FİNANSAL-OLMAYAN YÖNETİCİLER

İÇİN

ULUSLARARASI FİNANS\*

Çeviren

Ali İhsan Karacan

**2020**

**İÇİNDEKİLER**

**ÖNSÖZ**

**TEŞEKKÜRLER**

1. **ÇOK ULUSLU ŞİRKETLERİN ORTAYA ÇIKIŞI VE**

**ULUSLARARASI PARA SİSTEMİ 13**

**Giriş**

**Kurumsal Finansman Dünyasına Giriş**

**Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımı**

**Çok Uluslu Şirketlerin Kısa Bir Tarihi**

**Uluslararası Genişleme Süreci**

**Mukayeseli Üstünlük ve Uluslararası Büyüme Yolu**

**Özet**

**Sorular**

1. **KÜRESEL FİNANSAL SİSTEMİ OLUŞTURAN**

**KURUMLAR VE KATILIMCILAR 31**

**Giriş**

**BK Bankacılık Sisteminin Kısa Bir Arka Planı**

**Merkez Bankaları**

**Bankacılığın Gözetimi ve Düzenlenmesi**

**Küresel Finansal Kriz**

**Gözetim Otoritesi**

**BIS- The Bank for International Settlements**

**Bankacılığın Düzenlenmesi Gereği**

**Özet**

**Sorular**

1. **DÖVİZ KURLARININ, IMF VE DÜNYA**

**BANKASININ TARİHİ 45**

**Giriş**

**Altın-altın standardı 1876-1913**

**Altın Değişim Standardı ve Sonrası 1925-1944**

**Bretton Woods 1944**

**IMF ve Dünya Bankasının Orijinal Amaçları**

**Özet**

**Sorular**

1. **KÜRESEL FİNANSAL KRİZ SONRASINDA KÜRESEL**

**FİNANSAL ORTAM VE URO 59**

**Giriş**

**Euro’nun Kısa Bir Tarihi**

**Euro ve Küresel Finansal Kriz**

**Küresel Finansal Krizden Bu Yana Euro**

**Euro Krizinde IMF’in Rolü**

**Tek Bir Paranın Benimsenmesi**

**Euro ve Kamu Borcu**

**Özet**

**Sorular**

**05 DÖVİZ KURU REJİMLERİ 71**

**Giriş**

**Döviz Kurları Nasıl İşler?**

**Döviz Kuru İşletmeler ve Yöneticileri İçin Neden Önemlidir?**

**IMF AREAR 2014**

**Sabit Kur Sistemleri**

**Sabit Kur Sistemlerinin Avantaj ve Dezavantajları**

**Dalgalı ve Serbestçe Dalgalanan Döviz Kuru Sistemleri**

**Dalgalı ve Serbestçe Dalgalanan Döviz Kuru Sistemlerinin Avantaj ve Dezavantajları**

**Ülkelerin Neden Farklı Döviz Kuru Politikaları Vardır?**

**Para Birliği**

**Olanaksız Üçlü**

**Özet**

**Sorular**

1. **PARİTE KOŞULLARI VE DÖVİZ KURLARININ**

**TAHMİN EDİLMESİ 89**

**Giriş**

**Parite Koşulları**

**Sıfır-Toplamlı Oyunlar**

**Döviz Tahmini**

**Özet**

**Sorular**

**07 DÖVİZ PİYASALARI 107**

**Giriş**

**Uluslararası Para Piyasalarının Büyüklüğü**

**Döviz Piyasasında İşlemler**

**Swaplar**

**Özet**

**Sorular**

**08 DÖVİZ RİSKİNİ BELİRLEMEK VE YÖNETMEK 121**

**Giriş**

**Riskler**

**Ne Hedge Edebiliriz?**

**Hedge Etmenin Zamanlaması**

**Ne Hedge Etmeliyiz?**

**Para Piyasası Korunması**

**Forward Sözleşme**

**Para Piyasası Korunması ile Forward Sözleşmenin Kıyaslanması**

**Diğer Hedging Stratejileri**

**Ekonomik Risk**

**Özet**

**Sorular**

**09 ULUSLARARASI TİCARETİN FİNANSMANI 139**

**Giriş**

**Fon Kaynakları**

**Özkaynak ile Fonlama veya Paylar**

**Özkaynak Maliyeti**

**Borç**

**Ulusal Finansal Piyasalar**

**Uluslararası Finansal Piyasalar**

**Yabancı Tahviller**

**Küresel Tahviller**

**Yabancı Banka Kredilemesi**

**Yabancı Özkaynaklar**

**Uluslararası Borçlanmanın Gerçek Maliyeti**

**Özet**

**Sorular**

**10 ULUSLARARASI YATIRIM DEĞERLEMESİ 155**

**Giriş**

**Yatırım Değerlemesi**

**Net Şimdiki Değer**

**Uygun İskonto Oranını Seçmek**

**İlgili Nakit Akımları**

**Son Bir Şey: Enflasyon nasıl ele alınır**

**Uluslararası Nakit Akımları**

**Döviz Kurları**

**Vergileme**

**Genel Strateji**

**Özet**

**Sorular**

**11 YABANCI İŞLETMELERE DOĞRUDAN YATIRIM 171**

**Giriş**

**Doğrudan Yabacı Sermaye Yatırım (FDI) Hakkındaki Teoriler**

**Ekonomik FDI Teorileri**

**Çok Uluslu Bir Şirketin Yaratılması**

**Çok Uluslu Şirket Olma Süreci**

**FDI Yönteminin Seçiminde Dikkate Alınacak Faktörler**

**21. Yüzyılda Çok Uluslu Şirketler**

**FDI Olmanın Nedenlerini Yeniden Değerlendirmek**

**Son Bir Söz**

**Özet**

**Sorular**

**12 ÜLKE RİSKİ ANALİZİ 187**

**Giriş**

**Politik Risk- İlk Bakış**

**Ekonomik Faktörler**

**Kültürel Riskler**

**Politik Risk: Bazı Örnekler ve Yararlı Kaynaklar**

**Ülke Riski Analizini Yapma Metodolojisi**

**Üçüncü- Taraf Veri Sağlayıcıları ve Analiz**

**Çok Uluslu Şirket Maruz Olduğu Ülke Riskini Nasıl Azaltabilir?**

**Yatırım Değerlemesi**

**Özet**

**Sorular**

**13 YÜKSELEN PİYASALAR 203**

**Giriş**

**Yükselen Piyasa nedir?**

**Yükselen Piyasaların Özellikleri**

**Ekonomik Sistemler**

**Ekonomik Faaliyetlerde Küresel Kayma**

**İnsani Gelişme Endeksi**

**Yükselen Piyasaların Geleceği**

**Özet**

**Sorular**

**14 ULUSLARARASI NAKİT YÖNETİMİ 215**

**Giriş**

**Yavru Şirketin Pozisyonu**

**Merkezî ve Merkezkaç Nakit Yönetimi**

**Yeniden Faturalama Merkezi**

**Fonların Tahsili ve harcanması**

**Çok Uluslu Şirketin Finansal Sistemi**

**Özet**

**Sorular**

**SON BİR SÖZ 225**

**KAYNAKLAR 227**

**Ek: BÖLÜM**

**15 ÖDEMELER DENGESİ 229**

**Uluslararası Ticaretin Esası**

**Ödemeler Dengesi ve Döviz Kurları**

**Ödemeler Dengesi Muhasebesi**

**Sorular**

**ÖĞRENCİLER İÇİN ULUSLARARASI FİNANS**

**KAYNAK- OKUMA-İNCELEME-LİSTESİ 239**

**ULUSLARARASI FİNANS KAYNAKÇSI 245**

**ÖNSÖZ**

**TEŞEKKÜRLER**

**KISA NOT**

Bu çalışma, İstanbul Ticaret Üniversitesi-İşletme Fakültesi, Türkçe-İşletme Bölümü lisans öğrencilerine okutmakta olduğum Uluslararası Finans dersinde disiplinin temel konularını uygulamayı ön plana alan ve bunları matematiksel formül kalabalığı olmayan bir biçimde vermeyi amaçlayan bir ders notu vermek için kullanıldı ve dilimize çevrildi.

Bu özelliği neden ile de kitabın orijinal metine bazı eklemeler yapılmıştır.

Öncelikle kitapta olmayan ve olmasını gerektiğini düşündüğüm “Ödemeler Dengesi” konusu kitabın diğer kısımları ile uygun olacak nitelik ve kapsamda bir bölüm, 15. Bölüm olarak eklendi. Bu bölüm bir başka ders kitabından adapte edilmiştir.

Kitabı çevirir iken bazı veriler ve tablolar hem güncelleştirildi hem de Türkiye ile ilgili veriler eklendi. Diğer yandan kitapta kısaca değinilen birçok konuya da metin içerisinde dipnot ile açıklama ve ekleme yapma gereğini duydum. Bunların sonuna çeviren tarafından eklendiğini göstermek amacı ile (ç.n.) parantezini ekledim. Diğer yandan bazı bölümlerin sonuna da kısa ekler konuldu.

Bir diğer ekleme, Türkçe-İşletme bölümü öğrencilerime dağıttığım ve kitabın bölümleri itibariyle tasnif edilmiş olan makale ve doküman ile kaynakların listesidir. Burada olabildiğince Türkçe yazılmış olan makaleleri kullanmaya özen gösterdim. İstisnai olarak birkaç tane makale ile bazı dökümanlar İngilizcedir. Bu şekilde çevirinin bir ders materyali olarak kullanımına katkı sağlamak istenmiştir.

Son ekleme ise, Uluslararası Finans konusunda bir yayın listesidir. Uluslararası Finans ya da Uluslararası Finansal Yönetim konusunda geniş bir yazın bulunmaktadır. Gazete, dergi ve akademik dergilerde yer alan yazılar ve yayımlanan raporların yanı sıra konuya ilişkin olarak çok sayıda kitap yayımlanmış bulunmaktadır. Diğer yandan konu iktisat-finans-işletme yönetimi- siyaset disiplinlerinin kesiştiği ya da buluştuğu bir alandır. Yayın listesinin amacı, kendileri de günümüzün internet ortamında kolayca bulabilecek olsalar bile, bu konuda çalışma yapmak isteyenlere ve konuyla daha fazla ilgilenmek isteyen okurlara yayımlanan sadece bazı kitaplardan oluşan bir kaynakçayı sunmaktadır. Doğal olarak bu listede makalelere yer vermekten özellikle kaçınılmıştır.

Diğer yandan kitapta sıklıkla hem kutulara yer verilmiş hem de farklı yazı karakterleri kullanılmıştır. Bunun amacı kitapta okuma kolaylığı sağlamaktır.

Covid-19 nedeniyle dışarıya çıkamadığım bir dönemde tamamlanan bu çevirinin yararlı olması dileğiyle.

Ali İhsan Karacan

**01**

**ÇOK ULUSLU ŞİRKETLERİN ORTAYA ÇIKIŞI VE ULUSLARARASI PARA SİSTEMİ**

**Bu Bölümün sonunda;**

* **Kurumsal finansmanın temel kavramlarını;**
* **Çok Uluslu Şirketlerin ortaya çıkış nedenlerini;**
* **Bu şirketlerin yeni bir ülkeye giriş yöntemlerini;**

**belirleyecek ve kısaca tartışabileceksiniz.**

* **Kambiyo kurlarındaki değişmelerin bir şirketi hem kendi iç pazarında hem de uluslararası düzeyde nasıl etkileyeceğini açıklayabileceksiniz.**

**Giriş**

Bu Kitap, büyük ölçüde, birbirleri ile stratejik olarak etkileşim içinde olan yabancı yavru kuruluşlara sahip olan çok uluslu şirketler hakkındadır. Bu şirketlerin nasıl çok uluslu şirketler olduklarını, çok uluslu şirket olmanın yarar ve zorluklarının neler olduğunu, bu şirketlerin içinde faaliyette bulundukları ortamın ne olduğunu ele alacağız. Diğer yandan büyük ölçüde sadece bulundukları ülkede faaliyette bulunan şirketler olan “yerel” (local) ya da “ulusal/yerli” (domestic) firmaları da tartışacağız. İster çok uluslu bir şirkette veya ister yerel bir işte çalışıyor olsanız da bu Kitapta yer alan bilgiyi yararlı bulacaksınız. Hatta tümüyle yerel olan şirketler bile küresel ekonomi ve uluslararası meselelerden etkilenebilirler ve bunların çoğunun uluslararası rakip, müşteri veya tedarikçisi vardır.

Bu Bölümde, çok uluslu şirketlerin neden ortaya çıktıklarını araştıracak, içinde faaliyette bulundukları dünyaya kısaca bakacak ve bu şirketlerin diğerlerinden nasıl farklılaştıklarını ele alacağız. Bu bölümdeki fikirlerin birçoğunu kitabın sonraki bölümlerinde yeniden ele alacağız.

İlk çok uluslu şirketler, 1800’lerde İngiliz İmparatorluğu döneminde ortaya çıkmış ve bu şirketler dünyanın her tarafında ham madde aramışlardır. Bu ilk dönemlerden itibaren dünya değiştikçe çok uluslu şirketler ve onların küresel varlıklarının nedenleri de değişmiştir.

1980’lerdeki politik değişmeler, özellikle yasal düzenlemelerin gevşetilmesi (deregulation), ticaretin engellerinin kaldırılması ve serbest piyasanın benimsenmesi şirketlerin kendi ulusal sınırlarının dışına çıkmalarına neden olmuş ve çokuluslu olmaya dönüşmek isteyen şirketler için her türlü maliyetleri düşürmüş ve fırsatları artırmıştır.

Internet ve kolay ulaştırma, pazarların bütünleşmesine ve alıcıların yüksek-kalitede standartlaştırılmış ürünler ve olası en düşük fiyatları arayan müşterilerin olduğu küresel bir pazarın yaratılmasına yardımcı olmuştur. 2016 yılında Birleşik Krallık’da (BK) bir Hint şirketi olan Tata’nın kısmen Çin’deki büyümenin de düşmesinin neden olduğu güçleşen ticaret koşulları yüzünden Alman rakibi ThyssenKrup ile birleşmek için yaptığı teklife bakalım. Kitabın yazıldığı sırada Port Talbot, Galler’deki Tata’nın sahip olduğu çelik işinin geleceği belirsiz idi.[[1]](#footnote-1)

Bütünleşmiş pazarda insanlar, mallar ve hizmetlerin yanı sıra sermaye de büyük ölçüde akışkandır. The Bank for International Settlements (Uluslararası Ödemeler Bankası) 2016’da küresel döviz piyasalarında günlük işlem hacminin 5 trilyon USD’ı aştığını raporlamıştır.

**Kurumsal Finans Dünyasına Giriş**

Daha önce kurumsal finans (corporate finance) okumuş iseniz bu bölümü okurken hafızanızı tazeleyecek ve kurumsal finans kelime dağarcığınızı kontrol edeceksiniz. Kurumsal finans sizin için yeni bir konu ise bu kısım, uluslararası finansı anlamanızı sağlayacak olan finansın temel düşünceleri ile donanmanızı sağlayacak şekilde tasarlanmıştır.

|  |
| --- |
| **Temel Kavram**  Bütün şirketlerin temel amacı pay sahibinin varlığını ençoklaştırmaktır. |

***Pay Sahibinin Serveti***

Kurumsal finansın ilk kabulü bütün şirketlerin amacının pay sahibinin servetinin ençoklaştırmak (azamileştirmek, maksimize etmek) olduğudur. Genellikle bunun anlamının şirketlerin değerlerini veya pazar değerlerini (market capitalization) ençoklaştırmayı amaçladıkları şeklinde anlamlandırırız. Yöneticiler, örneğin araştırma ve geliştirme harcamalarını düşürme gibi davranışlarla kârı artırmak gibi kötü kararlar alabileceklerinden, bu amaç kârı ençoklaştırmaya uğraşmaktan daha iyi bir amaçtır. Bu tür kararlar kısa dönemde kârı artırsa da uzun dönemde artırmaz.

|  |
| --- |
| **Faaliyet (Activity)**  Şirketinizin misyon beyanını bulun ve okuyun. Diğer bazı şirketlerin de misyon beyanlarını bulun. Halen çalışmıyor ve öğrenci iseniz bildiğiniz veya ilgilendiğiniz bazı şirketleri seçin  Başlamak için iki çok uluslu şirket şunlardır:  ***Vodafone*** *“Vizyonumuz insanların yaşamlarını ve yaşam kalitesini iyileştirecek bağlantıyı ve yenilikçi hizmetleri sağlamayı başarma isteğimizi ortaya koymaktır. Bu vizyonu gerçekleştirmenin merkezinde faaliyetlerimizi sorumlu ve etik bir biçimde yönetmeye olan taahhüdümüz bulunmaktadır.”* demektedir.  ***Tesco***’nun misyon beyanında ise *“Müşteriler için değer yaratmak, onların yaşam boyu sürecek sadakatlerini kazanmak”* denilmektedir.  Bunların her ikisinde de pay sahipleri zikredilmemektedir. Bunu ifade eden herhangi bir şey buldunuz mu? |

Uygulamada, Vodafone ve Tesco gibi şirketler müşterileri üzerine odaklanmazlar ise işlerini ve pazar paylarını kaybederler. Bu nedenle, muhtemelen iki misyon beyanı pay sahiplerinin servetini ençoklaştırma ile tutarlıdır.

***Risk ve Getiri***

Risk ve getiri arasındaki ilişki finansın merkezinde yer alır ve hepimizin üzerinde mutabık kalacağı basit bir ilişkidir.

***Getiri (return)*** sözcüğünü kullandığımız zaman gerçekte beklenen (expected) veya gelecekte elde edilecek, müstakbel (future) bir getiriyi kastederiz. Getiri, bir iş yatırımının sağladığı kârın veya bir pay senedinin kâr payı ve değerinin artması olabilir.

***Risk s***özcüğünü kullandığımızda ise beklenen bir getirinin oynaklığını (ne kadar dalgalandığını) ifade ediyoruz. Oynaklık (volatility) artar ise risk de artar. Örneğin halen her biri GBP1.50 üzerinden işlem gören iki pay olsun. Birinci pay A’nın geçen yıl alım satımında en yüksek fiyatı GBP1.80 ve en düşük fiyatı ise GBP1 olmuş iken pay B en yüksek GBP1.60 ve en düşük GBP1.30’dan işlem görmüştür. Pay A’nın pay B’den daha oynak olduğunu ve bu nedenle de daha riskli olduğunu söyleyebilir miyiz? Gerçekte riski fiyat aralığından ziyade standart sapmayı kullanarak ölçeriz.

|  |
| --- |
| **Faaliyet**  Aşağıdaki Şekillerde dikey eksende beklenen getiri risk düzeyi ise yatay eksende yer almıştır.    **Şekil: 1.1 Risk/Getiri Ödünleşmesi - 1**  Beklenen  Getiri E(R)  x x  A B  Risk (Standart Sapma)  Şekil 1.1’de Yatırım A’yı mı yoksa Yatırım B’yi i tercih ederdiniz?  Şimdi de aşağıdaki Şekil 1.2’de Yatırım A’ya mı yoksa Yatırım B’yi mi tercih edeceğinize karar verin.  **Şekil: 1.2 Risk/Getiri Ödünleşmesi - 2**  Beklenen  Getiri E(R)  x  B  x  A  Risk (Standart Sapma)  Nihayet, son şekilde de Yatırım A’yı mı yoksa Yatırım B’yi mi seçeceğinize karar veriniz.  **Şekil: 1.3 Risk/Getiri Ödünleşmesi - 3**  Beklenen  Getiri E(R)  x  B    x  A    Risk (Standart Sapma) |

***Destek*** *(Feedback)*

*Aynı beklenen getiri düzeyinde insanların düşük riski daha yüksek olan riske tercih edeceklerini varsayarız. Bu nedenle yatırımcılar için ilk Şekilde yer alan A yatırımı B yatırımından daha çekicidir.*

*Ayrıca insanların aynı risk düzeyinde daha fazla beklenen getirisi olanı daha düşük beklenen getiriye sahip olana tercih edeceklerini varsayarız. İkinci Şekilde A yatırımını, B yatırımına sahip olmaya tercih ederiz.*

*Son şekilde doğru cevap yoktur. Herkes tercih ettiği yatırım hakkında kendi kararını verecektir. A daha yüksek bir getiri sunarken aynı zamanda B’den daha yüksek bir riske sahiptir. Her yatırımcı, beklenen getirinin aldıkları ilave riski telafi etmek için yeterli olup olmadığını kendisine sormalıdır.*

**Şekil: 1.4 Risk/Getiri Ödünleşmesi - 4**

Beklenen

Getiri E(R) **Ek Risk**

X

**Ek Getiri**

X

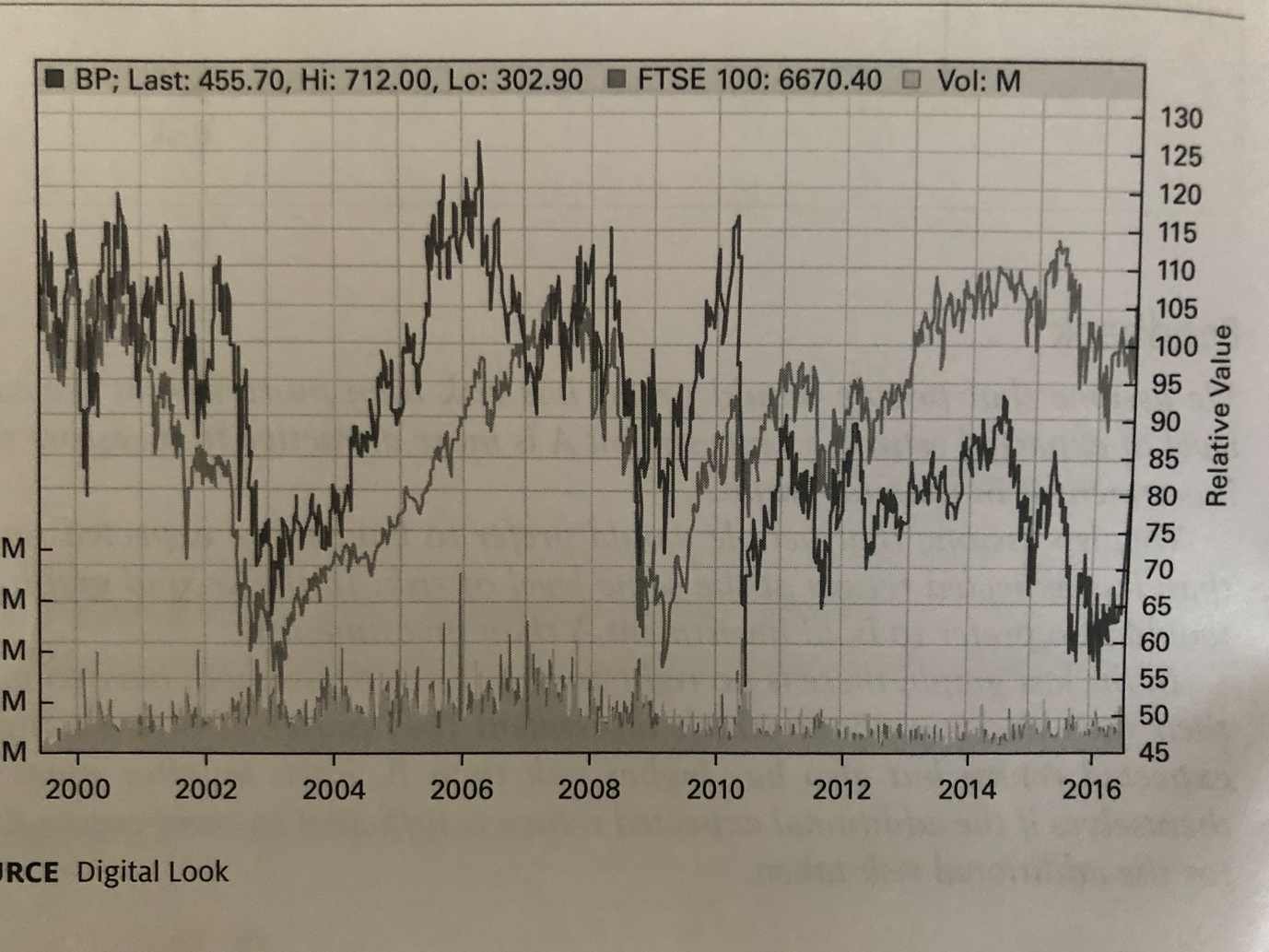
Risk (Standart Sapma)

***Sermaye Varlık Fiyatlama Modeli***

Bu kısımda toplam risk üzerinde konuşacağız. Ancak riski iki tipe ayırarak inceleyebiliriz: ***sistematik risk*** ve ***spesifik risk. [[2]](#footnote-2)***

***Sermaye Varlık Fiyatlama Modeli (Capital Asset Pricing Model-CAPM),*** sistematik (systematic) riskleri az veya çok bütün işletmeleri etkileyen riskler olarak tanımlarken spesifik riskleri belirli bir şirketi etkileyen riskler olarak tanımlamıştır. Spesifik riskin bir örneği, 2010 yılında Meksika Körfezindeki çevre felaketinden BP’nin sorumlu olduğu denize petrol dökülmesidir.

