileceğini açıklayan teoridir. İlk kez 1918 yılında İsveçli iktisatçı Gustav Cassel tarafından ortaya konulan satın alma gücü paritesi (SAGP) farklı cinsten para birimlerinin, ülkelere bağlı olarak değişen fiyat düzeyi farklılıklarının kaldırılıp, tek fiyat kanunu benimsenerek satın alma güçlerinin eşitlenmesini sağlayan oran olarak belirtilmektedir.¹¹ Tek fiyat kanunu ise etkin piyasalarda aynı mal için tek bir fiyat oluşabileceğini ifade eden bir kanundur.

Satın alma gücü paritesinde, enflasyonun döviz kuru üzerindeki etkisini nispi satın alma gücü paritesi ile açıklanmaktadır. Nispi satın alma gücü paritesine göre iki ülke arasındaki nominal döviz kurları ülkelerdeki enflasyon oranları farkını yansıtacak şekilde

¹¹ <https://www.mahfiegilmez.com/2012/05/satnalma-gucu-paritesi-nedir.html> Erişim tarihi:04.04.2021

değişir (Bilgin, 2018:20). Açıklayacak olursak iç fiyatlardaki meydana gelecek artış yerli paranın satın alma gücünü düşürecektir. Bu teoriye göre belirli bir ülke parasının dış değeri, satın alma gücündeki azalış oranı kadar düşürülmelidir. Örnek verecek olursak A ülkesindeki enflasyon %8 iken B ülkesindeki enflasyon %3 olsun. Bu iki ülkenin kendi para birimleri cinsinden fiyatlarının eşitlenebilmesi için yüksek enflasyona sahip ülkede döviz kurunun %5 oranında yükselmesi gerekmektedir. Burada satın alma gücü hipotezinin gösterdiği kur, denge döviz kuru olup, mal fiyatlarını ortak bir para birimine dönüştürerek, uluslararası piyasalarda ticareti yapılan mal ve hizmetlerin arzı ile bunlara yönelik talebin dengeye gelmesini sağlar (Bilgin, 2018:21).

Döviz kuru-enflasyon ilişkisine başka bir bakış ise döviz kurunun fiyatlara yansımadır. Bu yansıma; döviz kurunda meydana gelen yüzde 1’lik değişikliğin ithal malların fiyatlarının ulusal para cinsinden değerinde yarattığı yüzde değişimdir (Goldberg ve Knetter, 1997). Döviz kurlarındaki oluşan yukarı yönlü hareketler öncelikle ithal malların fiyatlarını etkilemekte olup ithal malı elde etme maliyetini artıracaktır. İthalat fiyatlarının artması, ithal girdi kullanılarak yurt içinde üretilen malların da fiyatlarını arttırarak, ülkedeki yurtiçi fiyat düzeyinin yükselmesine neden olur. Döviz kurlarındaki bu değişimin enflasyon üzerindeki etkileri döviz kurundan fiyatlara geçiş etkisi olarak adlandırılmaktadır. Geçiş etkisi kısaca yerli paranın, kurdaki değişimden kaynaklı değer kaybının enflasyonu ne kadar etkilediğini gösteren makroekonomik göstergedir (Alptekin ve diğerleri, 2016).

Döviz talebinin artması, özellikle kronik enflasyon yaşanan ülkelerde kurdaki artış sebebi ile yüksek enflasyon beklentisinin daha da yükselmesi ve yerel paraya olan güvenin azalmasının sonucudur (TCMB, 2002). Döviz talebindeki artış kuru tekrar yükseltmekte ve kronikleşen enflasyondan dolayı tasarruf sahipleri tasarruflarını döviz olarak tutma eğilimine gitmektedir. Bunun sonucunda döviz cinsinden finansal varlıklar yaygın hale gelerek, ülke ekonomisi döviz kurundaki değişimlere karşı oldukça kırılgan hale gelmektedir (TCMB, 2002).

Enflasyon ve döviz kuru kadar faiz oranlarının da diğer iki değişken ile etkileşimi son yıllarda çok incelenmektedir. Özellikle son yıllarda yaşanan olaylardan kaynaklı Türk Lirası’nın değeri, Dolar ve Euro karşısında düşmektedir. Kuru kontrol altına alabilmek için ise politika yapıcılar faiz oranlarını kullanmaktadır. Döviz kuru ve faiz oranları arasındaki ilişkiyi detaylı inceleyebilmek için her iki terimi de açıklamak gerekmektedir. Faiz oranı,

tasarruf sahiplerinin o gün ki harcamalarından vazgeçmesi sonucu elde edecekleri kazanç olarak tanımlanırken, yatırımcılar açısından ise tasarruf sahiplerinin parasını kullanmaları sonucu ödedikleri bedel olarak tanımlanır.

Faiz oranları ikiye ayrılmaktadır. Bunlar; nominal faiz oranı ve reel faiz oranıdır. Nominal faiz oranı fiyatlar genel düzeyi göz ardı edilerek hesaplanan orandır. Reel faiz oranı ise fiyatlarda beklenen değişimler dikkate alınarak hesaplanır. Reel faiz oranı Fisher eşitliğiyle açıklanabilir.

Fisher eşitliğine göre: $i = r + p_e$ (beklenen enflasyon)

i: nominal faiz oranı

r: reel faiz oranı

p_e : beklenen enflasyon

Döviz kurlarında da eğer fiyatlar genel düzeyi de göz önünde bulunduruluyorsa reel döviz kurundan bahsedilmektedir. Reel döviz kuru ise aşağıdaki şekilde hesaplanır.

$e = q \times P^* / P$

e: nominal döviz kuru

q: reel döviz kuru

P^* : yabancı ülke fiyatlar genel seviyesi

P: ulusal fiyatlar genel seviyesi

Yukarıdaki hesaplamalar çerçevesinde faiz oranları ile döviz kuru arasındaki ilişki enflasyon etkisi ile sağlanmaktadır. Nominal faiz oranları beklenen enflasyona, nominal döviz kurları ise yabancı ve iç enflasyonun göreceli oranlarına bağlı olduğundan, bir döviz şoku hem nominal faiz oranlarını hem de döviz kurlarını etkileyecektir (Hakkio, 1986:33-43).

2.2.7. Spekülatif Hareketler

Mevcut piyasa koşullarının göz önünde bulundurulması koşulu ile gelecekteki fiyat dalgalanmalarının tahmin edilmesi ve oluşabilecek riskin göze alınmasıyla para kazanma arzusu ile girilen işlemlere spekülasyon denir. Spekülasyon genellikle kısa vadede yüksek

derecede riskli yatırımı ifade eder. Uluslararası sermaye hareketlerinin daha akışkan ve karmaşık hale gelmesiyle uluslararası döviz piyasalarındaki işlem hacmi oldukça artmıştır. Uluslararası hesaplamalara göre bu işlem hacminin yaklaşık yüzde 95’lik kısmı spekülasyon hareketlerinden oluşmaktadır (Şen ve diğerleri, 2004). Döviz piyasalarında yapılan spekülasyonu örnekle açıklayacak olursak; yabancı bir yatırımcının elindeki döviz TL’ye çevirmesi sonucu belirli faiz oranı karşılığında mevduat hesabına yatırması, o yatırımcının kur riskine katlanarak faizin daha fazla kazanç getireceğini göze almasını göstermektedir.

Bir ülkede döviz üzerinden yapılan spekülasyon hareketlerin çokluğu o ülkedeki yerli paranın yatırımcılar tarafından yüksek miktarda ve kısa sürede sürekli olarak satılıp karşılığında döviz talep ettiklerinin göstergesidir. Ekonomik göstergelerin bozulması, cari açığın yükselmesi gibi durumlarda spekülasyon hareketlere olan yönelim artmaktadır. Böylece spekülasyon hareketlerin arttığı ülkede yerli parada kaçıştan dolayı döviz kıtlığı yaşanmaya başlandığı için dövizin değeri daha da artar.

2.3. Kur Riski Türleri

Döviz kurlarındaki değişimler sonucu oluşabilecek kur riski; işletmelerin türlerine, işletmelerin kullandıkları işlem çeşitliliklerine ve mali tablolarında kullanılan tekniklere göre farklılık gösterir. Bunlar; çeviri riski, işlem riski ve ekonomik risktir.

2.3.1. Çeviri Riski (Muhasebe Riski)

Finansal tablolar, farklı döviz cinsleri ile işlem yapılmış olsa bile yerel para cinsi ile raporlanmak zorundadır. Dolayısıyla aktif ve pasifte yer alan farklı döviz cinslerinin, bilanço veya gelir tablolarında raporlanırken yerel para cinsine çevrilmesi sırasında döviz kurlarından kaynaklı oluşabilecek risk, çeviri ya da muhasebe riski olarak adlandırılmaktadır (Yıldırım, 2012: 40) Burada herhangi fiziki bir alım satım olmamaktadır. Sadece muhasebe kayıtlarındaki değerlerin değişimi görülmektedir. Örneğin, ihracatçı işletmeler, yurtdışına döviz cinsinden satış yapmakta iken finansal tabloların yerel para cinsinden raporlanması, işletmeleri sürekli olarak çeviri riskine maruz bırakmaktadır.

Çok uluslu şirketlerde çeviri riski daha çok gözlemlenmekte ve önem arz etmektedir. Çokuluslu şirketlerde birçok yurtdışında faaliyet gösteren yavru şirketler bulunmaktadır. Bu şirketlerde yürütülen faaliyetler, o ülkenin para birimi üzerinden gerçekleşmekte ve yine o

ülkenin para birimi üzerinden bilançolarına kaydetmektedirler. Bilanço döneminin sonunda ise, tüm yavru şirketlerdeki muhasebe hesaplarının yurtiçindeki ana şirkette toplanmasıyla, ana şirketin yılsonu hesapları oluşturulmaktadır. Bu işlemin yapılabilmesi için yavru şirketlerde kullanılan para birimi üzerinden hesaplanmış tutarlar ana şirketin bulunduğu ülkenin yerel para birimine dönüştürülür. Bu dönüşüm sırasında kurlardaki değişimden kaynaklı ana şirketin kar/zarar tutarlarında farklılıklar gözlemlenebilir (Butler, 2012: 294).

2.3.2. İşlem Riski

Genel olarak işlem riski, “Beklenen nakit akımlarının döviz kuru dalgalanmalarından oluşan kayıp ve kazanç ihtimali” olarak tanımlamaktadır (Redhead, 1988: 3). Döviz üzerinden alacaklı veya borçlu olunması, döviz ile işlem yapılması, döviz ile sözleşme yapılması, döviz kredisi verilmesi/alınması gibi durumlarda işlem riski ile karşılaşılabilir. İşlem riski, satış ya da herhangi bir sözleşmenin kurulduğu an itibariyle başlar. Sözleşme tarihinden işlemin tamamlandığı tarihe kadar geçen sürede meydana gelen kur değişiklikleri, işletmenin nakit akımlarında beklenmeyen olumlu ya da olumsuz sonuçlar doğurabilir. Öngörülemeyen kurdaki değişiklikler olduğu sürece de risk devam eder. Dolayısıyla işlem riskinin oluşmasında zaman kavramının büyük ölçüde etkisi vardır. Bu riskin uzun dönemde işletmeye olan etkisini düşünecek olursak, işletmenin uzun dönemde nakit akışlarında istikrarı sağlayamaması durumunda, işletmenin rekabet gücü de buna bağlı olarak azalma gösterecektir (Yıldırım, 2012: 41).

İşlem riskini, dövize bağlı borç alma işlemleri ya da dövize cinsinden alınan kredileri işlemleri için örneklendirecek olursak; eğer borç süresi içinde döviz kurunda bir artış meydana gelirse alınan sabit tutarlı borç karşılığında daha fazla yerel para ödenmesi gerekir. Bu da işletmenin karlılığını etkilemektedir.

2.3.3. Ekonomik Risk

Ekonomik risk, döviz kurundaki değişimlerin zaman içerisinde işletme üzerindeki etkilerini içerir. Başka bir ifadeyle döviz kurlarındaki dalgalanmaların işletmenin gelecek nakit akımları üzerinde etkisidir (Seyidoğlu, 1994: 138). İşletmenin değeri ise gelecekteki beklenen nakit akımlarının bugünkü değeri ile ölçülür. Döviz kurundaki değişikliklerde beklenen nakit akımlarının bugünkü reel değerini etkilemektedir. Dolayısıyla işletmenin değeri ve buna bağlı olarak pay sahiplerinin sahip oldukları servet de değişecektir.

Ekonomik risk, işlem ve işletme etkisi olmak üzere ikiye ayrılır. İşlem etkisi, işletmenin yabancı para kullanarak faaliyet göstermesi sonucu ortaya çıkan döviz borç alacaklarından ya da mal hizmet alım satımlarından doğan risktir. İşletme etkisi ise, işletmenin gelecekteki nakit akımları üzerinde etkisi olan ve işletmenin ilerideki değerinin etkileyecek tüm risk faktörlerini içerir (Yıldıran, 2012: 41).

Döviz riski türlerinden olan çeviri ve işlem riski döviz kuru dalgalanmalarının tüm etkilerini göstermez. Çünkü bu iki riskte dönemsel olarak değerlendirilir. Yani işletmenin gelecekteki değeri, nakit akımları hakkında yol göstermez. Konuralp, döviz kuru değişimlerinin muhasebe kayıtlarına bakarak görülemeyecek etkilerini aşağıdaki şekilde belirtmiştir (1990: 20);

- a) Gelecekteki döviz kuru değişimlerinin nakit akımları üzerindeki etkileri,
- b) Gelecekteki yüksek enflasyon ve buna bağlı olarak fiyatların kontrol altına alınma olasılığı,
- c) Gelecekteki olası bir devalüasyondan sonra, emek gücünün ücretlere karşı tutumu,
- d) Gelecekteki olası bir devalüasyonun, borç alınabilir fonların arzı üzerindeki etkileri,
- e) Artan hammadde maliyetlerinin satış fiyatları üzerindeki etkileri,
- f) Gelişen uluslararası rekabetin fiyatlar üzerindeki etkileridir.

Özetle, yukarıda belirtilen maddeleri de kapsayan ekonomik risk, uzun dönemde işletmenin faaliyetlerini, rekabetini ve gelecekteki piyasa değerini etkileyebilecek geniş kapsamlı bir risk türüdür.

3. BÖLÜM

KUR RİSKİNDEN KORUNMA UYGULAMALARI/ KUR RİSKİ YÖNETİMİ

Kur riskinin sebepleri, etkileri ve türlerinin verilmesi sonrasında risk yönetiminin tanımlanması ve genel olarak risk yönetim sürecinin nasıl olması gerektiğinin açıklanması kur riski yönetiminin de etkin bir şekilde yönetilmesinin ilk adımı olarak değerlendirilmektedir. Bu kapsamda genel olarak risk yönetiminin ne olduğu ve risk yönetim sürecinin aşamalarının kısaca belirtilmesinin faydalı olacağı değerlendirilmiştir.

3.1. Kur Riski Yönetiminin Tanımı, Amaçları ve Önemi

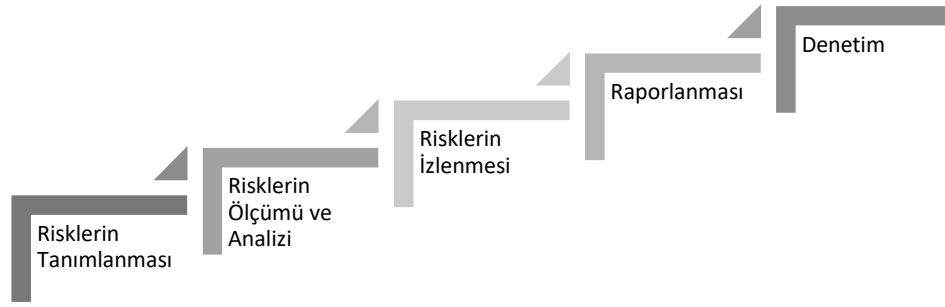
Risk yönetimi, kişilerin, kurum veya kuruluşların maruz kalacakları risklerin sınırlandırılmasının sağlanması, maruz kalınan risklerin ölçülmesi ve alabilecekleri risklerin belirlenmesi gibi adımların bütünüdür. Bir diğer tanımla risk yönetimi, en iyi hareket planını hazırlamaya yönelik sistematik bir yaklaşımdır (Akçay ve diğerleri, 2015:342). Risk yönetimiyle birlikte riskler tamamen ortadan kaldırılamamaktadır.

