

DÖVİZLE BORÇLANMANIN KUR RİSKİNE AÇIKLIĞI: FİNANS DIŞI SEKTÖRLERİN DİŞ BORÇ RİSK ANALİZİ

Mustafa YILDIRAN^(*) - Sonay Z. AYDIN^(**) - Selahattin KOÇ^(***)

ÖZET

Finansal işlemlerde döviz kullanımı küreselleşme ile birlikte sürekli olarak artmaktadır. Bu durum finansal yapılarda değişikliğe neden olmaktadır. Türkiye’de finans dışı kesimlerde dövizli borç kullanımı aynı şekilde yayılmaktadır. Bu yapıyı dövizin düşük değerli olması ve küresel sermaye akımları teşvik etmektedir. Bu süreçte çalışmanın amacı, dövizle borçlanmanın yol açacağı riskleri ortaya koymaktır. Elde edilen bulgular, dövizli borçlarda günlük 1 milyar dolardan fazla borç değerinde artışın muhtemel olduğunu göstermektedir. Ani devalüasyon ihtimalin olduğu bir piyasada dövizle borçlanmanın riskli olduğu net olarak ortaya çıkmaktadır.

1. GİRİŞ

Mali serbestleşme yaşanan finansal likidite bolluğu ve ülkeler arasındaki sermaye akımındaki artış, firmaların finansal davranışlarına da etki yapmaktadır. Sermaye piyasalarındaki serbestleşme ve teknolojik gelişme işletmelerin işlem maliyetlerini düşürmekte ve işletmelere kredi veren kuruluşların uluslararası boyutlara taşınmasına neden olmaktadır. Bu süreçte ülkeler arasındaki ticari ve finansal serbestleşmenin getirdiği avantajlarla birlikte yeni risklerde ortaya çıkmaktadır. Özellikle işletmelerin dövizde

yaşanan likidite bolluğunun ve uluslararası geçerliliği yüksek paralarla borçlanmanın kolaylaşması ile birlikte yerli para yerine dövizle borçlanmanın artmasıyla işletmelerde kur riskine açık bir finansal yapıya gittiği ortaya çıkmaktadır.

Bu çalışma, *reel sektörde değişimin etkisiyle ortaya çıkan dövizle borçlanma tercihinin yol açabileceği riskleri analiz etmek amacıyla* çalışmaktadır. Çalışma bu konuda Merkez Bankası’nın ve değişik yazarların uyarılarının gerçekliğini de test etmek imkânı sağlayabilecektir. Çalışmada öncelikle reel sektörde borçlanma tercihlerinde değişime neden olan faktörlerin ve sürecin analizi yapılmaktadır. Daha sonra döviz kuruna bağlı muhtemel risklerin özellikleri ortaya konmaktadır. Son olarak ta, özel kesimdeki dövizle borçlanmadaki son verilere bağlı olarak Risk Maruz Değer(RMD) yöntemi ile borçlanmadaki risk analizi bulunmaktadır.

2. FİNANS DIŞI SEKTÖRLERDE DÖVİZLE BORÇLANMA VE NEDENLERİ

Son yıllarda yaşanan mali krizler göstermiştir ki, borçlanmada vade yapısı ve borçlanma yöntemi kadar, borçlanılan para birimi de önemlidir. Özellikle finansal krizler sonucunda ilk olarak Çok Uluslu İşletmeler(ÇÜİ), daha sonra yerel işletmeler borç ve alacak portföylerini tutukları para birimine bağlı

^(*) Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Yrd. Doç. Dr.

^(**) Süleyman Demirel Üniversitesi Yalvaç Meslek Yüksekokulu Öğr. Gör., Dr.

^(***) Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Öğr. Görev.

olarak mali krizlerden sonra ciddi zararlarla karşılaşmıştır. İşletmelerin kur riskinde korunma yöntemlerini henüz etkin olarak kullanmadıkları 1970'li yıllarda kur dalgalanmaları işletmeleri iflasa kadar götüren kayıplarla karşılaşmasına neden olmuştur.(RODRÍGUEZ, R. M.; 1981:427-438)

Modigliani-Miller Teorisi, tam rekabet şartlarında ve etkin piyasa şartlarında, borç/öz kaynak oranındaki artışın işletmenin riskinin artmayacağı ve döviz risklerinin riskinin piyasa ortamında tüm işletmelere aynı oranda yansıtacağı görüşünün geçerli olmadığı artık ortadadır. (DUFY, G.; SRINIVASULU, S. L., 1983:54-62) Çünkü ani döviz yükselişlerinin olduğu zamanlarda açık pozisyon taşıyan işletmelerin kayıplarının yüksek olabileceği Asya Krizi'nde ve diğer krizlerde ortaya çıkmıştır.