**Şekil 1.5 BP Pay Fiyatı Üzerinde Meksika Körfezi Petrol Krizinin Etkisi**



Şekil 1.5 BP pay fiyatları ile FT 1000 Endeksini göstermektedir. FTSE Endeksi büyük ölçüde istikrarlı iken felaketin bir sonucu olarak BP pay fiyatı sert biçimde düşmüştür.

Sistematik riskler faiz oranı değişmeleri, petrol fiyatındaki değişmeler ve 2106’da AB üyeliği konusunda BK’da yapılan referandumu gibi olayları içerir. Şirketler sistematik risklerden eşit biçimde etkilenmezler. Genellikle, bankalar ve konut yapımcıları sistematik risklere karşı, örneğin tütün şirketleri ve süpermarketlerden daha fazla duyarlıdırlar.

Sermaye Varlık Fiyatlama Modeli yatırımcıların dikkatli bir biçimde seçilmiş 20 veya 30 civarındaki sayıda bir paya sahip olarak çeşitlendirme ile spesifik riskten uzaklaşabileceklerini ileriye sürmektedir. BP paylarına sahip olmaktan zarara uğrarken portföylerindeki diğer menkul kıymetler etkilenmeyecek ve hatta kendilerine özgü bazı spesifik olaylar nedeniyle yükseleceklerdir. Bazı risklerden çeşitlendirme ile kaçınılabildiğinden yatırımcıların kendileri, hem spesifik risk hem de sistematik riskten oluşan toplam riskten ziyade sistematik risk ile ilgilenmelidirler.

O zaman çok uluslu bir şirket toplam riski ile mi yoksa sistematik riski ile mi ilgilenmelidir?

CAPM, spesifik riskten çeşitlendirme ile kaçılabileceğinden bu şirketlerin sadece sistematik risklerle ilgilenmeleri gerektiğini ileriye sürmektedir. Ancak, üçüncü taraflar yüksek riskli işletmelerle ticari anlaşmalara girmekte isteksiz olacaklarından bir firmanın toplam riski onun satışları ve maliyetleri üzerinde doğrudan bir etkiye sahip olacaktır. Korunmanın (hedging) çok uluslu bir şirkete yararlarını ele aldığımızda bu argümanı 8. Bölümde yeniden inceleyeceğiz.

***Arbitraj***

Arbitraj, bir varlığı iki ayrı pazarda eş-anlı alıp satarak risksiz (risk-free) bir kâr sağlandığı zaman ortaya çıkar.

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| ***Örnek***  Varsayalım ki döviz kuru Londra’da GBP1= USD1.50 ve New York’ta ise GBP1=USD1.45 olsun.[[3]](#footnote-3)  Londra’da New York’ta aldığından daha fazla USD alabildiği için Pound Londra’da New York’tan daha güçlüdür.  Eğer GBP100’nuz olsa idi ne yapardınız?   |  |  |  | | --- | --- | --- | |  | **New York** | **Londra** | | **Döviz Kurları** | GBP1=USD1.45 | BGP1= USD1.50 | | **İşlem** | 100 Pound almak için 145 USD sat | 150 USD almak için 100 Pound sat |     Londra’da GBP100’ı satıp USD150 alırsınız ve aynı zamanda da New York’ta 145 USD ödeyerek 100 Pound almak üzere anlaşırsınız. Bu kazançlı bir iştir. Hala 100 Pound’unuz vardır ve 5 Dolar da arbitraj kârı sağlamışsınızdır. İşlem maliyetleri olmadığını varsayarak pazar düzeltmesi olmaksızın bunu defalarca yineleyebilirsiniz.  Döviz piyasaları bir ***sıfır-toplamlı oyun (zero-sum game)*** örneğidir. Bu nedenle, katılımcıların kazancı tam olarak diğer katılımcıların kaybına eşittir. Eğer USD5 kâr etmiş iseniz diğerleri USD5 kaybetmiştir.  Bu iki pazarda döviz kurlarına ne olacağını düşünüyorsunuz?  Londra’da insanları Dolar almak için Pound satmaları Poundun arzının artmasına ve Dolara olan talebin artmasına neden olur.  Bu Poundu zayıflatır ve doları güçlendirir. Bu çok açık değil ise endişelenmeyin konuyu Bölüm 6’da yeniden ele alacağız. Aynı zamanda New York’ta insanlar Pound almak için Dolar satarlar. Aynı argümanı kullanırsak New York’ta pound güçlenmeli ve Dolar zayıflamalıdır.  Bu nedenle Londra’da döviz kuru GBP1=USD1.50’den GBP1=USD1.475’e doğru ve New York’ta ise GBP1=USD1.45’den GBP1=USD1.475’e doğru değişir. Şimdi döviz kurları her iki ülkede de aynıdır ve bu artık başka arbitraj fırsatı kalmadığı anlamına gelmektedir. |

.

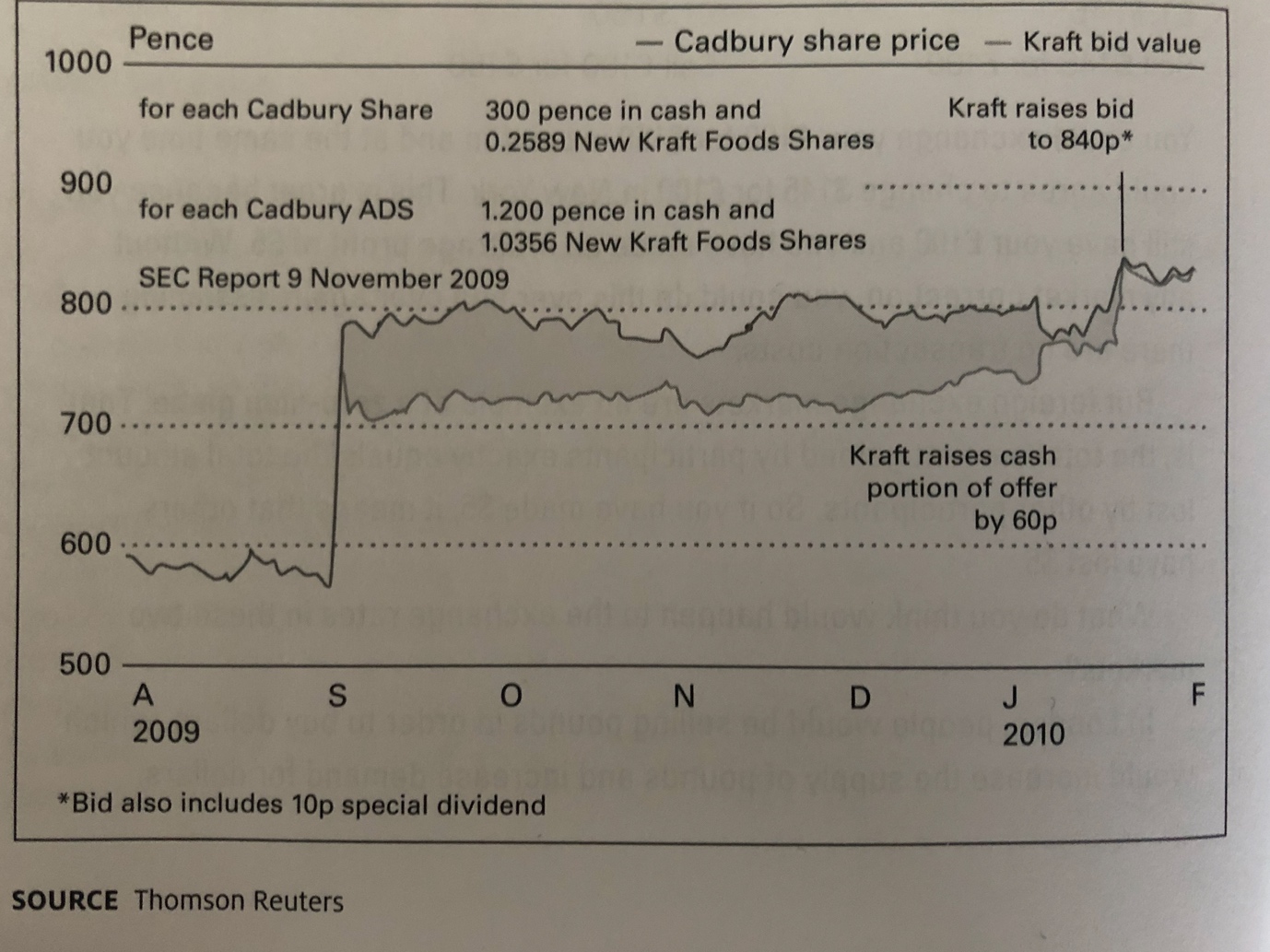
Özetle, eğer arbitraj fırsatları var ise pazarların buna tepki vereceğini ve bunun elimine edileceğini varsayabiliriz.

***Pazar Etkinliği***

Finansta pazarların etkin olduğunu varsayarız. Bu nedenle, sermaye piyasalarında fiyatlar yeni bilgiye hemen tepki verir ve fiyatlar menkul kıymetler hakkında elde edilebilir tüm bilgiyi tam olarak yansıtır.

Kraft ilk kez Cadbury’ı ele geçirmeye (take over) teşebbüs edeceğini açıkladığında Cadbury’nin pay fiyatında hemen bir sıçrama oldu (Şekil 1.6).

**Şekil 1.6 Kraft’ın Ele Geçirme Teklifi Sırasında Cadbury’nin Pay Fiyatı**



Pay fiyatındaki yükselmenin nedeni kamuya yapılan açıklama idi ve bu pazar etkinliğinin açık bir örneğidir. Ne yazık ki, pay fiyatlarında ve döviz kurlarında değişmelerin aynı biçimde açıklanamayacak çok sayıda örnekleri vardır ve bu nedenle Pazar etkinliğinin güvenilirliği sorgulanabilir bir kabuldür. Bu kitapta , bu varsayımı koruyacağız ama son yıllarda karşılaştığı güçlüklerin bir kısmını da aklımızda tutmalıyız.

Finansta aşina olmanız gereken başkaca önemli düşünceler de vardır. Gereksinme duyduğumuzda bunlar hakkında konuşacağız.

**Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımı**

Şirketler diğer ülkelerde fiziksel varlıklara yatırım yaptıklarında bunu doğrudan yabancı yatırım (***foreign direct investment – FDI)*** olarak niteleriz. Bir şirket için, malları ve hizmetlerini ihraç etmek veya ürünlerinin yurt dışında üretilebilmesi için lisans vermek gibi, yabancı bir pazarda ticaret yapmanın başkaca yolları da vardır. Ama FDI hala iş dünyası tarafından kullanılan popüler bir stratejidir. Şirketlerin neden FDI yaptıklarını ve yerel firmalarla başarılı bir biçimde nasıl rekabet edebilecekleri açıklamaya çalışan teorik modelleri ele alarak başlayacağız. Daha sonra teoriyi uygulamada olanlar ile kıyaslayacağız.

|  |
| --- |
| **Faaliyet**  Şirketinizin yeni ancak tamamlayıcı bir faaliyeti üstlenmek için bir yavru şirket kurmayı planladığını varsayalım. Şirketiniz için iki olası yer vardır: Birincisi mevcut operasyonlarına 20 mil mesafede bulunan bir yerdir ve ikincisi ise 3.000 mil uzakta olan yabancı bir ülkedeki yerdir.  Yabancı ülkeyi seçerse şirketinizin karşılaşacağı güçlükleri kaydedin. Hem içsel (internal) hem de dışsal (external) güçlükleri göz önünde tutunuz. |

***Destek***

*İçsel güçlükler;*

* *İlave iletişim, yönetim ve ulaştırma maliyetleri.*
* *Olasıdır ki yapılacak her şey daha uzun süre alacaktır. Satışlardan elde sağlanan parayı almak daha uzun süre gerektireceğinden bunu karşılamak için daha fazla finansman gerekecektir.*
* *Yabancı ülkelerdeki yavru şirketleri kontrol etmek daha fazla zaman ve daha fazla maliyete neden olacaktır. Ayrıca bunu gerçekleştirmek de daha güç olacaktır.*

*Dışsal güçlükler;*

* *Yerel firmalar, yerelde yabancı firmalardan daha iyi tanındıkları ve daha fazla itibara sahip olduklarından sizinle etkin bir biçimde rekabet edebilirler.*
* *Şirketinizin muhtemelen yerel bilgi ve repütasyon eksikliği olacaktır.*

*Ek güçlükler önemsiz değildir ama şirketler uluslararası düzeyde genişlemeye de devam etmektedirler.*

***Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımı Teorileri***

FDI Teorileri aşağıdaki iki soruyu cevaplandırmaya çalışmışlardır:

1. Firmalar doğrudan yatırımcılar olarak neden yurt dışına giderler?
2. yabancı bir ülkede faaliyette bulunmanın sorunları ve dezavantajları var ise uluslararası firmalar gittikleri ülkelerdeki (host countries) yerel firmalar ile (eğer yerel rakipler var ise) başarılı bir şekilde nasıl rekabet edebilirler?

Bu teorilerin herbirisini tartıştıkça bunların yukarıdaki iki soruyu cevaplamaya yardımcı olup olmadıklarını kendinize sorunuz.

*Mukayeseli Üstünlükler*

Uluslararası ticaret teorisini ilk kez ele alan Adam Smith idi. Smith, her ülkenin diğer ülkeye karşı, örneğin tarım veya madencilik gibi, mukayeseli bir üstünlüğü (comparative advantage) olduğunu ve her ülkenin üstünlüğü olan malların üretim ve ihracatında ihtisaslaşması gerektiğini ileriye sürmüştü. Diğer ülkeler tarafından daha etkin şekilde üretilen diğer mallar da ithal edilmelidir.

Bu model malların, özellikle de emtianın serbest dolaşımını, ancak sermaye, emek ve hammaddeler gibi üretim faktörlerinin mobil olmadığını varsaymaktadır. Model dinamik olmaktan çok statiktir. Model rekabeti değerlendirirken ülke farklılıklarının şirketten daha önemli olduğunu ileriye sürmektedir.

Bu argümanlar 21. Yüzyılda 17. Yüzyılda ilk ileriye sürüldükleri kadar geçerli değildir.

Yasal düzenlemelerin gevşetilmesi. (deregulation) 1980’lerde başladı ve İnternet ile birlikte bütün dünyada ticaret engellerinin kaldırılması ve serbest piyasa politikalarına doğru yaşanan küresel yönelim iş dünyasının değişmesine katkıda bulundu.

Çok sayıda ülke mukayeseli üstünlüklerin erozyona uğramasına katkıda bulunan benzer yaşam stilleri, yüksek nitelikli işgücü ve ekonomik yapı ile giderek daha fazla homojen oldu. Bunlar, üretim ve sermayenin bir ülkeden diğerine kayabilmesi ve tek bir hammaddeye bağımlı olmaktan çok bilgiye-dayalı topluma doğru kayma ile birleştiğinde şirketler arasındaki farklılıkların ülkeler arası farklılıklardan daha önemli olduğu ortaya çıkmıştır.

*Pazar Aksaklıkları Teorisi*

ABD, BK ve AB gibi kapitalist ekonomiler ekonominin daha etkin işlemesi için olabildiğince serbest piyasalara dayanırlar. Tam rekabet piyasasında (perfect market) alıcılar ve satıcılar bilgiye eksiksiz ulaşırlar ve biri diğerinin aynı olduğundan ürünler ve hizmetleri birbirleriyle kıyaslamak kolaydır. Uygulamada gerçek bir tam rekabet piyasası bulmak zordur. London Stock Exchange gibi pay senedi pazarları tam rekabete olabildiğince yakındırlar.

Pazar aksaklıkları (market imperfections), işletmelerin başka bir duruma göre ürünlerini ve hizmetlerini daha yüksek fiyatlamalarını olanaklı kılar; bunun anlamı işletmelerin pazar aksaklıklarını yaratma ve kullanmaya çalıştıklarıdır. Örneğin bazı şirketler pazarlamayı etkin kullanarak ürünlerini ve hizmetlerini satın almaları için insanları ve diğer işletmeleri ikna etmeye büyük zaman ve para yatırımı yaparlar. Örneğin McDonald’s ve Coca-Cola gibi en başarılı pazarlama kampanyalarını yürüten şirketlerin bir kısmı, aynı zamanda dünyanın en büyük çok uluslu şirketleridir.

Pazar aksaklıkları yaratmanın, başka yolları da vardır. Örneğin, üketicilere daha çekici yapmak amacıyla çok benzeri olan diğer ürünlerden kendi ürünlerini farklılaştırmak için şirketlerin göreli olarak küçük değişiklikler yaptıkları ürün farklılaştırması gibi. Şirketler, diğer benzeri ürünlere karşı rekabet üstünlüğü yaratmak için tescilli teknoloji, marka ve patentler kullanırlar.

Çokuluslu şirketler, pazar aksaklıkları yaratmak için yönetimsel ve organizasyonel beceriler ve ölçek ekonomileri gibi diğer farklılıkları da kullanabilirler. Tesco’nun BK’da en büyük süpermarket zinciri olmasını sağlayan şey ona rekabetçi üstünlük veren stoklarını yönetmesi idi ve Tesco bunu sağlamak için de Clubcard’ı devreye sokmuştu.

Nihayet, çok uluslu şirketler, farklı ülkelerdeki farklı yasal düzenlemeler ve ekonomik koşullardan yararlanacak şekilde özgün bir konumlanmaya sahiptirler. Çok uluslu şirketlerin yasal olarak çok az vergi ödeyebilme yetenekleri son yıllarda kamuoyunun dikkatini çekmiştir. Bu şirketler, yerel şirketler ile kıyaslandığında çok avantajlı koşullarla yeni finansman bulabilme olanağına sahiptirler.

Birçok ülke ithalata yeni tarifeler ve üst sınırlar getirerek kendi şirketlerini ve pazarlarını korumaya çabalamışlardır.

Yerel firmalar, örneğin yerel bilgi ve repütasyon gibi, birçok avantaja sahip olsalar bile çok uluslu şirketlerin farklı vergi kanunları ve diğer faktörler gibi, pazarlama ile yaratılmış pazar aksaklıklarına dayanan rekabetçi bir üstünlüğe sahip olduklarını görebiliriz.

*Ürün Yaşam Döngüsü Teorisi*

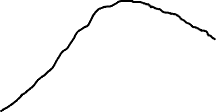
Bir ürünün yaşam döngüsünde (product life cycle) kabaca dört ana aşama vardır:



* Sunulma (introduction)
* Büyüme (growth)
* Olgunlaşma (maturity)
* Düşüş (decline)

**Şekil: 1.7 Ürün Yaşam Döngüsünün Dört Aşması**

Satışlar







Zaman

Sunulma Büyüme. Eskime Düşüş

Yaşam döngüsü bütün dünyada yinelenir. Örneğin tütün satışları ABD, BK gibi ülkelerde düşünce tütün şirketleri yeni müşteriler bulmak için Hindistan, Çin gibi yeni pazarlara doğru genişlediler ve döngü bütünüyle yeniden başladı.

Ürün yaşam döngüsü teorisini savunanlar üretimin konumlanmasının yaşam döngüsündeki aşamaya dayandığını ileriye sürmektedirler.

Bir ürün ilk kez piyasaya sunulduğunda yerel olarak üretilir. Üretim muhtemelen oldukça küçük bir ölçekte olacaktır. Bunun anlamı üretimi yurt dışında yapmanın çok yararlı olmadığı ve yurt dışında üretimin yaratacağı ilave maliyetlerden kaçınmaktır. Ürün muhtemelen büyük ölçüde iç piyasaya göre tasarlanmıştır ve benzer ülkelere de biraz ihracat gerçekleştirilir.

İzleyen aşama olan büyüme aşamasında üretim daha yüksektir, ürüne yurt dışından ilgi vardır ve ölçek ekonomilerinden sağlanacak yararlar maliyetleri düşürmek için üretimi düşük-maliyetli bir ülkeye kaydırmayı arzulanır hale getirir. Yurtdışında üretim yapmak yeni pazarlara nüfuz etmeye yardımcı olur, bu da büyümeyi artırır. Bu ise, benzer ürünü sunacak olan potansiyel rakiplerin ürüne olan ilgisini artırır. Şirket, muhtemelen pazar payını korumak için ürününü farklılaştıracak yollar bularak buna cevap verecektir. Büyüme aşaması eskime aşamasına ve nihayet pazarın artık büyümediği ve satışlar ikame ürünler nedeniyle azaldığında da doyma aşmasına gider. Bütün bu süre içinde kârları ençoklaştırmak için baskı maliyetleri daha da düşürme üstündedir.