Risk yönetiminde önemli olan alınabilecek maksimum risklerin belirlenip, belirlenen risk seviyede gerçekleştirilen işlemlerden maksimum faydayı sağlamaktır. Küreselleşme ve her sektörde yeni gelişmelerin yaşanması sebebi ile kişi, kurum ve kuruluşların maruz kaldığı risk sayısı ciddi ölçüde artış göstermiştir. Bu sebeple etkili bir risk yönetim sisteminin oluşturulması zorunlu bir hale gelmiştir. Risk yönetiminin en önemli amacı kişi, kurum ya da kuruluşların alabilecekleri maksimum risk seviyesinin belirlenmesidir.

3.2. Kur Riski Yönetim Süreci

Etkili bir risk yönetim sistemi için risk yönetim süreçlerinin tanımlanması önemlidir. Yapılan literatür taraması sonucunda elde edilen genel bilgiler dikkate alındığında risk yönetim sürecinin 5 genelden oluştuğu gözlemlenmiştir. Bu aşamalar aşağıda Şekil 3.1’de görüldüğü üzere; risklerin tanımlanması, risklerin ölçüm ve analizi, risklerin izlenmesi, raporlanması ve risklerin denetimi biçiminde aşamalandırılabilir.

Şekil 3.1. Risk Yönetim Süreci



Bazı kaynaklarda ilk aşama olarak risk politika ve uygulama usullerinin oluşturulması ilk aşama olarak değerlendirilmektedir. Etkili bir risk yönetim sürecinin tanımlanıp uygulanabilmesi için kurumsal kültür içerisinde yer alması önem arz etmektedir. Kurum veya kuruluşta çalışan bireylerin risk yönetimi hakkında bilgi sahibi olmaları ve süreçte etkin olarak yer almaları önem taşımaktadır.

3.3. Kur Riski Yönetiminde Kullanılabilecek Yöntemler

Kur riskinden korunmak amaçlı kullanılan yöntemler içsel ve dışsal yöntemler olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. İçsel yöntemler, firmaların kendi yönetimindeki kaynaklardan yararlanarak kur riskini önlemeye çalıştığı yöntemlerdir. Dışsal yöntemler ise firma bünyesinde olmayıp banka veya borsa gibi aracı bir kurumu kullanarak riskin önlenmeye çalışıldığı yöntemlerdir.

3.3.1. İçsel Yöntemler

Firmaların kur riskinden korunmak amacıyla kendi imkan ve yönetim gücünü kullanarak daha düşük maliyetle yönettiği içsel yöntemler; nakit akışının hızlandırılması veya geciktirilmesi yöntemi, eşleştirme yöntemi, netleştirme yöntemi, döviz sepetleri yöntemi, fiyatlama politikası ve aktif pasif yönetimidir.

1.Nakit Akışının Hızlandırılması veya Geciktirilmesi: Gelecekte oluşabilecek döviz kurlarındaki hareketlere yönelik beklentiye göre firmanın döviz cinsinden borç veya alacaklarının hızlandırılması veya ertelenmesi işlemidir (Seyidoğlu, 1997: 196).

Bu yöntem kullanırken iki durumla karşılaşılabilir. Bu durumlar gelecekte kurlarda artış veya düşüş olacağı beklentisidir. Kurların artacağı ön görülmesi durumunda döviz cinsinden borçların ödemesinin öne çekilmesi için çabalanacaktır. Döviz cinsinden

alacaklarda ise vadeyi uzatma ya da geciktirmeye gidilebilir. Kurlarda düşüş beklentisi olması durumunda ise döviz borçlarında geciktirilmesi için çalışılacakken, döviz alacaklarında ise vadeyi öne çekmek için çalışılacaktır.

2.Eşleştirme Yöntemi: Eşleştirme yöntemi firmanın aynı türden ve aynı miktarda döviz borç ve alacaklarını aynı vadede denkleştirerek nakit akışını nötrlemeye çalıştığı durumdur. Firmalar arasında çok sık kullanılan bir yöntem olmasına rağmen, tamamen nötrleme durumu pek mümkün olmamaktadır. Örneğin İngiltere'ye ithalat yapan bir firma hammaddeyi yine İngiltere'den sağlamaktadır. Hammadde alımı karşısında ödeyeceği İngiliz Sterlini'nin vadesini, ihracat yapacağı malın karşısında alacağı tutarın vadeye göre ayarlaması gerekmektedir. Bu durumda döviz cinsleri ve vadeler aynı olsa ile tutarların denk getirilmesi pek mümkün değildir. Böylece firma sadece o vade tarihinde arada kalan net tutar için bir koruma işlemi yapacaktır.

3.Netleştirme Yöntemi: Netleştirme yöntemi genellikle çok uluslu şirketlerin ya da yurtdışında şubesi veya iştiraki bulunan bankaların uygulayabileceği bir yöntemdir. Merkezin bulunduğu ülke dışında bulunan iştirak veya şubelerde gerçekleşen aynı döviz cinsinden dönem sonu borçlarının merkez ile mahsuplaştırılması sonucu arada kalan farkın karşı tarafa ödenmesi ve hedge edilmesini sağlayan yöntemdir. (Şimşek, 2016: 168).

Netleştirme yöntemi ile işletmelerin (Yıldıran, 2003:74);

- a) Şube veya iştiraklerinin döviz sıkıntısı çekmesi önlenir.
- b) Yukarıda bahsedilen nakit akışının hızlandırılması veya geciktirilmesi yöntemi daha kolay uygulanır.
- c) İşletmeler açısından nakit akımı yönetimi daha rahat olacağına yatırım ve iş fırsatları değerlendirilir.

4.Döviz Sepetleri Yöntemi: Döviz sepetleri yöntemi, aynı döviz cinsinden alacak ve borçları netleştirmek yerine, bu alacak ve borçlar farklı dövizlere bağlanarak bir alacak ve borç portföyünün oluşturulması ile kur riskinin önlenmeye çalışıldığı yöntemdir. (Seyidoğlu, 1994). Belirlenen döviz cinslerinin ağırlıklı ortalaması alınarak oluşturulan döviz sepetleriyle risk tek bir üründe toplanmayacak ve diğer ürünler üzerine de dağılacaktır. Böylece sepetteki ortalama kur dalgalanma riski tek bir döviz kurunun dalgalanma riskinden daha az olacağından döviz portföyünde meydana gelecek kur riskinin azaltılması sağlanabilmektedir (Erdoğan, 1995: 137).

3.3.2. Dışsal Yöntemler

Günümüzde işletmeler, finansal piyasaların serbestleşmesi ile döviz kurunda meydana gelen dalgalanmalar sonucu ortaya çıkan ve kendi kontrolleri dışında meydana gelen kur riskiyle karşı karşıya kalmaktadır. Bu da kişi veya kurumlar tarafından daha dikkatli bir risk yönetimini zorunlu hale getirmiştir. Önceden bu tarz risklerin doğurduğu sonuçların yönetimin kontrolünde olmadığı düşünülürken, günümüzde dışsal yöntem olarak adlandırılan çeşitli araç ve yöntemlerle işletmeler tarafından bu risklerin yönetilmesi beklenmektedir (Bodnar ve Gebhardt, 1998:1). İçsel korunma yöntemlerinin uygulanmasına rağmen bu yöntemlerin işletmelerde oluşabilecek risk üzerinde etkisinin bulunmadığı durumlarda dışsal yöntemlere başvurulmalıdır. Dışsal korunma yöntemleri, içsel korunmaya göre çoğunlukla daha yüksek maliyetli ve daha karmaşıktır. Ancak dışsal koruma yöntemlerinin uygulandığı durumlarda işletmelerin daha başarılı sonuçlar alması ortaya çıkan yüksek maliyete katlanabilmeyi gerekli kılmıştır (Çiftçi ve Yıldız, 2013: 97). Kur riskinde kullanılan en önemli dışsal yöntem türev ürünlerdir. İzleyen bölümde türev ürünlerin kapsamı ve türev piyasalar hakkında bilgi verilmiş ardından kur riskinde kullanılan döviz türevleri anlatılmıştır.

3.3.2.1. Türev Ürünler ve Türev Piyasaların Gelişimi

Risklerin yönetilmesi ihtiyacı tarih boyunca var olmuştur. Türev ürünlerin ilk kanıtı M.Ö. 2000’li yıllarda Hammurabi hakimiyetindeki topraklarda gerçekleşen hasat dönemlerindeki belge olarak kabul edilebilir. (Riederová ve Růžicková, 2011:522).

MÖ 5. yüzyılda yaşamış olan Thales ise ilk opsiyon sözleşmesini gerçekleştiren kişidir. Thales bir sonraki yıl gerçekleşecek olan zeytin rekoltelerinin yüksek olacağını tahmin etmiştir ve zeytin atölyelerinin sonraki yıl kendisi tarafından kullanımı konusunda üreticilere depozito ödemiştir. Gelecek sezon hasat miktarı oldukça yüksek olduğu için kullanım hakkı Thales’de olan atölyelere olan talebi artmıştır. Thales atölyeleri yüksek fiyattan kiraya vererek kazanç sağlamıştır (Apak ve Uyar, 2011:9). Daha yakın tarihe bakacak olursak 17. Yüzyılın sonlarına doğru Japonya’da Dojima’da ilk vadeli işlem sözleşmeleri işlem görmüştür.¹² Japon feodal toprak sahipleri, ellerindeki pirinçleri teminat göstererek kuponlar çıkarmıştır. Çıkarılan bu kuponlar, pirincin ileri bir tarihteki teslimatını

¹² <https://www.spl.com.tr/docs/other/03f669f3-6bfc-4c.pdf>

taahhüt edip, “Dojima Pirinç Piyasasında” işlem görmüştür. Bu işlemlerin, bugünün future sözleşmelerinin özelliklerine sahip olduğunu görülmektedir.

Günümüzdeki türev piyasaların başlangıcı, dünyanın en eski vadeli işlem ve opsiyon borsası olan 1848 yılında 83 tüccar tarafından Chicago’da kurulan “Chicago Board of Trade” ile bağlantılıdır.¹³ Depo ve ambarların eksikliğinden kaynaklı tarım ürünlerinin stoklanamaması ve yolda zarara uğraması gibi sorunlar nedeniyle ortaya çıkan arz talep dengesizliğinden kaynaklı fiyat istikrarsızlığını dengelemek için üretici ve tüccarlar geleceğe yönelik güvene dayalı sözleşmeler yapmaya başlamışlardı (Tanyel, 2016). Bu sözleşmeler ile önceden belirlenen miktardaki malı belirli bir zamanda satın alınması üzerine anlaşma yapabiliyorlardı. Ancak sözleşmelerin güvene dayalı olması ve yasal düzenleme bulunmamasından kaynaklı, fiyat değişimindeki dalgalanmaya göre aleyhine olan taraf yükümlülüklerini yerine getirmeye biliyordu. Bunun üzerine 82 tüccar bir araya gelerek daha güvenilir, alıcıya karşı satıcıyı, satıcıya karşı alıcıyı koruyan bir garantörün rol aldığı Chicago Board of Trade’i (CBOT) kurmuştur. Fiyat dalgalanmalarından korunmak için forward sözleşmeleri yapılmaya başlanmıştır. 1865 yılında ise standart vadeli işlem sözleşmeleri geliştirilmiştir.

20. yüzyılda ise, II. Dünya Savaşında sonra Avrupa’nın yeniden yapılanabilmesi, ekonomik istikrarın oluşturulabilmesi için parasal sistemin de güvence altına alınması gerekmektedir. Bu amaçla 1944 yılında, gelişmiş ülkelerin önderliğinde düzenlenen anlaşma ile Bretton Woods adı verilen uluslararası para sistemi benimsenmiştir. Bretton Woods sisteminde, doların, altına çevrilebilen tek para birimi olmasına ve diğer para birimlerinin değerinin dolara endeksli olmasına karar verilmiştir.¹⁴

1973 yılında Bretton Woods sisteminin çökmesiyle dolara endeksli altın sisteminin de işlevini kaybetmesi sonucu sabit kur sistemi bozulmuştur. Sabit kur sisteminin bozulmasının ardından dalgalı kur sistemine geçilmiştir. Dalgalı kur sistemine geçilmesi ile kurdaki dalgalanmalar geleceğe yönelik belirsizlik yaratarak piyasa katılımcıları kur riski ile karşı karşıya bırakmıştır. Aynı zamanda 1974’te yaşanan petrol krizlerinde, OPEC

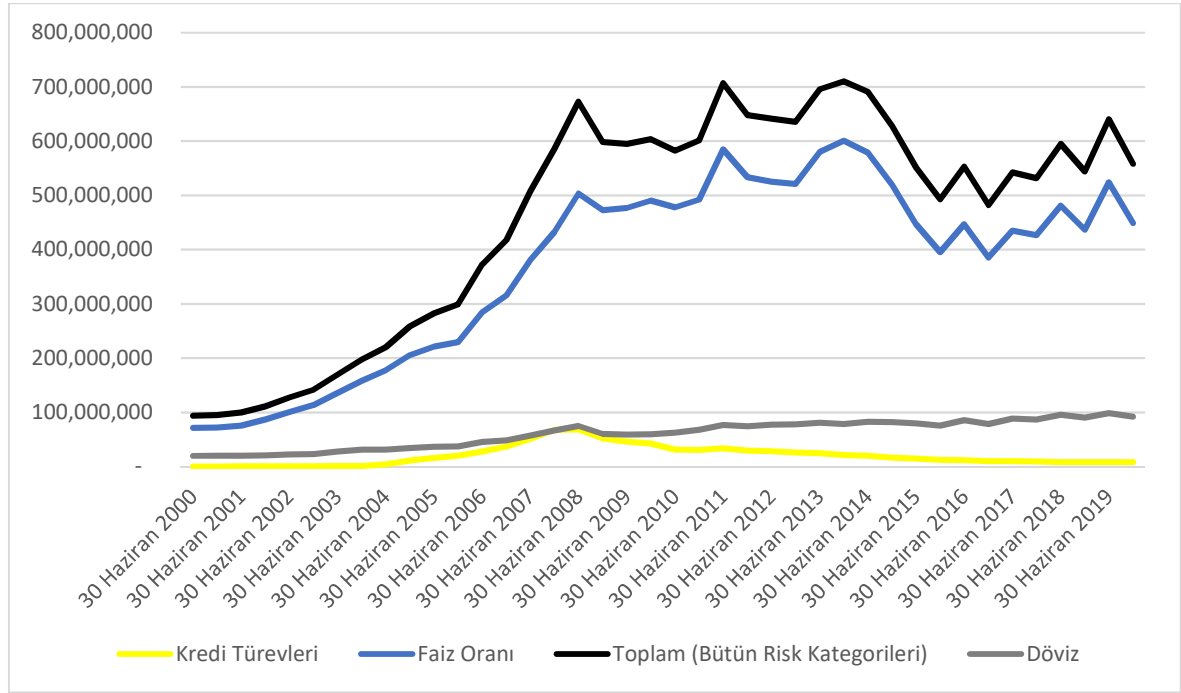
¹³ http://www.marketswiki.com/wiki/Chicago_Board_of_Trade

¹⁴ <http://www.mahfiegilmez.com/p/ekonomi-sozlugu.html>

lkelerinin petrolün fiyatını altına bağlaması sonucu petrol ithal eden ülkelerdeki üretim maliyetlerindeki artış ülkeleri hem enflasyon hem de işsizlikle karşı karşıya getirmiştir (Adalı ve Kalyoncuoğlu, 2018: 210). Enflasyonu düşürmek için para arzını düşürmeye yönelik izlenen politikalar faiz oranlarında dalgalanma ve istikrarsızlığa neden olmuştur. Böylece uluslararası para piyasalarındaki faiz oranlarında meydana gelen dalgalanmalar da yüksek faiz riski sorununu gündeme getirmiştir (Yılmaz ve Aslan, 2016:664). Bunların sonucunda kur ve faiz oranlarındaki dalgalanmalardan kaynaklı ortaya çıkan risklerden korunma ihtiyaı doğmuştur. Bu ihtiyaç sonucunda daha önceleri ticari mallar için kullanılan türev araçlar, kur riski ve faiz oranları riskinden korunmak için de kullanılmaya başlanmıştır. Bu gelişmeler sonucu 1972 yılında “Chicago Merchantile Exchange” bünyesinde ilk kez döviz futures anlaşmalarına başlanmıştır. Döviz swapları 1981 yılında kullanılmaya başlanmış olup, döviz opsiyonları 1982 yılında kullanılmaya başlanmıştır.

