

İnceleme-Araştırma

Ekonomik parametreler çerçevesinde döviz vadeli işlem sözleşmelerinin Türkiye'de gelişimi ve kur riski yönetimi açısından değerlendirilmesi

Mustafa Kemal Yılmaz*

Abstract · Evaluation of the performance of currency futures in Turkey within the context of economic parameters and currency risk management

The Turkish Derivatives Exchange (TurkDEX) operating since the beginning of 2005 has shown considerable progress especially on financial futures products. Currency futures having half of the trading volume in the market provide opportunities for both financial institutions and corporations to manage their currency risk. As a matter of fact, the volume on FX futures trading has increased in the market during May-June 2006, where there have been fluctuations in the international markets. Another fact is that 95 % of the FX futures trading in TurkDEX has been executed on TRY/USD futures contracts because of the on-going speculations on the US economy and political environment. Among other reasons, high concentration of foreign trade activity and outstanding external debt of the institutions in US Dollar terms may be stated. Another crucial fact is that financial institutions and banks mostly prefer to trade in over-the-counter market rather than on organized exchange, TurkDEX, to manage their currency risk. Accordingly, most of traders in TurkDEX seem to trade for speculative purposes, as the open position for different maturities changes considerably in case of fluctuations in the currency market.

Key Words: Turkish Derivatives Exchange, currency futures, risk management.
JEL Classification: G15, G32

Özet

Türkiye'de 2005 yılı başından itibaren faaliyet gösteren Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası (VOB), özellikle finansal vadeli işlem sözleşmeleri açısından iyi bir performans göstermiştir. İşlem hacminin yaklaşık yarısının gerçekleştirildiği döviz vadeli işlem sözleşmeleri, hem finansal kurumlara hem de şirketlere kur riskinden daha etkin korunma imkanı vermiştir. Nitekim, uluslararası piyasalarda Mayıs-Haziran 2006 döneminde yaşanan dalgalanma sonucunda döviz vadeli işlem sözleşmeleri işlem hacminde ciddi bir artış gerçekleşmiştir. Piyasaya ilişkin bir başka tespit de, VOB'da işlemlerin %95'inin YTL/Dolar vadeli sözleşmesinde yoğunlaşmasıdır. Bunun en önemli nedeni, ABD ekonomisine ilişkin devam eden spekülasyonlardır. Diğer nedenler arasında, Türkiye'de kurumların dış ticaret ve dış borç kullanımının ağırlıklı olarak ABD dolarında yoğunlaşması gösterilebilir. Döviz vadeli piyasalarına ilişkin bir başka husus da, gerek finansal kurumların gerekse şirketlerin kur riski yönetimi amacıyla ağırlıklı olarak tezgahüstü piyasayı kullanıyor olmalarıdır. Buna bağlı olarak, VOB'da üyeler tarafından gerçekleştirilen işlemlerin ağırlıklı olarak spekülatif amaçlı yapıldığı söylenebilir. Bunun en iyi kanıtı, döviz piyasalarında dalgalanma yaşandığı ortamlarda, farklı vadelerdeki sözleşmelerde açık pozisyon sayısında ortaya çıkan değişimin dikkat çekici boyutta olmasıdır.

Anahtar Kelimeler: Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası, döviz vadeli sözleşmesi, risk yönetimi.

JEL Sınıflaması: G15, G32

* Doç.Dr., İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Risk Yönetim Müdürlüğü,

I. Giriş

Globalleşen ve her geçen gün daha entegre hale gelen dünya ekonomisinde, değişen rekabet koşulları karşısında faaliyet gösteren finansal kurumlar ve reel sektör şirketleri, gerek yerel gerekse uluslararası piyasada ortaya çıkan gelişmeler sonucu, başta kur riski olmak üzere farklı nitelikli ve boyutta piyasa riski ile karşı karşıya kalmaktadırlar. Diğer taraftan, serbest kur rejiminin uygulandığı ekonomilerde, küresel riskinin sınırlandırılması ve oluşan riskin yönetilmesi temelde riske sahip olan ekonomik birimin sorumluluğundadır.

Türkiye'de 2005 yılında Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından İMKB'de işlem gören ve reel sektörde faaliyet gösteren 225 şirkete, 2006 yılı ilk çeyreğinde ise Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası (VOB) tarafından RiskActive ile birlikte İMKB'de işlem görmeyen şirketlere yönelik olarak yapılan iki ayrı anket çalışmasında, katılımcı şirketler tarafından kur riski, en önemli piyasa riski olarak ifade edilmiştir. Türk şirketleri, uluslararası piyasalarda önemli bir risk çeşidi olduğu düşünülen faiz riskine ise önem derecesi itibarıyla her iki ankette de alt sıralarda yer vermiştir¹. Aynı anketlerde, firmaların kur riskinin farkında olmamakla birlikte, risken korunmak için daha çok bilanço içi aktif-pasif dengelinin tesisine yönelik politikalar takip ettiği, yüksek kapitalizasyona sahip şirketler dışında, bir risk yönetimi konusunda açık ve anlaşılır bir risk yönetimi politikası izlenmediği, Türkiye'de organize bir vadeli işlem borsasının varlığının farkında olmalarına ve önemini anlamalarına rağmen, tecrübe ve bilgi eksikliği, piyasada kur-faiz hareketlerinin nispeten dengeli gimesi, tezgahüstü piyasaların varlığı gibi nedenlerle organize türev piyasaları kullanmayı tercih etmedikleri yönünde sonuçlar çıkmıştır².

¹ VOB ile RiskActive'in birlikte düzenlediği anket çalışmasında, katılımcı şirketler faiz riskini önem sırasından beşinci sırada beyan etmişlerdir. SPK'nun yaptığı anket çalışmasında ise katılımcıların çoğunluğu tarafından kısa ve uzun vadeli faiz riskinin önemsiz boyutta (%10'un altında) olduğu belirtilmiştir.

² Güngör, A.İ., Yılmaz, C., Yılmaz, M.K., "Do the Derivatives Help the Companies to Manage Their Risks? Evidence from the Istanbul Stock Exchange", International Finance Symposium, İstanbul, 25-26 May 2006

Yılmaz, M.K., "Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri", s. 48.

şık % 20'si organize, % 80'i ise tezgahüstü piyasada gerçekleştirilmiştir.