Nihayet ürün düşüşe geçer; artık daha fakir ülkeler elde kalan pazarlardır ve bu üretimin gelişen ülkelere kaymasına yol açar.

Eskime aşaması, daralan bir endüstride kârları ençoklaştırmak için üretimde en düşük-maliyetli üreticinin kullanılmasını temel alır.

*Uluslararası Portföy Çeşitlendirme Teorisi*

***Çeşitlendirme (diversification),*** finansın en önemli fikirlerinden birisidir ve çok uluslu şirketler bu avantajı kullanmak için ideal durumdadırlar.

Çeşitlendirmenin yararları hakkında daha fazla bilgi portföy teorisinde bulunabilir. Kitapta portföy teorisini tartışmak için çok zaman harcamayacağız ve burada teorinin çok uluslu şirketlerde uygulanmasına odaklanacağız.

Sonraki örnek üzerinde çalışmaya başlamadan önce ***döviz kurları*** hakkında bazı düşünceleri tanıtma gereksinimiz vardır.

Paralar, bir diğeri ile olan değişim oranı üzerinden ifade edilirler. Bugün Pound ile Dolar arasındaki kambiyo kuru GBP1=USD1.46 olarak kote edilmiştir. Eğer GBP1’u dolar ile değiştirir iseniz USD1.46 alırsınız ve USD10’nız var ise GBP6.85 (USD10/1.46) elde edebilirsiniz.

Eğer döviz kuru GBP1=USD1.40 ise o zaman poundun dolara karşı zayıfladığını söyleyebiliriz; bu nedenle pound önceye kıyasla daha az dolar edecektir. Eşit biçimde dolar pounda karşı güçlenmiştir: yani 10 poundumuz öncesine kıyasla daha fazla pound alabilir.

Bu fikirler konusunda tam olarak emin değilseniz endişelenmeyin. Bunlara Bölüm 3 ve Bölüm 6’da ayrıntılı olarak döneceğiz.

|  |
| --- |
| **Örnek**  Varsayalım ki tamamen ulusal bir üretim şirketi, diyelim ki sofra takımı üreten biri, için çalışıyorsunuz. Yine varsayalım ki, faaliyette bulunduğunuz ülkenin parasının değeri, belki ekonomik faaliyetlerinde genel olarak bir artış nedeniyle yükselmiştir. İnsanlar harcayacak daha fazla paraya sahip oldukça akşam yemeği servislerine olan talep artabilir. Potansiyel yurtdışı şirketleri şimdi sizin pazarınızı nasıl değerlendirirler?  Bazen rakam verdiğinizde durumu anlamak daha kolay olabilir.  Varsayalım ki şirketimiz bir akşam yemeği servis takımını GBP200’a satıyor ve diğer ülke parası ile olan döviz kuru GBP1=EUR1.10 iken değişerek şimdi GBP1=EUR1.30 olmuş olsun.  AB’de yer alan bir rakip bir akşam yemeği servis takımını €240’a ihraç ediyor ve satıyor olsun. Her iki kambiyo kurunda gereksinim duyduğu EUR240’ı almak için akşam yemeği servis takımını kaça satmak zorundadır.  Kambiyo kurları GBP1=EUR1.10 iken yemek takımını GBP218.18 (EUR240/1.1)’a satması gerekirken kambiyo kuru GBP1=EUR1.30 olduğunda yemek takımını GBP184,62’ye (EUR240/1.30) satmalıdır.  Değerli ya da güçlü para, yabancı şirketlerin pazara girmeleri ve ürünlerini güçlü ulusal firmaların ürünü ile çok iyi rekabet edecek şekilde fiyatlamalarını kolaylaştırır.  Ulusal firmanın parasının değerlemesi halinde kendi pazarlarının diğer ülkelerdeki firmalar için daha çekici hale geldiğini görürler.  Ulusal paranın daha güçlü olması ve değerlenmesinden kaynaklanan risklere karşı ulusal firmamız kendisini korumak için ne yapabilir? |

Şirketin atabileceği etkili bir adım, ürünleri için diğer ülkelerde başka pazarlar aramaktır. Pound Euro’ya karşı güçlenirken farklı bir paraya karşı zayıflayabilir. Bu durumda şirketimiz yeni pazarda ürünlerini öncesine kıyasla şimdi daha ucuza satabilecek durumda olduğundan söz konusu pazarı kendisi için daha rekabetçi bulabilir.

Çok uluslu bir şirket olarak karşılaşacağımız bazı risklerin bir kısmını azaltmaya başlayabileceğimizi söylüyoruz. Başka riskler artabilir, ancak sonraki bölümlerde göreceğimiz gibi, çeşitlendirmenin yararları diğer risklerdeki artışlardan daha baskın olmaktadır.

*Seçim Teorisi*

Seçim Teorisi ***(eclectic theory***) ***OLI Model*** veya ***OLI Çerçevesi (OLI Framework***) olarak da isimlendirilir.[[4]](#footnote-4) OLI terimi Sahiplik (Ownership) avantajları, Yerleşim Yeri (location) avantajları ve İçselleştirme (internalization) avantajlarının ilk harflerinden oluşmaktadır.

Sahiplik avantajları şirketin sahip olduğu marka ve patentlerden iyi girişim becerilerine kadar her şeyi kapsar. Disney, markanın çok değerli olduğu bir şirket örneğidir.

Yerleşim yeri avantajı, hammaddelerin elde edilebilirliği; düşük ücretler gibi yerel ekonomik koşullar; düşük vergi oranları veya sınırlı düzenlemeler gibi yerel yasal yapıdan kaynaklanan ve fiziki yerleşim yerine dayanan avantajlardır.

İçselleştirme avantajı ise şirketin malları ve hizmetleri diğerlerinden daha etkin bir biçimde üretme yeteneğini ifade etmektedir.

Seçim Teorisi, gelen şirketin yerli firmalarla rekabetin dezavantajlarından daha fazla özgün bir kıyaslamalı yarara sahip olduğunda FDI’ın yapılabileceğini ileriye sürmektedir.:

* Yerel yerleşim yerinde üretmek ana ülkede üretmekten daha kârlı olmalıdır;
* Şirket için yabancı ülkede kuracağı şirketin faaliyetini kontrol etmekten sağlayacağı yararların hizmeti sağlamak için bağımsız yerel bir firmayı kullanmaktan daha fazla olması gerekir.

Şirketlerin çok uluslu olmalarının nedenlerini gördük, şimdi çok uluslu şirketlerin faaliyetlerini hem pazar arama hem de üretim bakımından faaliyetleri genişletmeye karar verirken kullanacakları kriterleri ele alalım.

Üretim kararı hangi pazarların hedeflendiği kararlarından farklı görünebilir. Uygulamada, üretimin yerel olarak yapıldığı durumlarda pazarların yaratılma ve büyüme eğilimi vardır. Çok uluslu firmalar bu durumu bilirler ve bu nedenle üretimin maliyetleri ile pazara ulaşmanın yararları arasındaki farkın en yüksek olduğu ülkelere yerleşmek isterler.

Sadece emek maliyetlerini değil üretim birimi başına emek maliyeti unsurunu da göz önüne almalıyız. Bir başka deyişle, verimlilik göz önüne alınması gereken önemli bir faktördür ve uygulamada benzer gelişmişlik düzeyinde olan ülkeler arasında reel ücretler arasında çoklukla önemli farklılık vardır. Ayrıca önemli hammaddelerin bulunabilirliği de bir diğer faktördür.

Potansiyel pazarın mevcut büyüklüğü, göz önünde tutulması gereken sadece bir faktördür; büyüme potansiyeli, ülkenin ekonomik gelişmesinin aşaması, yerel rekabetin varlığı veya yokluğu önemlidir.

Politik ve yasal çevre de göz önünde tutulmalıdır. Ülkenin, potansiyel ihracatı sınırlayan ticaret engelleri var mıdır ve bu nedenle ülke içine yatırımın cazibesi artmakta mıdır? Toyota ve Nissan gibi şirketler, yabancı araçların BK’a ithalatı üzerindeki kısıtlamaya tepki olarak BK’da üretim tesisi kurma kararı vermişlerdi. Hükümet politikaları yatırım kararını başka biçilerde etkiler. Ekonomi politikası, gelecekteki büyüme için istikrarlı bir ortam sunan bir politika mıdır ve ülke içine yatırımı cesaretlendiren mali teşvikler var mıdır? Düzenleyici sistem varlıkları koruyacak bir koruyucu sağlamakta mıdır? Sosyal çevre ülke içine yönelik yatırımı teşvik etmekte midir?

Şirketler, kendilerini içinde buldukları küresel ekonomide nasıl davranmalıdırlar? Üretimi nerede yapmayı, yeni pazarları nerede aramayı ve sermayeyi nerede bulmayı incelerken yöneticiler sadece ulusal bir ekonomiyi değil küresel ekonomiyi de göz önüne almalıdırlar.

**Çok Uluslu Şirketlerin Kısa Bir Tarihi**

İlk çok uluslu şirketlerin kolonyal zamanlarda ortaya çıktıklarını ve bu şirketlerin hammadde arayışında olan şirketler olduklarını; Shell ve BP gibi şirketlerin ise günümüzün hammadde arayıcıları olduklarını söylemiştik.

Sonraki çok uluslu şirketler mallarını ve hizmetlerini satmak için yeni pazarlar arayan şirketler olmuştur. Coca-Cola, McDonald’s, Microsoft ve Apple gibi şirketler mallarını dünyanın her tarafında satan gerçek küresel şirketlerdir. Bu şirketler, uluslararası faaliyette bulunarak, özellikle araştırma, geliştirme ve pazarlamada ölçek ekonomilerinin yararlarını elde edebileceklerini görmüşlerdir.

Daha yakınlarda ise, daha düşük maliyetlere sahip ülkelerde, özellikle de daha düşük ücret ödeyen ekonomilerde üreterek maliyetlerini düşürmeye çalışan çok uluslu şirketler gördük. Dyson örneğinde olduğu gibi, şirket yerel BK şirketi olarak işe başlamış, uluslararası pazarlara satışlarla girip faaliyetlerini genişletmiş ve daha sonra üretimi BK’dan Malezya’ya kaydırmıştır. James Dyson, maliyetleri düşürmek, benzeri üreticiler ile Avustralya ve Yeni Zelanda gibi önemli pazarlarına daha yakın olmak için için üretimi kaydırmıştır.

Bazı şirketler, rakiplerinin yerli pazarlarına girerek nasıl iş yaptıkları hakkında daha fazla bilgi öğrenmek amacıyla bilgi arayıcısı olarak yeni pazarlara girerler. Bu bilgiyi, daha sonra kendi iç pazarlarında rakiplerine karşı kullanılabilecektir.

Çok uluslu şirket olmak için başka nedenler de vardır. Bir çok hizmet şirketi veya yedek parça tedarikçisi kendi yerel pazarlarındaki işlerini kaybetmemek için müşterilerini izlerler. Örneğin muhasebe firmaları, müşterilerini yeni ülkelerde izlemişler ve müşterilerine tam bir hizmet verme işini sürdürebilmeyi sağlamak amacıyla yerel muhasebe firmalarını satın almışlardır.

Nihayet, şirketler finansal pazarlardaki aksaklıklardan yararlanmak amacıyla da çokuluslu olabilirler: örneğin vergileri azaltarak maliyetlerini indirebilirler ve böylece sermaye maliyetlerini düşürebilirler.

Hepsinden daha önemlisi riski çeşitlendirmenin yararları uluslararasılaşmayı çok çekici yapabilir.

**Uluslararası Genişleme Süreci**

Şirketler, çokuluslu bir şirket olma yolunda genellikle bir adımlar serisini izlerler. Kendi faaliyetlerini tesis etmek için FDI yapmaya hazır olana ve dağıtımdan üretim ve satış-sonrası hizmetlere geçene kadar ihracat gibi çok yatırım gerektirmeyen stratejilerle başlarlar ve daha sonra iş ortaklığı, lisans veya franchise üzerinden yerel firmalarla çalışarak ilerlerler.

***İhracat***

İhracat, çok yatırım gerektirmez ve kârlar hemen sağlanır. Sonuç olarak ihracat, müşteri talebi ve ticari adetler gibi, pazar hakkında öğrenmenin şirket bakımından düşük-riskli bir yoludur. Eğer başarılı olurlar ise, yerel bir temsilci kullanımına ve nihayet satış için bir şirket ile dağıtım tesisi kurma aşmasına geçerler. Ancak, bir şirketin kârını, sadece ihracat yaptığı bir pazardan ençoklaştırabilmesi pek olası değildir.

***Lisans verme ve Franchising***

Bazı şirketler, ürünü bir başka pazarda kendileri üretmek ve satmak yerine lisans ve franchise vermeyi seçerler. Bu yaklaşımın temel yararı, yüksek düzeyde yatırımı gerektirmemesi ve göreli olarak düşük riskli olmasıdır; ihracatta olduğu gibi göreli olarak düşük getiri sağlar.

Diğer yandan başka sorunlar da vardır. Şirket kaliteyi korumada sorunlarla karşılaşabilir ve lisans alan ürünün bir kısmını ihraç ederek diğer pazarlarda bir rakibe dönüşebilir. Lisan alan deneyim ve repütasyon kazanır ve lisans döneminin sonunda kendi ürününü yapabilir ve güçlü bir rakip olur.

***Yurtdışında Üretim***

Üretim yerel olarak ülkede yapılırsa, özellikle yerel zevkleri karşılayarak, ulaştırma süresini azaltarak ve satış-sonrası hizmet sağlayarak, yerel talebi karşılamak daha kolay olacaktır. Alıcılar yerel olarak istihdam yaratıldığını ve şirketin pazara bağlandığını gördüklerinde ürüne olan talep artabilir. Aynı zamanda, şirket pazar ve rakipler hakkında yeni bilgiler edinir, çoğunlukla da araştırma ve geliştirme konusunda yerel uzmanlara ulaşma olanağına kavuşur.

**Mukayeseli Üstünlük ve Uluslararası Büyüme Yolu**

Çok uluslu bir şirketin başarılı olması için rakiplerine kıyasla avantaja sahip olması gerekir. Bu avantaj değişik biçimlerde olabilir. Bir şirket, çok uluslu bir şirket olmak için en başarılı yolu ya da rotayı seçebilmesi için mukayeseli üstünlüklerini belirlemeli ve güçlü yanları ile oynamalıdır.

Marka gibi varlıklar tarafından yaratılmış olan bir üstünlük, lisans vermeyi çekici bir rota yapar. Şirket başka bir işletmeye devredilmesi güç belirli pazarlama ve organizasyon becerilerine sahip ise ihracatla başlaması ve ihracat artık daha fazla uygun olmadığında ise doğrudan bir yavru şirket kurması daha iyi olacaktır.

**Özet**

İlk bölümde, finansın bazı temel düşüncelerini verdik. Risk ve getiri arasındaki ilişkiyi anlamak kolaydır ve ayrıca bir sonraki bölümde göreceğimiz gibi unutulması da kolay görünmektedir. Çeşitlendirmenin yararları çok önemlidir ve bunlar çok uluslu bir şirket olmanın temel itici gücüdürler. Çok uluslu bir şirket, tamamen yerli olan bir şirket için sorun olmayan çok sayıda riskle karşılaşır, ancak bir ülkede politik belirsizlik riskini azaltma gibi, çeşitlendirmenin yararları ilave riskleri fazlasıyla telafi eder.

Ayrıca, paranın değerlenmesi olarak da isimlendirilen paranın güçlenmesi veya paranın zayıflaması/değer kaybetmesi gibi döviz kurları hakkındaki bazı düşüncelere giriş yapmaya başladık.

Daha sonra doğrudan yabancı sermaye yatırımı teorilerinin bir gözden geçirimine geçtik. Mukayeseli üstünlükler teorisi ülkelerin zaman içinde daha homojen olacaklarını önceden görmemiştir. Açıkçası pazar aksaklıkları teorisi, ilişkilerini vergi yükümlülüklerine indirgeyerek çok uluslu şirketlerin davranışlarını açıklamıştır. Ürün yaşam döngüsü teorisi, Dyson ve Apple gibi çok sayıda iyi bilinen şirketin davranışlarını tanımlamıştır.

Uluslararası portföy çeşitlendirme teorisini incelerken, döviz kurlarının işletmenin rekabetçiliği ve kârlılığı bakımından ne kadar önemli olduğunu değerlendirmeye başladık. Ayrıca bir şirketin yeni uluslararası pazarlara girmesinin yararını da öğrendik.

İzleyen kısımda bazı güçlüklere karşın, çok uluslu şirketlerin tarihlerine bakarak şirketlerin çokuluslu olma nedenlerini araştırdık. Tarih boyunca şirketler yerkürenin her bir yanına dalgalar halinde yayılmışlardır. Hammadde arayanları yeni pazar arayanlar ve daha sonra da maliyetlerini düşürmeye çalışan olgunlaşmış işletmeler izlemiştir. Çok az genişleme önceden planlanmıştır; çoğunluğu şirketin karşılaştığı fırsat ve tehditlere cevap biçiminde olmuştur.

Nihayet, uluslararası genişlemenin alacağı biçimleri kısaca tartıştık. Bazı işletmeler evrilme biçiminde çok uluslu olmaya doğru yönelmişlerdir; bazıları ise kendileri için uygun bir strateji belirlemiş ve bunu dünyanın değişik bölgelerinde ve her yeni ülkede tekrar ve tekrar yinelemişlerdir.

**Sorular**

**Soru 1**

Emekli bir UK vatandaşı iseniz ve tasarruf ettiğiniz 500.000 Poundu size gelir sağlaması için uzun-vadeli BK devlet tahvillerine yatırmış iseniz bu yatırım ile ne tür riskler almış olursunuz? Uzun-vadeli tahviller ya vadesi gelmez ya da yıllarca geri ödenmeyecektir.

İpucu: Farklı ekonomik senaryolar altında, her bir senaryoda reel olarak daha çok veya daha az harcama yapıp yapmadığınızı da göz önünde tutarak, getirinizin ne olacağını düşünün.

**Soru 2**

Etkin Pazar Hipotezi, menkul kıymetlerin, menkul kıymet hakkındaki elde edilebilir bütün bilgiyi yansıtacak şekilde fiyatlandırıldığını ileriye sürer. Son yıllarda, davranışsal finans gibi yeni düşünceler, etkin pazar hipotezinin pay piyasalarında ve diğer finansal piyasalarda ne ölçüde uygulanabileceğini sorgulamaya başlamıştır. ***Malkiel (2003)***’ü veya diğer makaleleri okuyarak etkin pazar hipotezinin günümüzde pazarların davranışını açıklamada ne kadar faydalı olabileceği konusunda düşünün.

**Soru 3**

1987’de James Dyson tarafından kurulan Dyson şirketi hakkında biraz araştırma yaparak doğrudan yabancı sermaye yatırımı teorilerini değerlendirin.

**Soru 4**

Faaliyetlerini uluslararası genişletmede Apple ve Google tarafından kullanılmış olan modelleri değerlendirmek için bu iki şirketin iş modelleri ve iş ortaklarına olan tutumları bakımından davranışlarını kıyaslayın ve aradaki farklılıkları gösterin.

**02**

**KÜRESEL FİNANSAL SİSTEMİ OLUŞTURAN KURUMLAR VE KATILIMCILAR**

**Bu bölümün sonunda;**

* **Küresel finansal sistemin katılımcılarını, özellikle de merkez bankalarını belirleyebilecek ve tartışabileceksiniz;**
* **Bankacılığın düzenlenmesi ve denetlenmesine olan gereksinim ve yasal düzenleme yapanların karşılaştıkları güçlükleri tartışabileceksiniz;**
* **Küresel finansal krizde olanları kısaca tanımlayabileceksiniz.**

**Giriş**

Financial Times, küresel finansal sistemi şöyle tanımlamaktadır:

*“Bu, uluslararası düzeyde faaliyette bulunan finansal şirketlerin, düzenleyicilerin ve kurumların birbirlerini karşılık etkilemesidir. Küresel finansal sistem düzenlenmiş kuruluşlar (uluslararası bankalar ve sigorta şirketleri), düzenleyiciler, denetleyiciler ile Avrupa Merkez Bankası (European Central Bank) veya Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund) gibi kurumlara ayrılabilir. Sistem hafif düzenlenmiş veya düzenlenmemiş kuruluşları da kapsar – bu “gölge bankacılık” (shadow banking) sistemi olarak bilinmektedir. Gölge bankacılık, esas itibariyle hedge fonları, private equity ve bilanço-dışı araçlar gibi bankanın finansal piyasalarda yatırım yapmak için kullandıkları banka tarafından sponsor edilen kuruluşları kapsamaktadır. “*

Küresel finansal sistem son birkaç on-yılllık dönemde başlangıçta uluslararası ticaretin gereksinmelerini karşılamak için gelişmiştir ve bugün ise şirketler, yatırımcılar, hükümetler, bankalar ve kendi ulusal paraları (domestic) dışındaki bir parayı kullanmak, bu para ile borç almak ve yatırım yapmak isteyen herkesin karmaşık gereksinmelerini karşılamaktadır.

Hemen hepimizin şu veya bu şekilde küresel finansal sistem ile bağlantısı vardır. Tatilciler döviz kurundaki değişmelerden etkilenecekler ve tatillerini bir önceki yıldan daha ucuz veya pahalı bulacaklardır. Petrol ve yakıt dolar ile fiyatlanmışlardır ve bu nedenle Brexit oylamasının ardından sterlinin değerindeki düşme bütün BK’da yakıt fiyatlarında bir artışa yol açmıştır. Uygulamada farklı ülkelerin uyguladığı faiz oranları arasında bağlantı vardır ve bu neredeyse hepimizin borçlanma maliyetini etkiler.

**BK Bankacılık Sisteminin Kısa Bir Arka Planı**

İlk banka 16ıncı yüzyılda Amsterdam’da kurulmuş ve 17inci yüzyıla kadar BK’a da yayılmıştı. Belirli bir tarihte veya belirli bir tarihten sonra bankaya ödeme yapması talimatı veren bir müşteri tarafından imzalanmış olan dökümanı elinde bulunduran kişiye bankanın ödeme yaptığı poliçe (bills of exchange) dahil müşterilerine masraf yükleyecekleri hizmet türlerini bankalar çabuk bir şekilde uygulamaya koymuşlardı.