Dalgalanmalardan oluşan risklerden korunmak veya faydalanmak isteyenlerin talepleri her geçen gün artmakta olup türev ürün hacmi sürekli artış eğilimi göstermektedir. şekil 3.1’de Haziran 2019’a kadar olan verilere göre tezgahüstü işlem gören türev ürünlerin toplam sözleşme değeri 640 trilyon dolar olarak görünmektedir. Bunların yaklaşık 523 trilyon doları faiz oranlarına dayalı iken 98 trilyon dolar dövize dayalı, 8 trilyon doları kredi ürünlerine dayalı sözleşmelerdir. Tabloda 2007-2008 kriz döneminde türev ürünlerin kullanım haciminde büyüme olmuşken krizden sonra tekrar eski eğilimine ulaşmış ve bir süre düşüş yaşanmıştır. Günümüzde ise tekrar artış eğiliminde olduğu görülmektedir.

Şekil 3.2: Dayanak Varlığa Göre Tezgahüstü İşlem Gören Türev Ürünlerin Sözleşme Değerleri (USD)



Kaynak: Bank of International Settlements,

https://www.bis.org/statistics/about_derivatives_stats.htm?m=6%7C32, 04.04.2021

Ekonomik faaliyet gösteren işletmelerin varlıklarını sürdürebilmeleri için karşılaştıkları en büyük risk gelecekteki belirsizliği tahmin etmektir (İşleyen, 2011). Özellikle dış ticaret ile uğraşan firmalar, döviz kuru üzerindeki belirsizliği takip etmek ve oluşabilecek olumsuzlukları ortadan kaldırmak için önlem almak zorundadır. Bu önlemlerin alınabileceği ya da riski en aza indirmek için yapılabilecek işlemlerin yer aldığı piyasalara vadeli ya da diğer adıyla türev piyasalar adı verilmektedir.

Türev ürünler, riskten korunma ve belirli bir riski göze alarak getiri elde etmek için kullanılan, fiyatları diğer yatırım araçlarının (dayanak varlık) fiyatlarına bağlı olan finans ürünleridir (Akçay ve diğerleri, 2015:107). Bu ürünler hak sahiplerine, teslimatı ileri bir tarih olmak üzere bugün belirlenen fiyat üzerinden alım-satım hakkı vermektedir. Türev ürünlerin türetildiği dayanak varlıklar spot piyasa ürünleri olan döviz, hisse senedi, altın gibi finansal varlıklar olabileceği gibi pamuk, buğday gibi fiziki mallar da olabilir. Günümüzde en çok kullanılmakta olan türev ürünler; forward, future, swap, opsiyon sözleşmeleridir. Türev ürünlerin genel özellikleri aşağıdaki gibidir.

- a) Sözleşme kurulurken küçük tutarda ödemeler yapılarak, büyük tutarda kazançlar elde edilebilme olasılığı vardır. Bazı türev ürün sözleşmelerinde başlangıçta ödeme yapılmazken future sözleşmelerde başlangıç teminatı, opsiyon sözleşmelerinde ise prim kadar ödeme yapılmaktadır.
- b) Ödeme ve teslim işlemleri sözleşme kurulurken belirlenen vade tarihinde yapılmaktadır.
- c) Sözleşmenin değeri, sözleşmeye konu olan dayanak varlığın fiyatındaki değişime bağlı olarak değişmektedir.

Finansal piyasalar, finansal varlıkların alım satım vadesine göre ikiye ayrılmaktadır. Bunlar spot piyasalar ve türev piyasalardır. Spot piyasalarda alım satım işlemi ile ödeme, işlemin kurulduğu anda gerçekleşmektedir. Bu işlem ise gelecekteki belirsiz fiyat dalgalanmalarının sonucu olarak risk oluşturmaktadır. Türev piyasalar, bu riski minimuma indirmek için kurulmuş piyasalardır. Spot piyasada işlem gören hisse senedi gibi menkul kıymetlerin, altın gibi kıymetli madenlerin, parasal dövizlerin ve tarım ürünleri gibi çeşitli finansal varlıklar ile ürünlerin fiyatları temel alınarak, bir sözleşme kapsamında değeri bunlardan türetilen opsiyon, futures, swap ve forward gibi kapsamı sözleşme ile belirlenen finansal araçların işlem gördüğü piyasalara türev piyasalar denmektedir (Sarıaslan ve Erol, 2014: 34). Türev piyasalarda spot piyasaların aksine finansal varlıkların alım satım bedelleri belirlenen gelecekteki vade tarihinde ödenir. Türev piyasalar spot piyasalardan ayrı olarak düşünülmemelidir. Çünkü bu piyasayı oluşturan türev ürünler, spot piyasada işlem gören finansal varlıklara ve kıymetlere göre değeri belirlenen sözleşmelerdir (Sarıaslan ve Erol, 2014: 34).

Türev ürünlerdeki arz ve talebin karşılanması ile oluşan türev piyasalar kendi içinde organize piyasalar ve tezgahüstü piyasalar olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Tezgahüstü piyasalar, müşteriye özel sözleşmelerin işlem gördüğü ve takas işlemlerinin bir takas kurumu tarafından yapılmadığı piyasalardır (Akçay ve diğerleri, 2015:291). Tezgahüstü piyasalarda en çok kullanılan türev ürünler forward ve swap sözleşmeleridir. Organize piyasalar ise hukuki düzenlemelerin olduğu ve standart türev ürünlerin alınıp satıldığı piyasalardır.¹⁵ Organize piyasalarda ise türev araçlardan opsiyon sözleşmeleri ve vadeli işlem sözleşmeleri (futures) kurulabilir. Tablo 3.2’ de dünyadaki önemli türev piyasalar gösterilmektedir.

¹⁵ <https://www.spl.com.tr/docs/other/03f669f3-6bfc-4c.pdf>

Ülkemizde ise türev işlemlerin gerçekleştiği organize piyasa Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası (VİOP)'dır.

Tablo 3.1: Dünyada Önde Gelen Türev Piyasalar (Saltoğlu, 2014:10)

Borsa Adı	Yer
NYSE Euronext	ABD
NYMEX Manhattan	ABD
NASDAQ	ABD
American Stock Exchange	ABD
CME Chicago	ABD
CBOT Chicago	ABD
ICE Atlanta	ABD
LSE London	İngiltere
EURONEXT	ABD
EUREX Eschborn	Almanya
BMEX	İspanya
Borsa Italiana	İtalya
DME Dubai	Birleşik Arap Emirlikleri

Bu bağlamda Türkiye’de türev piyasaların gelişimi de ancak 2000’li yılların başında şekillenmeye başlamıştır. 1980’li yılların başlarına kadar Türkiye’de devletin desteğiyle iç piyasayı güçlendirme çabaları ve ithal ikameci büyüme modelini uygulamasından dolayı serbest piyasa koşulları sağlanamamıştır. Türev piyasaların dayanağı olan ve serbest piyasada belirlenen fiyatların Türkiye’ de devlet tarafından belirlenmesi bu tarihe kadar Türkiye’de türev piyasaların gelişmemesinin temel nedenidir. 1980’li yıllarda yaşanan ekonomik krizler sonucu ihracata yönelik büyüme modeli uygulanmaya başlanması faiz oranları ve döviz kurlarının piyasa tarafından belirlenmesine, TL’nin konvertible bir para haline dönmesi mevcut yapıyı değiştirerek türev piyasaların gelişmesi için zemin hazırlamıştır (Adalı ve Kalyoncuoğlu, 2018: 212).

Türkiye’de 1994 yılında yaşanan ekonomik kriz sonrasında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası döviz forward piyasalarını açmıştır. Bunun ardından altın vadeli işlemlerinde kullanılmak üzere 1997 yılında İstanbul Altın Borsası ve 2001 yılında İstanbul Menkul Kıymet Borsası bünyesinde yer alan, ilk olarak dolara dayalı sözleşmeler olarak gerçekleştirilen vadeli işlemler piyasası kurulmuştur. Daha sonra türev ürünlere işlem

yapabilecek bir borsa oluşturmak amacı ile 2005 yılında İzmir’de Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası (VOB) kurulmuştur. Son olarak 5 Ağustos 2013 tarihinde VOB, Borsa İstanbul bünyesine katılarak Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası (VİOP) adını almıştır. Şu anda VİOP’ta dayanak varlıklar ve bu dayanak varlığa bağlı olarak işlem gören sözleşmelere aşağıdaki şekil 3.2’ de yer almaktadır.

Şekil 3.3. VİOP’ta Dayanak Varlıklar ve İşlem Gören Sözleşmeler



Kaynak: Borsa İstanbul, Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası,

<https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/48/vadeli-islem-ve-opsiyon-piyasasi>, 23.04.2021

3.3.2.2. Türev Ürünler Çeşitleri

Piyasaların da gelişmesiyle ortaya çıkan ihtiyaçlar doğrultusunda türev ürünler geliştirilmektedir. Geliştirilen türev ürünleri temel olarak 4 gruba ayrılmaktadır. Bunlar; Forward Sözleşmeler (Alivire Sözleşmeler), Futures Sözleşmeler (Vadeli İşlem Sözleşmeleri), Swap Sözleşmeleri ve Opsiyon Sözleşmeleridir.

3.3.2.2.1. Forward Sözleşmeler

Forward terimi İngilizce kökenli bir kelime olup ileri, ileriye atmak anlamını ifade eder. Forward sözleşmeleri ise belirli bir miktar ve kalitedeki para, döviz, altın, mali araç, mal ve diğer türev ürünlerin sözleşme kurulurken anlaşılan fiyatla, ileride belirlenen bir vade tarihinde, alım ve satımını kapsamına alan teslim dayalı bir vadeli işlemdir (Örten ve Örten, 2001: 39). Vade tarihinde alıcı taraf yani uzun pozisyon alan taraf belirlenen fiyattan belirlenen miktardaki malı almakla yükümlüdür. Aynı şekilde satıcı yani kısa pozisyon alan taraf vade tarihinde belirlenen fiyattan belirlenen miktardaki malı satmakla yükümlüdür. Vade sonunda bir taraf diğerinin zararını üstlenmek zorundadır. Forward sözleşmelere taraf olmakta amaç, sözleşmeye konu olan varlığın fiyatındaki dalgalanmalardan korunmaktır (Tükenmez ve diğerleri, 1999: 1170).

Forward sözleşmeler organize olmayan piyasalarda yapılmaktadır ve karşılıklı güvene dayanmaktadır. Sözleşmede tarafların yükümlülüklerini yerine getirmemeleri söz konusu olduğunda herhangi bir caydırıcı hüküm bulunmamaktadır. Bu özelliğinden dolayı günümüzde forward sözleşmeleri genelde bankalar ve bankaların dış ticaretle uğraşan kurumsal müşterileri ile yapılır.

1.Forward Sözleşmelerin Özellikleri

Yukarıdaki tanımlamalar doğrultusunda forward işlemlerin özellikleri aşağıdaki gibi açıklanabilir:

- a) Forward sözleşmeler iki tarafa da karşılıklı hak ve yükümlülükler getirmektedir. Taraflar tek taraflı olarak forward işleminden cayamaz. Sözleşme sona erene kadar yükümlülükleri devam etmektedir. Sözleşme ancak iki taraf da mutabık kalması ile iptal edilebilmektedir.
- b) Forward sözleşmelerde aracı kurum bulunmamaktadır. Karşılıklı güvene dayanan, birbirini tanıyan taraflar arasında kurulur.
- c) Forward sözleşmelerde diğer türev araçlardaki gibi hakları teminat altına alma, sözleşmenin değerini güncelleme, takas kurumlarında yapılan günlük hesaplaşma işlemleri, kar-zarara ait vadeden önce nakit akış işlemlerin yapılması mümkün değildir.

- d) Bu sözleşmelerde kar veya zarar, işlem gerçekleştiğinde yani vade sonunda doğar. Taraflardan biri kar elde etmişse diğer taraf zarara etmiş olacaktır.
- e) Forward sözleşmeye konu olacak olan finansal varlığın özellikleri, teslim yeri ve yöntemi, teslim ve ödemenin yapılacağı tarih, miktarı ve fiyatı olmak üzere tüm ayrıntılar taraflar arasında serbestçe belirlenebilir. Herhangi bir standartta tabi değildir (Kırlıoğlu ve Altınkaynak, 2016:)
- f) Forward sözleşmeleri nama yazılıdır. Devredilemediği için ikincil piyasası bulunmamaktadır (Afşar ve Afşar, 2010: 240).
- g) Forward işlemlerde vade sınırı yoktur. Bir gün olabileceği gibi daha uzun sürelerde de olabilir. En sık karşılaşılan forward sözleşmeleri 30, 60, 90, 180 ve 360 günlük olanlardır. Forward kuru, genelde sözleşmenin vade uzunluğuna (günlerin sayısına) göre değişmektedir. (Madura, 2012: 117)

2.Kur Riskinden Korunmak İçin Yapılan Döviz Forward İşlemler

Forward işlemleri her türlü malla ilgili yapılabilir. Forward sözleşmeler yapıldıkları ürünlere göre çeşitlendirilir. Bunlar: Döviz forward sözleşmeleri, faiz forward sözleşmeleri, emtia forward sözleşmeleridir. Konumuz kur riskinden korunma yolları olduğu için aşağıda döviz forward işlemleri anlatılmıştır.

Döviz forward sözleşmeleri; dövizin ulusal para karşılığında, gelecekte belirli bir tarihte teslim edilmek şartıyla, alım ve satımı için bugünden yapılan sözleşmeler olarak tanımlanmaktadır. Başka bir ifadeyle döviz forward sözleşmeleri, gelecekte döviz alım satımı yapılacak olan tarihteki kurun, sözleşmenin kurulduğu tarihte garantilenmesidir. Yani alım satım anında uygulanacak kur spot kur değil, sözleşmede belirlenen kurdur (Aydın ve diğerleri, 2010: 588).

Özellikle ülkemizde en çok kullanılan forward sözleşme türü döviz forward sözleşmeleridir. Bunun nedeni, gelişmekte olan bir ülke konumunda olmamız, ülkeye gelen ve çıkan sıcak paranın miktarının oldukça fazla olması, kurlarda sürekli dalgalanma meydana getirmesidir. Bunun sonucu olarak ithalat ve ihracattaki dengelerin bozulması döviz forward sözleşmelerini daha çok dış ticaret işlemlerinden doğacak kur riskine karşı kullanılan bir korunma yöntemi haline getirmiştir. Siparişin verildiği tarih ve ödeme tarihi arasında kurlarda meydana gelebilecek olan artış ithalatçı için daha az kar veya zarar

doğurabileceği gibi tersi bir durumda kurlarda meydana gelebilecek düşüş ihracatçıyı da daha az kar veya zararla karşı karşıya bırakabilir.

Açıklamalar doğrultusunda sözleşmenin işlem gördüğü döviz forward piyasasında kurlar, kurların ne yönde ve ne oranda değişim göstereceği sözleşme tarafları için önem taşımaktadır. Döviz forward sözleşmelerinde forward oranı iki değişkene bağlıdır. Birincisi sözleşme yapıldığı tarihteki döviz kuru, diğeri ise, sözleşmeye konu olan iki para birimine ilişkin olarak iki ülkenin faiz oranlarıdır (Tükenmez vd., 1999: 1172).

Forward işlemler daha önce de bahsedildiği gibi bankalar ve bankaların kurumsal müşterileri arasında yapılmaktadır. Bundan dolayı forward kur hesaplaması esas olarak bankanın para piyasası ve döviz piyasasından elde edilen kazançların ve maruz kalınan kayıpların spot kurla ilişkilendirilmesinden ibaret bir işlemdir (Yalçiner ve diğerleri, 2011:164). Para ve döviz piyasalarındaki kazanç ve kayıplara ulusal ve yerli para faiz oranları neden olmaktadır. Açıklayacak olursak; banka bugünden yaptığı 6 ay vadeli döviz satım anlaşması için, vade tarihinde piyasadan döviz olarak teslimi gerçekleştirebilir. Ancak böyle bir durum kurların artması sonucu banka açısından maliyet doğurabilir. Bu duruma alternatif olarak banka, piyasadan yerli para borçlanır. Borçlandığı yerli para ile piyasadan anlaşma yaptığı döviz cinsinden satın alır ve bu döviz kredisini kullanarak kullanabilir. Yerli para için ödediği faiz ile kredi kullandırması sonucu alacağı faiz arasındaki fark ise bankanın maliyetini gösterecektir. Ortaya çıkan maliyet forward kurunun ne olması gerektiğini söyleyecektir.