Türkiye'de özel sektörde dövizle borçlanma eğilimindeki artışın uluslar arası ve ulusal olmak üzere değişik faktörlere bağlı olduğu söylenebilir. Bu süreci oluşturan şartları aşağıdaki başlıklarda incelemek mümkündür.

2.1. Türk Lirası'nda Değer Artışının Etkileri

2001 krizinden sonra yaşanan devalüasyonun etkisiyle işletmeler açısından yabancı para ile borçlanmada kolaylıklar oluşmuştur. Özellikle yabancı para birimlerinin 2003 yılının başından beri, düzenli olarak değer kaybetmesi yerli para ile borçlanan işletmelere göre, yabancı para ile borçlanan işletmeleri avantajlı duruma getirdiği söylenebilir. İSO-500 sanayi işletmesinin 2004 yılı verilerinin değerlendirmesini yapan Ertuna (2005:168) bu durumu, "TL'nin aşırı değer kazanması, Türk sanayisi için fırsatlarda yaratmaktadır. En önemli fırsat dışardan borçlanma yükünün azalmasıdır. Sanayi düşük faizle yurt dışından temin ettiği borçları ucuzlayan dövizle ödendiğinde zaman zaman net kazanç dahi sağlamıştır. Ancak bu durum çok riskli bir durumdur. Şirketlerin açık döviz pozisyonları çok büyük oranda devalüasyon ve kriz riski taşımaktadır" şeklinde değerlendirmektedir.

Tablo 1. Ocak 2003-Aralık 2006 Aylık Dolar Kuru İstatistik Verileri

İstatistikî Değişkenler	Kur	Kur Değişimi
Değişken Sayısı	48	48
Ortalama	1,4219	-,2246
Medyan	1,4050	-,6550
Mod	1,35	-1,83(a)
Dalgalanma	,09450	3,65379
En Küçük Değer	1,30	-8,30
En Yüksek Değer	1,65	12,66
Toplam		-10,78

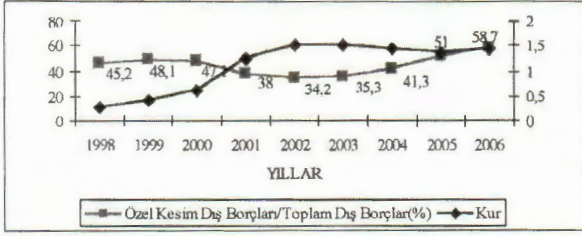
Ocak 2003-Aralık 2006 dönemindeki aylık kur hareketlerinin(dolar kuru) analizi yapıldığında, dolardeki değer düşüşü sürekli dir. Dönemde aylık ortalama kur, 1,42 YTL'dir. Dönemde kur asgari 1,30 seviyesine düşmüş, en yüksek 1,65 seviyesine kadar çıkmıştır. Kurun bir önceki aya göre değişimi incelendiği zaman doların değer kaybı veya YTL değerinin artışı net olarak ortaya çıkmaktadır. Aynı zamanda Türkiye'de kur değişiminin geniş bir aralıkta(min:-%8,3 max:%12,6) dalgalandığı ve aylık değişim aralığının %21 gibi bir oranı gösterdiği göz önüne alınırsa, kurda hem değer düşüklüğünün hem de dalgalanmanın aynı anda gerçekleştiği söylenebilir. (tablo 1)

Şekil 1. Ocak 2003-Şubat 2007 Aylık Dolar Kuru ve Değişimi



Kur değişimindeki dalgalanma ve sürekli değer düşüşü Şekil 1 net olarak göstermektedir. Bu şekildeki bir durumda dövizle borçlanma işletmeler açısından avantaj sağlasa dahi ani kur değişimlerinin yaşanabileceğini ve işletmelerin kur riskine açık olduğunu göstermektedir.