Müşterilerinin artan bir ölçüde karmaşıklaşan gereksinmelerini karşılayarak ve müşterilerin uluslararası ticaret yapmak için gereksinme duydukları finansal araçları yaratarak BK bankaları, bankacılıkta yeniliğin dünya lideri oldular. İhracatçılar işlerini finanse etmede sorunlarla karşılaştılar. Müşterileri ihracatçılara poliçe ile ödeme yapıyorlardı ama onlar belirtilen tarihten daha erken paraya gereksinme duyuyorlardı. Bankalar, poliçenin belirtilen tarihinden daha erken bir tarihte poliçenin nakit tutarından daha küçük miktarda ödeme yaparak iskonto hizmeti sundular. Bazı bankalar bunu yapmadaki isteklilikleri nedeniyle iskonto müeseseleri (discount houses) oldular.

Çekler ve açık hesaplar (overdrafts) 18inci yüzyılda yaratıldılar ve bankalar her iş gününün sonunda fiziksel bir mekanda toplanarak birbirlerindeki hesapların takasını yaptılar.

18inci ve 19uncu yüzyıllar boyunca bankalar daha fazla hizmet sunmak ve işletmeler ile bireylerin ihtiyaçlarını karşılamak için coğrafi olarak yayılıp daha önemli hale geldiler. Barclays gibi bugün ismine aşina olduğumuz bazıları bu dönemde kuruldu.

18. yüzyılın sonunda Sanayi Devriminden yararlanan yeni ihracatçı şirketlere gereksinme duydukları hizmetleri sunmak için ilk tüccar bankalar (Merchant banks) kuruldu. 1826’ya kadar 20 bankadan oluşan ulusal bir ağ kururuldu.

Bank of England 1694 yılında Fransa ile savaşı finanse etmek için hükümetin para bulabilmesi amacıyla kuruldu. Para yatırmayı taahhüt edenler proje hakkında şevkli idiler ve banka birkaç hafta içinde 1.2 milyon pound para topladı. Para yatırmayı taahhüt edenler bankanın ortağı oldular. Banka, hükümetin yeni finansman taleplerini karşılamayı ve yeni madeni para ihraç etmeyi sürdürmeye ek olarak mevduat kabul ederek ve senet iskonto ederek topluma bankacılık hizmetleri sundu. Banka, geniş ölçüde para olarak kabul edilen banknot ihraç etmeye başladı.

Devletin borcu arttı ve 18inci yüzyılın sonunda banka artık banknotları altına çevirmiyordu. Bu dönemlerde diğer bankalar da sahtekârlığa duyarlı olarak banknot ihraç ediyorlardı.

19. yüzyılın ortalarında Bank of England’a banknot ihracında tekel olma hakkı verildi. İskoç bankaları hala banknot ihraç edebiliyorlardı ama bunların karşılığının Bank of England’ın banknotları olması zorundaydı. Enflasyon riskini azaltmak için banka, yalnızca altın mevcutlarında bir artışla karşılanması halinde yeni banknot ihraç edebilecekti. Bundan sonra banka ticari bankacılık faaliyetleri sunmayı durdurmayı kararlaştırdı ve bunu yerine hükümetin bankacısı olmaya ve son kredi mercii kavramını geliştirmeye odaklandı.

**Merkez Bankaları**

Ülkelerin çoğunluğunun bir merkez bankası vardır. BK’da Bank of England, ABD’nde Federal Reserve merkez bankasıdırlar. Euro bölgesinin (eurozone) Avrupa Merkez Bankası (European Central Bank-ECB) vardır ve her üye ülkenin merkez bankaları ile birlikte “Eurosistem” (eurosystem) denilen sistemi oluştururlar. Her merkez bankasının statüsü ve işlevi değişmekle birlikte birçoğu Bank of England modeline dayanmaktadır. Ancak hemen hemen her merkez bankası tarafından üstlenilen bazı faaliyetler vardır.

Genellikle merkez bankaları hükümetin bankacısı gibi hareket eder. Bu nedenle, vergi ödemeleri gibi hükümete yapılan ödemeleri kabul eder ve kamu görevlilerine yapılan ödemeler gibi hükümetin masraflarının ödemesini yapar. Bu hükümetin merkez bankasında, herhangi bir cari hesapla aynı biçimde işleyen bir hesap sahibi olması ile gerçekleştirilir. Hükümetin merkez bankasındaki cari hesabında başka nakit akımları da vardır. Merkez bankası genellikle hükümete kredi açmaz ama bono ve tahviller gibi finansal araçların ihracı ve geri alımıyla hükümetin para bulmasında çoğunlukla önemli bir rol oynar. Devlet tahvilleri, iç piyasada finansal kurumlar ve kişiler tarafından yatırım amacıyla elde tutulur. BK’da, ***“gilts***” olarak da isimlendirilen devlet tahvillerinin yaklaşık üçte birinin sahibi yurtdışındakilerdir. Ama merkez bankalarının işlevinin tam bir kapsamı hükümetin bankacısı olmaktan çok öteye geçmektedir.

Merkez bankaları genellikle para politikasında rol oynarlar. Avrupa Merkez Bankası’nda olduğu gibi, bazı merkez bankaları tam bağımsızlığa sahiptir. Bunun anlamı bu bankaların para politikasını, faiz oranlarını ve para arzını belirlemek ve belirlenen hedefleri gerçekleştirmek için gerekli adımları atmakta özgür olduklarıdır.

Buna karşılık Bank of England’ın hükümetin politikayı belirlediği araç bağımsızlığı vardır, ama banka bu hedefleri gerçekleştirmek için gerekli gördüğü herhangi bir önlemi almakta özgürdür. 1997’ye kadar Bank of England bağımsız değil idi; hükümet hem hedefleri tespit etmiş hem de bunları gerçekleştirmek için alınacak önlemleri belirlemişti. Bank of England sadece hükümetin bir ajanı idi. Ancak verilere göre merkez bankasının bağımsız olduğu ülkede enflasyon düzeyleri daha düşüktür. Bunun nedeni kısmen hükümetlerin seçimlerden önce ekonomiye destek sağlar gibi davranabilmesidir. Bu daha fazla paranın aynı miktardaki malın peşinde koşmasına ve seçimlerden sonra enflasyonun artmasına yol açmaktadır.

1997’de yeni İşçi Partisi Hükümeti Bank of England’a araç bağımsızlığı verdi. Hazine’nin enflasyon hedefini belirleme sorumluluğu devam etti ve Bank of England’a belirlenen enflasyon oranı gerçekleştirme görevi verildi. Bank of England ayrıca finansal sistemin güvenilirliği ve istikrarını korumakla görevlendirildi. Bu araç bağımsızlığı olarak terimlendirilmiştir. Bu nedenle Bank of England’a hedefleri verilir ama banka onları uygun gördüğü gibi gerçekleştirmede özgürdür. Buna karşılık Avrupa Merkez Bankası (ECB) tam bağımsızlığa sahiptir ve kendi hedeflerini belirlemesinin yanısıra onları nasıl gerçekleştireceğini belirlemede de özgürdür.

BK’da Bank of England banknot basımından ve Kraliyet Darphnaesi (Royal Mint) de madeni ufaklık paranın basımından sorumludur. Bugün birçok işlem elektronik olarak, kredi kart yoluyla veya banka transferleri ile yapılsalar da ekonominin elde edebileceği kredi miktarı için dolanımdaki nakit para miktarı önemlidir. İnsanlar, merkez bankasının eski ve yıpranmış banknotları değiştirmesinin yanısıra ekonomideki büyümeyi karşılayacak yeterli ilave nakdi basmasını da bekleyebilir. Uygulamada bazen, merkez bankaları ekonomiye canlandırma sağlaması için daha fazla nakit basarlar.

Küresel finansal krizden bu yana, bazı diğer merkez bankalarının da yaptığı gibi, ***“miktar gevşetmesi“ (quantative easing)*** uygulanmaktadır. Miktar gevşetmesi merkez bankasının pazara girmesi ve devlet veya bazen da şirket tahvillerini satın alması, böylece de elektronik olarak para basması eylemini ifade etmektedir. Bununla da büyümenin yaratılmasına yardımcı olacak ve enflasyonu yükseltecek olan ekonomideki talebi artırmak için özel harcamaları artırmak amaçlanmaktadır. Kitabın yazımı sırasında enflasyon oranı, hükümetin hedefi olan %2’nin altındadır. Açıkçası bu nazik bir operasyondur ve aşırı miktar genişletmesi hükümetin hedefini önemli ölçüde aşarak enflasyona yol açabilir.

BK’da, devlet borcunun ihracından “BK Debt Management Office” (BK Borç Yönetim Ofisi) sorumlu olsa da çoğu kez merkez bankaları devlet borçlarının ihracından da sorumludurlar.[[5]](#footnote-5) BK’da Gilts veya hazine bonusu (treasury bills) olarak nitelenen devlet tahvilleri hemen her yatırımda olduğu gibi aynı risk ve getiri ilişkisine sahiptir. Bu nedenle yatırımcılar devletin vadesi gelen faizi ödeme veya ana parayı geri ödeme kabiliyetini sorgulamaya başlarlar ise yeni borç ihracının maliyeti, belki de borçlanmanın maliyetini önemli ölçüde artırarak, yükselecektir.

Hükümetler, istedikleri kadar çok para basarlar ise bunun daha yüksek enflasyon seviyelerine ve ekstrem durumlarda hiperenflasyona yol açacağını ve paranın gerçekte değersizleşeceğini artık anlamışlardır.

BK devlet tahvilleri pound sterling yanısıra başka para üzerinden de ihraç edilebilir. Geçmişte, “renminbi tahvilleri” olarak nitelenenler Çin parası üzerinden ihraç edilmiştir. [[6]](#footnote-6)

|  |
| --- |
| **Faaliyet**  Bank of England neden sterlinden başka bir para üzerinden düzenlenmiş tahviller ihraç etmiş etmiştir? Tahviller pound üzerinden ihraç edilmişler ise riski kim üstlenir? Tahviller renminbi üzerinden ihraç edildiğinde bu nasıl değişir? |

***Destek***

*Bu, küresel finansal sistemin kalbine giden çok ilginç bir sorudur. Riskleri belirleyerek başlamalıyız.*

*Bank of England tahvilleri sterlin üzerinden ihraç eder ise fiilen bir kredi riski yoktur. Banka her zaman ana parayı ödeme gücüne sahip olacak ve geri ödeme vadesi geldiğinde de tahvili geri ödeyecektir. Banka tahvil ihraç etme olanağı bulamasa idi o zaman para basabilirdi. İster şirketler ister ise fertler olsun BK vatandaşları tahvillere sahip iseler bedeller bir başka paraya çevrilmeyeceği için kur riski yoktur. Göreceğimiz gibi döviz riski sadece paranın değiştirilmesi değildir, ama şimdilik bir an bunu bir yana bırakabiliriz. O zaman tek risk, enflasyonun etkisi ile fertlerin satın alma gücünün aşınabileceğidir. Eğer enflasyon yüksek ise reel terimler ile yatırımlarının değeri düşebilir. Bölüm 6’da göreceğimiz gibi faiz ödemesinin bir kısmı enflasyonun telafisi içindir.*

*Aldıkları poundları kendi parasına çevirmek isteyen yabancı tahvil sahiplerinin durumu ne olacaktır?*

*Bu grup döviz riskine maruzdur. Tahvilin satın alınma tarihi ile tahvilin geri alındığı tarih veya daha erken satıldığı tarih arasında pound değer kaybeder ise dönemin sonunda alınmış olan yabancı para miktarı ilk planda tahvilleri almak için harcanmış olan yabancı para miktarından daha az olacaktır.*

*Şimdi Bank of England, renminbi tahvilleri ihraç ederse ne olacağını ele alalım.*

*Bank of England Yuan basamayacağından bir temerrüt veya kredi riski vardır. Ama uygulamada Bank of England, yuan satın almada kullanmak için her zaman sterlin tahvilleri satabilir veya sterlin basabilir; bu da fiilen bir kredi riski olmadığı anlamına gelmektedir.*

*Döviz riskinin durumu nedir?*

*Şimdi Bank of England, fiilen riski ertelemek anlamına gelen yeni renminbi tahvilleri ihraç etmedikçe borcu geri ödemek için açık piyasadan yuan almak zorundadır. Bu nedenle bu tahvillerin bütün döviz riskini Bank of England üstlenecektir. Kuşkusuz tahvili elinde tutan yuanı bir başka paraya çevirmek isteyebilir; ama bu şimdilik değerlendirmelerimizin dışındadır.*

*Renminbi tahvilleri ihraç etmenin başka nedenleri de vardır; en önemli birisi yatırımcıların farklı paralarda çeşitlendirme yapabilmelerini sağlamaktır. Ama yukarıdan görebileceğimiz gibi eğer tahviller yuan olarak çıkarılmışlar ise Bank of England tarafından ihraç edilen tahvillere sahip olmak Çinli yatırımcılar için az riskli olacaktır.*

*Sonuç olarak, hükümetler para basmanın politik bir karar olmaktan çok ekonomik bir karar olmasını sağlayacak bu kararları kendi bağımsız merkez bankalarının almasını genellikle tercih ederler.*

Merkez bankaları genellikle ticari bankaların bankacısı olarak da hareket ederler. Ticari bankaların, merkez bankasının faiz ödemediği bir hesabının merkez bankasında olması ve bu hesapta günlük işlemler için yeterli fonu bulundurmaları gerekmektedir. Her günün sonunda merkez bankası, ticari bankaların birbirleri arasındaki işlemleri toplulaştıracak ve bakiyesini netleştirecektir.

Bunların yanısıra, Merkez Bankası genellikle ticari bankalara karşı ***“son kredi mercii” (lender of last resort)*** olarak davranır. Bunun anlamı, nakdi tükenen bir bankaya merkez bankasının ödünç para vereceğidir. BK’da küresel finansal kriz sorununun boyutunun erken işaretlerinden birisi vadesi geldikçe borç yükümlülüklerini karşılamak için para piyasalarından Northern Rock’ın yeterli para bulamaması ve Bank of England’dan borç almak zorunda olmasıydı. Bu hizmet, Bank of England’ın bankayı batmaktan her zaman kurtaracağı sözünü verip bankanın müşterilerinin bankaya olan güvenini sağladığı için çok önemlidir. Bölüm 5’de İskoç Referandumunu ve poundu İskoç parası olarak kullanma planını ele alacağız. Daha önce olduğu gibi, İskoç bankaları son kredi mercii olarak Bank of England’a dayanamayacaklar ve bu da İskoç bankalarının güven kaybına uğramalarına neden olacaktı.

Küresel finansal krize bir tepki olarak Bank of England baz faiz oranını Ocak 2009’a kadar %5’den tarihsel olarak düşük seviyesi olan %0.5’e indirdi ve 2016 yazında AB’den ayrılma oylaması nedeniyle daha da düşürülerek %0.25’e indirilmesine kadar bu oranda kaldı. Bu hareket düşük enflasyon nedeniyle mümkün ve aynı zamanda ekonomiyi desteklemek ve yatırımı teşvik için gerekliydi.

|  |
| --- |
| **Faaliyet**  Düşük baz faiz oranları nasıl sürer? BK’dan daha düşük faiz oranına sahip olan ülkeler olup olmadığını araştırın. |

***Destek***

*Uygulamada son birkaç yılda birçok merkez bankası, kendilerine para yatırmış olan mevduat sahiplerine bir ücret uygulayarak negatif faizleri kullanmıştır. ECB’nin son iki yılda negatif marjinal mevduat kolaylığı faizine sahiptir ve Bank of Japan Ocak 2016’da negatif faiz oranı uygulamasına geçmiştir.*

*Hükümetlerinin çoğunun %2 civarında bir enflasyon hedefi vardır; ama kitabın yazım tarihinde BK dahil birçok ülkenin bu hedefin altında enflasyon oranına sahiptir. Faiz oranlarını düşürerek bankalar ekonomilerini canlandırmak için tasarruftan daha fazla harcama yapılmasını ve enflasyonun hedef orana doğru yükselmesini umut etmektedirler.*

Merkez bankaların çoğunluğunun bir başka rolü ülkenin döviz rezervlerini idare etmektir. ***Dış rezervler (foreign reserves)*** , altın, döviz (çoğunlukla ABD Doları, ve ayrıca Euro, pound sterling veya Japon yeni olmak üzere) ve IMF ***Özel Çekme Hakları (Special Drawing Rights-SDRs***)’ından oluşur.SDRs’i Bölüm 3’de tartışacağız. Dış rezervler arz ve talep dengesini değiştirmek için merkez bankasının kendi parasını alıp satarak müdahale edebilmesini sağlayarak döviz kurunun oynaklığını azaltmakta kullanılır.

**Bankacılığın Gözetimi ve Düzenlenmesi**

Hemen hemen bankalara sahip olduğumuzdan bu yana dünya bankacılık krizlerine katlanmıştır. İlk önemli kriz bir Hollanda bankasının battığı ve krizin Almanya ile İskandinavya’ya yayıldığı 1763’de oldu. O zamandan beri bankacılık krizleri bankacılığın bir özelliği olarak süregeldi. 2008 küresel finansal krizi muhtemelen şimdiye kadar olanların en büyüğü idi ama kesinlikle sonuncusu olmayacaktır.

Bankacılık krizlerinin sorunu, organizasyonlar ve kişiler yatırım yapacakları parayı borçlanamadıkları için işletmeler ve ekonomi üzerinde çoğunlukla önemli ters etkilere sahip olmasıdır. Krizler, bir bankanın batmasının diğer başarılı işletmelerin ve diğer bankaların batmasına yol açması ve ülkeler arasında yayılabilmesi olan yayılma (contagion) riski taşımaktadırlar.

Diğer işletmeler battıklarında ekonominin bütünü üzerinde genellikle böylesi bir etkiye sahip olmadıklarından hükümetler genellikle diğer işletmelerin çoğunda yapmadıkları biçimde bankaları denetleme ve düzenlemeye çalışmışlardır.

Denetleme ve düzenlemeyi ayrıntılı bir biçimde ele almaya başlamadan önce küresel finansal krizlere yol açan temel konuları değerlendireceğiz. Daha sonra da krizler çerçevesinde denetim ve düzenlemeyi ele alacağız.

**Küresel Finansal Kriz**

Küresel finansal krizin nedenlerini, krizin nasıl geliştiğini ve düzenleyicilerin buna nasıl tepki verdiğinin genel ve kısa bir resmini çizeceğiz.

Krizin kökenleri 2000’e düşük enflasyon düzeylerine bir tepki olarak merkez bankalarının faiz oranlarını düşürmelerine gitmektedir; merkez bankaları kısmen terörist ataklar ile savaşların neden olduğu belirsizliği azaltmak isteğiyle izleyen yıllarda da faiz oranlarında düşük düzeyi muhafaza ettiler. Aynı zamanda Asya’daki yükselen ekonomilerin vatandaşları tasarruf ediyorlar, Batı’ya hazır bir nakit arzı sağlıyorlar ve düşük faiz oranlarının sürmesine katkıda bulunuyorlar; Euro da bazı ülkelerin öncekinden çok daha düşük oranlarda Avrupa’da borçlanmalarını sağlıyor; Amerika, önemli cari açık açığını karşılamak için Asyalı tasarruf sahiplerinden borç para alıyordu.

Düşük faiz oranları, borçluları borç almaya teşvik ederken, devlet tahvilleri gibi geleneksel düşük-riskli yatırımların sağladığından daha yüksek getiri isteyen tasarruf sahiplerini korkuttu.

Diğer insanlarla birlikte bankacılar da kendilerini içinde buldukları istikrarlı bir ekonomik ortamdaki risk ve getiri arasındaki ilişkiyi unutmuşlardı. Getirileri artırmak için bankalar yatırım yapmak için borçlanmak, daha riskli kişilere ve işlere kredi verme, risk özelliklerini iyi anlamadıkları kredi temerrüt swapları gibi yeni araçlara yatırım yapmak gibi fazladan riskler aldılar.

Bazı Avrupa bankaları çok düşük oranlarda ABD’nde borçlanıyorlar ve parayı risk düzeyi açık olmayan yüksek getiri vadeden menkul kıymetleri almak için kullanıyorlardı.

Bu karmaşık finansal araçlar herkesi inandıramamış idi. 2002’de Berkshire Hathaway CEO’su Warren Buffet, o zamanki finansal sistem hakkındaki kaygılarının nedenleri olarak işlemin diğer tarafının kredi değerliliğine dayanması, riskin bir sözleşmeyle bir taraftan diğer tarafa nakledilme kolaylığı ve ortaya çıkan bazı pozisyonların uzun müddeti gibi değeri etkileyen değişkenlerin genişliğine işaret ederek karmaşık finansal aracın bir türü olan türev ürünleri, “***kitle imha silahı”*** olarak niteleyen meşhur tanımlamasını yaptı.

Birleşik Devletlerde, daha önceki borçluların sahip olduğu kredi değerliliği olmayan insanlara ipotekli kredi vermek için bankacılar ucuz parayı kullanıyorlardı. Bunlar eşik-altı ipotekli krediler (sub-prime mortgages) olarak isimlendirilmişti. Eğer borçlu temerrüde düşerse banka evi geri aldığından ipotekli krediler çok düşük riskli görülmüştü. Bu düşük-risk görünümü veri iken bankalar artan bir biçimde ipoteğini ödemesi mümkün olmayan insanlara borç para verdiler. Para piyasalarında kısa vadeli borçlanmak ve parayı insanlara 25 yıl veya daha uzun bir süre için borç vermenin kendisi bile riskli bir faaliyettir. Ucuz paranın arzı düşer ise pozisyonlarını korumak için gereksinme duydukları parayı bulmayacak olan bankalar kısa sürede güçlük içine düşeceklerdir. Birçok kişiye düşük başlangıç faizleri önerildi ve birkaç yıl sonra faiz oranları artınca ipoteklerini ödemek için onlar da çok düşük bir şansa sahip oldular. Ev fiyatları, artan fonlamaya 2000 ve 2006 arasında değeri iki kattan daha fazla artarak cevap verdi; ayrıca yüksek getiri sağlayan güvenli bir yatırım olduğu şeklindeki bir inancı da ateşledi.

***Teminatlandırılmış Borç Yükümleri (Colleteralized Debt Obligations-CDOs)[[7]](#footnote-7)***

Bir ***CDO*** alınıp satılabilir bir türev araçtır. Bunun anlamı, cari değerin arz ve talep kanunu ile belirlenip bir menkul kıymet borsasında alınıp satılabilmesi ve bu değerin de arkasındaki menkul kıymetin değerine bağlı olmasıdır.[[8]](#footnote-8)

Bir CDO örneğinde, dayanak menkul kıymet, yapılan bir anlaşmaya göre faiz ödemeleri ile ana para geri ödemesi yapmayı taahhüt etmiş kişilere açılmış olan kredilerin veya borçların bir havuzudur.