Başka bir şekilde ifade edersek forward kurun hesaplanmasındaki mantık faiz oranları paritesine dayanmaktadır. Ülkeler arası faiz oranı farklılıkları spot kur ile forward kuru arasındaki ilişkiyi belirlemektedir (Özalp, 2003: 28). Forward kuru aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır:

$$Forward\ Kur = \frac{(1 + (ulusal\ para\ faizi \times gün\ sayısı/360))}{1 + (Yabancı\ ülke\ faizi \times gün\ sayısı / 360)}$$

Forward kurları spot kurlarla karşılaştırmalı olarak verilir. Eğer ulusal faiz oranları yabancı ülke faiz oranlarından yüksek ise forward priminden bahsedilebilir. Vadeli kur yani forward döviz kuru, spot kurdan yüksek ise aradaki fark “forward kur primi”; spot kur, forward döviz kurundan yüksek ise aradaki fark “forward kur iskontosu” olarak adlandırılır.

İskonto durumunda ise ulusal faiz oranlarının yabancı ülke faiz oranlarında düşük olması beklenmektedir. Eğer spot kur ve vadeli kur birbirine eşit ise bu durumda kurların düz (flat) olması söz konusu olur (Münyas, 2018: 287). Forward primi ise aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır.

$$Forward\ Primi = \frac{\text{forward fiyat} - \text{spot fiyat}}{\text{spot fiyat}} \times \frac{12}{n} \times 100$$

n: vadeye kalan ay sayısı

3.3.2.2.2. Future Sözleşmeler

Future sözleşmeleri; standart miktar ve kalitede bir varlığı önceden belirlenmiş bir fiyattan gelecekte belirli bir tarihte teslim etme ya da almaya ilişkin yasal işlemdir (Aydeniz, 2008: 132). Future sözleşmeler, forward sözleşmelerin standartlaştırılmış ve organize piyasada işlem görmüş hali de denebilir. Organize borsalarda, sözleşmelerin türü, miktarı, fiyatı, vadesi, katılımcıların nitelikleri, piyasaya giriş çıkış şartları vb. hususlar borsa yönetiminin belirlenir (Çabuk, 2014: 26). Tüm sözleşmeler belirlenen standardizasyon kapsamında bu borsada alınıp satılır. Belirlenen standartlar esnekliği azaltsa da işlemlerde hız ve kolaylık sağlamaktadır (Özalp, 2003: 30).

Future sözleşmeler de alıcının aldığı pozisyona “uzun (long) pozisyon”, satıcının aldığı pozisyona “kısa (short) pozisyon” denilmektedir. Örnek olarak hedging işlemi üzerinden pozisyonları açıklayacak olursak; uzun pozisyon alan kişinin amacı, spot piyasada satın alacağı varlığın fiyatının artacağına inandığı için future sözleşmesi satın alarak fiyat artışından korunmaktır. Varlığın fiyatı arttığı zaman future fiyatı da artacak ve pozisyonunda karlılık meydana getirecektir (Aydeniz, 2008: 133). Sözleşmenin sona ermesi için uzun pozisyon alan taraf vade teslim tarihinde, spot piyasadaki varlığı teslim almakta karşılığında future sözleşmesi satmaktadır. Ters bir durum olan, kısa pozisyon alan kişinin amacı ise elinde bulundurduğu varlığı ileri bir tarihte spot piyasada satmak istemesi sonucu, gelecekte fiyat düşüşüne karşı korunmak için future sözleşmesi satacaktır (Aydeniz, 2008: 133).

Future piyasalar da riskten korunma, spekülasyon ve arbitraj amaçlı kullanılmaktadır. Future sözleşmelerde açılan her uzun pozisyonuna karşılık kısa pozisyon bulunmaktadır. Riskten korunma amaçlı pozisyon alan hedgerların karşısında genelde riski

göze alıp kar elde etmek amacıyla pozisyon alan spekülörler bulunmaktadır. Future piyasasına riskten korunma amaçlı giren yatırımcıların risklerini spekülörler kar etmek amacıyla üstlenmektedir. Herhangi bir günde uzun pozisyon alan hedger ve uzun pozisyon alan spekülörlerin toplamı kısa pozisyon alan hedger ve kısa pozisyon alan spekülörlerin toplamına eşit olacaktır.

Daha çok riskten korunma amaçlı kullanılan future sözleşmelerde, riski her zaman sıfıra indirgeme olasılığı düşüktür. Aydeniz, bunun sebeplerini aşağıdaki gibi sıralamıştır (Aydeniz, 2008: 134).

- a) Riskten korunmak isteyen firmanın ilgili varlığı spot piyasasından ne zaman alacağını/satacağını gün olarak tam belirlenmemiştir.
- b) Firma, vadeli sözleşme ile ilgili olarak vadesi dolmadan önce pozisyonunu kapatmayı istemektedir.

Yukarıda sayılan maddelerin gerçekleştiği yerde “baz riski” söz konusu. Spot ve future piyasalarında fiyat hareketleri genelde aynı yönde fakat aynı oranda olmamaktadır. Sözleşmedeki ilgili varlığın future fiyatı ile vade tarihinde oluşacak spot fiyatı arasındaki farka ise “baz” denir. Oluşabilecek baz riski, riskten korunma amaçlı sözleşme yapanların karşılaşılabileceği riske oranla her zaman daha az olacağından future piyasaların tercih edilmesine engel değildir. Spot ve future fiyatındaki değişim oranları aynı olduğu takdirde baz sabit kalır ve baz riski sıfır olur.

Future sözleşmelerde fiyatın belirlenmesinde etkili olan faktörler ise dayanak varlık spot piyasa fiyatı, faiz oranı, temettü getirisi, vadeye kalan gün sayısıdır. Belirlenecek fiyat dayanak varlık spot piyasa fiyatı, faiz oranı ve vadeye kalan gün sayısı ile doğru orantılı, temettü getirisi ile ters orantılı olarak değişmektedir. Future sözleşmelerde fiyat aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır.

$$\text{Future Fiyatı} = DF \times \left(1 + (\text{Faiz Oranı} - \text{Temettü Getirisi}) \times \left(\frac{VKG}{365}\right)\right)$$

Future sözleşmeler, takas merkezleri tarafından garanti altına alınmaktadır. Yani sözleşmede taraflar forward sözleşmelerdeki gibi birbirine karşı sorumlu değil, takas merkezlerine karşı sorumludur. Vadeli işlemlerde takas merkezi, alıcı karşısında satıcı, satıcı

karşısında alıcı konumuna geçerek piyasa katılımcılarının hak ve yükümlülüklerini teminat altına alır; gerçekleşen işlemler sonucu oluşan ödeme ve teslimat yükümlülüklerinin zamanında yapılmasını sağlamak ve risklerin takibi, kontrolü ve teminatların tesisini gerçekleştirmekle görevlidir (Akçay ve diğerleri, 2015; 76).

Future sözleşmelerinin taşıdığı belli oranda riskler göz önüne alınarak, sözleşme taraflarının, işlemin yapıldığı tarihte bulunduğu pozisyona göre nakit ya da nakit benzeri varlığı takas merkezleri nezdindeki hesaplara yatırılması gerekmektedir (Karan, 2001: 569). Yatırılması gereken bu ilk tutara “başlangıç teminatı” denir. Başlangıç teminatı genelde sözleşme tutarının %5 i ile %15 i arasında belirlenir. Sözleşmelerde alıcı ve satıcı tarafın üstlendiği yükümlülükler yerine getirildiğinde başlangıç teminatı iade edilir. Teminatlar işlemin gerçekleşmesi sırasında ortaya çıkabilecek sorunları önleyebilecek şekilde hesaplanmaktadır. Future piyasalarda kazanç ve kayıplar günlük netleştirildiği için fiyatlar yatırımcını almış olduğu pozisyonun tersine hareket edebilir. Bu durumda teminat tutarı, başlangıç teminatının altına düşebilir. Bu düşüşe belirli bir orana kadar izin verilebilir. Belirlenen oranlar dahilinde teminatın düşebileceği minimum seviyeye “sürdürme teminatı” denmektedir. Mevcut teminat tutarı sürdürme teminatının altına düştüğü takdirde aracı kurumlarca “teminat tamamlama çağrısı” yapılmaktadır. Bu sistem sayesinde tarafların yükümlülüklerinin yerine getirilmesi finansal güvence altına alınmaktadır.

1.Future Sözleşmelerin Özellikleri

Yukarıdaki tanımlamalar doğrultusunda future işlemlerin özellikleri aşağıdaki gibi açıklanabilir:

- a) Future sözleşmeler organize piyasalarda işlem gördüğünden dolayı forward sözleşmelerdeki güven eksikliği giderilmiş olup, karşı taraf riski ortadan kalkar.
- b) İşlem yapan alıcı ve satıcılar birbirini tanımamaktadır.
- c) Forward sözleşmelerde geleceğe yönelik fiyat belirlenmesi iki taraf arasında pazarlık sonucu saptanmaktadır. Future sözleşmelerde, ise belirli bir günde alıcı ve satıcılar emirleri verdikten sonra arz ve talep koşulları; o gün hatta o an için geçerli olan future fiyatlarını belirler. Fiyatlar seans içinde değişen bilgi akımına ve arz talep koşullarına bağlı olarak değişir. (Özalp, 2003).

- d) Future sözleşmeler yukarıda da bahsedildiği gibi standartlaştırılmış olması sebebiyle devredilebilirler.
- e) Future piyasalarda kazanç ve kayıplar günlük olarak netleştirilir. Birikimli kar veya zarar toplamı söz konusu değildir. Marketing to marketing denilen hesapların güncelleştirilmesi işlemi sonucu teminat hesabındaki tutar başlangıç teminatını aşıyorsa, yatırımcı bu fazla olan bakiyeyi hesaptan çekebilir.
- f) Future sözleşmelerinde pozisyonlar çoğunlukla nakit uzlaşısı ve ters pozisyon ile kapatılırken nadiren fiziksel teslimat yolu ile de kapatılmaktadır.
- g) Future sözleşmeleri güçlendirilmiş teminat sistemleri sayesinde vade tarihinden önce piyasa koşullarına uygun bir şekilde kapatılabilirler.
- h) Forward sözleşmelerde bulunan temerrüt (ödememe) riskinin aksine, future sözleşmelerde temerrüt riski bulunmadığı için bu piyasadan bireysel yatırımcılarda faydalanabilmektedir (Saltoğlu, 2019). Dolayısıyla işlem hacminin büyümesi piyasanın likiditesini arttırmaktadır.

2.Kur Riskinden Korunmak İçin Yapılan Döviz Future İşlemler

Döviz futures işlemleri, ilk olarak döviz kuru riskini önlemek amacıyla 1972 yılında, CME (Chicago Mercantile Exchange-Chicago Ticaret Borsası) bünyesinde IMM (International Money Market-Uluslararası Para Piyasası) adı altında kullanılmaya başlanmıştır (Uzunoğlu, 2007: 71). Döviz future sözleşmeleri, döviz piyasalarında satılması ve belirli bir standartta olması dışında döviz forward sözleşmeleriyle benzerlik göstermektedir. Döviz future sözleşmeleri, belirli bir miktarda döviz cinsini, gelecekte belirlenen tarihte önceden belirlenen bir fiyattan alınması veya satılmasıdır. Böylece gelecekteki bir vadede döviz kuru sabitlenmektedir. Bu da kuru gelecekteki kuru sabitleyip sözleşme taraflarına kur riskine karşı koruma sağlamaktadır. Örneğin gelecekte bir hizmet ya da mal karşılığı döviz cinsinden ödeme yapacak olan bir firma, kurdaki değişkenliğe karşı kendisini korumak için döviz future sözleşmesi satın almalıdır. Firmanın ileriki bir tarihte döviz alacağı olması durumunda ise firma döviz future sözleşmesi satarak oluşabilecek riski önlemektedir.

Borsa İstanbul bünyesi altında bulunan Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasasında döviz dayalı yapılan 6 tür future sözleşmesi işlem görmektedir. Bunlar: Dolar/TL, Euro/TL, EUR/USD, CNH/TL, RUB/TL, GBP/USD futures sözleşmeleridir. Piyasanın işleyişini

anlayabilmek adına en sık kullanılan Dolar/TL, Euro/TL ve EURO/USD sözleşmelerinin unsurları aşağıda açıklanmaktadır.

Tablo 3.2: VİOP'ta İşlem Gören Dolar/TL, Euro/TL ve EUR/USD Future Sözleşmelerinin Unsurları

Sözleşme Unsuru	Dolar/TL	Euro/TL	EURO/USD
Dayanak Varlık	Türk Lirası / Dolar Kuru	Türk Lirası / Euro Kuru	Euro/USD çapraz kuru
Sözleşme Büyüklüğü	1.000 ABD Doları	1.000 Euro	1.000 Euro
Fiyat Kotasyonu	1 ABD doları'nın Türk Lirası cinsinden değeri virgülden sonra dört basamak olarak kote edilir	1 Euro'nun Türk Lirası cinsinden değeri virgülden sonra dört basamak olarak kote edilir	1 Euro'nun ABD Doları cinsinden değeri virgülden sonra dört basamak olarak kote edilir
Fiyat Adımı	Min fiyat adımı 0,0001'dir. Minimum fiyat adımının değeri bir sözleşme için 0,1 TL'ye karşılık gelmektedir. (0,0001 x 1000=0,1)	Min fiyat adımı 0,0001'dir. Minimum fiyat adımının değeri bir sözleşme için 0,1 TL'ye karşılık gelmektedir	Min fiyat adımı 0,0001'dir. Minimum fiyat adımının değeri bir sözleşme için 0,1 ABD Doları'na karşılık gelmektedir
Vade Ayları	Vadeleri 2 aydır. Vade döngü ayları Şubat, Nisan, Haziran, Ağustos, Ekim ve Aralık'tır. Piyasada aynı anda, içinde bulunulan aya en yakın üç döngü ayı işlem görür. Bu üç vade ayından biri Aralık değilse Aralık vadeli sözleşmeler de ayrıca işleme açılır.	Vadeleri 2 aydır. Vade döngü ayları Şubat, Nisan, Haziran, Ağustos, Ekim ve Aralık'tır. Piyasada aynı anda, içinde bulunulan aya en yakın üç döngü ayı işlem görür. Bu üç vade ayından biri Aralık değilse Aralık vadeli sözleşmeler de ayrıca işleme açılır.	Vadeleri 3 aydır. Vade döngü ayları Mart, Haziran, Eylül ve Aralık. Aynı anda içinde bulunulan aya en yakın iki vade ayına ait sözleşmeler işlem görür. Bu iki vade ayından biri Aralık ayı değilse, Aralık vade ayı ayrıca işleme açılır.

a) Belirtilen sözleşmelerde açık pozisyon sahibi olan taraflar yükümlülüklerinin nakdi uzlaşma ile yerlerine getirirler. Nakdi uzlaşma, sözleşmenin vade ayında geçerli olan son işlem

gününde açık olan pozisyonların uzlaşma fiyatı üzerinden ters işlemle kapatılmasıdır (Akçay ve diğerleri, 2015: 73). Aradaki fark kar veya zarar olarak yatırımcının hesabına aktarılır.

b) Seanslar bittiğinde hesapların güncellemesinde kullanılan günlük uzlaşma fiyatı aşağıdaki şekilde hesaplanır:¹⁶

- 1) Seans sona ermeden önceki son 10 dakika içerisinde gerçekleştirilen tüm işlemlerin miktar ağırlıklı ortalama fiyatı günlük uzlaşma fiyatı olarak belirlenir.
- 2) Eğer son 10 dakika içerisinde 10'dan az işlem yapıldıysa, seans içerisinde geriye dönük olarak bulunan son 10 işlemin miktar ağırlıklı ortalama fiyatı alınır.
- 3) Seans içerisinde 10'dan az işlem yapıldıysa, seans içerisinde gerçekleştirilen tüm işlemlerin miktar ağırlıklı ortalama fiyatı,
- 4) Seans içerisinde hiç işlem yapılmamışsa, bir önceki günün uzlaşma fiyatı günlük uzlaşma fiyatı olarak belirlenir.