Şekil 2. Özel Kesim Dış Borçları (%) ve Dolar Kuru'nun Gelişimi



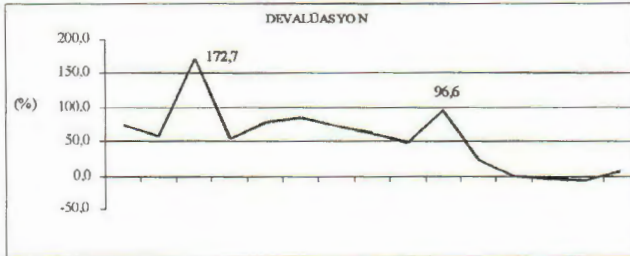
Kaynak. BDDK., 2006:48

Son yıllarda YTL'deki değer artışı dolarla borçlanmayı cazip duruma getirmiştir. 1998-2006 döneminde dış borçlar-dolar kur grafiğinde gösterildiği gibi, doların değeri düştükçe özel sektörün dış borçlanma eğilimi artmıştır. 2001 yılındaki krizden sonra özel kesimin dış borçlar içindeki payı %35 seviyesindeyken, 2006 yılında %55'e yaklaşmıştır. Bu durumda yabancı paranın değerinin düşmesi durumunda özel sektörün dış kaynaklardan borçlanmaya başladığı söylenebilir. (Şekil 2)

2.2. Mali Krizlerin ve Ani Devalüasyonların Etkisi

Mali krizlerin sonucunda yapılan devalüasyon sonucunda, işletmeler iki riskle karşı karşıya kalmaktadır. İşletmelerin yabancı para birimleri üzerinden aldıkları borçların kendi ulusal paraları cinsinden değerinin artmasıdır. Aynı zamanda kendi yerel paraları cinsinden alacakları değer kaybeder. Bunun doğal sonucu olarak kur farklarının borçlanmaya etkisi artacağından firmaların değeri de düşer. (BİL-GİN ve diğ.,2002:58)

Şekil 3. Yıllara Göre Dolar Kuru Değişimi(Devalüasyon)

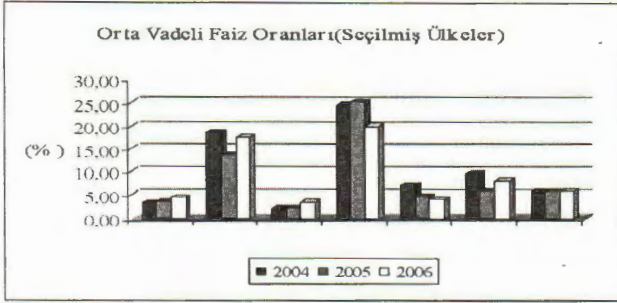


Dövizli borçlara kurun etkisi, kriz dönemlerinde belirgindir. İstikrarlı dönemlerde kurdaki artış veya azalış zamana yayılı gerçekleştiği halde kriz dönemlerinde ani değişimler söz konusudur. Buna bağlı olarak kriz dönemlerinde dış kaynaklardan borçlanan işletmelerde borçların değeri çok hızlı artmaktadır. Devalüasyon olan dönemlerde kur ani şekilde sıçrama yapmaktadır. Türkiye'de 1994 krizinde kurdaki artış %172 ve 2001 yılında %96,6 oranındadır. (Şekil 3) Örneğin, 2001 yılı özel sektör firmalarının borçlarının satış hâsılatının %56'sı oranında borçlanmışlardır. Bu borç artışının nedeni kurlardaki hızlı yükselmedir.(ERTUNA, 2005:90-91) Yine 1994 krizinden hemen sonra SPK uzmanları tarafından şirketler kesiminde finansman tercihlerinin analizinin yapıldığı ankette, işletmenin finansal planlama kararlarında %39,4 devalüasyondan etkilendiklerini ifade etmiştir. (ERKAN-TEMİR, 1998:41)

Bölgesel araştırmalarda da, işletmelerin kriz sonrasında ani kur değişimlerinden borçlarının arttığı ortaya çıkmaktadır. Örneğin, Denizli'de 2003 yılında ihracat yapan firmalar üzerine yapılan bir araştırmada, 2001 krizinden sonra işletmelerin %21,3'ünün borçlarının arttığı ifade edilmiştir. (YILDIRAN, 2003:125)

2.3. Faizdeki Artış ve Düşük Enflasyon

Türkiye'de dövizle borçlanmayı teşvik eden bir unsur da, faizlerin yüksekliğidir. Türkiye yeni gelişen piyasalarda(*emerging markets*), en yüksek faizle borçlanan ülkelerden birisidir. Gelişen ülkeler arasında Brezilya dışında Türkiye'den daha yüksek faiz veren ülke bulunmamaktadır.(Şekil 4) Bu durumda dışlama(*croding out*) ve yerli paranın değerinin artmasının da etkisiyle, dövizle borçlanma işletmeler açısından daha avantajlı duruma gelmektedir.