Bu nedenle bir CDO aldığınızda orijinal borçlulardan alınan bir gelir akımını satın alıyorsunuzdur. Söz verilen bu ödemeler CDO’yu değerli yapan teminattır. İpotekleri havuza koymak ve bunları CDO yaratma için kullanma süreci, ***menkul kıymetleştirme (secutitization)*** olarak isimlendirilmektedir.

CDO yaratmak için kullanılmış olan borç havuzu, potansiyel olarak değişik nedenlerle verilmiş olan kredilerden meydana gelir; ipotekli krediler, araba kredileri, tahviller ve başkaları. Finansal aracılar, özelikle Wall Street’tekiler, bir borç havuzunu alırlar ve onu dilimlere ve parçalara bölmek işlemi olan kısımlara (tranches) ayırırlar, böylece eski yada öncelikli (senior) kısımlar gelirini en önce alır ve daha kıdemsiz (junior) kısımlar ise ancak daha öncelikli olan kısımların vadesi gelen miktarı ödendikten sonra gelirini alır.

Bu öncelikli kısımları daha az riskli ve kıdemsiz kısımları ise daha riskli yapar. Bunun sonucunda, beklediğiniz gibi öncelikli kısımlar, kıdemsiz kısımlara kıyasla daha düşük getiri alır.

Finansal aracılar daha sonra Standart & Poor’s, Moody’s ve Fitch gibi dereceleme kuruluşlarına yarattıkları CDO’nun derecelendirilmesi için başvurular.

Kredi dereceleme kuruluşlarının, CDO’ların kredi değerliliklerinin doğru bir şekilde yapılmaya yeterince uygun olmadıklarını anlayamadıkları açıktır. İpotekler ile teminatlandırıldıkları ve temerrüt riskini ilk önce kıdemsiz kısımların taşıması nedeniyle temerrütten bir ölçüde korunmuş olan bütün öncelikli kısımlara üç- A (triple A) vermiş görünmektedirler. Kıdemsiz kısımlar genellikle hala yatırım yapılabilir bir dereceleme notu (investment-grade rating) olan BBB derecelemesi aldılar. Kredi dereceleme kuruluşlarının CDO’lara duymuş oldukları güven muhtemelen borçlunun kredisini ödemede temerrüde düşmesi halinde kredi verenin ipotekli krediyi teminatlandıran gayrımenkule yeniden sahip olacağı ve onu satacağı olgusuna dayanmakta idi. Ev fiyatlarının sadece yukarıya gideceği şeklindeki yaygın bir inanç da CDO’ları çok çekici hale getirdi.

Finansal aracılar bu stratejiye bazı kıdemsiz kısımları alıp onları şimdi düşük-riskli öncelikli kısımlar olarak göründükleri yeni bir CDO’da bir araya getirerek mukabele ettiler. Kredi dereceleme kuruluşları, aynı menkul kıymeti daha önce BBB olarak derecelendirmelerine rağmen bu yeni kısımlara üç-A derecesi vermeye hazırdılar.

Bu sırada Wall Street’te bir başka tür türev, ***Kredi Temerrüt Swapları (Credit Defaullt Swaps-CDSs)***, da kullanılmıştır. CDS’in alıcısı ve elinde tutanı, bir borçlanma aracının temerrüdüne karşı kendisini sigortalamak için prim olarak isimlendirilen bir miktarı öder. Araç temerrüde uğrar ise CDS’in satıcısı swapı elinde tutana anlaşılmış olan miktarı ödemek zorundadır.

CDS’ler yatırımcıların CDO’lara karşı bahse girebilmelerine olanak sağladı ve ipoteğe sahip olanlar vadesi gelen ödemeleri yapamadığında bazıları büyük miktarda para kazandı.

CDS’lerin elde edilebilirliği ve ipoteklerin sayısındaki azalma küresel finansal krize götüren genişleme döneminin sonuna doğru yapay ya da sentetik CDO’ların ***(synthetic CDOs***) geliştirilmesine neden oldu. Yapay bir CDO, borçların bir havuzu olmak yerine CDS’lerden ve diğer türevlerden oluşuyordu ve yaratmak daha kolay ve daha ucuz idi. Yapay CDO gerçekte dayanağı olan bazı ipotekler ve borçlar kısmının (tranche) temerrüdü üzerine bahse girmek idi. 2006’da yapay CDO’ların miktarı USD5 trilyon olarak diğer tür CDO’lardan daha fazla idi.

Avrupa bankaları da, Birleşik Devletler’de çok düşük faiz oranları ile borçlanmanın cazibesine kapılmışlardı ve ayrıca Euro’nun kullanıma başlamasının finansal sektörde neden olduğu bir genişlemeyi yaşıyorlardı. Diğer yatırımcılar gibi tatmin edici bir getiri sağlamak amacıyla borçlandıkları parayı, CDO alımında kullandılar.

Ama ev sahiplerinin ipotekleri ödemeleri olanaksız oldukça ve evleri ellerinden geri alındıkça ev fiyatları düşmeye başladı: eşik altı ipoteklerin ve bunun sonucu olarak CDO’ların riskli özellikleri görünür oldu. 2006’nın ortaları ve 2009’un başı arasında ABD’inde ev fiyatları üçte bir oranında düştü. Güvenli olduğu düşünülen menkul kıymetler aniden değersiz hale geldi. Para piyasaların işleyişi durdu ve ucuz kredi arzı kurudu; bu Birleşik Devletlerde Lehman Brothers ve BK’da Northern Rock’da olduğu gibi bankacılıkta batışlara neden oldu.

Krizin oluştuğu süre boyunca dünyanın her tarafındaki düzenleyiciler bankaların riskli davranışlarını durdurmaya yönelik tavır almada başarısız oldular. Krizi ellerinde bulduklarında da düzenleyiciler tepkilerinde tutarsızdılar ve diğer bankaların batma riskini artırarak Lehman Brothers’ın batmasına izin verdiler.

Bankacıların faaliyetlerine herhangi bir şekilde karışmamış olan diğer sektörlerdeki işletmeler, kendilerini aniden krediye ulaşamaz buldular ve bazıları sonuç olarak battı. Birçoğu planlanmış yatırımını erteledi ve küresel ekonomi daraldı.

Birçok bakımdan küresel finansal kriz, ekonomiler genişlerken ve yeni yatırım fırsatları kendini gösterirken meydana gelme eğiliminde olan bir tipik bankacılık krizi idi. İnsanlar kendilerine sunulan çabucak yapılmış veya karmaşık finansal araçlar gibi yeni varlıklar konusunda aşırı güvenli olurlar ve fiyatların çok çabuk yükseldiği ve artış için temel bir neden olmadığında bir varlık balonu ortaya çıkar. Kaçınılmaz olarak insanlar varlıkların değerini sorgular ve bu sefer CDO’ların izlediği ev fiyatları gibi balon patlar.

Küresel finansal krizin bankacılığın düzenlenmesindeki başarısızlığın bir sonucu olduğu geniş ölçüde kabul edilmiştir. Bu başarısızlık belki de en iyi 1987’den 2006’ya kadar Federal Reserve Başkanı olan Alan Greenspan tarafından 2007’de şöyle yazdığında izah edilmiştir: ***Wall Street’in polen yayan arılarını önlemeye neden gerek duyalım ki?*** *[[9]](#footnote-9)*

Greenspan, düzenleme yerine pazar güçlerine dayanmayı tercih ederek yasal düzenlemelerin gevşetilmesi ve liberalleşme tarafını tutan BK’da Thatcher’ın ve Birleşik Devletler’de Reagan’ın 1980’lerdeki felsefesini uyguluyordu.

**Gözetim Otoritesi**

Bankacılık sektörünün gözetim (supervision) ve düzenlenmesine baktığımızda dikkate almamız gereken birçok unsur vardır. Birincisi, gözetim otoritesinin yapısıdır: tek bir organizasyon mudur yoksa işlev birden fazla organizasyon arasında bölünmüş müdür? Küresel finansal kriz öncesinde BK’da düzenleme üç organizasyon arasında dağılmıştı: Finansal Hizmetler Otoritesi (Financial Sevices Auhority-FSA), Bank of England ve Hazine.

***Barth, Caprio Jr., ve Levine*** (2013) tarafından 1999’dan 2011’e kadar olan dönemi kapsayan 180 ülkedeki bankacılık düzenlenmesi hakkındaki bir araştırma 136 ülkeden sadece 10 tanesinin çoklu düzenleyici otoriteyi (multiple agency regulators) kullandığını ve kalanının tek düzenleyiciye (single regulator) dayandığını bulmuştur.[[10]](#footnote-10) İlginçtir ki 10 tane çoklu düzenleyici kullanan ülkelerin çoğunun, örneğin ABD, Almanya, BK, Danimarka ve İzlanda gibi küresel finansal krizin en sert biçimde etkilediği ülkeler olmasıdır.

Ülkelerin 89 tanesi tek otorite olarak merkez bankasını kullanmıştır ve çoklu düzenleyici otoriteyi kullanan 10 ülkeden 9 tanesi üç düzenleyiciden birisi olarak merkez bankasını kullanmıştır. Bunun anlamı 38 ülkenin merkez bankasına düzenleyici işlevi vermediğidir.

Ülkeler bankalarını düzenlemek için değişik organizasyon yapıları benimsemişlerdir. Dünya Bankası, ülkelerin bankalarını düzenlemelerini değerlendirmek için düzenli anketler yapmaktadır. Bunların en sonuncusu 2011/2012’dedir ve özellikle küresel finansal kriz ve onun olumsuz etkileri üzerine odaklanmıştır (World Bank 2013). [[11]](#footnote-11)

Çalışmayı yapanlar, Birleşik Devletler ve BK gibi küresel finansal krizden ciddi bir şekilde etkilenen ülkeler ile Avustralya ve Kanada gibi etkilenmeyen ülkeler arasındaki gözetim ve düzenleme farklılıklarını belirlemeye çalışmışlardır. Araştırmacılar ayrıca küresel finansal krizin bir sonucu olarak gözetim ve düzenlemenin nasıl değiştiği ile de ilgilenmişlerdir.

Araştırmacılar iki grup arasında önemli farklar bulmuştur:

*Birincisi, kriz ülkelerinin daha az sıkı sermaye tanımı ve fiili olarak daha düşük sermaye oranları vardır. İkincisi kriz ülkelerindeki bankalar sigorta, yatırım bankacılığı ve gayrımenkul gibi bankacılık-dışı (non-bank) faaliyetler konusunda daha az kısıtlama ile karşılaşmışlardır. Üçüncüsü, kötü kredilere ve kredi zararlarına yapılacak işlemler ile ilgili düzenlemeler kriz ülkelerinde daha az sıkıdır. Son olarak kriz ülkelerinde bankaların riskinin gözetiminde özel sektör için daha az müşevvik vardır.*

**BIS - The Bank for International Settlements**

Uluslararası Ödemeler Bankası (The Bank for International Settlements) Birinci Dünya Savaşı’nın sona ermesinden ardından Alman savaş tazminatlarını kolaylaştırmak amacıyla Basel, İsviçre’de kurulmuştur. İşlevi, paylarına sadece merkez bankaları sahip olduğu gibi bankayı fiilen idare eden merkez bankaları arasında uluslararası işbirliğini teşvik etme üzerinde odaklanma konusuna çabuk bir biçimde kaymıştır. 60 merkez bankası BIS’in ortağıdır.[[12]](#footnote-12) İngiliz delegelerin yaşamasını ileriye sürmelerine rağmen 1944 Bretton Woods Konferansı (Bölüm 3’de ayrıntılı olarak tartışılmıştır) BIS’i kapatmaya karar vermiştir. Konferans’tan sonra karar geri alınmıştır. 1990’larda BIS artan bir biçimde küresel bir kurum haline gelmiştir.

Bazı biçimlerde, merkez bankalarının sahip olduğu BIS, bankalar arasındaki ödemelerin günlük olarak takasının yapılmasını sunması ve son kredi mercii işlevini yüklenmesi ile merkez bankalarının bankacısı olarak görülmüştür.

BIS aşağıdaki amaca sahiptir:

*Uluslararası iş birliği kanalıyla küresel parasal ve finansal istikrarı desteklemek.*

Bugün, BIS üye ülkelerinde para politikasının daha fazla öngörülebilir ve şeffaf olmasını sağlamaya çalışmaktadır.

BIS ayrıca, bir sonraki kısımda konuşacağımız gibi bankacılığın gözetiminde de aktif bir rol almaktadır. Şimdilik, sermaye yeterliliğini düzenlemeyi ve rezerv şeffaflığını teşvik etmeyi amaçladığını söylemek yeterlidir.

**Bankacılığın Düzenlenmesi Gereği**

Bir bankanın batmasının yayılmaya neden olabileceğini ve hem bankacılık sektörü hem de bütün ekonomi için ciddi bir risk olabileceğini gördük. Bankacılığın düzenlenmesi için başka nedenler de vardır.

Birincisi ***bilgi yanlılığı (information asymmetry)*** olarak isimlendirilmektedir. Bir işletme örneğin bir hizmet almak için bir bankaya geldiğinde banka ürünü hakkında müşterisinin bildiğinden çok daha fazla şey bilir ve bankanın kötü uygulamasından müşterinin korunması zorunludur.

Son birkaç yıldaki bankacılık sektöründeki skandalların tümünde bu sorunun iyi anlaşılmış olduğunu ve bunu düzenlemek için teşebbüsler yapıldığını görmek sizin için sürpriz olabilir.

|  |
| --- |
| **Örnek**  Belki de şimdiye kadar ki en büyük skandal PPI ‘nin (payment protection insurance-ödemeyi koruma sigortası) yanlış satışıdır.[[13]](#footnote-13) Bunun İngiliz bankalarına toplam GBP45 milyara mal olacağı tahmin edilmektedir. Bunun boyutunu anlamak ister isek NHS’nin maliyetinin 2016/2017’de GBP117 milyar olmasının planlanmış olduğunu söylemeliyiz.[[14]](#footnote-14) Bu bankacılığı düzenleme arzusunun önemli bir nedenidir. |

Bankacılığı düzenlemeye gerek duymanın ikinci nedeni halkın bankaya mevduat olarak yatırdığı parayı kaybetmesi korkusudur. Yatırımlarının değerinin düşebileceğini veya artabileceğini kabul etmiş olan pay sahiplerinden değil varlıkları için güvenli bir yer arayan mevduat sahiplerinden bahsediyoruz. BK’da hükümet herhangi bir banka grubunda yatırımcıların mevduatının GBP75,000’a kadar olan değerini garanti etmektedir.[[15]](#footnote-15)

Bir banka batarsa bankanın mevduat sahipleri normal bankacılık hizmetlerine ulaşma olanaklarının olmadığını görürüler. Bunun anlamı yiyecek alamamaları ve ulaşım için ödeme yapamamalarıdır. İnsanların bankacılık sektörüne güven duyması önemlidir.

Uygulamada, bankalar birbirlerine çok yakından bağlıdırlar ve rutin olarak birbirlerine borç alıp verirler. Günlük yatırım işlerinin bir parçası olarak da birbirlerinin menkul kıymetleri ellerinde tutarlar. Varlıklar aniden değersiz olacağından bir bankanın iflası diğer bankalar üzerine baskılama yapar. Bunun bankacılık sisteminin bir bütün olarak, ilk bankayı iflasa götüren ile aynı dışsal stres altında olması daha büyük olasılıktır. Domino etkisi yayılma (contagion) olarak isimlendirilir ve sadece bireysel bankaların ayakta kalması değil aynı zamanda bütün olarak bankacılık siteminin tümünün güvenliği ile ilgilenen düzenleyicilerin önemli bir kaygısıdır.

Nihayet zorluk içindeki bankalar bazı kâğıt varlıklarını faaliyetleri için çok fazla gereksinme duydukları nakit enjeksiyonun sağlamak için muhtemelen satarlar. Ama varlıkların satılması talebin muhtemelen artmadığı bir zamanda varlıkların arzını artırır ve bu da diğer varlıkların değerinde bir düşmeye neden olur.

Bunların hepsi veri iken hükümetlerin bankalarını düzenlemek için neden istekli olduklarını anlamak kolaydır.

***Düzenleme***

Banka düzenlemesi genellikle birçok biçimdedir. Düzenleyiciler, bankalara lisans vererek ve kişilerin onay almasını arayarak kişilerin ve organizasyonların bankacılık faaliyetlerini yapmalarını muhtemelen sınırlayabilir. Düzenleyici, bankanın sahip olması gereken sermaye miktarı için yükümlülükler koyabilir.

Uyum ve başka türlü olsa idi tutmaya kara verilecek olandan daha fazla nakde sahip olma nedeniyle bu düzenlemelerin muhtemelen bankalara parasal maliyeti vardır. Ayrıca düzenleme muhtemelen pazara yeni girişleri kısıtlayarak rekabeti azaltır. Bu maliyetler önemsiz değildir.

Bankacılık düzenlemesi ile ilgili birincisi ***ahlaki riziko (moral hazard)*** sorunu olmak üzere bazı ilave sorunlar vardır. Ahlaki riziko, risk ve getiri arasındaki doğal ilişki düzenleme tarafından bozulduğunda ve bu nedenle kişiler başka türlü yapmayacakları bir şeyi yaptıklarında ortaya çıkar. Bankacılık düzenlemesi örneğinde, kişiler mevduatlarının GBP75,000’a kadar korunduğunu bildiklerinden, paraları her durumda güvende olduğundan, paralarını koydukları bankanın ne kadar riskli olduğunun önemi yoktur. Bu durumda, mevduat sahipleri banka tarafından önerilen getiri ile sadece kendileri ile ilgilenmeye gerek duyarlar.

Bunun anlamı, bankaların birbirleriyle sadece önerdikleri getiri ile rekabet etmeleridir. Risk artık bir faktör değildir.

Böylece, Bölüm1’de tartıştığımız normal risk ve getiri ilişkisi kredi verme bakımından hala geçerli olsa da bir banka olası en yüksek getiriyi yaratmak için riskli organizasyonlara ve kişilere kredi vermeyi seçecektir. En yüksek riski alan banka en yüksek getiriyi yaratabilecek ve böylece tasarruf sahiplerine en iyi oranları önerebilecektir. Tasarruf sahiplerini koruyan düzenleme gerçekte bankaları riskli biçimde davranmaya teşvik etmektedir.

Bankacılık düzenlemesi ile ilgili ikinci bir sorun, konunun artan bir ölçüde küresel bir mesele olması ve etkili düzenlemenin uluslararası iş birliği olmaksızın güç olmasıdır.

***BK’da bankacılık düzenlemesi***

Küresel krizden ve 2010’da hükümetin değişmesinden sonra BK’da bankaları düzenleme sistemi değişti.

Mevcut düzenleme sisteminde Bank of England finansal piyasaların alt yapısının sorumluluğunu yüklendi. Financial Conduct Authority (FCA- Finansal Yürütme Otoritesi ) finansal piyasaların etkin bir biçimde işlemesini sağlama sorumluluğunu aldı ve Prudential Regulatory Authority (PRA- İhtiyati Düzenleme Otoritesi) 1,700 civarındaki banka ve diğer finansal firmaların düzenleme ve denetiminin sorumluluğuna sahiptir. Önceki sistemden en büyük farklılıklardan birisi organizasyonların risk düzeyini ve finansal sistemin istikrarı üzerinde potansiyel etkisini değerlendirerek PRA’nın ileriye bakmasıdır.

**Özet**

Bu bölümde küresel finansal sistemi, onu destekleyen organizasyonları ve sistemde faaliyette bulunan katılımcıları tartıştık. Merkez bankalarının işlevi ile küresel bankacılık sistemini düzenlemenin güçlükleri de dahil olmak üzere düzenleme üzerine odaklandık. Burada Bank of England ve son yıllarda bir ölçüde değişmiş olması nedeniyle BK’da kullanılan banka düzenlenmesi üzerine odaklandık. Ülkelerin çoğu benzer ikilemler ile karşılaşır ve BK’dakiler ile benzer çözümleri adapte ederler. İzleyen bölümlerde merkez bankasını işlevini ve bir ülkenin bağımsız merkez bankasını muhafaza etmek yerine Euro bölgesi (eurozone) gibi bir para birliğine katılması halinde ne olacağını ele alacağız. Son olarak, bu bölümde küresel finansal krizleri ve ülkelerde krizlerle baş edebilmek için alınmış düzenlemenin rolünü tartışmamıza başladık. İzleyen bölümlerde günümüzdeki küresel finansal ortama küresel finansal krizin etkisini ele alarak buna geri döneceğiz.

**Sorular**

**Soru 1**

Bankacılık düzenlemesinin bir parçası olarak Bank of England her yıl yaptığı gibi 2017’de BK bankalarının bir stres testini yapmıştır. Temmuz 2016’da *Forbes,* batmış bankların batmaları nedeniyle cezalandırılmadıkları için stres testlerinin gereksiz olduğunu ileriye süren bir makale yayımladı (Worstall, 2016). Finansal basını okuyarak *Forbes*’in makalesi ışığında Bank of England’ın stres testinin yararını değerlendiriniz.

**Soru 2**

Bu bölümde, Bank of England’ın işlevine odaklandık. Bank of England ve European Central Bank’ın internet sitelerini ziyaret ederek hizmet ettikleri ülkelerdeki ve küresel finansal sistemdeki işlevlerini kıyaslayın ve değerlendirin.

**Soru 3**

Ocak 2017’de Bank of England, ipotekli krediler hariç hane halkı borcunun önceki yıla kıyasla %10 arttığını ve küresel finansal krizin başladığı 2008’den bu yana en yüksek seviyesinde olduğunu raporlamıştır. Aynı zamanda ev fiyatları tüm zamanların en yükseğidir ve enflasyon geri döndükçe faiz oranları kaçınılmaz olarak yükselecektir. Finansal basın ile IMF ve Bank of England gibi güvenilir internet sitelerini ziyaret ederek BK’ın finansal bakımdan çökme riski durumunu değerlendirin.

**03**

**DÖVİZ KURLARININ, IMF VE DÜNYA BANKASININ TARİHİ**

**Bu bölümün sonunda;**

* **Döviz kurlarının hesaplanmasında tarihsel anlaşmaları,**
* **Eleştirel olarak IMF ve Dünya Bankası’nın değişen rolünü**

**değerlendirebileceksiniz.**

**Giriş**

Bu bölümde, döviz kurlarının tarihini kısaca inceleyeceğiz. Bunu yapmakta gerçek amacımız günümüz kambiyo kur sistemleri hakkında geçmişten öğreneceğimiz çok şey olduğu için tarih çok ilginçtir. IMF ve Dünya Bankası’nın kuruluşunu tartışacağız ve ilk 50 yılda boyunca bu kurumların rollerini değerlendireceğiz. Bölüm 4’de ise önce bu kurumların küresel finansal kriz sırasındaki davranışlarını ve daha sonra ise son birkaç yıldaki Euro krizini değerlendireceğiz.