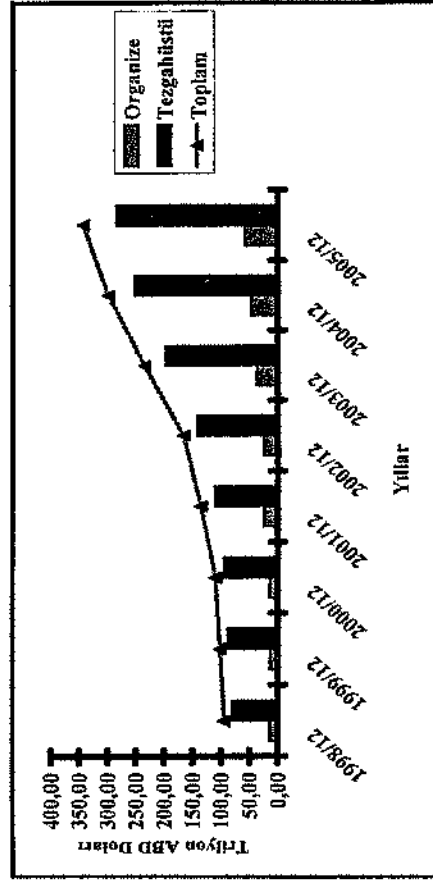
Diğer taraftan, sözleşme tipi bazında incelendiğinde, hem organize hem de tezgahüstü piyasalarda gerçekleştirilen işlem hacmi içinde ilk sırayı faiz vadeli işlem sözleşmeleri almaktadır. Çalışma konusu olan döviz vadeli işlem sözleşmelerinin organize piyasa işlem hacmi içindeki payı sadece % 0.32 iken, bu oran tezgahüstü piyasada % 12-13'ler seviyesine çıkmaktadır. Bu açıdan bakıldığında, Grafik 1'den de görüleceği üzere, finansal piyasalarda başta kur riski olmak üzere çeşitli piyasa risklerinden vadeli piyasaları kullanarak korunmak isteyen kurumlar ağırlıklı olarak tezgahüstü piyasayı tercih etmektedirler. Organize piyasada döviz vadeli işlem sözleşmelerinde en yoğun işlem gerçekleştirildiği borsalar arasında ise ilk üç sırayı CME, Meksika Borsası (MexDer) ve Kore Borsası almaktadır³.

Tezgahüstü piyasada yapılan döviz vadeli sözleşmelerinin vade yapısı incelendiğinde, işlemlerin % 77-78'inin bir

yıldan daha kısa vadeli olduğu görülmektedir⁴. Döviz cinsleri itibarıyla bakıldığında ise, tezgahüstü piyasada gerçekleştirilen vadeli işlemlerin % 90'ında ABD Doları, % 37'sinde ise Euro hakim döviz cinsidir. Tezgahüstü piyasalarda döviz vadeli işlem sözleşmelerini kullananlar içinde finansal olmayan kuruluşların payı Aralık 2005 tarih itibarıyla % 20.5'dir. Başka bir ifade ile, türev piyasalar ağırlıklı olarak bankalar ve diğer finansal kuruluşlar tarafından yoğun olarak kullanılmaktadır.

Türkiye'de vadeli piyasaların gerçek anlamdaki gelişimi 4 Şubat 2005 tarihinde İzmir'de Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası (VOB) nin açılması ile başlamıştır. Döviz, endeks, faiz, altın, buğday ve pamuk vadeli işlem sözleşmelerinin işlem gördüğü VOB'da, işlem hacmi 2005 yılında 2,919 Milyon YTL olarak gerçekleşmiş, 2006 yılında ise işlem hacmi altı kat artış göstererek 17,386 Milyon YTL'ye çıkmıştır⁵. Tablo 1'den de görüleceği üzere, VOB'daki işlem hacmi içinde 2005 yılı içinde ilk sırayı % 77 ile döviz vadeli işlem sözleşmeleri, ikincil

Grafik 1. Vadeli Piyasa Nominal İşlem Hacminin Dünyadaki Gelişimi (Trilyon ABD Doları)



Kaynak: Bank for International Settlements

www.world-exchanges.com

³ Triennial Central Bank Survey, Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2004", s. 24.

⁴ Altın vadeli işlem sözleşmeleri VOB'da 1 Mart 2006 tarihinden itibaren işlem görmeye başlamıştır.

Tablo 1. Sözleşme Tipi Bazında VOB İşlem Hacmi (TRY)

Sözleşme Tipi	İşlem Hacmi 2005	Pay 2005	İşlem Hacmi 2006*	Pay 2006
Döviz VİS	2.240.018,049	0,77	6.747.504,822	0,388
Endeks VİS	658.743,565	0,23	10.608.360,610	0,610
Faiz VİS	19.945,793	0,01	26.049,053	0,001
Mali VİS	771,525	0,00	4.240,704	0,000
Toplam	2.919.478,932	1,00	17.386.155,189	1,000

(*) 2006 yılında mai üzerine gerçekleştirilen vadeli işlemlerin % 99'u altın üzerindedir.

ci sırayı ise endeks vadeli işlem sözleşmeleri (% 23) alırken, bu sıralama 2006 yılında tersine dönmüş ve döviz vadeli işlem sözleşmeleri (% 38) ile endeks vadeli işlem sözleşmeleri (% 61) sıralamada yer değiştirmiştir.