Şekil 4. Yeni Gelişen Ülkelerde Orta Vadeli Faiz Oranları(2004-2006)

Kaynak: OECD

Türkiye’de özel kesimi dövizle borçlanmaya teşvik eden diğer unsurda enflasyondaki düşüştür. Türkiye’de enflasyon son yıllarda sürekli düşüş eğilimindedir. Bu durum yüksek enflasyonla birlikte düşünüldüğünde reel faizlerin yüksek olmasına ve işletmelerin borçlanma tercihlerini zorunlu olarak dövizle bağli araçlara kaymasına neden olmaktadır.

Tablo 2. Faiz(Orta Vadeli), Enflasyon(ÜFE) ve Reel Faizler

YILLAR	Faiz	Enflasyon	Reel Faiz
2004	18,69	11,09	7,60
2005	13,57	5,89	7,68
2006	17,50	9,34	8,16

Kaynak: OECD, HAZİNE

Reel faizlerin yüksekliği ve kurdaki azalmanın firmaları dövizle borçlanmaya zorlandığı söylenebilir. Bu durumda işletmelerin borçlanma politikalarında değişikliğe neden olmaktadır. Fakat kura bağli borçlanmada dövizdeki dalgalanmanın yüksekliği dikkate alındığında her zaman risk taşıdığı da bir gerçektir.

Tablo 4. Türkiye’ye Giren Yabancı Sermaye Unsurları(Milyon Dolar)

	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Doğrudan Yatırımlar	772	112	2855	962	1253	2024	8723	19231
Portföy Yatırımları	237	1022	-4515	-593	2465	8023	13437	7360
TOPLAM	1009	1134	-1660	369	3718	10047	22160	26591

Kaynak: Hazine

2.4. Sermayede Akımı ve Sermayede Yabancılaşma

2001 krizinden sonra Türk ekonomisinde en önemli değişim ülkeye giren sermayede hızlı bir artışın gerçekleşmesidir. Bu durumda yabancı para miktarının artması ve özel kesimde finansman politikalarının değişmesi sonucu ortaya çıkmaktadır. Bu süreçte, yabancı sermaye tarafından *devralma* ve *birleşmeler* ile uluslararası piyasalardan borçlanma imkanı ortaya çıkmaktadır. Sadece Türkiye’de değil, tüm yükselen piyasalarda ve gelişen ülkelere sermaye girişi artmaktadır. Özellikle 1995’te yükselen piyasalara giren sermaye miktarı 319,2 milyar dolar seviyesindeyken 2003 yılından sonra hızla artarak, 2005 yılında 716,4 milyar dolar seviyesine çıkmıştır. (Tablo 3)

Tablo 3. Yükselen Piyasalara ve Gelişen Ülkelere Sermaye Girişi(Milyar Dolar)

Sermaye Yatırımları	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Doğrudan Yatırımlar	125,1	211,7	225,5	182,2	199,6	272,8	361,2
Portföy Yatırımları	89,5	91,7	11,4	-10,7	91,1	143,6	221,7
Diğer(Banka kr. ve ödün vb.)	104,6	-5,9	-57,1	1,8	124,0	202,8	133,4
TOPLAM	319,2	297,4	179,2	173,3	414,7	619,2	716,4

Kaynak: IMF, **Global Financial Stability Report, 2007:154**

Gelişen ülkelerde krizden sonra uygulanan liberal politikalar, sermayeyi girişini artırıcı etki yapmaktadır. Türkiye’ye giren yabancı sermaye yatırımları 2001 krizinden sonra hızlı bir şekilde artmıştır. 2002 yılında net toplam sermaye yatırım girişi 369 milyon dolarken 2006 yılında 26591 milyon dolar seviyesine yükselmiştir. Bu durum hem borçlanma hem de işletmelerde sermaye değişikliğine sebep olabilecek bir gelişmedir. (Tablo 4)

Aynı dönemde 2001 krizinden sonra, dış borçlardaki artış da hızlanmıştır. Toplam dış borçlarda 2001 yılına göre 2006 yılında %22,3 artış vardır. Özel kesim borçlarında ise %61 gibi çok yüksek bir oranda dış borç artışı yaşanmıştır. Ülkeye giren yabancı sermaye artışı ve TL değerindeki artışın bu tür borçlanmayı teşvik ettiği söylenebilir. (Tablo 5)