Seans sonunda yukarıda belirtilen yöntemlere göre günlük uzlaşma fiyatının hesaplanamaması veya hesaplanan fiyatın piyasayı doğru yansıtmadığına kanaat getirilmesi durumunda, aşağıda belirtilen yöntemler tek başına ya da birlikte kullanılarak günlük uzlaşma fiyatı tespit edilebilir.

- 1) Seans sonundaki en iyi alış ve satış kotasyonlarının ortalaması,
 - 2) Dayanak varlığın spot fiyatı veya sözleşmenin diğer vade ayları için geçerli olan günlük uzlaşma fiyatları da dikkate alınarak hesaplanacak “teorik” fiyatlar.
- c)** Kurulan sözleşmelerde vade sonu olarak her vade ayının son iş günü alınmaktadır. Son iş gününe denk gelen gün resmî tatil olması sebebiyle yarım gün ise bir önceki iş günü alınmaktadır.
- d)** Sözleşme sonunda takas süresi T+1 olarak uygulanır. Zararlar hesaplardan T günü sonunda çekilirken, karlar T+1 günü hesaplara aktarılır.
- e)** Future sözleşmelerinde, sözleşme yapıldığında yatırım hesabındaki nakit teminatlar yatırım boyunca Merkez Bankası gecelik faiz üzerinden ayrıca nemalanır.

Kur riskini önlemek amacıyla yapılan döviz future sözleşmeleri bir örnekle aşağıda açıklanmaktadır.

X Firmasının 100.000 USD’lik sattığı malın karşılığını 1 ay sonra alacaktır. Firma kurların düşeceğini ön görmekte ve kendini kur riskine karşı korumak istemektedir. Mevcut

¹⁶ <https://www.borsaistanbul.com/files/viop-ozet-bilgiler-dokumani.pdf> erişim tarihi: 24.04.2021

koşullarda firma, dayanak varlık TL/USD olan sözleşmeden VİOP'ta satış yönünde pozisyon almıştır. Firmanın pozisyon açılışındaki sözleşme koşulları aşağıdaki gibidir:

Pozisyon: Kısa (satış)

Sözleşme tarihi: 1 Ağustos

Spot Piyasa Kuru (USD): 4,60

Ağustos Future Sözleşme Fiyatı: 4,6150

ABD Doları büyüklüğünde olan TL/USD sözleşmelerinden; $100.000/1.000 = 100$ adet satarak 100.000 USD için koruma sağlanabilir. Bu durumda firma $4,6150 \times 100 \times 1.000 = 461.500$ TL'lik kısa pozisyon almış olur.

1 ay sonra pozisyon kapatılırken firmanın içinde bulunduğu piyasa koşulları ise şöyledir:

Tarih: 30 Ağustos

Spot Piyasa Kuru (USD): 4,45

Ağustos Future Sözleşme Fiyatı: 4,4500

Future Sözleşmesinden elde edilen gelir: $[(4,6150 / 4,4500) - 1] = \%3,70$

Anapara elde edilen faiz getirisi: Future sözleşmelerde yatırım yapıldığında, yatırım süreci boyunca anapara nemalanacağından $\%6,5$ TCMB gecelik O/N faizi karşılık: $[(0,065 / 365) + 1]^{30} - 1 = \%0,5$ faiz getirisi elde edecektir.

Sözleşmenin vadesinde pozisyon kapatılırken dolar spot piyasa kuru firmanın beklediği gibi 4,45 USD ye düşmüştür. Bu durumda;

Firmanın spot piyasadan edeceği zarar: $[(4,60 / 4,45) - 1] = \%3,37$ oranındadır.

VİOP'taki toplam getiri: $\% 3,70 + \% 0,5 = \% 4,2$ 'dir

Dolayısıyla firma future sözleşmesi ile koruma yoluna gitmeseydi $\% 3,37$ oranında zarar edecekken, hedging amaçlı VİOP'ta aldığı pozisyonla elde edeceği kar $\% 0,83$ oranında olmuştur.

3.3.2.2.3. Swap Sözleşmeleri

Swap kelimesinin Türkçe karşılığı değiş- tokuş veya takastır. Swaplar, önceden belirlenmiş bir formüle göre gelecekte nakit akışlarını değiştirmek için iki şirket arasındaki kurulan finansal anlaşmalardır (Hull, 1997: 111).

Başka bir tanımla swap, belirli bir miktar, belirli bir nitelikteki para, döviz altın, mali araç, alacak mal gibi varlıklarla; yükümlülüklerin, önceden belirlenen fiyat ve koşullara göre,

gelecekteki bir tarihte değiş- tokuşunu kapsamına alan bir vadeli işlem olarak tanımlanabilir (Örten ve Örten, 2001:311). Swap sözleşmeleri özellikle 1980’li yıllarda gelişme göstererek şu an uluslararası piyasalarda en çok işlem gören türev çeşidi olmuştur.

Swap sözleşmelerinin temel amacı, sözleşme taraflarının, mali piyasalarda bulunan farklı kredi şartlarını lehlerine kullanarak fayda sağlamasıdır (Dülger ve Önal, 1992: 51). Swap sözleşmelerinde taraflar, içinde bulundukları farklı koşulları karşılıklı olarak değerlendirerek swap işleminin gerçekleştirirler. Bu farklılıklar aşağıdaki gibi sayılabilir (Çelik, 2012: 15):

- a) Tarafların kredi değerliliğine ve risklerinin farklı boyutlarda olması,
- b) Değişken faizli borç bulma yeteneğine karşı sabit faizli borç bulmada yaşanan zorluklar,
- c) Belirli döviz fonlarını temin edebilmedeki sınırlar ve güçlükler,
- d) Tarafların ihtiyaç duydukları döviz cinslerinin farklı oluşu,
- e) Belirli bir döviz cinsi üzerinden kredi sağlama imkanı olmasına karşın, bir başka döviz cinsinden borç edinme zorunluluğu,
- f) Bazı piyasalarda ulaşılabilen vadenin kısıtlılığı,
- g) Özellikle uluslararası işlemlerde uygulanan kambiyo sınırlamaları ve kontrollerinin farklı olması,
- h) Belirli bir piyasada birincil borçlanma için ihtiyaç olan likiditenin bulunmaması

Swap sözleşmelerinin günümüzde kullanılan diğer temel amacı ise diğer türev araçlar gibi faiz oranı, döviz kuru ve diğer fiyat değişimlerinden kaynaklanan risklere karşı korunmaktır. Kar elde etmek, arbitraj ve karşılıklı üstünlüklerden yararlanmak, ihtiyaç duyulan paraya ulaşmak, kaynak maliyetini azaltmak, nakit akışını düzene sokmak ise swap sözleşmelerinin diğer amaçları arasında sayılabilir (Ceylan ve Korkmaz, 2014: 152).

Swap işlemlerinde taraflar direk olarak kendi aralarında sözleşme yapabilirler. Ancak gelişen swap piyasasıyla birlikte işlem tarafları “fon kullanıcıları” ve “aracılar” olarak ikiye ayrılmaktadır. Swap sözleşmelerinde fon kullanıcıları arasında ticaret ve yatırım bankaları, finansal kuruluşlar, çok uluslu işletmeler, resmi kuruluşlar, devlet adına çalışan acenteler ve şirketler sayılabilir (Ceylan, 2003: 533). Günümüzde aracılık rolünü ise daha çok bankalar üstlenmiştir (Chambers, 1998 :124). Swap işlemlerin başladığı yıllarda aracı kurumların

görevi sadece aynı vade ve aynı miktarda borç alacak iki tarafı bir araya getirmektir. Ancak şu anda aracılığı üstelenen kurum, işlem için karşı taraf bulmadan ve riski üzerine alarak da işlemi kabul edebilir. Söz konusu işlemlerde swap işlemine giren taraf karşı tarafı bilmek zorunda değildir. Bankalar dışında da kar elde etmek ve komisyon almak amacıyla aracılık yapan finansal kuruluşlar mevcuttur.

1.Swap Sözleşmelerinin Özellikleri

Yukarıdaki tanımlamalar doğrultusunda swap işlemlerin özellikleri aşağıdaki gibi açıklanabilir:

- a) Swap işlemleri genel olarak orta vadeli olduğundan (3-10 yıl) görece forward ve future işlemlere göre uzun süreli finansman sağlar.
- b) Swap işlemlerinde farklı oranlarda olsa bile iki tarafta fayda sağlamaktadır (BIS, 2003: 38).
- c) Swap işlemlerinde bir alıcı ve satıcının bulunması zorunlu olmayıp işlemler genellikle aracılar tarafından gerçekleştirilir.
- d) Swap işlemleri farklı vadelerde sözleşme ve yükümlülük imkânı sağlamaktadır.
- e) Swap sözleşme tarafları kullandıkları paranın faizini öderler.
- f) Swap işlemlerinde, sabit oranlı faiz ödemeleri, değişken oranlı faiz ödemeleri ile, dolar cinsinden ödemeler diğer para birimleriyle olan ödemelerle ya da bir endeksin fiyatına bağlı olan ödemeler başka bir endeksin fiyatına bağlı ödemeler ile değiştirilir (Uyanık, 1997:88).
- g) Yukarıdaki sayılan maddelere de bakılacak olursa swap sözleşmeleri oldukça esnek sözleşmelerdir. Bunun sonucu olarak diğer türev işlemlere göre sayıca daha fazla swap işlemi yapma imkânı bulunmaktadır.

2.Kur Riskinden Korunmak İçin Yapılan Swap İşlemleri (Para Swapı)

Swap piyasaları sahip olduğu esnek yapısı sayesinde firmaların diğer araçlarla karşılanamayan çeşitli isteklerini dinamik olarak karşılama imkânı sağlamaktadır. Bu nedenle çeşitli swap türleri ortaya çıkmıştır.

Swap türleri temelde para swap'ı ve faiz swap'ı olarak ikiye ayrılmaktadır. Ancak uygulamada; çapraz faiz swapı, ileri tarihli swap, gecikmeli swap, opsiyonlu swap, karma

özellikli faiz swapları, karma özellikli para swapları, mal swapları, hisse senedi swapları gibi swap türleri de bulunmaktadır. Burada kur riskinden korunmak için kullanılan para swapları incelenmiştir. Para swapı, iki taraf arasında, belirlenen tutarda bir paranın başka bir para ile değiştirilmesi ve belirli bir süre sonunda değiştirilen anaparaların geri verilmesini içeren bir anlaşma olarak tanımlanabilir (Ceylan, 2003:167). Vade sonunda birbirinden farklı döviz cinsine ait anaparalar, vade başında belirlenen kur üzerinden değiş tokuş yapılarak, sahiplerine geri ödenirler.

Diğer bir tanımla para swapı, tarafların iki ayrı para birimi üzerinden mevcut ya da alacağı ön görülen borçlarını veya alacaklarını değiştirmeleri şeklinde tanımlanabilmektedir. Bu durumda taraflar karşılıklı olarak birbirlerinin borçlarını ödemektedir (Başçı, 2005: 27). Para swapı işlemi üç aşamalı bir süreç içermektedir: (Toroslu, 2000: 130).

- a) Birinci aşamada taraflar anlaştıkları kur üzerinden anaparaları değiştirmektedir
- b) İkinci aşamada swap sözleşmesi içerisinde faizler düzenli olarak değiştirilmektedir.
- c) Son aşama ise sözleşme bitiminde, başlangıçta anlaşılan kur üzerinden anaparalar geri verilmektedir.

Para swapının işleyişindeki üç aşama aşağıdaki örnekle açıklanmaktadır.

	X Firması	Y Firması
Varlık	1.000.000 \$	6.500.000 TL
Yükümlülük	6.500.000 TL	1.000.000 \$
Yıllık faiz oranı	%10 TL	%4 TL
Faiz yükümlülüğü	40.000 \$	650.000 TL
Kur	6,50	

Birinci aşama:



İkinci aşama:



Üçüncü aşama:



Para swaplarının genel kullanım amaçları aşağıdaki gibidir:

- Para swapı sözleşmeleri, borç ve alacaklarından dolayı yabancı para akış sorunu ile karşılaşan firmalara, belirli bir para biriminin uzun dönemli riskini azaltması için aynı para biriminden karşıt olarak para akışı sağlayarak döviz riski yönetimi sağlamaktadır (Seyidoğlu, 1997:306).
- Mevcut durumda bulunmayıp ihtiyaç duyulan para biriminin, başka para biriminden kredi bulunup bulunmayan para birimi ile swap edilmesidir.

3.3.2.2.4. Opsiyonlar

Opsiyon, sözlük anlamı olarak “seçenek”, “seçim” anlamına gelmektedir. Opsiyon sözleşmelerinin diğer türev ürünlerden farkı tarafların seçim hakkının olmasıdır. Opsiyon sözleşmeleri, belli miktarda bir varlığı, belli bir fiyattan, gelecekte belli bir tarihte veya öncesinde, belli bir prim karşılığında alma veya satma hakkını sağlayan sözleşmelerdir (Akçay ve diğerleri, 2015:284). Opsiyon sözleşmeleri, alıcıya sözleşme ile verilen hakkı kullanıp kullanmaması konusunda seçim hakkı tanırken; alıcının satıcıya peşin ödediği prim ise satıcıya sözleşmenin yükümlülüklerini yerine getirme sorumluluğu yüklemektedir (Uzun, 2004:96). Bu özelliğiyle opsiyonu diğer türev ürünlerden ayıran özelliği alıcıya alım

ya da satım konusunda herhangi bir yükümlölük yüklememesidir. Opsiyon sözleşmelerinde ilk aşama alım-satım hakkı veren opsiyon sözleşmesinin alım-satımıdır. İkinci aşama ise alıcının opsiyonu kullanmaya karar vermesi durumunda sözleşmeye konu olan varlığın alım satımıdır.

Opsiyon sözleşmelerinin daha iyi anlaşılması için işleyişinde kullanılan bazı kavramlar aşağıda açıklanmıştır.

Kullanım Fiyatı: Opsiyon sözleşmesinin sunmuş olduğu alım ya da satım hakkının kullanılmaya karar verilmesi durumunda sözleşmenin kurulması aşamasında belirlenen, vade süresince veya vade sonunda söz konusu varlık için ödenecek alım- satım fiyatıdır (Afşar, 2006: 276).

Uzun (Long) Taraf: Opsiyon sözleşmesini satın alan taraftır. Sadece prim ödeme yükümlölüğü bulunmakta olup, aldığı risk ödediği prim kadardır.

Kısa (Short) Taraf: Opsiyon sözleşmesini satan taraftır. Kısa tarafın vade tarihinde veya vade tarihine kadar alma ya da satma yükümlölüğü bulunmaktadır. Bu nedenle kısa taraftan teminat talep edilir.

Opsiyon Vadesi: Opsiyon sözleşmesindeki alıcının sahip olduğu alım ya da satım hakkını kullanabileceği, satıcının ise alım-satım yükümlölüğünün bulunacağı son tarihtir. Vade tarihine kadar kullanılmamış opsiyonda alıcının hiçbir hakkı kalmazken satıcının da yükümlölükleri ortadan kalkar (Yalçın ve diğerleri, 2014:239).

Opsiyon Primi: Opsiyon sözleşmesinin sağladığı haktan yararlanabilmek için opsiyon alıcısının opsiyon satıcısına ödediği primdir. Opsiyon primi, sözleşme kurulurken satıcının üstleneceği riskler karşılığında talep edilir ve peşin ödenir. Alıcının opsiyon hakkını kullanmaması durumunda herhangi bir iade yapılmamaktadır.

Opsiyon sözleşmelerini diğer türev ürünlerden ayıran diğer bir özellik ise hem organize piyasada hem tezgahüstü piyasada işlem görebilmesidir. Organize piyasalarda sözleşmeler belirli sabit bir vade, belirli standardizasyon ve hukuki alt yapıya göre kurulurlar. Organize piyasada işlem gören opsiyon sözleşmeleri Takas Merkezi güvencesi

altına alınmaktadır. Organize piyasalarda alıcı opsiyon primini başlangıçta öderken, satıcı da yükümlülüğünü yerine getirmemesi durumunda oluşan kredi riskinin önüne geçebilmek için takas merkezine başlangıç marjı ödemesi yapmaktadır.