**Altın - altın standardı 1876-1913**

Uluslararası ticaret başlangıçta muhtemelen malların takasına dayanmıştır, ancak ticaret arttıkça mallar için daha iyi ödeme yollarına gereksinim duyulmuştur. Başlangıçta bu altın sikkelerin kullanımı ile olmuştur ama hem sikkeler eskidikçe aşınmaları nedeniyle sikkelerin ağırlığında hem de bazı ülkeler diğerlerinin paralarına kıyasla daha fazla altın koydukları için sikkelerin metal bileşiminde bazı güçlükler ortaya çıkmıştır.

18. yüzyılda, belirlenmiş bir metal miktarına dönüştürülebilir olan banka kağıt paraları (bank notes) çıkarılmıştır; altın ve gümüş popüler idi ve bazen bimetallism (iki-metalli ya da çift-metalli sistem) olarak isimlendirilen uygulamada her ikisi de zikredilmiştir. Bu gelişme, 1876’da, sabit bir altın miktarı ile ne kadar paranın değiştirilebileceğinin belirlendiği altın standardının kabul edilmesine neden oldu. Altın standardı sisteminde devletler bu orandan altın alım ve satımını taahhüt ettiler.[[16]](#footnote-16) Özelliği nedeniyle mallara ve hizmetlere göre altının değeri tarihsel olarak zaman içinde istikrarlı olduğundan bu sistem iyi işledi. Bu düşük enflasyon sağlayarak altına bağlanmış (pegged) olan paralara istikrar getirdi.[[17]](#footnote-17)

Ancak altın standardını kullanmakta bazı güçlükler vardır. Bir altın standardında enflasyon oranı çıkarılan altın oranı tarafından belirlenmektedir. Altının büyük kısmı Rusya ve Güney Afrika’dan çıkarılıyordu. 19. Yüzyılın sonunda Güney Afrika’da bulunan büyük altın rezervleri sadece tek bir yılda dünya çapında enflasyon oranında % 4 artışa yol açtı. Altın çıkarımında herhangi bir karışıklık küresel ölçekte deflasyon riski taşıyordu. Aynı şekilde, aşırı çıkarım nedeniyle küresel üretimde artışlar her zaman deflasyon riski taşımaktaydı.

Sistemin kaldırıldığı Birinci Dünya Savaşının başlamasına kadar ülkelerin çoğu altın standardının üyesi idiler.[[18]](#footnote-18) Bank of England’ın yetersiz likiditesi nedeniyle savaşın sonunda yeniden sisteme dönülmedi.

Altın standardını kullanmada bazı güçlükler vardır. Önemli birisi, ihraç edilecek parayı desteklemek için devletlerin yeterli altına sahip olmaları gerekiyordu. Altının kendisinden kaynaklanan altını muhafaza maliyetleri vardı. Birincisi, altın çıkarılmalı, işleme tabi tutulmalı, nakledilmeli ve hırsızlıklara karşı korunmalı idi. Ayrıca, altına yatırılan para faiz veya kâr gibi getiri sağlayan varlıklara yatırılamazdı. Bu nedenle, altın tutmaya bağlı bir fırsat maliyeti vardı. Zaman içinde altın rezervleri tutmaktan yabancı para tutmaya doğru kayma oldu. Böylece yabancı para, diğer ülkeler ile yapılan işlemleri altın kullanmaksızın ödemekte kullanılabildi ve faiz biçiminde de bir getiri sağladı.

**Altın Değişim Standardı ve Sonrası 1925-1944**

Altın Değişim Standardı alışveriş yapan büyük ülkeler tarafından 1925 yılında benimsendi. Altın değişim standardı, paranın sabit bir altın miktarı ile değişiminin bir devlet tarafından kabul edilmesini gerektirmiyor idi. İktisatçılar altının etkin bir uluslararası para olduğunu ancak bunun ulusal bir para olmasının gerekmediğini anlamışlardı. Gerekli olan, başka bir paraya sabitlenmiş dış borçları ödemek için yeterli miktarda altına sahip olunmasıydı. Bu, diğer paranın da altın standardının bir parçası olmasını sağlayacak biçimde işliyordu.

Beklediğiniz gibi, Altın Değişim Standardı, zayıflayan ekonomilere uygulandığında deflasyon yarattı ve 1929-1931 resesyonunun 1931-1941 Büyük Depresyonuna dönüşmesine katkıda bulundu.[[19]](#footnote-19) Bu ülkeler Altın Değişim Standardının bir parçası değil idiler veya Arjantin ve Brezilya gibi gibi 1929’da onu terk etmişler ve Büyük Depresyon’dan büyük ölçüde kaçınmışlardı; veya BK, Almanya ve Avusturya gibi Altın Değişim Standardını 1931’de terk eden ülkeler sistemde sırasıyla 1933 ve 1936’ya kadar kalan Birleşik Devletler ve Fransa gibi ülkelerden daha çabuk biçimde canlanmışlardır. BK örneğinde olduğu gibi, Pound Sterling’e karşı 1931’deki spekülatif ataklardan sonra Altın Değişim Standardını kaldırmaya zorlamıştır. Britanya Hükümeti, bundan sonra para politikasını ekonomiyi canlandırma amacıyla kullanabilme olanağına sahip olmuştur.[[20]](#footnote-20)

Altın değişim standardının bitişinin ardından paralar serbest biçimde dalgalanmışlar, yani arz ve talep kanunu kambiyo kurlarında önemli bir oynaklığa yol açmıştır. Durum spekülatörler tarafından daha da kötüleştirilmiştir. Spekülatörler, güçlü olduğunu düşündükleri parayı ellerinde tutup, buna karşılık değerinin düşeceğini düşündükleri parayı da açığa satmaları oynaklığın daha fazla artmasına neden olmuştur. Bu oynaklığın, ticaretin uluslararasında serbest akışını sınırlayacağı düşünülmüştür. Ayrıca hükümetler, kendi ekonomilerini korumak için ithalatı kısıtlamaya çalışmışlar ve hatta paralarını devalüe ederek kendilerini daha rekabetçi yapmaya çalışmışlardır. Bu faaliyetler Büyük Depresyona yol açmıştır.

1934 yılında ABD parasını devalüe ederek tadil edilmiş altın standardına geçti ve özel şahıslar yerine sadece yabancı merkez bankaları ile altın alım satımı yapmaya başladı. 1934’den İkinci Dünya Savaşı’nın sonuna kadar kambiyo kurları teorik olarak paranın altın değeri ile belirlenmiş idi, ama İkinci Dünya Savaşını sona kadar konvertibil ticaret parası olarak sadece Dolar kalmıştı.

|  |
| --- |
| **Temel Kavram**  ***Açığa satış,*** fiilen sahip olmadığınız bir şeyi satmak veya halen sahip olmadığınız bir şeyi sunmak için sözleşme yapmaktır. Bunun parayla ilgili en basit örneği belki yabancı para biçiminde borç almaktır. |

|  |
| --- |
| **Faaliyet**  Varsayalım ki ABD’inde yaşıyorsunuz ve pound sterlinin değerinin düşeceğine inanıyorsunuz. Potansiyel olarak bir kâr elde etmek için banka kredisini ve yabancı parayı nasıl kullanırdınız? |

***Destek***

*Bu problem için bazı rakamlar verelim. Varsayalım ki, pound ve dolar arasındaki cari kur GBP1= USD1.30 olsun ve gerçekçi olmasa da % 0 ile borç alıp verebiliyor olun.*

*Londra’da GBP1.000 borç alıp bunu dolara çevirip USD1.300 alıp New York’taki mevduat hesabına yatırabilirsiniz. Yıl sonunda kambiyo kurunun GBP1= USD1.20 olduğunu varsayarsak dolarları pounda geri çevirdiğimizde GBP1.083 (USD1.300/1,2) alırız. Bu poundları aldığımız GBP1.000 krediyi geri ödemede kullanabilir ve bu bize GBP83 kâr olanağı sağlar.*

*Ancak bu bir arbitraj olanağı değildir. I yıl sonra GBP=USD1.50 olsa idi alabileceğimiz miktar GBP866.67 (USD1.300/1.5) olur ve bu bizim GBP133.33 (GBP1.000-GBP866.67) zarar etmemize neden olur idi.*

*Bu, açığa satış ve kârların gerçekte yüksek olmayacağını gösteren basit bir örnektir. Opsiyonlar ve türev sözleşmeler gibi türev ürünleri kullanarak ancak bir servet kaybetme riski pahasına harika bir ölçekte açığa satış yapabilir ve önemli ölçüde kâr sağlayabilirsiniz.*

|  |
| --- |
| **Temel Kavram**  Altın standardında olduğu gibi sabit döviz kur sisteminde paraların bir diğerine karşı değeri düşer (yükselir) ise devalüe (revalüe) olur ve para daha öncesine kıyasla daha az (çok) yabancı para satın alabilir.  Dalgalı kur sisteminde paraların devalüe (revalüe) olduklarından ziyade değer yitirdiğini (değer kazandığını) söyleriz. |

Bir paranın değeri değişir ise (ülkenin ticari ilişkisi olan ülkelerin paralarına karşı parasını devalüe ettiğini varsayalım) ilişkili olduğu ekonomiler üzerinde önemli bir etkisi olabilir.

Haziran 2016’da AB’den ayrılma oylamasının sonucu olarak Pound Sterling dolara karşı değer yitirdi. Oylamadan önce, pound GBP1= USD1,46 civarında işlem görmekte idi, ancak hemen GBP1= USD1.30 civarına düştü. Pound, Euro ve diğer paralara karşı da değer yitirdi.

|  |
| --- |
| **Faaliyet**  2016’da olduğu gibi pound dolara karşı değer yitirir ise bunun aşağıdaki insan grupları üzerindeki etkisini belirleyin   1. Yurt dışında veya ülkelerinde tatil yapmayı planlayan İngilizler. 2. Avrupa’da tatil yapmayı planlayan ve diğer AB ülkelerinin yanı sıra Britanya’da da tatil yapmayı düşünen Amerikalılar. 3. Britanyalı ihracatçılar. 4. Britanyalı ithalatçılar |

***Destek***

*Zayıflayan pound yurtdışında tatil yapmayı İngilizler için daha pahalı hale getirir ve bu nedenle birçoğu tatilini BK’da yaparak buna tepki verir.*

*Dolar ile önceye göre daha fazla pound alınmasının Amerikalılar için anlamı BK daha cazip bir tatil yeri olmasıdır.*

*Aynı miktardaki pound daha az miktardaki dolar ile alınacağından ve Britanyalı ihracatçılar önceye kıyasla mallarını daha az dolar karşılığında satabilirler ve bu da BK ihracatçılarına olan talebi artırır.*

*İthal edilen mallar ve hizmetler için gerekli olan dolarlar artık daha fazla pound ile alınacağından ithalat daha pahalı hale gelecektir.*

|  |
| --- |
| **Faaliyet**  Önceki Faaliyet’te tanımlanan etkiler veri iken bunun BK ekonomisi üzerindeki olası kısa vadeli etkisi nedir? |

***Destek***

*Poundun zayıflaması, İngilizlerin, diğer ülkelerin mal ve hizmetlerinden daha ucuz oldukları için daha fazla yerli mal ve hizmetleri satın almaları ekonomiye büyük bir destek verir. Aynı şekilde, dünyanın geri kalan kısmında İngiliz mal ve hizmetlerinin önceye kıyasla şimdi daha ucuz olması İngiliz mal ve hizmetlerine olan uluslararası talebi de artırır.*

*Bu etki, BK’ın Avrupa Kur Mekanizması (ERM-European Exchange Rate Mechanism)’ndan çekildiği ve poundun %15 civarında devalüe olduğu 1992’de de görülmüş idi.*

Bir paranın değeri bir başka paraya karşı belirlenmiş ise paranın devalüe olduğu söylenir. Burada sabit bir değişim oranı (döviz kuru) vardır ve paranın daha düşük olan değerinin yansıtılabilmesi için sabit değişim oranını değiştirmek zorunlu hale gelir.

**Bretton Woods 1944**

İkinci Dünya Savaşı’nın sonuna doğru, 44 müttefik ülke Bretton Woods New Hampshire’de yapılan Bretton Woods Conference olarak bilinen toplantıya delege göndermişlerdir. Konferansın sonunda uluslararası parasal sitemi düzenleyecek kurallar, kurumlar ve süreçler sistemini belirleyen Bretton Woods Agreement (BWA) ’ı imzalamışlardır. Anlaşmanın amacı, Büyük Buhranın yinelenmesini ve bir başka savaş riskini önlemekti.

Anlaşma ile Uluslararsaı Para Fonu (International Monetary Fund-IMF) ile şimdi Dünya Bankası (The World Bank)’nın bir parçası olan Uluslararası Yeniden İnşaa ve Kalkınma Bankası (International Bank for Reconstruction and Development-IBRD) kurulmuştur. IMF ve Dünya Bankası, Birleşmiş Milletler (United Nations-UN)’in bir parçasıdırlar.

BWA, altın standardının başarılı bir biçimde işlemeyeceğine veya zayıflamış olan poundun rezerv bir para işlevi göremeyeceğine inandığından bunun yerine rezerv para olarak ABD Doları ile sabit kur sistemini benimsemiştir. Ayrıca ekonomi politikası kambiyo kuru istikrarından ziyade yeniden inşaya odaklandığında sabit kambiyo kurları ile altın standardının başarılı olamayacağına da inanıyor idi. Diğer yandan uluslararası ticaret ve yatırımda büyümeye eşlik edecek yeterli altın üretimi de olası görünmüyordu.

Anlaşma bir ons (ounce) altının[[21]](#footnote-21) fiyatını USD35 olarak sabitlendiği ve ABD’nin bu fiyattan doları altına çevireceğini (convert) taahhüt ettiği bir sistem kurdu ve bu da faiz ödenmesi ile birlikte altının düşük riskini sunduğu için dolar tutmayı çok çekici bir yatırım aracı haline getirdi. Üye ülkeler arasında bir sabit kurlar sistemi vardı ve üyelerden kendi paralarının diğer ülke paralarına çevrilebilirliğini (convertibility) ve serbest ticareti taahhüt etmeleri istenmişti. Bu Bölüm 5’de daha detaylı tartışacağımız bağlı kur para sistemi (pegged rate currency system) olarak isimlendirilmiştir.

Üyeler, rezerv para olan ABD Dolarına karşı bağlantıyı belirlemekle ve “bağlanılan” (peg) olarak nitelenen dolarla olan döviz kurunun % 1 bandı içinde kambiyo kurlarını muhafaza etmekle yükümlü idiler. Daha sonra bu bant % 2,25’e çıkarılmıştır. Kambiyo kurunu korumada, hedef döviz kurunu gerçekleştirmede arz ve talep mekanizmasını kullanmak için devletler yabancı parayı veya altını almak ya da satmak zorunda idiler. ABD ise doların değerini “bir ons altın = 35 Dolar” olarak korumayı yüklenmişti. O zaman dolar tek konvertibil (altına dönüştürülebilir) para idi ve diğer paraların hepsi Dolara bağlanmış (pegged) idi. Bu da onu fiilen dünya parası yapıyor idi. Uygulamada uluslararası işlemlerin çoğunluğu dolar ile fiyatlanmıştır.

Devletler, bağlantıyı yani kuru muhafaza edemiyorlar ise dolara karşı yeniden düzenleme yapabilirlerdi. Eğer, kuru %10’dan daha fazla oranda düzeltmek isterler ise IMF’in onayını almaları gerekiyordu. Bu ancak ***“temel dengesizlik” (fundamental disequilibrium)*** var ise veriliyordu. Özellikle kendi rekabetçiliklerini artırmak amacıyla ülkelerin devalüasyon yapmaları yasaklanmıştı. Ne yazık ki, IMF temel dengesizliğin ne olduğunu belirlemediğinden bu belirsizlik yaratmıştır.

**IMF ve Dünya Bankasının Orijinal Amaçları**

IMF’in orijinal amcalarının ne olduğu IMF’in internet sitesinde (imf.org ) bulunabilir.

IMF’in orijinal amaçları:

1. Uluslararsı parasal sorunlarda danışma ve işbirliği mekanizması sağlayan sürekli bir kurum kanalıyla uluslararası parasal işbirliğini teşvik etmek.
2. Uluslararası ticaretin genişlemesini ve dengeli büyümesini kolaylaştırmak ve böylece ekonomi politikasının birincil amaçları olarak bütün üyelerin üretici kaynaklarının gelişmesine, gelir ve istihdamın yüksek seviyelere ulaşmasına ve muhafazasına katkıda bulunmak.
3. Rekabetçi amaçla kur düşürülmesinden kaçınmak ve üyeler arasında kur anlaşmalarını düzgün bir biçimde koruyarak kur istikrarını teşvik etmek.
4. Üyeler arasındaki cari işlemlerin için çok taraflı bir ödemeler sistemi kurulmasına ve dünya ticaretinin büyümesine zarar veren yabancı para kısıtlamalarının kaldırılmasına yardımcı olmak.
5. Yeterli koruma içinde üyelerin fonun genel kaynaklarını geçici olarak kullanabilmelerini sağlayarak onlara güven vermek ve böylece ulusal veya uluslararası zenginliğe zarar verici önlemlere başvurmaksızın ödemeler dengesini düzeltmelerine olanak sağlamak.
6. Yukarıdakilerle uyumlu olarak, üyelerin uluslararası ödemeler dengesindeki dengesizliğin derecesini azaltmak ve süresini kısaltmak.

Dünya Bankası’nın “fakirliği azaltmak” amacı vardı. Bu amaç, aşağıdakileri gerçekleştirmek için gelişen ülkelere kredi sağlayarak gerçekleştirilecekti:

\*Yabancı yatırımı teşvik etmek;

\*Uluslararası ticareti teşvik etmek;

\*Sermaye yatırımını kolaylaştırmak.

Dünya Bankası halen beş farklı organizasyondan oluşmaktadır:

\*International Bank for Reconstruction and Development (IBRD);

\*International Development Association (IDA);

\*International Finance Corporation (IFC);

\*Multilateral Investment Guarantee Agency (MIGA);

\*International Centre for Settlement of Investment Disputes (ICSD).

Dünya Bankası gelişmekte olan ülkelere kredi verir. Bankanın eylemleri mutlaka üçlü bir amacı gerçekleştirmeyi yani yabancı yatırımı teşvik etmeyi, uluslararası ticareti teşvik etmeyi, sermaye yatırımını kolaylaştırmayı karşılamalıdır. Fransa, çok sıkı koşullarla 250 milyon USD alarak Dünya Bankası’ndan ilk kez para alan ülke olmuştur. Savaş sonrası dönem yardımlarında birçok Avrupa ülkesi Dünya Bankası’ndan ziyade Marshall Planından arayışta olduklarından Dünya Bankası çoğunlukla Avrupalı olmayan gelişen ülkelere hizmet vermeye yönelmiştir.

***Özel Çekme Hakları***

1969 yılında IMF Özel Çekme Hakkı (Special Drawing Right – SDR) denilen bir hesap birimi yarattı. Bu hesap biriminin para kodu XDR olup IMF tarafından tanımlanır ve muhafaza edilir. XDR’nin değeri, temel uluslararası paraların ağırlıklı ortalamasıdır ve her 5 yılda bir IMF tarafından gözden geçirilir. Ağırlıklandırmalar her paranın uluslararası ticarette kullanım düzeyine ve ulusal döviz rezervlerindeki yerine dayanır. [[22]](#footnote-22)

Son gözden geçirim Kasım 2105’de yapılmış ve Ekim 2106’da uygulamaya konulmuştur. İlk kez Renminbi veya Çin Yuanı sepette yer almıştır. Sepette halen 5 para birimi yer almaktadır:

**Tablo: 3.1 Özel Çekme Hakkı Paraları**

|  |  |
| --- | --- |
| **Para** | **Ağırlık %** |
| ABD Doları | 41,73 |
| Euro | 30,93 |
| Çin Yuanı | 10,92 |
| Japon Yeni | 8,33 |
| İngiliz Poundu | 8,09 |
| Toplam | 100,00 |

SDR, uluslararası bir rezerv varlık olup mevcut yabancı para rezervlerini desteklemektedir. IMF ve diğer organizasyonlar için ise bir hesap birimi olarak kullanılır. Bazı ülkeler, SDR’yi paralarını bağladıkları bir temel olarak da kullanırlar. Münferit ülkeler, SDR’yi IMF’de mevduat biçiminde tutarlar. SDR hesapları resmi olarak tutulan altın, yabancı para ve IMF’deki rezerv pozisyonu ile birlikte ülkenin uluslararası parasal rezervlerini oluşturur. Üyeler, kendi aralarındaki işlemleri SDR’nin transferi ile de ödeyebilirler.

***IMF: 1990’ların Sonuna Kadar***

IMF üyenin kendisindeki pozisyonunu belirlemek için ***“kota sistemi“ (quota***) olarak isimlendirilen bir sistemi kullanır. Kota, bir ülkenin Gayrisafi Yurt İçi Hasılası (GDP), dış ticaret olan açıklığı veya ticari korumacılık politikalarının olmadığını gösteren açıklık, ekonomik değişkenlik ve uluslararası rezervlerin ağırlıklı ortalamasıdır. Her ülkenin kotası, IMF’nin hesap birimi olan SDR ile belirlenir. IMF, bir üyenin göreli pozisyonunu değerlendirmeye yardımcı olmak için bir kota formülü kullanır.[[23]](#footnote-23)

Bir ülkenin kotasının çok sayıda etkileri vardır. Birincisi, kota bir ülkenin IMF kaynaklarına katkıda bulunması gereken miktardır: dörtte biri rezerv paralardan (dolar, Euro, yen veya pound) olması gerekir iken kalanı ülkenin kendi ulusal parası olabilir. Bu fonlar, finansal destek gereksinimi olan üye ülkelere kredi verilebilmesi için IMF emrinde olmalıdır. İkincisi, kota ülkenin sahip olduğu oy oranı yüzdesi ile yakından bağlantılıdır: daha yüksek kota daha fazla oy yüzdesi demektir. Ancak küresel finansal krizden bu yana oyların % 6 kadarı, aşırı-temsile sahip ülkelerden daha fazla dinamik veya daha düşük gelirli ülkelere kaymasıyla oylarda revizyon olmuştur. Nihayet kota, üye ülkenin IMF’den borç alabileceği en yüksek miktarı belirler. Bir ülke, bir yıl içinde kotasının %200’üne kadar, toplamda da % 600’üne kadar borç alabilir. İstisnai durumlarda üst limit artırılabilir.