Tablo 5. Türkiye'nin Dış Borçları ve Artış Oranları

	1996	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Özel Sektör Dış Borç (Milyar Dolar)	10,7	29,2	27,5	29,3	30,2	37,0	50,8	121,2
ÖSDB Artış Oranı(%)	-	-	-	6,5	3,1	22,5	37,3	138,6
Önceki yıla göre								
Dış Borç Stoku (Toplam) (Milyar Dolar)	79,4	118,5	113,6	129,7	144,3	160,8	168,8	206,5
Dış Borç Artış Oranı (%) Önceki yıla göre	-	-	-	14,2	11,3	11,4	5,0	22,3

Kaynak: Hazine

İşletmelerde piyasaya uygun hareket ederek kriz yıllarında azalttığı dış borçlarını zamanla artırmaktadır. 2001 yılında %35 seviyesinde olan Dış borçların toplam borçlara oranı, 2006 yılında %58 seviyesine çıkmıştır. (Şekil 2) Bu artışta ülkeye giren yabancı sermayenin de etkisinin olduğu söylenebilir. Sermaye girişinin yol açtığı en önemli değişikliklerden birisi, büyük sanayi işletmelerinde yabancı sermaye payının artmasıdır. 500 Büyük Sanayi İşletmesi içerisinde, 1990 yılında yabancı sermayenin ortalama payı, %38,6 ve yabancı sermayeli işletme sayısı, 88 adettir. 2004 yılında ise, yabancı sermaye ortaklık payı %60'ın üzerine çıkarak, 149 adete ulaşmıştır. (tablo 6) Bu değişimin değerli TL, yüksek reel faiz ve mali serbestleşmenin arttığı ortamda dövizle borçlanmayı teşvik etmesi normaldir. Ayrıca küresel ölçekte faaliyet gösteren işletmelerin döviz kuru riskini çeşitlendirme stratejisine göre yönetmesi mümkün olduğundan, bu tip işletmelere dövizle borçlanma sorun oluşturmaz. Fakat yerel işletmelerin henüz organizasyonel ve mali yönden gelişiminin yeterince olmaması nedeniyle kur riskine maruz olduğu daha açıktır. (YILDIRAN-TANYERİ, 2006,7)

Tablo 6. 500 Büyük Sanayi İşletmesinde Yabancı Sermaye

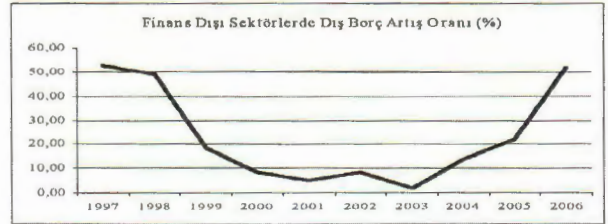
	1990	1995	2000	2001	2002	2003	2004*
Yabancı Sermaye Payı (%)	38,6	50,2	54,7	58,7	58,8	60,0	63,0
Yabancı Sermayeli İşletme Sayısı	88	114	131	138	140	147	149

Kaynak: TÜRKAN, 2005:13

3. FİNANS DIŞI SEKTÖRLERİN DİŞ BORÇ RİSK ANALİZİ

Son yıllardaki gelişmelerin etkisiyle atan dövizle borçlanma meyli, işletmeleri kur riskine açık bir pozisyona sokmaktadır. Dövizle borçlanan işletmelerin ihracat gelirleri yoksa risk seviyesi daha yüksektir. Bu durum işletmelerde sadece makro ekonomik şartların bir sonucu olarak, yüksek faiz ve düşük enflasyonun oluşturduğu yeni yapıda kurun düşük olmasının meydana getirdiği etkiyle dövizle borçlanma caziptir.