Tezgahüstü piyasalarda kurulan opsiyon sözleşmelerinde ise sözleşme şartları tarafların taleplerine göre serbestçe belirlenmektedir. Burada sözleşme tarafları bankalar, finansal işletmeler veya kişiler olabilmektedir. Tezgahüstü piyasalarda kurulan sözleşmelerde herhangi bir vade de veya sözleşme büyüklüğünde kısıtlamanın olmaması, özellikle satıcıyı daha büyük risklerle karşı karşıya getirmektedir. Satıcının yükleneceği, oluşabilecek riskli koşullardan dolayı tezgahüstü piyasalardaki opsiyon sözleşmelerinde işlem maliyeti borsadaki işlem maliyetine göre daha yüksektir.

1.Opsiyon Sözleşme Türleri: Yapılan literatür taraması sonucunda elde edilen bilgilere göre opsiyon sözleşmeleri türleri alıcı ve satıcısına sağladığı haklara göre ikiye ayrılmaktadır.

Alım Opsiyonu

Opsiyon alıcısına dayanak varlığı (emtia, faiz, kur veya menkul kıymet gibi) belirli bir fiyattan (kullanım fiyatı) vade tarihinde veya tarihinden önce alma hakkı veren opsiyondur (Akçay ve diğerleri: 63). Alıcının bu hakkı kullanma yükümlülüğü bulunmamaktadır. Yani alıcı satın alma hakkını kullanıp kullanmamakta özgürdür. Sözleşmedeki karşı taraf ise alım opsiyonunun kullanılması durumunda sözleşmede dayanak varlığı satmak zorundadır.

Alım opsiyonlarında opsiyon alıcısı dayanak varlığı fiyatının artacağını öngörmektedir. Dayanak varlığın fiyatının artması durumunda opsiyon alıcısı alım hakkını vade süresince, kullanmak isteyecektir. Dayanak varlığın fiyatının artmadığı durumda ise alım opsiyon alıcısı alım hakkını kullanmayıp opsiyon satıcısına ödediği prim kadar zarar edecektir. Alım opsiyonu satıcısı ise dayanak varlık fiyatının düşeceği ya da alıcıdan aldığı prim kadar artacağını öngörmektedir. Opsiyon alıcısı bu durumda hakkını kullanmayacaktır ve opsiyon satıcısının aldığı prim kadar karı olacaktır. Ters bir durumda ise opsiyon satıcısı zarara uğrayacaktır.

Satım Opsiyonu

Opsiyon alıcısına dayanak varlığı (emtia, faiz, kur veya menkul kıymet gibi) belirli bir fiyattan (kullanım fiyatı) vade tarihinde veya tarihinden önce satma hakkı veren opsiyondur. Satım opsiyonları alım opsiyonlarının tam tersi şekilde çalışır. Satım opsiyonu alıcısının beklentisi, dayanak varlığın fiyatının düşmesi yönündedir. Fiyatın yükselmesi durumunda satma hakkından vazgeçip ödediği prim kadar zarar edecektir. Opsiyonu satıcısının beklentisi ise dayanak varlığın fiyatının yükselmesi yönündedir. Dayanak varlığın fiyatının yükselmesi durumunda alıcı satım hakkını kullanmayacak ve opsiyon satıcısı prim kadar kar edecektir. Opsiyon alıcısının satım hakkı kullanması durumunda ise opsiyon satıcısı söz konusu varlığı satın almakla yükümlüdür.

2.Opsiyon Tipleri: Opsiyonlar kullanım vadelerine göre Avrupa tipi opsiyonlar ve Amerika tipi opsiyonlar olmak üzere iki tipe ayrılır. Avrupa tipi opsiyonlarda kullanım hakkı sadece vadede kullanılabilirken, Amerika tipi opsiyonlarda istenildiği zaman kullanılabilir.

Avrupa Tipi Opsiyon

Avrupa tipi opsiyonlarda opsiyon alıcısı, opsiyon kullanım hakkını sadece vade bitiminde kullanabilmektedir (Levi, 2005: 80). Ülkemizde yaygın kullanılan Avrupa tipi opsiyonlar kur ve parite üzerine yapılmaktadır.

Amerika Tipi Opsiyonlar

Amerika tipi opsiyonlarda opsiyon alıcısı, opsiyon kullanım hakkını ise opsiyonun başladığı tarihten vade bitim tarihine kadar geçen süre içerisinde kullanabilmektedir. Opsiyon alıcısına sağladığı esneklikten dolayı Avrupa tipi opsiyonlara göre kullanımı oldukça yaygındır.

3.Opsiyon Sözleşmelerinin Özellikleri: Opsiyon sözleşmelerinin özellikleri aşağıdaki gibidir (Örten ve Örten, 2001: 250).

- a) Opsiyon sözleşmeleri hem organize hem de tezgahüstü piyasalarda işlem görebilir.

- b) Organize piyasa da işlem gören opsiyon sözleşmelerinde sözleşme büyüklükleri standart iken, tezgahüstü piyasalarda sözleşme büyüklüğü, kullanım fiyatı vadeleri taraflar arasında serbestçe belirlenir.
- c) Opsiyon sözleşmeleri vade bitimine kadar sadece opsiyon alıcısı tarafından sona erdirilebilir. Opsiyon satıcısının böyle bir hakkı yoktur.
- d) Diğer türev ürünlerde alıcı ve satıcının karı sınırsız iken, opsiyon sözleşmelerinde alıcının karı sınırsız, zararı primle sınırlı; satıcının zararı sınırsız karı primle sınırlıdır.

4.Opsiyon Fiyatını Etkileyen Faktörler: Opsiyon fiyatı, opsiyonun türüne ve tipine göre farklılıklar göstermektedir. Bu farklılıklara neden olan faktörler:

- a) *Vadeye Kalan Süre:* Vadeye kalan süre ile opsiyon fiyatı arasında pozitif yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Vade kalan gün sayısı arttıkça hem alım hem de satım opsiyonunun artmaktadır.
- b) *Kullanım Fiyatı:* alım opsiyonunun fiyatı ile opsiyon kullanım fiyatı arasında negatif yönlü ilişki bulunmaktadır. Bunun nedeni kullanım fiyatının yükselmesi sonucu sözleşmeye konu olan dayanak varlığı daha yüksek bir fiyattan alımı söz konusu olduğu için alım opsiyonunun değeri düşecektir. Satım opsiyonunun fiyatı ile opsiyon kullanım fiyatı arasında ise pozitif yönlü bir ilişki bulunmasının sebebi kullanım fiyatı yükseldikçe dayanak varlığı daha yüksek bir fiyattan satılması söz konusu olduğu için satım opsiyonunda değeri artacaktır.
- c) *Dayanak Varlığın Fiyatı:* Dayanak varlığın fiyatı yükseldikçe alım opsiyonunun fiyatı artarken, satım opsiyonunun fiyatı düşmektedir.
- d) *Fiyat göstergelerindeki dalgalanma:* Dayanak varlık fiyatındaki dalgalanma ile hem alım hem de satım opsiyonunun değeri arasında pozitif yönlü bir ilişki bulunmaktadır.
- e) *Faiz Oranı:* Faiz oranı yükseldikçe alım opsiyonunun değeri artarken, satım opsiyonunun değeri düşmektedir.
- f) *Sermaye kazancı, temettü:* Dayanak varlığın ait olduğu şirketin vadeye kadarki dönemde ödenecek temettü miktarı arttıkça satım opsiyonunun değeri artarken, alım opsiyonunun değeri azalmaktadır.

Yukarıda bahsedilen opsiyon fiyatını ile opsiyon fiyatını etkileyen faktörler arasındaki ilişkiyi gösteren özet çizelge Tablo 3.4 de yer almaktadır

Tablo 3.3. Opsiyon Fiyatını Etkileyen Faktörler

	Alım Opsiyonu	Satım Opsiyonu
Vadeye Kalan Süre	+	+
Kullanım Fiyatı	-	+
Dayanak Varlığın Fiyatı	+	-
Fiyat göstergelerindeki dalgalanma	+	+
Faiz Oranı	+	-
Sermaye kazancı, temettü	-	+

4.Kur Riskinden Korunmak İçin Yapılan Opsiyon Sözleşmeleri (Döviz Opsiyonları)

Opsiyon sözleşmeleri arasında en yaygın kullanılan opsiyon türü döviz opsiyonlarıdır. Döviz opsiyonları belirli miktardaki bir döviz başka bir döviz karşılığında sözleşmede belirtilen vade bitim tarihine kadar satın alma veya satma hakkı veren anlaşmalardır. Döviz opsiyonları ilk kez 1982’ de Philadelphia Borsası (PHLX- Philadelphia Stock Exchange)’nda işlem görmüştür (Kurtay, 1997: 25). Daha sonra 1984’te Chicago Borsasına girerek işlem hacmi giderek artmıştır.

Döviz opsiyonları, bankalar, genellikle dış ticaretle uğraşan firmalar ve devlet tarafından kur garantisi sağlayarak kur riskini önlemek amacıyla kullanıldığı gibi spekülasyon amacıyla da kullanılmaktadır (Yıldıran, 2004).

Döviz alım opsiyonu, opsiyon alıcısına belirli bir miktardaki döviz vade tarihine kadar alma hakkı vermektedir. Vade tarihindeki cari piyasa kuru vade başlangıcından yüksekse opsiyon, alıcısı açısından avantajlı olup kullanılacaktır. Ters bir durumda ise opsiyon alıcısı hakkını kullanmayacak ve satıcı karlı olacaktır. Döviz satım opsiyonlarında ise, alıcı vade tarihinde kadar olan süre içerisinde cari piyasa kurunun düşmesini durumunda opsiyon hakkını kullanacaktır.

Borsa İstanbul bünyesi altında bulunan Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasasında üç tür opsiyon sözleşmesi işlem görmektedir. Bunlar; pay opsiyonları, endeks opsiyonları ve döviz

opsiyonlarıdır. Konumuz olan döviz opsiyon sözleşmelerinde ise sadece DolarTL döviz opsiyonları işlem görmektedir. VİOP'ta işlem gören DolarTL opsiyon sözleşmelerinin özellikleri aşağıdaki açıklanmaktadır.

- a) DolarTL opsiyon sözleşmelerinde dayanak varlık ABD Doları/ Türk Lirası kurudur.
- b) Döviz opsiyon piyasasında aynı anda hem alım hem de satım opsiyonu işlem görebilmektedir.
- c) VİOP'ta işlem gören DolarTL opsiyon sözleşmelerinde verilen hak sadece vade sonunda kullanılabilir yani Avrupa tipi opsiyon kullanılmaktadır
- d) DolarTL opsiyon sözleşmelerinde sözleşme büyüklüğü 1.000 ABD Doları'dır.
- e) DolarTL opsiyon sözleşmelerinde uzlaşi yöntemi olarak nakdi uzlaşi uygulanmaktadır.
- f) DolarTL opsiyon sözleşmelerinde yılın tüm ayları vade ayı olarak kabul edilebilmekte ve aynı anda içinde bulunan ay ve bu aya en yakın vade olmak üzere toplam 2 vade ayına ait sözleşmeler işlem görür.¹⁷
- g) Kurulan sözleşmelerde vade sonu olarak her vade ayının son iş günü alınmaktadır. Son iş gününe denk gelen gün resmî tatil olması sebebiyle yarım gün ise bir önceki iş günü alınmaktadır.
- h) Sözleşme sonunda takas süresi T+1 olarak uygulanır. Prim borçları hesaplardan T günü çekilirken, Prim alacakları hesaplara T günü aktarılır.
- i) Seanslar bittiğinde hesapların güncellemesinde kullanılan günlük uzlaşma fiyatı aşağıdaki şekilde hesaplanır:¹⁸
 - 1) Seans sona ermeden önceki son 10 dakika içerisinde gerçekleştirilen tüm işlemlerin miktar ağırlıklı ortalama fiyatı günlük uzlaşma fiyatı olarak belirlenir.
 - 2) Eğer son 10 dakika içerisinde 10'dan az işlem yapıldıysa, seans içerisinde geriye dönük olarak bulunan son 10 işlemin miktar ağırlıklı ortalama fiyatı alınır.
 - 3) Seans içerisinde 10'dan az işlem yapıldıysa, seans içerisinde gerçekleştirilen tüm işlemlerin miktar ağırlıklı ortalama fiyatı,
 - 4) Seans içerisinde hiç işlem yapılmamışsa, dayanak varlık ve dayanak varlığına bağlı diğer sözleşmelerdeki fiyatlar dikkate alınarak hesaplanan teorik fiyat günlük uzlaşma fiyatı olarak belirlenir.

¹⁷ https://www.borsaistanbul.com/files/VIOP_Tanitim_Kitapcigi_Opsiyon_Sozlesmeleri.pdf erişim tarihi:15.05.2021

¹⁸ <https://www.borsaistanbul.com/files/viop-ozet-bilgiler-dokumani.pdf> erişim tarihi:15.05.2021

- j) 1000 ABD doları'nın Türk Lirası cinsinden değeri opsiyon primi için virgülden sonra bir basamak olarak kote edilir. Minimum fiyat adımı ise 0,1'dir.

Döviz opsiyonları aşağıda bir örnekle daha detaylı açıklanmıştır.

X Firmasını mayıs ayında 100.000 USD tahsil etmek üzere bir anlaşma yapmıştır. X firması mayıs ayındaki kurların düşmesinden endişe etmektedir. Şu andaki spot kur fiyatı 3,19 dur. Firmanın kurdaki düşme beklentisine karşı kur riskinden korunmak amacıyla borsada işlem gören mayıs vadeli satım opsiyonu almalıdır. Bu durumda firma sözleşme büyüklüğü 1000 USD olan ve 3,16 kullanım fiyatı bulunan mayıs vadeli 100 adet satım opsiyonu almış olsun. Opsiyon primi ise 28.1 TL'dir. Yapılan opsiyon sözleşmesine göre farklı döviz kuru seviyelerinde X firmasının geliri aşağıdaki gibi olacaktır.

Döviz kuru	Opsiyon Sözleşmesinin Kullanımından Sağlanan Gelir	Spotta Döviz Satışından Sağlanan Gelir	Ödenen Opsiyon Primi	Toplam Gelir
3,0000	$(3.1600-3.000)*1*100=16.000$ TL	300.000 TL	2.810 TL	313.290 TL
3,1000	$(3.160-3.100)*1*100=6.000$ TL	310.000 TL	2.810 TL	313.290 TL
3,2000	Opsiyon Kullanılmaz	320.000 TL	2.810 TL	317.190 TL
3,3000	Opsiyon Kullanılmaz	330.000 TL	2.810 TL	327.190 TL

Yukarıdaki tabloya göre vade tarihinde kur X firmasının beklentisi yönünde olup düşerse firma, satım opsiyonu hakkını kullanıp ödenen prim sayesinde kur düşüşündeki zararı yüksek oranda önleyip karı düşündüğü seviyelerde sabit tutacaktır. Ters bir durumda ise kur yükseldiği takdirde spot kur üzerinden tahsil edeceği 100.000 USD karşılığında zaten kara geçecek olup opsiyon hakkını kullanmayacaktır. Böylece kar elde ederken aldığı risk sadece ödediği 2.810 TL'lik opsiyon primiyle sınırlı kalmış olacaktır.

3.3.2.3. Türev Ürünlerin Kullanım Amaçları

Belirsizlik ve volatilité kavramları tarih boyunca geleceğe yönelik kararları almayı güçleştirmiş ve risk yönetimine ihtiyacı doğurmuştur (Kayahan, 2009:24). Türev işlemler

ise ileride gerçekleşebilecek belirsizliklerin sürekli fiyatlanması nedeni ile piyasalarda şeffaf bilginin yayılması olarak tanımlanır (Saltoğlu, 2019:3). Piyasadaki şeffaf bilginin yayılması ise firma ve finansal kurumlar tarafından riskten koruma (hedging) amacıyla kullanılmaktadır. Bu da türev ürünleri doğrudan risk yönetiminin bir parçası yapmaktadır.

Türev ürünler, asıl fonksiyonu olan hedging dışında arbitraj işlemi ile kar elde etmek için ve spekülasyon amaçları ile kullanılmaktadır.

1.Korunma (Hedging) Amacıyla Kullanımı

Risk yönetiminin en önemli aşaması olan finansal risklerin korunması yani hedging; şahıs ya da firmaların mevcut durumlarını korumak için, oluşabilecek risklere karşı türev ürünleri kullanarak kendilerini garanti altına almalarıdır (Akçay ve diğerleri, 2015:176).