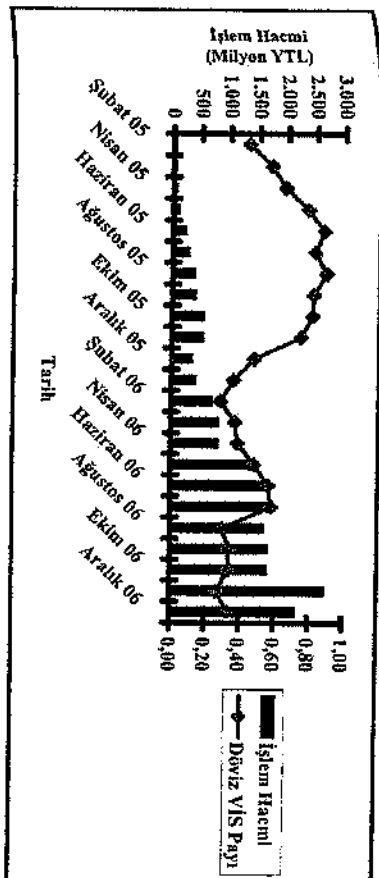
Bununla birlikte, 2006 yılında dönem dönem, özellikle de ABD'nin faiz artırım-larına paralel olarak gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan mihni krizine bir uzantısı şeklinde, Mayıs-Haziran-Temmuz aylarında döviz üzerine vadeli işlemlerin toplam işlem hacmi içinde aldığı payda ciddi bir artış ortaya çıkmıştır. Grafik 2, VOB'da aylık bazda işlem hacminde ortaya çıkan gelişimi ve döviz vadeli işlem sözleşmelerinin bu gelişim içinde ağırlıkla aldığı payı göstermektedir. Bu payın 2005 yılı ortalaması % 72 iken, 2006 yılı ortalaması % 39 olarak gerçekleşmiştir. Yukarıda bahsedilen Mayıs-Haziran-Temmuz döneminde ise döviz vadeli sözleşmelerinin toplam işlem hacmi içindeki payı sırasıyla % 48, % 57 ve % 58 olmuştur. İşlem hacminde ortaya çıkan bu artış, özellikle söz konusu dağılım döneminde VOB sözleşmelerinin piyasalardaki ciddi bir ihyacı karşılığını göstermesi açısından önemlidir.

VOB'da işlem yapma yetkisi bulunan üyeler açısından durum değerlendirildiğinde ise, 2005 yılı içinde Borsa'ya üye olan 9 bankanın toplam işlem hacmi içinde aldığı pay % 32,8, geri kalan 38 aracı kurumun payı ise % 67,2 olarak gerçekleşmiştir. Aynı

VOB resmi internet sitesinde 2006 yılı Mart ayına kadar piyasa bazında aylık işlem hacmi, bu değerlendirme Mart-Aralık 2006 döneminde ilişkin olarak yapılmıştır.

Taksitbank'da açıklanmış bulunan malusları hesaplarının kaç tanesinin birleşik, kaç tanesinin ise kurumsal kuruluşlere ait olduğu bilgisi sisteme bulunmaktadırlar. Taksitbank tarafından dışarı verilmemektedir.

Grafik 2: VOB İşlem Hacminin Gelişimi ve Döviz Vadeli İşlem Sözleşmelerinin Payı



Kaynak: Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası, www.vob.org.tr

piyasada gerçekleştirilen vadeli piyasa işlem hacminde de önemli gelişmeler gözlemlenmektedir. Türk Bankacılık Sektörü (TBS) nde dünya uygulamasına paralel olarak trev sözleşmelerinin hacmi ve çeşitliliği son dönemlerde önemli ölçüde artış göstermiştir. Grafik 3, TBS'nde 1998-2005 yılları arasında vadeli piyasa işlem hacminde gerçekleşen gelişimi göstermektedir. Grafik 3'de görülen 2000-2002 yılları arası dönemde trev piyasa nominal işlem hacminde yaşanan düşüş, hem bankaların mevduat benzeri para toplama girişimlerine yönelik olarak yaptıkları forward sözleşmeler son verimlerinden, hem de 2001 yılında döviz kurlarında gerçekleşen aşırı yükselişten kaynaklanmaktadır. TBS'nde gerçekleştirilen vadeli piyasa işlem hacmi Nisan 2006 itibarıyla nominal bazda 65 Milyar ABD Dolarına ulaşmıştır. Bu artışın arkasında yatan sebepler ise; faiz oranlarının düşmesine bağlı olarak getirilerin azalması ile birlikte kar amaçlı trev ürünlerine yönelik talep oluşmasının yanı sıra, banka ve banka dışı kurumların kur ve faiz riskine karşı korunma sağlamak istemeleridir.

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) tarafından Haziran 2006

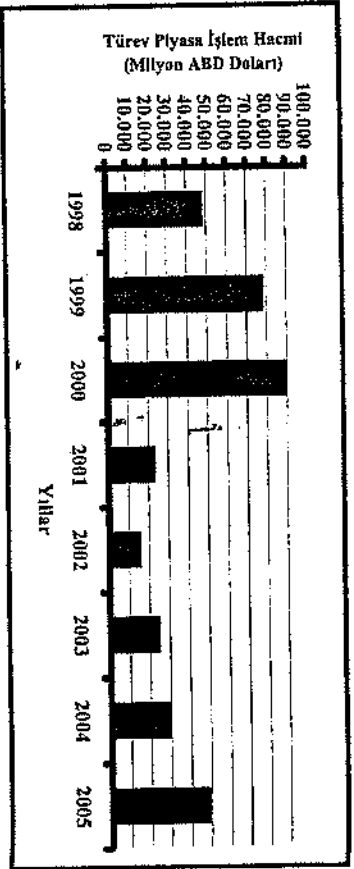
Bu veri, TBS'nde 30.03.2006 tarihi itibarıyla mevcut durumu göstermektedir. Türk Bankacılık Sektörü Kur Riski Değerlendirme Raporu, BDDK, Haziran 2006, s. 7.

tarhinde yayınlanan ve Haziran 2005-Mayıs 2006 arasındaki dönem değerlendirilen "Trev Bankacılık Sektörü Kur Riski Değerlendirme Raporu"na göre, trev işlemler konusunda en agresif grubu özel bankalar oluşturmaktadır (% 59,4). Yabancı bankaların toplam içindeki payı % 33,8 iken, kamu bankaları son derece muhafazakar bir yaklaşım sergilemektedirler (% 6,1).