Şekil 5. Finans Dışı Kesimlerde Dış Borçlanma Artış Oranı (%)



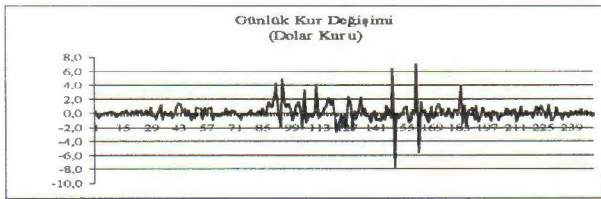
Kaynak: Hazine

1997-2006 döneminde finans dışı sektörlerde dış borç artışı, 2000-2003 yılları arasında bir durgunluk yaşamasına rağmen, 2004'te yaklaşık %14, 2005'te %22 ve 2006'da %52 oranında artış göstermiştir. (Şekil 5) Bu durum dövizin düşük seyrettiği dönemde cazip olsa da, kriz dönemlerinde işletmeleri ciddi olarak sarsacak krizlere neden olmaktadır. 2005 yılına ait 500 büyük sanayi işletmesinin borç durumu değerlendirilirken bu durum net olarak ifade edilmektedir: (ERTUNA,2006:162) "sanayi

* İSO, Büyük Sanayi Kuruluşu 2004, Özel sayı, Ağustos 2005'e göre hesaplanmıştır.

düşük faizle yurt dışından temin ettiği borçları, ucuzlayan dövizle ödendiğinde zaman zaman net kazanç dahi sağlamıştır. Ancak bu durum çok riskli bir durumdur. 2005 yılı sonunda İMKB’de işlem gören şirketler üzerinde yaptığımız bir inceleme, şirketlerin satış gelirlerinin %13,7’si oranında döviz cinsinden açık pozisyon taşıdıklarını ortaya koymuştur. Taşınan risk çok önemli boyutlardadır. Ancak dışarıdan borçlanma finansman giderlerini çok düşürdüğünden kar üzerinde olumlu etki yapmakta ve şirketlerin düşen karlılıklarını örtmekte, gizlemektedir.”

Şekil 6. Günlük Kur Değişim Grafiği 2006



Aslında kur riskine maruz kalmada ani kur artışları kadar kurdaki dalgalanmada önemlidir. 2006 yılındaki günlük kur değişimleri incelendiği zaman, kurun 1,30 YTL ile 1,70 YTL arasında dalgalandığı ortaya çıkmaktadır. (Şekil 6) Bu durum o tarihlerde ödeme yapacak ve döviz portföyünde nakit para olmadığı zaman kur artışlarından etkilenmektedir.

Tablo 7. Günlük Kur Değişimleri İstatistik Veriler(ABD Doları)

N	250
Ortalama	,0288
Medyan	-,0750
Std. Sapma (Volatilite)	1,29075
Varyans	1,666
Aralık	14,66
Min.	-7,74
Max.	6,92

2006 yılında kurdaki volatilité %1,29 seviyesindedir. Aynı zamanda bir önceki göre, %7 oranında artarken, % 7,75 oranında da azalmaktadır. Kur değişimindeki dalgalanma aralığı %15 gibi yüksek bir seviyedir. Bu durumda işletmelerin sadece kriz dönemlerinde değil, her dönemde kur riskine maruz kalabileceğini göstermektedir. (Tablo 7)

Türkiye’de son yıllarda yaşanan dövizle borçlanma meylinin dünyada son yıllarda yükselen piyasalarda da yaşandığı ortaya çıkmıştır. IMF tarafından hazırlanan Finansal İstikrar Raporu’nun işletme finansmanında son gelişmeler bölümünde(Global Financial Stability Report, 2005), yükselen piyasalarda 1993-2003 yıllarında ortalama döviz borçları %25,7 seviyesindedir. Aynı rapora göre Türkiye’deki oran, %12,8 dir. Gelişen tüm ekonomilerde dövizle borçlanma artmakta ve işletmelerin kur riskine açık duruma getirmektedir. Fakat bu konudaki bilgilerin güvenilirliğinin düşük olması nedeniyle gerçek durum tam olarak ortaya çıkmamaktadır.

3.1. Veri ve Yöntem

Finans dışı kesimlerin kur riskine açıklığının analizi yapılırken, Hazine’ye ait internet sitesinden alınan 2006 yılı dış borç istatistikleri kullanılmıştır. Türkiye’de özel kesime ait verileri de hazine izlemektedir. Hazine’de bu konuda bir borç kütüğü tutulmakta ve bu kütüğü özel sektör borçları tescil edilmektedir.(EĞİLMEZ, 2006:89) Türkiye’de özel kesimin toplam borcu, 81,8 milyar YTL seviyesindedir. Bu borcun, 53,04 milyar YTL’si finans dışı kesimlere aittir. 2006 yılındaki borçlanmanın %60’ı finans dışı kesimlere aittir. Bu durum finans dışı kesimlerin risk seviyesinin yüksek olduğunu göstermektedir.