Türev ürünlerin en önemli özelliği dayanak varlık fiyatında ileride oluşacak belirsizliğin bugünden belirlenmesidir. Bu sayede kişi ya da kurumlar uygun pozisyon alıp riski minimumda tutarak gelecekte oluşabilecek risklerin yönetimi kontrol altına almış olurlar. Bu sırada istekli spekülasyonlar karşı pozisyon alarak riski üstlenirler. Böylece karşı tarafa bir sigortalama sağlamış olur (İbiş, 2015).

Son yıllarda türev piyasaların işlem hacminin, bu piyasaların bağlı oldukları varlıkların işlem hacminden oldukça fazla olmasının sebebinde bu ürünlerin riskten korunma amacıyla kullanılmasının etkisi büyüktür.

2.Spekülasyon Amacıyla Kullanım

Spekülasyon, bir yatırım aracı ya da mal ile ilgili olarak risk üstlenerek gelecekte oluşacak fiyat değişimlerinden kâr elde etmeye çalışma eylemidir.¹⁹ Spekülasyonlar kendi inançları doğrultusunda gelecekte oluşmasını beklediği fiyat değişikliği yönünde türev piyasalarda pozisyon alır. Beklentileri gerçekleşmesi halinde kar elde ederken tersi bir durumda zarara uğramış olur.

¹⁹ <http://www.mahfiyeilmez.com/p/ekonomi-sozlugu.html>

Türev ürünlerin riskten korunması ve spekülasyon amacı ile kullanılması birbirini tamamlayan amaçlardır. Spekülatörler riskten korunmaların kaçındıkları ve transfer etmek istedikleri riskleri kazanç öngörüsüyle üstlenen aktörlerdir (Ayrıçay, 2003: 8).

Türev ürünlerin koruma fonksiyonunun tersine spekülasyon amacıyla kullanımında, belirli bir riski üstlenerek kazanç sağlama hedeflenmekte olup bazı olumsuz sonuçlar doğurabilmektedir. Türev piyasalarda spekülasyon yapılarak bir neden de finansal kaldıraç etkisinin büyüklüğüdür. Kaldıraç sayesinde daha az nakitle daha büyük yatırım pozisyonu alınabilmektedir. Alınan büyük yatırım pozisyonları yüksek kazanç sağlamak isteyen yatırımcıların ciddi riskler almasına sebep olmaktadır (Saltoğlu, 2019:4) Bu risklerin gerçekleşmesine sebep 2007-2008 küresel krizinde ise türev ürünlere yönelik eleştiriler oldukça artmıştır.

3.Arbitraj Amacıyla Kullanım

Arbitraj, farklı piyasalarda bulunan bir varlığın eş zamanlı olarak ucuz olan piyasadan alınıp, pahalı olan piyasadan satılmasıyla kar elde edilmesi işlemidir. Arbitrajcılar aynı ürünle farklı piyasalarda farklı fiyatları kovalayarak risk almadan kazanç sağlamaya çalışırlar. (Aşıkoğlu ve Kayahan, 2008: 160). Yapılan arbitraj işlemleri, farklı piyasalarda senkronize olmayan fiyatları birbirine yaklaştırarak piyasaların eşlenmesine yardımcı olur (Skill, 1997: 20). Bir başka deyişle farklı piyasalar birbirine bağlanmakta ve hepsinin tek bir piyasaya dönüşmesi kolaylaşmaktadır (Karluk, 1991 :316).

Arbitraj faaliyeti aynı zamanda varlık piyasalarını likit tutmaya yardımcı olur ve böylece işlem maliyetlerini azaltır (Skill, 1997: 20).

4. BÖLÜM

GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Döviz kuru, bir ülkenin kullandığı para biriminin, diğer ülkelerin kullandığı para birimleri karşısında aldığı değer olarak tanımlanmaktadır. Küreselleşme ile birlikte siyaset, ekonomi, ticaret gibi birçok alanda ülkeler arasındaki ilişkilerin ilerlemesi ve karşılıklı finansal ilişkiler kurulması sebebiyle ülkelerin para birimlerinin birbiri cinsinden değerinin belirlenmesi zorunluluğu ortaya çıkmıştır.

Ülkemizde döviz kurları, serbest bir piyasada arz ve talep koşullarına göre belirlenen dalgalı döviz kur rejimi uygulanarak belirlenmektedir. Piyasadaki döviz arz ve talep koşullarının belirleyen unsurlar ise; Uygulanan para ve maliye politikaları, ekonomik altyapı, uluslararası gelişmeler, bekleyişlerdir. Arz ve talep koşullarında meydana gelen değişimlere etki eden faktörler döviz kurlarını da etkilemektedir. Başlıca bu faktörler ise; dış ticaret hadleri, enflasyon oranları, yabancı yatırımlar, faiz oranları, siyasi ve politik olaylar, kamu borçları, sermaye hareketleridir.

Döviz kurlarını kesin olarak tahmin edebilmek mümkün değildir. Piyasa koşulları, ekonomik gelişmeler, siyasi ve politik olaylar döviz kurlarına olumlu veya olumsuz etki ettiği için kesin bir tahmin yapılmasını zorlaştırmaktadır. Dolayısıyla gelecekte döviz kuru seviyesinin belirlenemeyecek olması ve bu belirsizlik karşısında yerli para biriminin yabancı para birimi karşısında değer kaybedecek ya da kazanacak olması kur riski kavramını karşımıza çıkarmaktadır.

Ayarlanabilir sabit kur rejimi olarak da adlandırılan Bretton-Woods sisteminin 1973 yılında çökmesiyle reel ve nominal döviz kurlarında dalgalanmalar önemli ölçüde artmıştır. Sistemin çökmesiyle yüksek gelir elde etmek için faiz-kur arbitrajından faydalanarak yapılan sermaye hareketlerinin artması da döviz kurlarındaki dalgalanmayı ve dolayısıyla kur riskini arttırmıştır. Benimsenen dalgalı kur sisteminde döviz kurlarının piyasa belirleyiciler tarafından belirlenmesi, kurlarda günlük olarak tahmin edilemeyen değişimler meydana getirebilmektedir. Bu değişimlerden kaynaklı yabancı para ile vadeli işlem yapan firmalar yüksek oranda kur riskiyle karşı karşıya kalmaktadır.

Kur riskinin ortaya çıkmasındaki başlıca neden döviz kurundaki dalgalanmalar gibi görünmesine rağmen politik risk, kur rejimi seçimi, ödemeler bilançosunda açık ve fazlalıklar, döviz kriz etkisi, enflasyon ve faiz oranı, spekülasyon hareketleri gibi nedenlerde kur riskinin ortaya çıkma nedenleri arasındadır.

Kur riskinin çeşitli türleri mevcuttur. Bu çeşitlilik kullanılan işlem çeşitlilikleri, mali tablo teknikleri ve işletme türlerine göre belirlenmektedir. Bunlarda ilki olan çeviri riski; farklı döviz cinsleri ile yapılan işlemlerin yerli para cinsinden raporlanması sonucu ortaya çıkmaktadır. Diğer bir kur riski türü olan işlem riski ile ise dövizle yapılan işlemlerde, alacaklı ya da borçlu olunması, döviz kredisi alınması veya verilmesi gibi durumlarda karşılaşılır. İşlem riskinin ortaya çıkmasında zaman kavramının çok büyük etkisi bulunmaktadır. Üçüncü kur riski türü ise ekonomik risktir. Ekonomik risk; döviz kurlarındaki değişimin işletmenin gelecek nakit akımları üzerinde etkisidir. Bir işletmenin değeri gelecekteki nakit akımları ile ölçülür. Buna bağlı olarak ekonomik risk de işletme değerini doğrudan etkilemektedir.

Yukarıda sebepleri ve türleri ile verilen kur riskinin etkilerini en aza indirmek için etkin bir şekilde kur riski yönetimi gereklidir. Kur riskinden korunma amaçlı kullanılan yöntemler ise içsel ve dışsal yöntemler olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Firmaların kendi imkan ve yönetim gücünü kullanarak daha düşük maliyetle yönettiği yöntemler içsel yöntemler olarak adlandırılmaktadır. Dışsal koruma yöntemleri ise içsel yönetimin yeterli olmadığı durumlarda kullanılan daha yüksek maliyetli ve karmaşık yöntemlerdir. İçsel yöntemlere göre daha başarılı sonuç veren kur riskinden korunmak amaçlı kullanılan dışsal yöntem ise türev ürünlerdir.

Türev ürünler, riskten korunma ve belirli bir riski göze alarak getiri elde etmek için kullanılan, fiyatları diğer yatırım araçlarının (dayanak varlık) fiyatlarına bağlı olan finans ürünleridir. Türev ürünlerin işlem gördüğü piyasalar ise türev ürünler piyasasıdır. Bu piyasalar organize piyasalar ve tezgahüstü piyasalar olmak üzere ikiye ayrılmaktadır.

Risklerin yönetilmesi ihtiyacı tarih boyunca var olmuştur. Türev ürünlerin ilk kanıtı ise M.Ö 2000'li yıllara dayanan hasat dönemine dayalı belgeler olarak kabul edilmektedir. Bazı kaynaklarda türev ürünlerin mantığı kullanılarak zeytin hasadı üzerine ilk opsiyon sözleşmesini Thales'in yaptığı yer almaktadır. Günümüzdeki türev piyasaların ilk adımı ise

1848 yılında Amerika'nın en önemli ticaret merkezi olan Chicago'da, "Chicago Board of Trade" 'in kurulmasıyla atılmıştır. II. Dünya Savaşı'ndan sonra benimsenen Bretton Wood uluslararası para sisteminin 1973 yılında çökmesiyle dolara endeksli altın sisteminin de işlevini kaybetmesi sonucu sabit kur sistemi bozulmuştur. Bunun sonucu olarak dalgalı kur sistemine geçilmesi geleceğe yönelik belirsizlik yaratarak piyasa katılımcıları kur riski ile karşı karşıya bırakmış ve ortaya çıkan riskten korunmak amacıyla türev ürünler yaygın olarak kullanılmaya başlanmıştır.

Türev ürünler ileride oluşabilecek belirsizlikleri azaltarak piyasalarda şeffaf bilginin yayılması sağlamaktadır. Türev ürünlerin temel amacı riskten korunma yani hedging olsa da arbitraj ve spekülasyon amacı ile de kullanılmaktadır. Spekülatörler, riskten korunmak için alınan pozisyonların karşısında pozisyon alarak riski üstlenen ve kar sağlamayı amaçlayan kişilerdir. Türev ürünlerin arbitraj amacıyla kullanılmasında ise aynı ürünle farklı piyasalarda farklı fiyatları kovalayarak risk almadan kazanç sağlama amaçlanmaktadır.

Türev ürünler temel olarak forward, futures, swap ve opsiyon olmak üzere dört başlık altında işlem görmektedir. Forward sözleşmeler; belirli bir miktar ve kalitedeki para, döviz, altın, mali araç, mal ve diğer türev ürünlerin önceden belirlenen bir fiyatla, gelecekteki bir tarihte, borsa şeklinde organize olmayan bir piyasada alım ve satımını kapsamına alan teslim amaçlı vadeli işlemlerdir. Forward sözleşmeler tezgahüstü piyasalarda işlem görmektedir ve karşılıklı güvene dayanmaktadır. Herhangi bir teminat sistemi söz konusu değildir. En sık kullanılan forward türü kur riskinden korunma amacı ile kullanılan döviz forward sözleşmeleridir. Döviz forward sözleşmeleri, gelecekte döviz alım satımı yapılacak olan tarihteki kurun, sözleşmenin kurulduğu tarihte garantilenmesidir. Söz konusu işlemler karşılıklı güvene dayalı olduğu için çoğunlukla bankalar ve bankaların kurumsal müşterileri aralarında yapılmaktadır.

Future sözleşmeler ise standart miktar ve kalitede bir varlığı önceden belirlenmiş bir fiyattan gelecekte belirli bir tarihte teslim etme ya da almaya ilişkin yasal işlemdir. Future sözleşmeleri, forward sözleşmelerden farklılaştıran en önemli özelliklerden biri future sözleşmelerin organize piyasada işlem görmesi ve standartlaştırılmış olmasıdır. Diğer bir özellik ise bu piyasalarda takas merkezi adı verilen kuruluşların tarafların hak ve yükümlülüklerini garanti altına alarak karşı taraf riskini ortadan kaldırmasıdır. Future sözleşmelerinde kur riskinden korunmak amacıyla kullanılan döviz future sözleşmeleri ise

ilk olarak 1972 yılında Chicago Mercantile Exchange-Chicago Ticaret Borsası bünyesinde kullanılmıştır. Döviz future sözleşmelerinde gelecekteki bir vadede döviz kuru sabitlenmektedir. Ülkemizde ise Borsa İstanbul bünyesi altında bulunan Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasasında döviz dayalı yapılan 6 tür future sözleşmesi işlem görmektedir. Bunlar: Dolar/TL, Euro/TL, EUR/USD, CNH/TL, RUB/TL, GBP/USD futures sözleşmeleridir.

Swap sözleşmeleri ise swap kelimesinin anlamı olan değiş- tokuştan gelen, tarafların önceden anlaştıkları oran ve koşullarda belirli miktardaki para birimlerini değiştirmek suretiyle gerçekleştirdikleri işlemlerdir. 1980'li yıllarda gelişme gösteren swap sözleşmeleri şu an uluslararası piyasada en çok işlem gören türev üründür. Swap piyasaları diğer türev ürünlere göre oldukça esnek bir yapıya sahiptir ve çeşitlilik göstermektedir. Bu sayede diğer türev araçlarla karşılanamayan istekleri karşılayabilmektedir. Bu çalışmada da kur riskini önlemek amacıyla kullanılan para swapları incelenmiştir. Para swapları, iki taraf arasında, belirlenen tutarda bir paranın başka bir para ile değiştirilmesi ve belirli bir süre sonunda değiştirilen anaparaların geri verilmesini içeren bir anlaşma olarak tanımlanabilir. Para swapları üç aşamada gerçekleşmektedir. İlk aşamada anlaşılan kur üzerinden anaparalar değiş tokuş edilir. Bunu swap sözleşmesi içerisinde faizlerin düzenli olarak değiştirilmesi takip eder. Son olarak başlangıçta anlaşılan kur üzerinden anaparalar geri verilmektedir.

Opsiyon sözleşmeleri ise belirli bir prim karşılığında, belirli miktardaki bir varlığı, belirli bir tarihte önceden alım veya satım hakkıdır. Opsiyon sözleşmelerinin diğer sözleşmelerden farkı alıcıya opsiyonu kullanıp kullanmama konusunda seçim hakkı tanınması olurken satıcıya da bu hak karşılığında prim ödenmesidir. Yani opsiyon sözleşmelerindeki ilk aşama alım- satım hakkı verilen opsiyonunun alım- satımıdır. İkinci aşama ise alıcı opsiyonu kullanmaya karar vermesi durumunda gerçekleşir ve sözleşmeye konu olan varlık alınıp satılır. Diğer türev ürünlerde alıcı ve satıcının karı sınırsız iken, opsiyon sözleşmelerinde alıcının karı sınırsız, zararı primle sınırlı; satıcının zararı sınırsız karı primle sınırlıdır. Opsiyon sözleşmelerinin bir diğer özelliği ise hem organize piyasada hem de tezgahüstü piyasada işlem görmesidir. Organize piyasada belirli standartlar altında, hukuki bir alt yapıya göre, Takas Merkezi güvencesiyle sözleşme kurulurken, tezgahüstü piyasada sözleşme koşullarının taraflarca serbestçe belirlenmesi, herhangi bir kısıtlama olmaması satıcıyı daha büyük risklerle karşı karşıya getirmektedir.

Opsiyon sözleşme türleri alım ve satım opsiyonu olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Alım opsiyonu, opsiyon alıcısına dayanak varlığı belirli bir fiyattan vade tarihinde veya tarihinden önce alma hakkı veren opsiyondur. Alıcı alım opsiyon hakkını kullanmaya verirse sözleşmedeki karşı taraf söz konusu dayanak varlığı satmak zorundadır. Alım opsiyonu alıcısının beklentisi dayanak varlığı fiyatının yükselmesi yönündedir. Satım opsiyonu ise Opsiyon alıcısına dayanak varlığı belirli bir fiyattan vade tarihinde veya tarihinden önce satma hakkı veren opsiyondur. Satım opsiyonları alım opsiyonlarının tam tersi şekilde çalışır. Satım opsiyonu alıcısının beklentisi, dayanak varlığın fiyatının düşmesi yönündedir. Opsiyon sözleşmelerinde opsiyon fiyatı, opsiyon türüne göre farklılık göstermektedir. Bu farklılıklar ise vadeye kalan süre, kullanım fiyatı, dayanak varlığın fiyatı, fiyat göstergesindeki dalgalanma, faiz oranı ve temettü gibi faktörlerden kaynaklanmaktadır.