Bankaların taraf oldukları trev sözleşmelerinin önemli bir kısmı (% 96,9) tezgahüstü piyasada gerçekleştirilmektedir. Ayrıca dünya uygulamasının tersine, Türkiye'de gerçekleştirilen trev sözleşmelerinin tamamına yakını faiz üzerine değil döviz üzerindedir. BDDK tarafından yayınlanan aylık raporlar incelendiğinde, 2005 yılında TBS'nde gerçekleştirilen trev piyasa işlem hacmi içinde ilk iki sırayı döviz swap (% 49) ve döviz forward (% 21) sözleşmelerinin aldığı görülmektedir. Döviz opsiyonları ise sektördeki üçüncü büyük trev araç grubunu oluşturmaktadır. Bu üç grup trev ürün, sektördeki toplam işlem hacminin yaklaşık olarak % 82'sine karşılık gelmektedir¹⁰. Faiz oranına dayalı trev sözleşmeler ise önemli bir bütüğe sahip değildir (% 3). Trev sözleşmelerinde-

10. Bu veri, TBS'nde 30.03.2006 tarihi itibarıyla mevcut durumu göstermektedir. Türk Bankacılık Sektörü Kur Riski Değerlendirme Raporu, BDDK, Haziran 2006, s. 7.

Grafik 3. Türk Bankacılık Sektörü'nde Vadeli Piyasa İşlem Hacminin Gelişimi (1998-2005)



Kaynak: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu

ki artışı önemli bir kısmı, bankaların bilanço içinde taşıdıkları Yabancı Para (YP) kısa pozisyonlarını dengeleme ihtiyacı ile açıklanabilir. Bu sebeple, yukarıda da ifade edildiği gibi türev sözleşmelerin, özellikle de swap sözleşmelerin hacmi önemli ölçüde artış göstermiştir¹¹. Bankalar, ihracatçı firmalara forward sözleşmeler ile korunma sağlarken, kendi taşıdıkları pozisyonları da yurtdışı bankalar ile yaptıkları karşı forward sözleşmeleri ile hedge etmektedirler.

TBS'nde türev piyasada gerçekleştirilen nominal işlem hacmi değerinde dikkati çeken başka önemli bir husus da, bankalar tarafından gerçekleştirilen işlemlerin % 71'inin üç aydan daha kısa vadeli olmasıdır. Bu hem ekonomik açıdan hem de şirketlerin takip ettikleri risk yönetimi politikaları açısından önemli bir fikir vermektedir.

III. Döviz Vadeli İşlem Sözleşmelerinin Performansı ve Ekonomik Parametreler

Türkiye'de VOB bünyesinde işlem gören döviz vadeli işlem sözleşmelerinin performansını çeşitli açılarıdan değerlendirmeye geçmeden önce, Türkiye'de döviz arz ve talebini etkileyen başlıca ekonomik

11 Para swap sözleşmelerinin tamamına yakını mali kuruluşlar ile gerçekleştirilmektedir. Buna karşın, forward sözleşmelerin yarısına yakını mali olmayan kuruluşlar ile akdedilmektedir, diğer yarısı mali kuruluşlar ile riskleri netleştirilerek yapılmaktadır.

12 "Türk Bankacılık Sektörü Kur Riski Değerlendirme Raporu", BDDK, Haziran 2006, s. 8.

Tablo 2. Döviz Cinslerine Göre Türkiye'deki Dış Ticaret Hacmi (Bin ABD Doları)

Döviz Cinsi	İhracat (2006)	İthalat (2005)	İthalat (2006)	İthalat (2005)
ABD Doları	37.421.444	32.070.212	80.437.894	67.054.142
Euro	41.407.360	35.508.834	51.603.545	44.923.843
Toplam	85.141.517	73.476.408	137.032.202	116.774.151

Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu

Tablo 3. Borçluya ve Vadeye Göre Dış Borç Stoku (Milyon ABD Doları)

	2002	2003	2004	2005	2006/09
Toplam Dış Borç Stoku	130.164	145.000	162.261	170.529	198.261
Kısa Vadeli	16.424	23.012	32.569	38.247	43.322
A. Karın	0	0	0	0	0
B. TCMB	1.635	2.860	3.287	2.763	2.597
C. Özel	14.769	20.151	29.282	35.484	40.725
Bankalar	6.344	9.692	14.529	17.740	19.828
Diğer Sektörler	8.425	10.461	14.753	17.744	20.897
Orta-Uzun Vadeli	113.740	121.987	129.692	132.282	154.939
A. Karın	63.589	69.478	73.804	68.172	68.660
B. TCMB	20.340	21.504	18.114	12.654	12.921
C. Özel	29.812	31.004	32.774	51.456	73.358
Bankalar	3.026	3.140	5.750	12.229	17.310
Bankacılık Dışı Finansal	1.608	1.918	2.334	3.009	3.954
Finansal Olmayan Kuruluşlar	25.178	25.946	29.490	36.218	52.094

Kaynak: Hazine Müsteferliği

Diğer taraftan, Türkiye'de 2001 yılından başlamak üzere döviz kurlarının piyasada serbest olarak belirlenmesi sonucu ihracatçı yaşıyan hareketliliğin gösterdiği istikrarlı seyir de döviz vadeli işlem sözleşmelerinin hacimsel gelişimine olumlu katkıda bulunmuştur. Kurdaki yıllık volatilite 2001 yılında ulaştığı % 53'lik seviyeden sonra 2002 yılında % 15, 2003-2005 yılları arasında ise ortalamaya % 11,5 seviyesinde sınırlanmıştır. Bu istikrarlı seyir 2006 yılında da yaşanan gelişmelerle kısmen bozalsa da, riskten korunma araçlarının kullanımının da etkisiyle yıllık volatilitenin % 15'i aşmamıştır.

B) Dış Ticaret Hacmi

Firmalar tarafından dış ticaret işlemlerinin yaklaşık % 92'si ABD Doları ve Euro cinsinden gerçekleştirilmektedir. Firmalar tarafından, hem spot hem de vadeli piyasada dövizle olan en önemli

talep uluslararası piyasalarda gerçekleştirilen işlemlerden, diğer bir ifade ile dış ticaret işlemlerinden kaynaklanmaktadır. Tablo 2, Türkiye'de 2005 ve 2006 yıllarında hem toplam tutar olarak hem de döviz cinsleri (ABD Doları ve Euro) itibarıyla gerçekleştirilen ithalat ve ihracat işlem hacmine ilişkin istatistikleri göstermektedir¹³. Buna göre, söz konusu yıllarda ihracatın % 43'ünün ABD Doları, % 49'unun ise Euro ağırlıklı yapıldığı, ithalat için ise söz konusu oranların sırasıyla % 58 ve % 38 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Nelçitirmeye yapılmaksızın toplam tutar olarak bakıldığında da, dış ticaretin % 52'si ABD Doları, % 42'si ise Euro ağırlıklı olarak gerçekleştirilmiştir. Bu sonuçlardan hareketle sadece dış ticaret boyutu ile yaklaşıldığında şirket-