Tablo 8. Analiz Verileri

	POZİSYON	Volatilite(σ)	α (%95)	α (%99)	$\sqrt{t}$		
					1 gün	90 gün	360 gün
ÖZEL KESİM DIŞ BORÇ	81.796	1,29%	1,65	2,33	1	9,49	18,97
FINANSAL KURULUŞLAR	28.761	1,29%	1,65	2,33	1	9,49	18,97
Bankalar	22.054	1,29%	1,65	2,33	1	9,49	18,97
Bankacılık Dışı	6.707	1,29%	1,65	2,33	1	9,49	18,97
FINANSAL OLMAYAN KURULUŞLAR	53.035	1,29%	1,65	2,33	1	9,49	18,97

Analizde Riske Maruz Değer((RMD) yöntemi kullanılacaktır. RMD, belirli bir sürede belirli bir güven seviyesinde belirli bir pozisyonadaki zararı ifade etmektedir.(ALTINTAŞ, 2006:21) Bu analizde tek varlıklı bir döviz pozisyonu varsayılmıştır. Döviz pozisyonunun tamamının ABD Dolar kuru üzerinden yapılmıştır. Analizde kullanılan formül aşağıdaki gibidir:

$$RMD: P \times \alpha \times \sigma \times \sqrt{t}$$

RMD: Riske Maruz Değer

α : Güven Düzeyini sağlayacak standart sapma sayısı

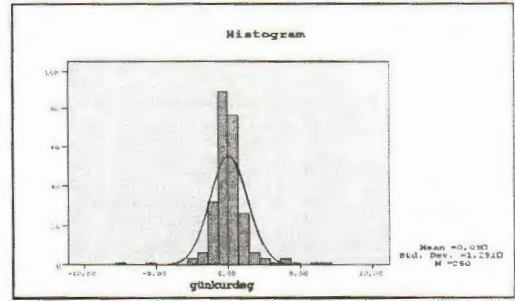
P : Riske Açık Pozisyon

σ : Varlık veya pozisyonun fiyat veya getirisindeki volatilité

t : Elde tutma süresi

2006 yılına ait kurun bir önceki güne göre değişim oranlarından elde edilen verilere göre kur hareketlerinin normal dağılım gösterdiği bu sebeple, %95 ve %99 güven aralığında analiz yapılması durumunda RMD hesaplamalarının belirli bir dayanak teşkil edebileceği ortaya çıkmaktadır. (Şekil 7) RMD hesaplamaları tek pozisyon ve tek döviz varsayımına dayanmaktadır.

Şekil 7. Kur Değişim Dağılım Grafiği(2006)



3.2. Analiz Bulguları

Günlük kur değişimi esas alınarak dış borçların tek döviz birimi ile yapılan analizleri, mevcut pozisyonların önemli seviyede kur riski taşıdığı ortaya çıkmaktadır. 2006 yılındaki gibi yıl yaşanması durumunda günlük olarak %95 güvenle, özel kesimin toplam, 1,7 milyar YTL (Toplam borcun %1'nden fazla) zarara uğrama ihtimali vardır. Bu rakam %99 güven seviyesinde 2,46 milyar YTL seviyesine çıkmaktadır. (tablo 9)

Tablo 9. Dış Borçlar RMD Analizi Bulguları

	Pozisyon(P)	α (%95)			α (%99)		
		1 gün	90 gün	360 gün	1 gün	90 gün	360 gün
ÖZEL Kesim Dış Borç (Milyar Dolar)	81.796	1.741	16.522	33.027	2.459	23.332	46.639
FINANSAL KURULUŞLAR	28.761	612	5.810	11.613	864	8.204	16.399
Bankalar	22.054	469	4.455	8.905	663	6.291	12.575
Bankacılık Dışı	6.707	142	1.355	2.708	202	1.913	3.824
FINANSAL OLMAYAN KURULUŞLAR	53.035	1.128	10.713	21.414	1.594	15.128	30.240

Finans dışı kesimlerin borç pozisyonlarının daha fazla olması sebebiyle, riske açık pozisyonları daha yüksektir. Günlük zarar pozisyonu, %95 güven seviyesinde 1,1 milyar YTL ve %99 güven seviyesinde 1,59 milyar YTL olarak hesaplanmıştır. 90 günlük risk pozisyonları ise, 10 ile 15 milyar YTL seviyesinde artışlar yaşanabilir. Bu durumda, dövizle borçlanmanın işletmelere ciddi risklere neden olabileceğini söylemek mümkündür.