Kotalar her beş yılda bir yenilenir, ancak bir ülkenin kotası onun mubakatı olmaksızın artırılamaz.

***Yapısal Uyum Proğramları (SAPs)***

IMF ve Dünya Bankası üye bir ülkeye kredi verdiğinde buna kredi almak için yerine getirilmesi gereken koşulları belirleyen bir yapısal uyum proğramı (structural adjustment program) eşlik eder. Ülkenin insanları üzerinde etkiye sahip olabildiğinden SAP önemli eleştiriler almaktadır.

SAP’ın amacı, bütçe açıkları, yüksel enflasyon düzeyleri veya çoğunlukla kiralar, yakıt ve temel gıda maddeleri gibi temel kalemler üzerinde fiyat kontrollerinin olduğu krizin gidişatını açıklamaktır. Bu çoğunlukla hükümetin harcama proğramlarını keserek bir ülkeyi bütçe açıklarını azaltmaya zorlamak ve böylece devlet borçlanmasını azaltarak özelleştirme, yasal düzenlemelerin gevşetilmesi ve ticaret engellerini azaltarak ülkenin daha fazla Pazar-esaslı politikaları benimsemesini teşvik ederek gerçekleştirilir. Bu genel yaklaşım çoğunlukla Washington Consensus olarak isimlendirilmiş ve verimliliği teşvik ederek ekonomik büyüme yaratmak için kabul edilmiş genel bir stratejidir.

***Washington Consensus veya Neoliberalizm***

Washington Consensus, IMF ve Dünya Bankası’ndan yardım isteyen ülkelerde reform yapmak için gerekli olan yaklaşım konusunda uluslararası finansal kuruluşlar (IFIs) arasında yapılmış olan bir mutabakattır. Yaklaşım, 1980’lerde Latin Amerika’daki krizlere karşı bir çözüm amacıyla geliştirilmiştir.

Terimi isimlendiren iktisatçı John Williamson Washington Consensus’u meydana getiren 10 noktadan oluşan bir politikalar listesi üretmiştir. Bunlar;

1. Maliye politikasında (fiscal policy) disiplin olmalıdır. Hükümetler, GDP’lerine oranla büyük bütçe açıklarından kaçınmalıdırlar.
2. Kamu harcaması öncelikleri mali yardımlardan yüksek getiriler sağlayacak yatırım alanlarına kaydırılmalıdır.
3. Vergi bazını genişleten ve marjinal vergi oranını düşüren vergi reformu yapılmalıdır.
4. Faiz oranları pazar tarafından belirlenmeli ve reel terimlerle makul ve pozitif olmalıdır.
5. Döviz kurları rekabetçi olmalı ve geleneksel-olmayan ihracatta hızlı büyüme yaratacak şekilde dizayn edilmelidir.
6. İthalat üzerindeki kısıtlamaları azaltmak için ticaret liberalleştirilmelidir. Ticari koruma düşük ve göreli olarak yeknesak tarifeler yoluyla yapılmalıdır.
7. Doğrudan yabancı sermaye yatırımı (FDI) önündeki engeller ülkeye FDI girişini artırmayı teşvik etmek amacıyla azaltılmalıdır.
8. Devlet işletmeleri özelleştirilmelidir.
9. Emniyet (safety), çevrenin ve tüketicilerin korunması, finansal kurumların gözetimi konuları hariç yeni firmaların girişi ve rekabeti kısıtlayan kurallar gevşetilmelidir (deregulated) .
10. Aşırı maliyetleri olmaksızın fikri mülkiyet hakları (intellectual property rights-IPR) korunmalıdır.

Pazar güçlerinin işleyebilmesi için de genel olarak devletin rolü azaltılmalıdır.

Washington Consensus yoksulluğu artırdığı ve sosyal istikrarsızlık yarattığı için yaygın bir biçimde eleştirilmiş ve bu süre içinde de IMF ve Dünya Bankasının çalışmalarına ve SAPs a yönelik çok sayıda eleştiri olmuştur.

Ülkelere uymaktan başka hiçbir seçenek bırakmayan politikalar uygulayarak ülkelerin ulusal bağımsızlıklarını tehdit ettikleri için suçlanmışlardır. Devlet işletmelerinin özelleştirilmesi, şimdi yabancıların sahip olduğu endüstrilerin toplumun refahı yerine kârlılığa odaklanması anlamına gelmektedir. Nihayet, bütçe açıklarını kapatmada ısrar etmek zaten yeterince fonlanmayan eğitim ve sağlık gibi temel sosyal harcamaların kısılmasına yol açmakta: bu da sosyal rahatsızlıklara yol açmakta ve sonunda ekonomik büyümeye hasar vermektedir.

Bu dönemde IMF’ye yönelik bazı özel eleştiriler vardır. Örneğin, Dünya Bankası eski baş iktisatçısı ve Nobel ödüllü iktisatçı ***Joseph Stiglitz*** IMF’in Kore Merkez Bankasının 1997 Asya Krizi sırasında enflasyonu düşürmeye odaklanmaya zorladığını ifade etmiştir. Bunun nedeni, para politikasının parasal krizde kısmen rolü olmasa ve Batılı bankaların enflasyonla savaşmak gibi birincil amaçları olmamasına rağmen IMF’in enflasyonu düşürmenin bütün merkez bankalarının birincil amacı olması gerektiğine olan inancıdır. Stiglitz, IMF iktisatçılarının danışmanlık verdikleri ülkeler hakkında yeterli bilgiye sahip olmadıklarını, yönetimi iyi anlamadan Batının ***“her soruna uygun tek çözüm” (one size fits all)***  ekonomik politikasını kullandıklarını ve uygulamada ekonomilerin nasıl çalıştığını dikkate almaksızın ekonomik modellere odaklandıklarını söylemektedir. IMF, uygulamaya konulmasında ısrar ettiği reform politikalarının hızı konusunda da eleştirilmiştir. Uygulamada, özelleştirme çoğunlukla iş kayıplarına yol açmaktadır. Eğer hükümetler, işlerini kaybedecek insanları destekleyecek bir refah sistemi olmadan devlet sahipliğindeki işletmeleri özelleştirmeye zorlanırlar ise, politikalar başarısızlığa uğrar. İdeal olarak, bir hükümet işlerin yaratılacağı bir ortam oluşturmalıdır; örneğin çoğunlukla özelleştirmenin getirdiği iş kayıplarını gidermek için düşük faiz oranlarına sahip olmak gibi. Stiglitz, ayrıca bir hükümet ile IMF arasındaki ilişkilerde şeffaflık yetersizliği olduğunu, hatta ülkede Dünya Bankası çalışıyor ise Dünya Bankasından bile sır saklandığını da ileriye sürmüştür. Bu da kendi ülkelerinde muhalefet ve diğer baskı gruplarının IMF politikalarını eleştirmelerini önlemiştir.

Hükümetlerin bakanları da ülkelerinin gereksinme duydukları fonlamayı tehlikeye atmamak için kendilerini IMF’i eleştirmede güçsüz hissetmişler ve bu nedenle önerilerine sınırlı bir muhalefet ile IMF değişim için baskı yapmakta özgür olmuştur.

***IMF: Güncel İşlev***

2008 Küresel Finansal Krizinin ardından IMF’in anahtar bir rol oynaması gerekmiştir. Bu nedenle ana amacı yeniden ele alınmış ve 2010’da aşağıdaki amaç benimsenmiştir:

***Küresel parasal iş birliğini teşvik etmek, finansal istikrarı sağlamak, uluslararası ticareti kolaylaştırmak, yüksek istihdamı ve sürdürülebilir ekonomik büyümeyi sağlamaya çalışmak ve fakirliği azaltmak için çalışmak***

Bugün IMF’in 189 üyesi vardır ve en son 2012’de Güney Sudan üye olarak katılmıştır.

Halen IMF’in Başkanı Kristalina Georgieva’dır. Geleneksel olarak IMF Başkanları Avrupalı, Dünya Bankası Başkanları da Kuzey Amerikalıdır.

Halen ABD’nin 82,3 milyar SDR; BK’ın ise 20,1 milyar SDR kotası vardır. Üye ülkelerin tam bir listesi ile kotaları IMF internet sitesinde bulunabilir.[[24]](#footnote-24)

Kota, üye ülkelerin gereksinimleri için kredi vermede kullanılacak IMF kaynaklarını artırmak amacıyla 2016 yılında kabaca 2 katına çıkarılmıştır.

2106 ortalarında yayımlanan “Euro” kitabında Pazar köktenciliği (market fundementalism) olarak isimlendirdiği ve Washington Consensus’u ile yasalaştırılmış olan neoliberalizm hakkında Stiglitz şunları yazmıştır:

*“Pazar köktencileri, hükümetlerin enflasyonun düşük ve stabil olmasını sağladıklarında piyasaların büyümeyi ve refahı sağlayacağına inanmışlardır. ..Böylesi bir inanç ve kesinliğe sahip olanlar yeni kanıtlara karşı bağışıktırlar, bu inançlar doğru bir biçimde ideoloji olarak tanımlanabilir.”*

Stiglitz devamla şunu söylemiştir:

*“IMF ve Dünya Bankası tarafından bütün dünyada desteklenen benzeri düşünceler Afrika’da kayıp çeyrek-yüzyıla, Latin Amerika’da kayıp on-yıla ve Eski Sovyetler Birliği ve Doğu Avrupa’da komünizmden Pazar ekonomisine geçişte en azından hayal kırıklığına neden olmuştur.”*

***Neoliberalizmden Sonra***

Kitabın yazımı sırasında, neoliberalizme karşı büyüyen bir tepki vardı. IMF’in bu konudaki söylemini Bölüm 4’de göreceğiz. İktisatçılar Joseph Stiglitz ve Thomas Piketty değişimin kaçınılmaz olduğunu ileriye sürmektedirler. Kısa bir süre önce düşünülemez bir şey olan BK’ın AB’nden ayrılmasını oyladığını, Donald Trump’un ABD Başkanı seçildiğini, Jeremy Corbin’in BK’da İşçi Partisi liderliğini gördük.

Bu bir ölçüde küresel finansal krize ve onun sonuçlarına karşı bir cevap ve birçok Batılı ülkede fakirliğe, büyümesizliğe ve artan eşitsizliğe bir reaksiyondur. 2009’dan buyana Euro bölgesinde hemen hemen hiç büyüme yoktur.

Ne olacağı konusunda spekülasyon yapmayacağım. Düşüncem neoliberalizm çağının kapanmaya doğru sürüklenmekte olduğudur.

**Özet**

Bu bölüme, son 150 yıl boyunca kambiyo kurlarının organizasyonun inceleyerek başladık. Bunun nedeni, altına dayanan veya sabit kurlarının kullanımını esas alan bir paraya dayanmanın güçlükleri hakkında bilinmesi gereken çok şey olduğu için kısmen mevcut ortamı özellikle de IMF ve Dünya Bankası gibi uluslar üstü organizasyonları inceleyecek bir çerçeve yaratmak idi.

Farklı ülkelerdeki mukimler ve işletmelerin faaliyetleri ve ekonomik kararları üzerinde değişen kambiyo kurlarının etkilerini incelemeye başladık.

IMF ve Dünya Bankasının değişen rolü üzerindeki tartışmaya geçtik ve her ikisini değerlendirmeye çalıştık. Sonunda neoliberalizmi tanımladık ve politikadaki bazı güncel olayları dikkate alarak 1980’lerden bu yana küresel ekonomi üzerindeki neoliberalizmin eğemenliğinin azalmakta olduğunu not ettik. Bölüm 4’de Euro krizini ve özellikle Yunan krizini tartıştığımızda IMF’in güncel rolüne geri döneceğiz.

**Sorular**

**Soru 1**

IMF ve Dünya Bankası internet sitelerini ziyaret edin ve her birinin üstlendikleri faaliyetleri inceleyin.

**Soru 2**

BK vatandaşı olduğunuzu varsayın ve poundun bu yılın sonunda GBP1= USD1,15 kuruna düşeceğine inanıyorsunuz. 20.000 Pound tasarrufunuz var ve önümüzdeki üç yıl içinde buna başvurma ihtiyacınız olmadığını düşünüyorsunuz.

Kambiyo kurundaki bu değişimden nasıl yararlanmayı düşünürdünüz?

Planınızın sizin için taşıdığı riskler nelerdir?

**Soru 3**

BK; Brexit’e hazırlanırken onların neoliberal bir ajanda izleyeceklerine inanıyor musunuz?

**EK: (ç.n.)**

**1971 e kadar altının rolü**

Altın uluslararası bir ödeme aracı olarak uzun süredir mevcuttur . Ama bir rezerv varlık olarak işlevinde önemli yetersizlikler vardır. Birincisi, sıfır üretim maliyeti olan bir finansal araç ile aynı şekilde yerine getirilebilecek bir işlev için önemli pozitif üretim maliyeti olan bir malı kullanmak israftır. İkinci olarak,altının kullanımı altının üretildiği ülkeye yarar sağlar ama bundan zorunlu olarak dünya ekonomisi yararlanmayabilir. Ve dünyanın en büyük altın üreticileri olan Sovyetler Birliği ve Güney Afrika'nın politik yapısına itirazlar vardır. Üçüncüsü, altının arzındaki artış dünyanın ilave artan uluslararası likidite gereksinimini yansıtmayabilir. Bunlar önemli ölçüde SSCB ve Günüy Afrikanın döviz gereksinmesi ile ilgili olabilir.

Altının fiyatı 1933 de onsu USD35 olarak belirlenmişti ve bu sabit değer 1970 lerin başına kadar korunmuştu. Paralar dolara bağlandığından, merkez bankaları kendi paralarını dolara çevirebilir ve dolarla da altın alabilirlerdi. ABD Federal Reserve Bank bu fiyattan altın alıma ve satmaya arzulu idi. Dünya para sistemini desteklemekte ABD nin istekliliği İkinci Dünya Savaşı sonunda dünya resmi reservlerinin yüzde 60 ını veya USD20 mılyar olarak değerlendirilen stoğa sahip olduğu sırada kendisine verildiğinde anlaşılabilirdi. Dolar ve onun altın desteğinin hassas olmadığı düşünüldükçe yabancı merkez bankalarının hiç bir şey kazanmayan altın yerine faiz kazanan paraları tutmaları için bir teşvikleri vardı.

1954 yılında özel alıcı ve satıcıların faaliyette bulunabileceği bir altın piyasası Londra'da açıldı. 1962 yılında $80 milyonluk bir merkez bankası altın havuzu kuruldu. Altın havuzu ,ABD dahil, sekiz ülke arasında altını serbes piyasada alıp satarak altın fiyatını, 1 ons =USD35 olan resmi fiyatın civarında tutmak amacıyla kurulmuştu. 1967 de Fransa altın havuzunu terketti.

1960 ların sonunda dolar yalnız yabancı merkez bankaları için değil bütün dünyadaki özel spekülatörler için de doların altına konvertibil olduğu bir durum mevcuttu. 1968 e kadar ,başlıca merkez bankaları birlikte altın havuzu anlaşması ile altının fiyatını 1ons=USD35 da tutan bir kulüb oluşturmuşlardı. Altın fiyatının aşağıya doğru düşeceğine ilişkin bir bekleyiş olmadıkça artacağına ilişkin iyi bir bekleyiş varıdı ve bu da spekülatörlere tek yönlü bir seçim verdi. 1968 de merkez bankaları ticari muameleler için altının fiyatını serbest bırakmaya zorlandılar. Ama, aralarındaki ödeme anlaşmalarında eski fiyatı korumaya ve serbest piyasada altın satmamaya karar verdiler. Bu ikili sistem altında merkez bankaları altın fiyatının resmi fiyatın civarında kalacağını beklediler. Ancak bu uzun sürmedi.

Artan bir ölçüde, sabit kurları savunmak giderek güçleşmekteydi ve dünyadaki bir çok hükümet önemli dengesizlik olarak nitelenen durumlara rağmen devalüasyon veya revalüasyon yapmakta istekli değillerdi. Diğer bir deyişle ulusal hükümetler sistemi kötüye kullanıyorlardı.

1971 de sistem iki cepheden açık bir baskı altında idi; sabit altın fiyatı ve sabit döviz kurları. 1972 seçimlerine hazırlanan Başkan Nixon ABD de talebi genişletme olanakları aramakta idi. Dolara karşı spekülasyonlar tırmanmış idi. Avrupa ve Japonyadaki bir çok merkez bankası ekonomik ve spekülatif baskıların taraftar olduğu paralarının değerini yükseltmek yerine Bretton Woods tarafından öngörülen dar sınırlar içinde paralarını tutmak için dolar almaya zorlanıyorlardı. Altının serbest piyasa fiyatı aniden yükseldi. Bu bir çok ülkenin fazla dolarlarını resmi fiyat olan 1ons= USD35 dan altına dönüştürmeyi talep etmelerine yol açtı. Diğer ülkelerin rezervlerinde USD50 milyar yüküme karşılık USD10 milyar altın rezervi olan (bir başka deyişle de altında USD40 milyar açık pozisyonu olana) ABD nin Agustos 1971 de konvertibiliteyi kaldırma kararı vermesine neden oldu ve USD serbestçe dalgalanmaya bırakıldı.

Uluslararası para sistemi hakkında önemli endişeler vardı ve Aralık 1971 de, ABD de Smithsonian Enstitüsünde bir maliye bakanları konferansı toplandı. Bu Smithsonian-Agreement olarak isimlendirilen anlaşma ile sonuçlandı. Bu, müdahale zorunlu hale gelmeden önce merkez bankalarına yeterli hareket alanı bırakmak için sabit kambiyo kuru bandı spreadini yüzde 4,5 e çıkardı. Aynı zamanda doların resmen altına karşı devalüasyonu ile bir çok paranın yukarıya doğru dolara karşı revalüasyonu kabul edildi. Madenin fiyatı onsu USD35’den onsu USD38 ‘e çıkarıldı ve fiili dolar devalüasyonu yüzde 9 du.

Dolar-esaslı uluslararası para sistemi ABD ödemeler dengesinin doların başlangıç devalüasyonuna tepki vermekte başarısız olup ikinci bir düzenleme yapıldığı zamana kadar bir yılı biraz aşkın bir süre işlev görmeye devam etti. Şubat 1973 de dolar yeniden devalüe edildi; bu altının resmi fiyatnı 1 ons=USD41,22 ‘a çıkardı. Ama bu , Mart 1973 de yeni bir kriz doğduğunda aşırı baskı getirdi ve Avrupa merkez bankaları dolar almayı reddettiler. Mart ortalarında ondört önemli sanayileşmiş ülke düzeltilebilir bağımlı sisteme son verip paralarını dalgalanmaya bıraktıklarında Bretton Woods dönemi sonunda çökmüştür .

**04**

**KÜRESEL FİNANSAL KRİZ SONRASINDA KÜRESEL FİNANSAL ORTAM VE EURO**

**Bu bölümün sonunda;**

* **Euo’yu, onun tarihini, yararlarını ve dezavantajlarını tartışabileceksiniz**
* **Euro krizinin nedenini ve sonuçlarını tartışabileceksiniz**
* **Yunanistan’ın kurtarılmasında IMF’in rolünün eleştirel bir değerlendirmesini yapabileceksiniz;**
* **Kamu borcunun maliyeti üzerinde Euro’nun etkisini açıklayabileceksiniz.**

**Giriş**

Euro, 2002 yılında 12 Avrupa Birliği (AB) ülkesi tarafından benimsendi ve bugün AB dışında olup Euro’yu benimseyen 4 ülke ile birlikte 28 AB ülkesinin 19’unun yasal parasıdır.[[25]](#footnote-25) Bu bölümde Euro’nun başarısını ve sorunlarını tartışacağız. Euro’yu kullanan AB ülkeleri Euro bölgesini (eurozone) oluştururlar. Bazı bakımlardan Euro’nun yaygın bir başarısı vardır; şimdi ABD Dolarının arkasından dünyada en çok kullanılan ikinci rezerv paradır ve küresel rezervlerinin dörtte birinden biraz azını oluşturmaktadır. Ama küresel finansal krizden yara almadan çıkamamıştır. Euro’yu kullanan bazı ülkeler önceye kıyasla daha düşük faiz oranları ile borçlanabileceklerini ve Yunanistan örneğinde olduğu gibi asla geri ödemeyecekleri bir parayı borçlanabileceklerini düşünmüşlerdir. Küresel krizin ardından hükümetler bankaları kurtarma baskısı altında iken Euro krizi onları vurdu ve Yunanistan borcunun büyük kısmında temerrüde düştü.

**Euro’nun Kısa Bir Tarihi**

AB’nde tek bir parayı kullanıma koyma isteği Avrupa’da uzun süredir sahip olunan bir vizyondu ve yaratım patikasının tarihi 1960’lara kadar geriye gider. Bretton Woods para anlaşması çökünce ve paralar serbestçe dalgalanınca tek bir paranın getirilmesi, döviz kuru dalgalanmalarını elimine etmenin bir yolu olarak görülmüştü. Avrupa Para Birimi (European Currency Unit-ECU)’ni kullanan Avrupa Para Sistemi (European Monetary System-EMS) Mart 1979’da kuruldu. ECU, AB’indeki paraların sabit miktarlarından oluşan bir sepetti. EMS’nin amacı, ticareti ve büyümeyi teşvik ederek istikrarlı bir döviz kuru bölgesi kurmaktı. EMS ayrıca tek bir para için hazırlık yapan AB içindeki ekonomi politikalarının bütünleşik hale getirilmesi ve yakınlaştırılmasını hızlandırmayı da istemişti. ECU, AB merkez bankalarının arasındaki hesapların takasında sanal ama gerçek bir para (virtual currency) ve AB iş dünyasında da resmi bir para olarak kullanılmıştı. ECU ayrıca uluslararası kredi ve tahvil piyasalarında da sıklıkla kullanıldı.

Ülkelerin paralarını, diğer paralara karşı belirlenmiş bir marjın içinde tutmaları gerekiyordu. Başlangıçta bu merkezi bir kura karşı her iki yönde %2.5 idi. Eğer bir para belirlenen sınırın dışına çıkma riski içinde ise hükümetin ya resmi faiz oranlarını düzelterek veya paraları alıp satarak müdahalede bulunması gerekiyordu. Uzun dönemde tek başarılı strateji para politikalarını yakınlaştırmayı benimsemek idi.

1993 Maastricht Sözleşmesi, tek para olarak Euro’nun çıkarılmasının da olduğu, ekonomik ve parasal birliğin temellerini öngörmüştü.

Avrupa Merkez Bankaları Sistemi 1998’de kuruldu ve bir sanal para olarak Euro 1998’de yaşama geçti. Ocak 2002’de de bütün Euro bölgesi ülkelerinde dolanımdaki yasal para oldu.