13 Firmalar tarafından dış ticaret işlemlerinin yaklaşık % 92'si ABD Doları ve Euro cinsinden gerçekleştirilmektedir. Firmalar tarafından, hem spot hem de vadeli piyasada dövizle olan en önemli talepler uluslararası piyasalarda gerçekleştirilen işlemlerden, diğer bir ifade ile dış ticaret işlemlerinden kaynaklanmaktadır. Tablo 2, Türkiye'de 2005 ve 2006 yıllarında hem toplam tutar olarak hem de döviz cinsleri (ABD Doları ve Euro) itibarıyla gerçekleştirilen ithalat ve ihracat işlem hacmine ilişkin istatistikleri göstermektedir. Buna göre, söz konusu yıllarda ihracatın % 43'ünün ABD Doları, % 49'unun ise Euro ağırlıklı yapıldığı, ithalat için ise söz konusu oranların sırasıyla % 58 ve % 38 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Nelçitirmeye yapılmaksızın toplam tutar olarak bakıldığında da, dış ticaretin % 52'si ABD Doları, % 42'si ise Euro ağırlıklı olarak gerçekleştirilmiştir. Bu sonuçlardan hareketle sadece dış ticaret boyutu ile yaklaşıldığında şirket-

lerin piyasada ağırlıklı olarak ABD Doları cinsinden kur riskine maruz kaldığı, söylenebilmek.

ii) Dış Borç Kullanımı

Kurumlar açısından bakıldığında, ekonomik açıdan piyasada döviz talebini etkileyen en önemli unsurlardan biri de firmaların yurtdışından kullandıkları krediler ve bu kredilere karşılık yabancı para olarak ödemek zorunda kalacakları dış borçlardır. Bu borçların boyutu ve döviz cinsinden kompozisyonu şirketlerin takip edeceği riskten korunma politikalarını yakından etkilemektedir. Hazine Müsteşarlığı tarafından düzenli olarak yayımlanan dış borç verileri incelendiğinde, 2005 yılı içinde döviz cinsleri açısından dış borçların kompozisyonu içinde, toplam dış borç tutarı olan 185 milyar ABD Dolarının % 55'inin ABD Doları, %32'sinin ise Euro cinsinden olduğu görülmektedir. İlgili çekici noktalardan birisi de, gerek ABD Doları gerekse Euro cinsinden alınmış olan dış borçların ağırlıklı olarak (% 76) uzun vadeli olmasıdır. Bu tespit, Türk Bankacılık Sektöründe gerçekleştirilen türev işlemlerin % 77'sinin 3 aydan daha kısa vadeli olduğu gerçeği ile birlikte dikkatle incelendiğinde dikkat çekici bir nitelik arz etmektedir.

Dış borçlar konusunda üzerinde durulması gereken bir başka husus da, bankacılık sektörü dahil finansal kuruluşlar dışındaki kalan reel sektör kuruluşlarının toplam dış borç içinde aldığı payın yükselmesi olmalıdır. Tablo 3, borçluya ve vadeye göre dış borç stokunun kompozisyonunu göstermektedir. Buna göre, özel sektör şirketlerinin toplam dış borç içinde aldığı pay 2005 yılı içinde % 32, 2006 yılının üçüncü çeyreğinde ise % 37 olarak gerçekleşmiştir. Bu oran, aynı dönemlerde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) dışında bankacılık sektörünün kullandığı dış borç rakamının nominal tutar olarak toplamı yaklaşık 2 katına karşılık gelmektedir. Diğer taraftan, bankalar dışındaki özel kesimin kısa vadeli dış borçları 2002-2006 yılları arasında 8.4 mil-

* Merkez Bankası tarafından reel sektörde faaliyet gösteren yaklaşık 7000 şirketin mali tabloları izlenmektedir. İnceleme için kullanılan veriler, şirketlerin açıkladıkları bilanço ve gelir tablosu verileridir.

yar ABD dolarından 20.8 milyar ABD dolarına çıkarak % 147'lik bir artış gösterirken, aynı dönemde özel kesimin orta-uzun vadeli dış borçlarındaki artış oranı % 106 olarak gerçekleşmiştir. Bu da açık pozisyonun reel sektör açısından daha dikkatli takip edilmesi ve kur riskinin daha etkin yönetilmesi gerektiğini ortaya çıkarılmaktadır.

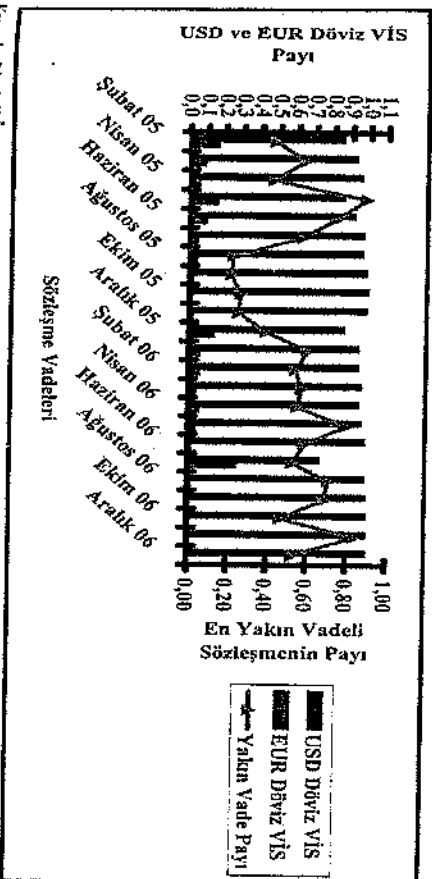
Bu noktada, risk yönetimi açısından Türkiye'de karşılaşılan en önemli sorun ise, bankaların kur riski ve açık pozisyonunun BDDK tarafından düzenli olarak takip edilip edilmediğine ilişkin sorundur. Reel sektörde faaliyet gösteren şirketler için, İMKB'de işlem gören şirketler (285 şirket) dışında herhangisi dâhil bir raporlama yapılmıyor olmaktadır. Reel sektörün kullandığı dış borçlar açısından dikkat çeken bir başka husus da, 2005 ve 2006 yılları için söz konusu dış borçların ortalaması olarak % 70'inin uzun vadeli olmasıdır. Diğer bir ifadeyle, özel sektör şirketleri yurtdışından kullandıkları yabancı para cinsinden krediler için piyasada orta-uzun vadeli bir kur riski taşımaktadırlar.