Opsiyon sözleşmeleri arasında en yaygın kullanılan döviz opsiyonu ise kur riskini önleme ve spekülasyon amacıyla kullanılmaktadır. Döviz opsiyonları belirli miktardaki bir döviz başka bir döviz karşılığında sözleşmede belirtilen vade bitim tarihine kadar satın alma veya satma hakkı veren anlaşmalardır. Ülkemizde Borsa İstanbul bünyesi altında bulunan Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasasında sadece DolarTL döviz opsiyonları işlem görmektedir.

KAYNAKLAR

Adalı, Z., Kalyoncuoğlu, K. S. 2018. Temel Kavram ve Analizlerle Türkiye Ekonomisi. Bursa: Ekin Basın Yayın Dağıtım

Afşar, M. 2006. Finansal Sistem ve İşleyişi. Seçkin yayıncılık

Afşar, A., Afşar, A. 2010. Finansal Ekonomi SPK Lisanslama Sınavlarına Uyumlu. Ankara: Detay Yayıncılık.

Akçay, M.B., Cantürk, K., Yürükoğlu, Ö. Ö. 2015. Türev Ürünler ve Risk Yönetimi Sözlüğü: Scala Yayıncılık

Alptekin, V., Yılmaz, K. Ç., Taş, T. 2016. Döviz Kurundan Fiyatlara Geçiş Etkisi: Türkiye Örneği. Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 35: 1-9

Akçay, M.B., Kayahan, C., Öğüç Yürükoğlu, Ö. 2015. Türev Ürünler ve Risk Yönetimi Sözlüğü, Scala Yayınları.

Altay, E. 2015. Bankacılıkta Risk: Piyasa Riski, Kredi Riski ve Operasyonel Riskin Ölçümü ve Yönetimi: Derin Yayınları.

Aşıkoğlu, R., Cantürk K. 2008. Global Finansal Sistem Etkileşimiyle Türkiye'nin Türev Piyasa Görünümü. Afyon Kocatepe Üniversitesi GGBF Dergisi. 2: 157-179.

Aubert, D. ve Solli, A. S., 2007. Financial Derivatives Market for Grid Computing. Norwegian Üniversitesi, Uzmanlık Tezi, Norveç.

Aydeniz, E. 2008. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nda (VOB) Döviz Dayalı Gelecek (Futures) İşlemlerinde Baz Riski ve Riskten Korunma (Hedging) İşlemine Etkisi: Şubat 2005-Ağustos 2007. Muhasebe ve Finansman Dergisi, 40: 131-142

Aydın, N., Başar, M., Coşkun, M. 2010. Finansal Yönetim. Ankara: Detay Yayıncılık.

Ayrıçay, Y. 2003. Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi (5)1 : 1-19

Bank of International Settlements. Ocak 2020

<<https://www.bis.org/statistics/rpfx19.htm?m=6%7C381%7C677>>

Başcı, E. S. 2005. Vadeli İşlem Piyasası Aracı Olarak Swap'ın İşleyişi ve Finansal Piyasalardaki Kullanımları. Gazi Üniversitesi Endüstriyel Sanatlar Eğitim Fakültesi Dergisi. 12:18-33

Bayrakdaroglu, A., 2018. Uluslararası Finans (Teori, Politika ve Uygulama), Gazi Kitabevi

Bilgin, C. 2018. Uluslararası Ticarete Satın Alma Gücü Paritesinin Geçerliliği Sorunu: Türkiye İçin Zaman Serisi Analizi, Academic Review of Humanities and Social Science 1:17-30

Bodnar, G. M. ve Gebhardt, G. 1998. Derivatives Usage in Risk Management by U.S. and German Non Financial Firms: A Comparative Survey. CFS Working Paper 98/17:1.

Butler, K. ve Joaquin, D. 1998. "A Note on Political Risk and the Required Return on Foreign Direct Investment". Journal of International Business Studies 29: 599-608

Butler, K.C. 2012. Multinational Finance: Evaluating Opportunities, Costs, and Risks of Operations, John Wiley & Sons, New Jersey.

Ceylan, A. 2003. İşletmelerde Finansal Yönetim. İstanbul. Ekin Kitapevi
Ceylan, A., Korkmaz, T. 2014. Finansal Teknikler. İstanbul. Ekin Kitapevi

Çabuk, L. 2014. Gelişmekte Olan Ülkelerin Finansal Risk Yönetiminde Türev Ürünlerin Kullanımı: Türkiye Örneği. Haliç Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Ana bilim Dalı, Yüksek lisans Tezi.

Çağatay, K.Ş. 2016. Bankacılıkta Kur Riski Yönetimi. Ankara. Seçkin Yayıncılık.

Çatıkkaş, Ö. ve Çalış, Y.E. 2009. Swap Sözleşmeleri ve Muhasebeleştirilmesi. Finansal Araştırmalar Dergisi. Marmara Üniversitesi. 1 (1):97.

Çelik, İ. 2012. Vadeli İşlem Piyasasında Fiyat Keşfi İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsasında Ampirik Bir Uygulama. İstanbul: TBB Yayını.

Chambers, N. 1998. Türev Piyasalar. İstanbul. Avcıol Basım

Çiftçi, F., Yıldız, R. 2013. Dış Ticarete Kur Riski Yönetimi: Temsili Bir Türk Dış Ticaret Firması İçin Uygulama Örnekleri. Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi. 5:93 – 112.

Doğanay, M. 2016. Döviz kuru Riski Yönetimine Sektörel Bir Yaklaşım. International Journal of Cultural and Social Studies (IntJCSS) 2: 149-164

Doremus, P. N., Keller, W. W., Pauly, L. W. Reich. S. 1998. The Myth of the Global Corporation. Princeton University Press, 76-77.

Dölger, F., Yıldırım, Ö. 1992. Faiz ve Döviz Swapları Uygulanması. Hazine ve Dış Ticaret Dergisi 12/1

Erdoğan, N., 1995. Uluslararası İşletmelerde Mali Risk ve Yönetimi&Çağdaş Finansman Teknikleri, Kent Matbaacılık Ltd. Şti.

Hakkio, C. S. 1986. Interest Rates and Exchange Rates–What Is the Relationship. Economic Review, Kasım,71: 33-43.

Husted, S., Melvin, M. 2013. International Economics, Pearson Education Inc.

İnan, E.A. 2002. Kur Rejimi Tercihi ve Türkiye. Bankacılar Dergisi. 40: 36

Greuning, H.V. ve Bratanovic, S.B. 2009. Analyzing Banking Risk: A Framework for Assessing Corporate Governance and Financial Risk. Washington. World Bank Publications.

Goldberg, P. K., ve Knetter, M. M. 1996. Goods Prices and Exchange Rates: What Have We Learned? National Bureau of Economic Research.

Gounopoulos, D., Molyneux, P., Staikouras, S.K., Wilson, J.O.S., Zhao, G. 2013. Exchange Rate Risk and the Equity Performance of Financial Intermediaries. International Review of Financial Analysis. 29:271-282.

Hull, J. C. 1997. Options, futures and other derivatives. Prentice Hall.

İbiş, A. 2015. İşletmelerde Risk Yönetimi ve Türev Ürün Kullanımı Üzerine Bist’de Bir Uygulama. Balıkesir Üniversitesi, Yüksek Lisans Tezi.

İnsel, A. ve Sungur, N. 2003. Sermaye Akımlarının Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği 1989-1999. Türkiye Ekonomi Kurumu, Ankara

İşleyen, İ.S. 2011. Döviz Kuru Riskini Azaltmanın En Etkin Yolu Forward İşlemleri. Mali Çözüm Dergisi. 105: 177-182

Karluk R. 1991. Uluslararası Ekonomi, İstanbul: Bilim Teknik (Genişletilmiş 3. Baskı)

Karan, M.B. 2001. Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi. Ankara. Gazi Kitabevi.

Kayahan, C. 2009. Finansal Türevler: Efsaneler ve Algılanma Hataları Yönetim ve Ekonomi Dergisi. Cilt: 16. 1: 23-37.

Kendime Yazılar. Ekim 2020 <<http://www.mahfiegilmez.com/2018/08/turkiye-sabit-kur-rejimine-gecebilir-mi.html#more>>

Ketboğa, M., 2019. Döviz Kuru Tahmin Yöntemlerinin Özellikleri, Döviz Kuru Hareketlerini Belirlemedeki Üstün ve Zayıf Yanları, Giresun Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi.

Kırlioğlu, H., Altınkaynak, F. 2016. Forward Sözleşmelerin Günümüz Piyasalarında Yeri ve Muhasebeleştirilmesi. Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi, ICAFR 16: 604-614

Konuralp, G. 1990. Döviz Kuru Riski Yönetimine Portföy Yaklaşımı ve Uygulama (Yayımlanmamış Doktora Tezi). İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Kurtay, S. 1997. Foreign Currency Options Market Structure, Pricing, Strategies and Accountancy. Ankara. Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları

Levi, M.D. 2005. International Finance. New York. Routledge Taylor&Francis Group.

Madura, J. 2012. Uluslararası Finansal Yönetim –I. (Çeviri: Prof. Dr. Hatice Doğukanlı). Ankara: Nobel Yayıncılık.

Maskus, K. E. 1986. Exchange Rate Risk and U.S. Trade: A Sectoral Analysis. Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review.71: 16-28

Merkez Bankası, Temmuz 2002. Para Politikası Raporu.

Merna, T. Al-Thani, F.F. 2008. Corporate Risk Management. England. John Wiley & Sons Inc.

Münyas, T. 2018. Finansal Yönetim ve Portföy Yönetim Teorisi. Seçkin Yayıncılık. Sf:287

Öney, E.,1980. Uluslararası Para Sistemi, Sevinç Matbaası

Özdemir B.K., 2013, Finansal Küreselleşme ve Krizler, Şeçkin Yayıncılık.

Örten, R. ve Örten, İ. 2001.Türev Finansal Araçlar ve Muhasebe Uygulamaları. Ankara: Gazi Kitabevi.

Özalp, P., 2003. Türev Araç Piyasalarının Finansal Sistemin İşleyişi İçindeki Rolü: Türkiye’de Bu Piyasalara İşlerlik Kazandırma Çalışmaları. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Piyasalar Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Yeterlilik Tezi.

Öztürk, I. 2016. Exchange Rate Volatility and Trade: A Literature Survey. International Journal of Applied Econometrics and Quantitative Studies, 3:1.

Piyasa Rehberi. Mart 2020 <<https://piyasarehberi.org/piyasa/194-doviz-kuru-tahmin-yontemleri>>

Readhead, K. 1988. Financial Risk Management. Brookfiels. Vewrmont USA.

Riederová, S.ve Růžicková, K. 2011. Historical Development of Derivatives' Underlying Assets. Acta Universitatis Agriculturae Et Silviculturae Mendelianae Brunensis. 7:522

Saltoğlu, B. 2019. Türev Araçlar, Piyasalar ve Risk Yönetimi. Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu, Çalışma Notları.

Saltoğlu, B. 2014. Türev Araçlar, Piyasalar ve Risk Yönetimi, Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluş. İstanbul.

Sarıaslan, H., Erol, C. 2014. Finansal Yönetim. Ankara. Siyasal Kitapevi.

Seyidoğlu, H. 1994. Uluslararası İktisat. İstanbul. Güzem Cam Yayınları

Seyidoğlu, H. 1997. Uluslararası Finans. İstanbul. Güzem Cam Yayınları

Seyidoğlu, H. 2007. Uluslararası İktisat. İstanbul. Güzem Cam Yayınları

Şen, H., Keskin, A., Öz, E. 2004. Tobin Vergisi Spekülatif Amaçlı Döviz Hareketlerini Önlemede Bir Çözüm Olabilir Mi? Vergi Sorunları Dergisi. 190:92-108

Şimşek, K.Ç. 2014. Bankacılıkta Kur Riski ve Kur Riski Yönetiminde Türev Ürünler. Hacettepe Üniversitesi, Doktora Tezi, Ankara

Sill K. (1997), “The Economic Benefits and Risks of Derivative Securities”, Federal Reserve Bank of Philadelphia Business Review: 15-26

Tanyel, E. 2016. Türev Ürünler, Türkiye’de ve Dünyada Türev Piyasaların Gelişimi ve Kalkınma ve Yatırım Bankalarında Kullanımı. İller Bankası, Uzmanlık Tezi, Ankara.

Toroslu, V. 2000. Çağdaş Finansal Teknikler. Beta Basım Yayıncılık. İstanbul.

Tufan, C., Çiçek, R. 2013. Davranışsal Finans Modelleri, Etkin Piyasa Hipotezi ve Anomalilerine İlişkin Bir Değerlendirme. Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi. Cilt 15, 2: 19-182

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. Kasım 2019 <<https://www.tcmb.gov.tr>>

Türk Dil Kurumu. Mart 2019

<http://tdk.gov.tr/index.php?option=com_gts&arama=gts&guid=TDK.GTS.5c865b0bd9dfc9.29373732>

Tükenmez, M., Türker, S., Serdar, Ö., Nilgün, K., Pınar, E., Hasan, F. B., Tülay, Y., Erdal, Ö., Banu, D., Süleyman, Y. 1999. Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliği’ne Göre Finansal Yönetim. İzmir: Vizyon Eğitim ve Danışmanlık.

Usubbeyli, A. 2018. Uluslararası Finans, Teori, Politika ve Uygulama, Gazi Kitabevi.

Uyanık, A. 1997. Finansal Ürünlerin Vergilendirme ve Yasal Düzenlemeler Açısından Değerlendirilmesi. Ankara. Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları.

Uysal, D., Mucuk, M., Alptekin, V. 2008. Finansal Serbestleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi Faiz ve Kur İlişkisi. KİM İİBF Dergisi, 10(5)

Uzun, E. 2004. Türkiye’deki Uygulamalar, 39 Numaralı Uluslararası Muhasebe Standardı ve Avrupa Merkez Bankası Uygulamaları Çerçevesinde Türev Ürünlerin Muhasebeleştirilmesi ve Finansal Tablolara Yansıması, TC Merkez Bankası Muhasebe Genel Müdürlüğü Uzmanlık Yeterlilik Tezi.

Uzunoğlu, S., 2010. Para ve Döviz Piyasaları. İstanbul. Literatür Yayınları.

Yalçın, K. 2008. Uluslararası Finans. Ankara. Gazi Kitap Evi

Yalçın, K., Tanrıöven, C., Bal, H., Aksoy, E.E., Kurt, Ç. 2011. Finansal Teknikler ve Türev Araçlar. Detay Yayıncılık.

Yıldıran, M. 2003. İhracat Yapan İşletmelerde Kur Riski Yönetimi ve Denizli Bölgesinde Değişik Ölçekli Firmalarda Uygulama, Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Ana Bilim Dalı- Doktora Tezi

Yıldıran, M. 2004. İhracat Yapan İşletmelerin Kur Riski Yönetiminde Yeni Mali Yöntemleri Kullanım Sıklığı Üzerine Bir İnceleme. İ.İ.B.F. Dergisi. Süleyman Demirel Üniversitesi. 9(2): 345-347.

Yıldıran, M. 2012. Kriz Döneminde Finansal Risk Yönetimi: İhracatçı İşletmeler Üzerinde İnceleme. Hiperlink Yayınları.

Yıldız, R. 1988. Bankacılıkta ve Dış Ticarete Döviz Pozisyonlarının Kur Riskine Karşı Korunması. Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları

Yıldız, R., Çiftçi, F. 2011. Bankacılıkta ve Dış Ticarete Döviz Kuru Riskine Karşı Korunma: Hedging İşlemleri. Detay Yayıncılık

Yılmaz, E. ve Aslan, T. 2016. Finansal Risklerin Yönetilmesinde Türev Ürünlerin Kullanımı: Borsa İstanbul (Bist) 100 Endeksi'ndeki Şirketler Üzerine Bir Araştırma. İşletme Araştırma Dergisi. 8: 663-678.