4. SONUÇ

Dövizle borçlanma, riskten korunma yöntemlerinin iyi bilinmediği, sermaye piyasasının gelişmediği ve uzman sıkıntılarının yaşandığı bir piyasada her zaman risklidir. İşletmelerin kurun düşük olduğu dönemlerde, dövizle borçlanarak kur avantajı sağladığı gerçektir. Ani krizlerin ve dalgalanmanın yaşandığı piyasalarda bu tercihin işletmeleri riske sokabileceği önceki tecrübelerle dayanarak söylenebilir.

Finans dışı kesimlerin günlük olarak 1,1 milyar YTL seviyesinde RMD taşıdıkları hesaplamalarda ortaya çıkmaktadır. Bu durumda dövizle borçlanma reel sektörde hızlı bir iflas veya sermaye devrine neden olabileceği tahmin edilebilir. Yabancı sermaye akımının çok hızlı bu dönemde işletmelerde dövizle borçlanma sonucunda yerel sermayenin tamamen uluslararası sermayeye geçebileceği bu durumda iç piyasada yabancı firma hâkimiyetinin oluşabileceği de ayrı bir risk olarak göz önüne alınması gerekir. Piyasayı yönlendiren ekonomi politikalarını yürütenlerin ithalatı ve dövizle borçlanmayı teşvik eden politikaları değiştirmeye çalışmaları işletmelere kolaylık sağlayabilecektir.

Sonuçta, işletmelerin taşıdığı bu risklerin minimize edilmesinde, riskten korunma ve etkin borç yönetimi uygulaması gerektiği ile dinamik bir finansal yönetim yapısının oluşturulmasının önem taşıdığı net olarak ortaya çıkmaktadır.

KAYNAKLAR

- ALTINTAŞ, M. A., (2006) **Bankacılıkta Risk Yönetimi ve Sermaye Yeterliliği**, Turhan Kitabevi, Ankara

- BDDK. (2006) **Finansal Piyasalar Raporu**, Aralık, 2006

- BİLGİN, M. H., ve diğ. (2002) **Finansal Krizlerin İşletmelerin Finansman Yapıları Üzerindeki Etkileri**, İTO yayın no:2002-41, İstanbul

- DUFEEY, G.; SRINIVASULU, S. L., (1983) **"The Case For Corporate Management of Foreign Exchange Risk"** Financial Management, Winter, (54-62

- EĞİLMEZ, M. (2006) **Hazine**, 5 Basım, Remzi K., İstanbul

- ERKAN., TEMİR, B., (1998) **Şirketler Kesiminin Finansman Eğilimleri Anketi Sonuçları 1996**, SPK Yayın no:126, Ankara

- ERTUNA, İ. Ö., (2005) **Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu'nun Yirmi Yılı(1983-2004)**, İSO Yayınları, İstanbul

- ERTUNA, Ö., (2006) **"2005 Yılında Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu"**, İSO-Büyük Sanayi Kuruluşu 2005, Özel Sayı, Ağustos, Sayı 485

- ERTUNA, Ö., (2005) **"2004 Yılında Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu"**, İSO-Büyük Sanayi Kuruluşu 2004, Özel Sayı, Ağustos, Sayı 473

- HAZİNE **Aylık Ekonomik Göstergeler**, Mayıs, 2007

- IMF (2005), **"Corporate Finance in Emerging Markets"**, Global Financial Stability Report 92-133

- OECD (2007) **Statdata** <http://stats.oecd.org/wbos/viewHTML.aspx?HideTopMenu=yes>: e.t. 11/05/2007)

- RODRÍGUEZ, R. M.; (1981) **"Corporate Exchange Risk Management: Theme and Aberrations"**, The Journal of Finance, vol. 36, no:2, May,(427-439)

- TÜRKAN, E. (2005) **Türkiyede Ekonomik Aktivite İçinde Yabancı Payı**, T.C. Merkez Bankası Yayınları, Ankara

- YILDIRAN, M. (2003) **İhracat Yapan İşletmelerde Kur Riski Yönetimi ve Denizli Bölgesinde Değişik Ölçekli Firmalarda Uygulama**, Yayınlanmış Doktora Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi, SBE, Isparta

- YILDIRAN, M., TANYERİ, M., (2006) **Reel Sektör İşletmeleri İçin Döviz Kuru Risk Yönetimi**, 1.Baskı, Turhan Kitabevi