VOB'da döviz vadeli sözleşmesi tabiri altında işlem gören "YTL/Dolar" ve "YTL/Euro" sözleşmelerinin kompozisyonunu incelendiğinde, organize piyasada gerçekleştirilen işlemlerin ortalaması % 94'ünün "YTL/Dolar", % 6'sunun ise "YTL/Euro" vadeli sözleşmesinde olduğu görülmektedir. Bu durum, kısmi olarak yukarıda ifade edilen tespitlerle de paralellik arz etmektedir. Diğer bir ifadeyle şirketler, uluslararası piyasalarda daha istikrarlı bir seyir izleyen Euro'dan ziyade, ABD ekonomisinin performansına ilişkin spekülasyonlar sonucu dolar fiyatında ortaya çıkabilecek değişimlerden endişe etmekte ve ağırlıklı olarak bu döviz cinsinde pozisyon alarak korunma pozisyonu oluşturmaya çalışmaktadırlar. İşlemlerin "YTL/Euro" sözleşmesinde sigortalı kalmasının bir başka nedeni de, sözleşme sözleşme tipinde piyasaya iletilen alım-satım emirleri arasındaki fiyat farkının (spread) talep yeterliliği sonucu geniş aralıkta

kalması ve işlem yapmaya uygun bir ortam ortaya çıkarmamasıdır. Bu durum, VOB güncel bilançolarında her iki sözleşme tipinde oluşan açık pozisyon sayısının da açık bir şekilde görülmektedir. "YTL/Euro" sözleşmesindeki açık pozisyon sayısı, "YTL/Dolar" sözleşmesindeki açık pozisyon sayısından yaklaşık % 2-3'ü seviyesindedir.

VOB'da, piyasada işlem gören tüm finansal araçlar için "Şubat-Nisan-Haziran-Ağustos-Ekim-Aralık" vadeli sözleşmelerden, içinde bulunulan tarihte en yakın vadeli üç sözleşmenin işlem görmesi öngörülmüştür. Örneğin, içinde bulunulan tarih 10 Ekim 2006 ise, piyasada işlem görececek sözleşmeler Ekim 2006, Aralık 2006 ve Şubat 2007 vadeli sözleşmeler olacaktır. 17 Mart 2006 tarihinden itibaren ise, VOB tarafından yeni getirilen bir düzenleme ile, yıl sonu döviz kuruna gösterge teşkil etmek amacıyla, işlem görececek üç ay içinde "Aralık" ayının bulunamaması durumunda, "Aralık" ayının da işlem göreceği vade dönüştürme dahil edilimesi kararlaştırılmıştır.⁵

Grafik 4. Döviz Cinsleri İtibarıyla İşlem Hacminin Aylar İtibarıyla Gelişimi ve Yakın Vadeli Sözleşmede Gerçekleştirilen İşlem Hacminin Payı



Kaynak: Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası

* Detaylı bilgi için, bakınız www.vob.org.tr. Sözleşmeler spekülatif olarak piyasaya iletilen yapılarıdır. Özellikle fiyat aralığının (spread) en dar olduğu sözleşme vadesini (yakın vadeyi) tercih etmektedirler.

değişikliklerine göre belirlenmektedir. Bankalar bilanço içinde tasarılan açık pozisyonu, bilanço dışı işlemler ile yasal sınırlar içerisinde çekmektedirler. Bilanço içinde taşınan kısa pozisyonun yasal sınırlar içerisinde tutulabilmesi için başvurulan en önemli bilanço dışı türev işlem türevi ise swap sözleşmeleridir.

TBS'nde taşınan kur riski yabancı para cinsleri itibarıyla incelendiğinde, yabancı para pozisyonun büyük ölçüde ABD Doları ve Euro'dan oluştuğu görülmektedir. Dikkat çekici bir başka gelişme de, ilgili iki para biriminde bilanço içinde taşınan pozisyonun 31.12.2005 - 30.06.2006 arası dönemde önemli ölçüde değişmiş olmasıdır. Bu tarihte beraber bilanço içinde ABD Doları'nda kısa, Euro'da uzun pozisyonlara geçmiştir. BDDK tarafından yapılan analiz, banka bilançolarının ABD Doları kurundaki değişimlere karşı daha hassas olduğunu göstermektedir.

Bu bilgilerden hareketle genel olarak değerlendirildiğinde, TBS'nde yabancı para pozisyonların makul düzeyde seyrettiği ve bankacılık sistemi için incelenen dönemler itibarıyla büyük bir risk oluşmadığı

görülmektedir. Bununla birlikte, sektörün aşırıda ifade edilen bazı hususlar kur riski konusunda özellikle piyasalar da oynaklığın yüksek olduğu dönemlerde daha dikkatli olunması gerektiğini ortaya koymaktadır.

• Sektör genel olarak net açık pozisyon taşımaktadır. 2005 yılı sonu itibarıyla 131 Milyon YTL olan net açık pozisyon rakamı, 2006 yılı Mayıs ayı sonu itibarıyla 1.301 milyon YTL tutarına yükselmiş, yıl sonu itibarıyla % -0,3 olan Yabancı Para Net Genel Pozisyon (YPNGP)/Özkaynaklar oranı da buna paralel olarak % -2,7'ye çıkmıştır (Grafik 5). Bankaların 2006 yılında, VOB'da işlem gören döviz vadeli sözleşmeleri işlem hacmi içinde aldığı payda da 2005 yılına kıyasla yaklaşık 8-12 puan arasında değişen artışlar olmuştur.

• Sektör bilanço içinde açık pozisyon taşımakta birlikte, bilanço dışındaki genelikle uzun pozisyon taşımaktadır. Diğer bir ifade ile, TBS bilanço içi açık pozisyonun bilanço dışı uzun pozisyon ile dengelemeye ve YPNGP/Özkaynak rasyosunun asgari sınırlar içerisinde kalmasına çalışmaktadır. Bunu yaparken, kur riskini dengelemek için kullandığı en yoğun türev işlem türevi swap sözleşmeleridir. Bunun en açık kanıtı, swap

işlem tutarının kurda dalgalanmalarının olduğu Mayıs-Haziran 2006 döneminde 2005 yılı sonu rakamına göre yaklaşık 3 kat artış göstermiş olmasındır.

• Sistemde bankaların, yurtdışı teşvikleri tarafından Türkiye'deki kişi ve kurumlara kullandıkları döviz kredisi konusunda herhangi bir sınırlama bulunmamaktadır. Bu kapsamda, döviz kredileri ile döviz endeksi kredilerin boyutu dikkate alındığında, kur riskinin bankaların müşterileri olan firmalar tarafından taşındığı anlaşılmaktadır. Bu nedenle, özellikle ekonominin aktiflerinin yavaşladığı dönemlerde, firmalar üzerindeki kur riskinin bankacılık kesimine kredi riski olarak dönebileceği düşünülmektedir.

• TBS'nde tüm dövizler üzerinden işlemler yapılmakta beraber, yabancı para işlemler en yoğun olarak ABD Doları ve Euro ile yapılmış, en fazla pozisyon ABD Doları üzerinden açılmıştır. 2005 yılı sonu itibarıyla ABD Doları'nda net genel açık pozisyon tutarı 519 Milyon ABD Doları, Euro net genel açık pozisyon tutarı 31 Milyon Euro iken, Mayıs 2006 sonu itibarıyla net genel açık pozisyon tutarları 776 Milyon ABD Doları ve 329 Milyon Euro olarak gerçekleşmiştir.

• Riskten korunmak amacıyla organize borsaları kullanan banka grupları arasında en büyük payı özel bankalar grubu (% 77) almaktadır. İkinci sırada kalkınma ve yabancı bankalar (% 1) gelmektedir. Kamu bankaları ise organize vadeli piyasalarla kullandıkları tercih etmemektedirler.

Diğer taraftan, VOB'da gerçekleştirilen döviz vadeli işlem sözleşmesi işlem hacmi içinde en önemli paya sahip olan aracı kurumların risk yönetimi politikasını sağlıklı olarak değerlendirebilmek için, söz konusu kurumların SPK'ya aylık dönemler itibarıyla "Sermaye Yeterliliği Tebliği" çerçevesinde gönderdikleri "Risk Karşılığı Hesaplamaya Tabii" kapsamında yapılmaması istenen raporlama içinde yer alan dört risk unsurundan "Kur riski"ne ilişkin olan veriyen ihtiyaç bulunmaktadır. Bu verinin

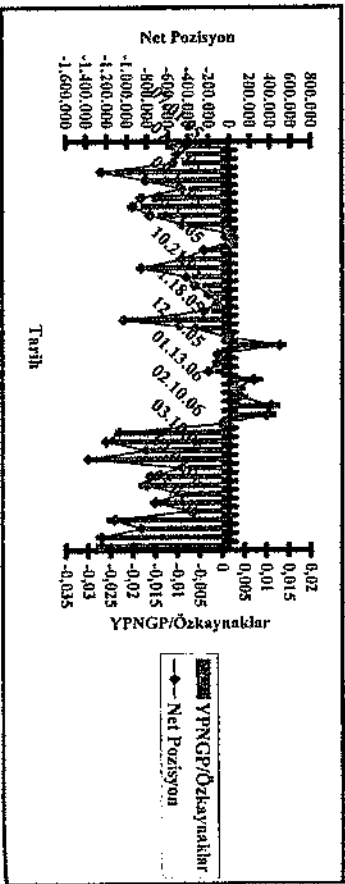
düzenli olarak açıklanması, hem aracı kurumların piyasada karşı karşıya kaldığı kur riskinin boyutunu tespit etmeye imkan verecek, hem de şirketlerin VOB'da yaptıkları işlemlerin niteliği konusunda sağlıklı değerlendirilmeleri yapmayı kolaylaştıracaktır.

IV. Sonuç

Döviz vadeli işlem sözleşmeleri, başta bankalar olmak üzere hem finansal kuruluşlar hem de reel sektörde faaliyet gösteren şirketler açısından, öncelikli olarak piyasada karşılaşılan kur riskinden korunmak açısından önemli fırsatlar sunmaktadır. Bununla birlikte, Türkiye'deki kurumsal yaklaşımın daha çok kısa vadeli risk yönetimi politikası takip edilmesi şeklinde olduğu, bunun ise kurumlar hakkında sağlıklı değerlendirmeler yapmak açısından önemli sinyaller vermediği söylenebilir. Bu durum özellikle, 2007 yılı başından itibaren dünyada, 2008 yılından itibaren de ülkemizde uygulamaya başlanacak olan Basel-II standartları kapsamında, şirketlerin piyasada karşı karşıya kaldığı risklere ilişkin takip edilecekleri stratejilerini, bu şirketlere kullandıkları kredinin maliyetine eksi edeceği düşünüldüğünde daha da önemli hale gelmektedir.

Türkiye'de kurumların riske bakış açıları çerçevesinde vadeli piyasaların gelişimi açısından dikkatli çeken en önemli husus, dünyadaki gelişimin tersine Türkiye'de kurumsal yatırımcıların kur riskini faiz riskine göre çok daha fazla önemsemesi, gerek organize gerekse tezgahüstü piyasada faiz vadeli işlem sözleşmelerinin değil, döviz vadeli işlem sözleşmelerinin alın-satımını yapar olmalarıdır. Bununla birlikte, kurumlar tarafından kur riskine olan bu aşırı duyarlılığı, öndünyadaki dönemde piyasa gelişmeleri sonucunda faiz ve kredi riskinin boyutunda ortaya çıkacak değişimlerle birlikte, orta-uzun vadede faiz vadeli işlem sözleşmeleri lehine bir değişim göstermesi beklenmelidir.

Diğer taraftan, ülkemizde kur riskini doğru olarak ölçümlenebilmek için sadece dış ticaret hacmi, dış borç kullanım ve ban-



Grafik 5. Türk Bankacılık Sektörü'nde Yabancı Para Net Genel Pozisyonu (YPNGP)

Kaynak: BDDK

* Yasal olarak TBS'nde bankalar için YPNGP/Özkaynak oranının \pm % 20 sınırları aşmaması gerekmektedir

kaçılık sektörü açık pozisyon bilgisi dışında, reel sektörde faaliyet gösteren ve İMKB şirketleri dışında bilanço kayıtları detaylı olarak takip edilmeyen şirketlerin taşıdığı açık pozisyon bilgisinin de dâhemen sei olarak raporlanması ve yetkili otoritelere takli gerektirmektedir. Bu yapılmadığı takdirde, finansal sistemin kur riskinin takibinde bir bacak eksik kalmaya devam edecektir.

Sonuç olarak, döviz vadeli sözleşmeleri, hem finansal kurumların hem de reel sektörde faaliyet gösteren şirketlerin uluslararası konjonktürde ortaya çıkan dalgalanmalara karşı kur riskinden korunmak amaç-

lı kullanılabileceği en önemli finansal araçtır. Türk şirketleri tarafından, etkin bir risk yönetimi politikası içerisinde türev ürünleri kullanımı, bu kurumların hem riske baskı aplarını gösterecek, hem de bankalardan kullanacakları kredilerin maliyetini aşağı çekmek açısından fayda sağlayacaktır. Bu olgunun şirketler nezdinde yerleşmesi ise, türev piyasada işlem yapma yetkisi bulunan banka ve aracı kurumların müşterilerine söz konusunu üretimi iyi tanıması ve firmaların yetisine sahip olması ile mümkün olabilecektir.

Kaynakça

- Bank for International Settlements (BIS), "Triennial Central Bank Survey: Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2004", March 2005.
- Bank for International Settlements (BIS), "OTC Derivatives Market Activity in the Second half of 2005", Monetary and Economic Department, May 2006.
- Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, "Türk Bankacılık Sektörü Kur Riski Değerlendirme Raporu", Haziran 2006.
- "Döviz mi, DöVİS mi?", Vöbektif, Sayı: 6, Eylül 2005, ss. 14-22.
- Güngör, A.İ., Yılmaz, C., Yılmaz, M.K., "Do the Derivatives Help the Companies to Manage Their Risks? Evidence from the Istanbul Stock Exchange", International Finance Symposium, İstanbul, 25-26 May 2006.
- Hazine Müsteşarlığı, Dış Borç İstatistikleri, www.hazine.gov.tr
- Özhan, M., "Şirketlerde Risk Algısı Kurun Endeksi", *ActiveLine*, Sayı: 78, Eylül 2006, ss. 34-36.
- Teker, S., Akçay, M.B., "Türk Bankacılık Sektörünün Döviz Kurı ve Faiz Oranı Riskine Olan Duyarlılığının Ölçülmesi", 2004, www.tiskackive.com
- T.C. Başbakanlık Türkiye İstatistik Kurumu, Dış Ticaret İstatistikleri, www.tuik.gov.tr
- Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş., Aylık Bültenler, www.vob.org.tr
- "VOB ile Riskler Kontrol Altında", Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası, Aylık 2006
- World Federation of Exchanges, www.world-exchanges.com
- www.vadeliislem.net
- Yılmaz, M. K., Kurun, E., "The Impact of Derivatives on Financial Stability in Turkish Economy: Evidence from the Istanbul Stock Exchange and TURKDEX", Türkiye Ekonomi Kurumu, Uluslararası Ekonomi Konferansı, Ankara, 11-13 Eylül 2006.
- Yılmaz, M. K., "Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri", Der Yayınları, İstanbul, Mayıs 2002

İnceleme-Araştırma

Yatırım Ortaklıkları ve Bedelsiz Sermaye Artırımları: İMKB'de Ampirik Bir Analiz

Sadık Çinkır*
Resul Eryüğür**

Abstract-Closed-End Mutual Funds and Bonus Share Issues: An Empirical Investigation in the ISE

Classical finance theory assumes that stock split decisions have no impact on the value of the firm. However, empirical findings indicate that these decisions may have an effect on the value of the firm. In this study, we investigate the bonus shares issues effect on the returns of closed-end mutual funds between 2000 and 2005 by using traditional event study methodology. Aggregated data are used for the announcement and exercise of these events. The results mostly show no abnormal return (AR) and/or cumulative abnormal return (CAR). Only one case exhibits a positive and significant CAR on the event day. We have also analyzed the data according to the split factor and found that market may be sensitive to the split factor. Finally, we have also employed disaggregated data and found that split decisions may produce positive and/or negative AR. This effect is stronger, more than 70% for the exercise case than announcement case.

Key Words: Closed-End Mutual Funds, Event Study, Bonus Shares, Stock Market, JEL Classification: G12, G14, G23

Özet

Hisse senelerinin bölünmesi teorik olarak firmaların değerini etkilememesi gerektiği ifade edilse bile ampirik bulgular bölünmenin firma değerini etkilediği yönündedir. Bu çalışmada İMKB'de 2000-2005 yılları arasında yatırım ortaklığı sektöründe ortaya çıkan bedelsiz sermaye artırımları olay gelişmesi metodü ile analiz edilmiştir. Açıklama ve uygulama olarak iki aşamada yapılan toplanması analizlerinde, genellikle istatistikli olarak anlamlı anormal getiri (AR) ve/veya kümülatif anormal getiri (KAR) tespit edilememiştir. Sadece bir durumda olay gününde pozitif ve anlamlı KAR saptanmıştır. Bölünme oranları dikkate alınarak yapılan analiz sonuçları ise açıklama bölünme oranına karşı hassas olabileceği göstermiştir. Toplanmasının verileri yönü sıra yapıldığında bazı anlamlı sonuçlar elde edilmiştir. Özellikle pozitif ve negatif AR tespit edilmiştir. Bu etkilerin özellikle uygulama zamanında daha güçlü, % 70'in üzerinde olduğu gösterilmiştir.

Anahat Kelimeler: Yatırım Ortaklıkları, Olay, Zalışması, Sermaye Artırımları, Borsa

JEL Sınıflandırması: G12, G14, G23

*Yrd. Doç. Dr. Abant İzzet Baysal Üniversitesi, İşletme Bölümü, Bolu

**Doç. Dr. Abant İzzet Baysal Üniversitesi, Fizik Bölümü, Bolu