**Euro ve Küresel Finansal Kriz**

Euro, kullanılmaya başlamasından sadece birkaç yıl sonra çok az kişinin öngörebildiği ölçekte bir test ile karşılaştı. Küresel finansal kriz, Euro bölgesinin bazı üyelerinin finansal ve ekonomik durumundaki zayıflıkları açığa çıkardı ve sistemi neredeyse kırılma noktasına gelmecesine test etti.

2009’daki Euro krizinin bir kısmının kökleri Euro’nun yaratılmasına giden dönemdedir. 1990’ların sonunda düşük enflasyon, düşük para oynaklığı ile bütçe açıkları ve kamu borçlanması üzerindeki üst sınır dahil Euro bölgesi üyeliği için sıkı kriterler konuldu. Ama bazı hükümetler, özellikle Yunanistan, gerçek borcu gizlemek için bilanço-dışı (off-balance-sheet) faaliyetler ve kompleks finansal ürünler dahil biraz yaratıcı muhasebe kullandılar. Yunanistan, vergiyle topladığından daha fazlasını harcıyordu ve bu nedenle de sürekli daha fazla borçlanıyordu.

Yunanistan’ın temel endüstrileri turizm ve gemiciliktir ve her ikisi de ekonomik daralmalara karşı çok duyarlı olduğundan bu, küresel finansal krizin Yunanistan üzerinde önemli bir etkiye sahip olması anlamına gelmektedir.

2009’da yeni Yunan hükümeti finansal işlemlerinde daha şeffaf oldu ve Yunan bütçe açığının Maastricht anlaşması ile izin verilen maksimim %3’den çok daha büyük olduğunun kaçınılmaz olarak ortaya çıkmasıyla alacaklılar Yunanistan’ın mevcut ve gelecekteki borçlarının servisini yapabilme kabiliyeti konusunda kaygılanmaya başladılar. Böylesi bir durum yapısal açık olarak nitelenmekte olup azaltılması veya elimine edilmesi çok güç olabilir. Yunanistan açıkçası en fazla güçlük içinde olanı olmakla birlikte başka ülkeler de Maastricht kurallarını ihlal etmişlerdi ve kaygıya neden oluyorlardı. Bunlar Yunanistan ile birlikte Portekiz, İtalya, İspanya ve İrlanda olup PIGS ülkeleri olarak da isimlendiriliyorlardı.

Aynı zamanda bu ülkeler Euro bölgesine katıldıkça, tek pazarın büyümesinin bir unsuru olarak finansal liberalleşme ve yasal düzenlemelerin gevşetilmesi ve ekonomileri modernleştirmek için küreselleşmenin baskısı ile uğraşmaya zorlandılar. Euro’nun ilk yıllarında Almanya gibi Kuzey ülkeleri ile güneyli fakir komşuları arasında büyüyen bir ticaret açığı vardı. Son olarak bu ülkeler, küresel finansal kriz nedeniyle ciddi güçlükler yaşayan bankaları kurtarma güçlüğü ile karşılaştılar. Kurtarmaların sonucu, bankacılığın borcunun kamu borcuna dönüştürülmesi ve zaten aşırı gerilmiş olan hükümetlere yeni borçlar eklemesi idi. Ülkeler diğer üye ülkelerden, Avrupa Merkez Bankası ve IMF’den yardım aramak zorunda kaldılar.

2009 sonbaharına kadar, Euro bölgesi hükümetleri birbirleri ile aynı yaklaşık aynı faiz oranlarıyla borçlanabilme olanağına sahiptiler. Kreditörler, bir Euro’nun bir Euro olduğuna ve Euro üzerinden düzenlenmiş bir kamu borcunun hangi hükümet tarafından çıkarıldığının önemi olmadığına inanmışlardı. Ancak kısa süre içinde bazı ülkelerin kredi riski ile karşılaştıklarını ve uzun vadeli olanlar dahil bunların faiz oranlarının hızlı bir biçimde yükseldiğini gördüler. Yunanistan’da faizler iki yıl içinde yaklaşık %30’a yükseldi.

ECB, European Financial Stability Facility (EFSF) ve European Stability Mechanism (ESM) dahil güçlük içindeki ülkelere yardım için birçok girişimde bulundu. Ayrıca faiz oranları düşürüldü ve finansal güçlük içindeki üyelerini desteklemek amacıyla çok düşük faiz oranlarından bir trilyon Euro’nun üzerinde borç verdi.

Uygulamada, en fazla etkilenen ülkeler olan İrlanda, Portekiz ve Yunanistan birlikte Euro bölgesinin GSYİH’nın yaklaşık %6’sını oluşturuyorlardı ve ekonomik bakımdan bölge üzerindeki etki büyük değildi. Ancak, Euro ve Euro bölgesi hakkındaki politik kaygılar önemli idi. Yunanistan hem 2010’da hem de 2011’de yeniden finansal destek aldı.

2014’e kadar PIGS ülkelerinin çoğunun finansal durumunda önemli iyileşme oldu.

**Küresel Finansal Krizden Bu Yana Euro**

Küresel finansal kriz bir bankacılık krizi olarak başlamış iken kısa sürede bazı hükümetlerin de finansal zorluk (distress) içinde oldukları ortaya çıktı. 2000’den beri yatırımcılara düşük getiri verme madalyonunun öbür yüzü çok düşük maliyet ile büyük miktarlarda borçlanma olanağı idi. Euro’daki kredi derecelendirmelerinin eski orijinal paralarından çok daha iyi olduğunu gören ve bu fırsatı yoğun bir borçlanma için kullanan hükümetlerin olduğu İrlanda, İspanya, Portekiz ve Yunanistan gibi Euro bölgesi ülkeleri için ise bu daha da doğru idi.

Küresel finansal krizin ve onu izleyen resesyonun bir sonucu olarak bu ülkeler borçlarını yeniden finanse etmek veya bankalarını kurtarmak için daha fazla borçlanmayacaklarını anladılar, Yunanistan örneğinde yıllık faiz oranının %60 olması gibi borçlanma maliyetleri uçuşa geçti. Euro bölgesindeki diğer ülkelerin tahvillerine sahip olan birçok ülke krizin Euro bölgesinin büyük kısmını içine çekebilecek ve Euro’nun bizatihi kendisini tehdit edebilecek bir yayılma korkusuna kapıldılar. Bir ölçüde önceki hükümetin daha eski yıllardaki bütçe açıklıklarının büyüklüğünü gizlemesi nedeniyle Yunanistan bu yeni krizin en sert etkilediği ülke oldu. Yunanistan, Avrupa Merkez Bankası, Uluslararası Para Fonu ve 2010’da Güney Avrupa Euro bölgesindeki üyelerin hükümet borç krizini (sovereign debt crisis) ele almak amacı ile 2010’da kurulmuş olan European Financial Stability Facility (EFSF) gibi uluslararası kurumlardan yardım istemek zorunda kaldı. Yunanistan’a kredi verenler, bazı borçların 2012’ye ertelenmesi olan bir borç yapılanmasını kabul etmeye zorlandılar. Aslında İrlanda, İspanya ve Portekiz de finansal yardım talebinde bulunmuş olsalar da bir örnek çalışma olarak Yunanistan üzerinde odaklanmayı sürdürelim.

***ÖRNEK OLAY*** Yunanistan ve finansal kriz

2016 yazında Yunanistan’ın vadesi gelen borçlarını ödeyebilmesi ve zamanında ödeyemediği iç borçları ödeyebilmesi için gereksinme duyduğu EUR10 milyarın üzerindeki ilave yardımla Yunan borç krizi sürdü. Bu fonlamaya ulaşmak için Yunan Hükümeti mali reform yapmak zorunda kalmıştı. Yunanistan’a bu kurtarmanın şimdiye kadar ki toplam maliyeti EUR170 milyara gelmişti ve bu Yunanistan’ın yıllık yurt içi hasılası (GSYİH) rakamından sadece biraz daha düşüktü. EFSF Yunanistan’ın gelecek aylarda ve yıllarda yeni ek yardımlara gereksinme duyacağını beklemekteydi.

Ocak 2017’de IMF, Yunanistan hakkında yıllık raporunu hazırladı. Raporda, “Yunanistan büyüyerek borç problemini çözemez” düşüncesini ileriye sürüldüğünden IMF Yunanistan’a daha fazla borç para vermeye katkıda bulunup bulunmamayı sorguladı. IMF, ülkeye borç yapılanması sağlanmaz ise Yunanistan’ın borç-GSYİH oranının 2060 yılına kadar %180’den yaklaşık %300’e yükseleceğini öngördü. O sırada yalnızca Japonya ve Zimbabve bu oranı aşmıştı. GSYİH’nın oranı olarak İtalya ve Portekiz yaklaşık %130’u, İrlanda yaklaşık %120’si, Birleşik Devletler ve Fransa %100’ü, BK %90’ı ve Almanya %70’i civarında borçlanmışlardı.

Yunanistan’ın tahvillerinin değerini düşürerek tahvillerin getirisini %9’a kadar çıkmaya zorlamadan bir başka kurtarmanın yapılamayacağından korkuluyordu. Ayrıca Yunan hükümeti ekonomik performans tahmininin daha iyi olmasının ardından bir borç yapılanmasına da direndi. Almanya, Finlandiya ve Hollanda gibi bazı kuzey Euro bölgesi ülkeleri Avrupa Komisyonu ve diğer AB organizasyonlarının Yunanistan’ın kurtarılmasını yönetmedeki kabiliyetlerine olan güvenlerini yitirmişlerdi ve bir başka Yunan borç krizi riskini alarak işleme IMF’in katılmasının gerekli olduğunda ısrar ediyorlardı.

Nisan 2017’ye kadar IMF dahil bütün taraflar Yunanistan için 2017 yazında ödeme vadesi gelecek olan borçlarını geri ödemesini sağlayacak olan bir reform paketini kabul edebilirlerdi. Yunan otoriteleri faiz-öncesi bütçe fazlasını %2’ye çıkararak artıracak olan vergi reformu ve emeklilik reformunu kabul ettiler ve kitabın yazımı sırasında programın açık olmayan bir borç ertelemesi (debt relief) içermesi muhtemeldi. Açıktır ki Yunanistan önümüzdeki yıllarda da finansal destek ihtiyacı duymaya devam edecektir.

|  |
| --- |
| **Faaliyet**  Yunanistan borç krizini inceledik. Diğer PIGS ülkeleri olan İrlanda ve İspanya, Portekiz’den bir veya ikisini veya İtalya’yı seçin ve küresel finansal krizden ve Euro krizinden ne ölçüde çıkmış olduklarını araştırın. Bu soruyu cevaplandırmak için devlet borçlarını ve tüketici borçlarını, bankacılık siteminin istikrarını ve GSYİH büyümesini dikkate almak isteyeceksiniz. İtalya’yı seçerseniz bankaların istikrarına bakarak başlamak isteyebilirsiniz. |

**Euro Krizinde IMF’in Rolü**

Bölüm 2’de 21inci yüzyılda IMF’in ve Dünya Bankası’nın performansını değerlendirmiştik. Bu bölümde Euro krizinde IMF’in rolüne daha ayrıntılı bakacağız.

Temmuz 2016’da IMF’in Bağımsız Değerlendirme Ofisi (Independent Evaluation Office-IOE), İrlanda, Portekiz ve Yunanistan’ın kurtarılma çalışmalarının bir iç değerlendirmesini gerçekleştirdi. Euro krizi boyunca IMF, Avrupa Komisyonu (European Commission-EC) ve Avrupa Merkez Bankası (ECB) ile çalıştı; birlikte bu üçü “Troika” olarak isimlendirildiler. EC, ortaklıkta Euro bölgesi üye devletleri temsil etti. Politik ve finansal organizasyonların karışımı IMF çalışanlarının teknik değerlendirmelerini politik olarak etkileme riski taşıyordu.

İç rapor, Euro krizinde IMF’in rolünün eleştirisi idi. IEO’nun başkanı IMF’in bir AB üye ülkesini kurtarmak zorunda olacağını asla düşünmediğini ve böylesi bir durumla uğraşmak için bir stratejisi olmadığını ileriye sürmüştü. IEO, IMF’in Euro hakkında çok iyimser olduğunu ve Euro krizini çevreleyen temel meseleleri doğru bir biçimde belirlerken riskleri ve onun sonuçlarının büyüklüğünü ciddi bir biçimde küçültmüştü.

IMF’in ayrıca beklenen büyümeyi, özellikle de Yunanistan’daki büyümeyi, önemli ölçüde yüksek tahmin ettiği tespit edilmiş idi. IEO, IMF’in değişik Avrupa ülkelerinden gelen politik baskıya tekrar ve tekrar izin verdiğini ve günlük kredileme kararlarını vermekten sorumlu olan IMF İcra Kurulunun bazen toplantılarda yeterince bilgilendirilmediği iddia etti. Üyelerden bazıları toplantıda öğrendiklerinden daha fazlasını gazetelerden öğrendiklerini ileriye sürmüştür. Rapor, IMF’in tepkisinin açık ve düzgün olmadığını ve IMF Yunanistan’ın kurtarılışı içine girişmeden önce Ülkenin 2010’da ilk kurtarılışı sırasında Yunan borcunun yeniden yapılandırılmasında başarısızlığa götüren temel kararların aslında Avrupa’da alınmış olduğunu bulmuştur. IEO, finansal yardımın ülkenin borcunu kontrol altına almaya veya ülkenin ekonomisinin iyileşmesine yardımcı olmayı sağlamaya yeterli olduğunu garanti edememişken Yunanistan’a finansal yardım vererek IMF’in kendi protokollerini dikkate almadığını belirlemiştir. Böylesi bir destek bir başka IMF üye devletine, özellikle de gelişen ve yükselen piyasa ekonomilerine, verilmemiş idi. Eski bir IMF görevlisi olan Eswar Prasad’a göre “Gelişmiş ekonomilerle ilgili meselelerde politik faktörler teknik mülahazalardan daha fazla rol oynar görünmektedir”. Kreditör ülkelerin politik mülahazalarına AB tarafından yeterince ağırlık verilmiş olduğu görünmektedir. Bu ise bazen IMF çalışanlarının optimal olmayan bir sonuç için baskı altında olduklarını hissetmelerine neden olmuştur.

IMF Başkanı Christine Lagarde, eleştirilerin bir kısmını doğrulandığını ve iç prosedürlerin iyileştirilmesin gerektiğini kabul etmiş, ama politik müdahaleye karşı harekette bulunmayı reddetmiştir. IMF’in, Euro bölgesindeki eylemlerin oldukça başarılı olduğunu ileriye sürmüştür. Yunanistan’ın kurtarılması üzerine şöyle demiştir:

*“Başlangıçtaki ekonomik hedefler aşırı istekli iken tekrarlanan politik krizlere, örtülü çıkarların geriye itmesine ve beklenen üretim daralmasından çok daha derin bir daralmaya neden olan ciddi uygulama sorunlarına rağmen program en uygunu idi.”*

Daha sonra şunu söyledi:

*Uluslararası dostlarının benzeri görülmemiş yardımı ile Yunanistan olağanüstü bir düzeltmeyi üstlendi. Bu, Yunanistan ve Euro bölgesi üyelerin temel hedefi de olan, Yunanistan’ın Euro bölgesinin bir üyesi olarak kalmasını sağladı.*

Rapor, Almanya ve IMF arasında bir gerilim olduğunu onaylamaktadır. Almanya Yunanistan’a yardımın sürmesini istiyordu. IMF ise daha fazla fonlama konusunda kararsızdı ama bunun kabul edilmesinden önce gelecekte yapılacak bir başka kurtarmanın açık, detaylı Yunan borç yeniden yapılandırma planına bağlanmasının zorunlu olmasını açıklamıştı.

Şubat 2017’de ülke için üçüncü bir kurtarma proğramına IMF’in katılıp katılmayacağı açık değildi. Almanya, IMF çekilmesi halinde kredi vermeyi durduracağı tehdidinde bulundu ama IMF ancak Almanya’nın ısrar ettiği anlamlı bir borç kolaylığı (debt relief) olursa devam edebileceğini açıkladı. IEO’dan müfettişler, borç yapılandırılması olmaksızın 2010’daki ilk kurtarmaya katılma kararının başından beri projeyi zayıflattığı sonucuna ulaştıkları için IMF’in isteksizliği belki anlaşılabilirdi.

IEO şu sonuca ulaşmıştı:

*IMF İcra Kurulu, Yunanistan’ın kamu borcunun yüksek bir olasılıkla sürdürülebilir olmadığı kabul edilmesine rağmen, Yunanistan’ın finansmana istisnai ulaşımını sağlayan bir kararı onaylamıştır.*

Rapor şöyle devem etmiştir:

*Yayılma riski bu karara ulaşmada önemli bir kaygı idi. Fon kaynaklarına istisnai ulaşım konusunda, İcra kurulunun konuya baştan dahil olmasını öngören IMF’in politikası sadece formalite icabı izlenmiştir.*

Rapor, kamu maliyesinde düzeltme yapacak politik bakımdan güç önlemlerle Yunanistan’ın kendisinin çok az ilerleme gerçekleştirdiğini; ülkenin borç içinde ve krize saplanıp kaldığını açıkça ortaya koymaktadır. IMF’in perspektifinden, bunların hepsinin merkezindeki, Fonun Avrupalı hükümetlerden gelen politik baskılara boyun eğdiği ve bazı üye devletlerin IMF’in Yunanistan’daki işinde kuralları eğip büktüğüne ve gelişmiş bir ekonomiye, az-gelişmiş ülkelere uygulanandan daha müsait bir biçimde davrandığına inanması kaygılarıydı.

Bu müfettişlerin, Fon tarafından yapılacak teknik analizde politik müdahaleye karşı daha kesin korumalar talep etmelerine neden oldu. IMF Başkanı Christine Lagarde hayır dese de eleştiriler Fonun Avrupa’daki stratejisinin yükselen piyasalardaki sözlerinden farklı olduğu inançlarını destekleyici çok şey gördüler. En sonunda, her zaman bölünmüş olan Yunanistan’ın kreditörleri sonbaharda müzakere odasına döndüklerinde bu masadaki parayı yükseltecekti.

London School of Economics’deki Hellenic Observatory’nin yöneticisi Kevin Featherstone geçmişten bir yankı olarak, Yunan kurtarımlarının ana yararlanıcılarının Yunan halkından çok finansal kurumlar olduğunu, kurtarma paketinin % 80’den fazlasının büyük ölçüde Yunanistan dışındaki finansal kurumların elindeki eski kamu borcunun yeniden finansmanı için kullanıldığını ileriye sürmüştür. Bu devasa ölçekte bir işlem olup, borcu fiilen özel finansal kurumlardan Avrupalı vergi mükelleflerine aktarmıştır.

2107 ilkbaharında Yunanistan için kurtarma paketinde önemli ölçüde mutabakat olsa da 2016’da BK Brexit oylaması, 2017’de Almanya, Fransa ve İtalya’da seçimler ile politik bakımdan ilginç zamanlarda yaşıyoruz. Euro bir bakımdan belirsiz bir gelecek ile karşılaşmasını sürdürmeye devam edecektir.

**Tek Bir Paranın Benimsenmesi**

Euro’nun kabul edilmesinin yararları onun savunucuları tarafından yaygın bir biçimde büyütülmüştür. Tek bir parayı kullandıklarında, ülkeler gerçekte sabit döviz kurunun ekstrem bir biçimini kabul etmektedirler. Bu, sabit kurun sınırlılıklarının yanısıra yararlarını da getirmektedir. Euro’yu kabul etmenin spesifik argümanları şunlardır:

* Şirketler, döviz kurlarındaki değişimlerin güçlüklerini kendilerine sorun yapmak zorunda olmadıklarından döviz riskinin elimine edilmesi. Euro bölgesi dışındaki işletme ile ticaret yapıldığında Euro bölgesindeki bütün işletmeler, rekabetçiliklerini geliştiren aynı düzeydeki döviz riski ile karşılaşacaklardır. Bunu Bölüm 5’de ayrıntılı olarak tartışacağız.
* Parayı değiştirmek gereği olmadığından daha ucuz muamele maliyetleri.
* Farklı ülkelerde benzer ürünleri yapan veya satan firmalar arasında şeffaf fiyat farklılıkları. Bu tüketiciler için iyi olduğundan rekabetçiliği artırmalıdır ve performans hedeflerini geçekleştirmeye zorlayarak da firmaları daha etkin yapar.
* Farklı ülkelerdeki firmalar arasında uzun-dönemli iş bağlantılarının teşviki.
* Ülkeler arasındaki iş yapmayı artırarak ticaret akımlarını artırır. Ticaret akımlarının artmasının bir ülkenin zenginliğini artırdığı açıktır.
* Bir hedef şirket için ödenecek fiyatı belirlemek daha kolay olacağından Euro bölgesinde birleşme ve devralmaları artırarak uluslararası ölçekte faaliyette bulunabilecek daha büyük şirketler yaratmak.
* Bütün bunlar, BK gibi ülkeler Euro’da olmasalar bile, içinde yer alan ülkelerin ekonomik ağırlığı nedeniyle ekonomilerin daha fazla bütünleşmesine neden olur

Diğer yandan Euro’nun finansal piyasalar üzerinde de pozitif bir etkiye sahip olacağı ileriye sürülmüştür:

* Pay fiyatları, rekabeti artırarak daha kıyaslanabilir olacaktır. Kuşkusuz ekonomiler birbirleriyle daha fazla ilişkili oldukça (correlated) pay fiyatları da daha çok birbiriyle ilişkili olmalıdırlar. Bu şeffaflığı artırırken Bölüm 1’de ele almış olduğumuz çeşitlendirmenin yararlarını da azaltır
* Yatırımcılar döviz riski olmadan diğer ülkelerde yatırım yapmakta özgür olacaklardır. Bunu, bu bölümün izleyen kısmında daha ayrıntılı ele alacağız.
* Geçmiştekinden daha fazla diğer ülkelerde reel varlıklara yatırım. Küresel olarak rekabet edebilen daha büyük şirketler yaratmaya ek olarak ülkeye gereksinme duyduğu yönetim, pazarlama ve teknik becerileri getirerek Euro bölgesindeki daha fakir ülkelere gerçek yararları da getirecektir.
* Bütün bunlar şirketlerin büyük miktarda sermaye bulmasını daha fazla kolaylaştıracağı ve büyük miktarlı işlemlerin yapılmasına olanak sağlayacağından daha derin sermaye piyasalarının yaratılmasına yardımcı olacaktır.
* Yüksek ölçüde bütünleşmiş büyük bir ülkeler bloğu, global şokları daha iyi massetme olanağına sahip olmalıdır.

Bazı ülkelerin hükümetlerinin Euro bölgesinde daha ucuz biçimde borçlanabildikleri de ileriye sürülmüştür. Bu doğru olmakla birlikte izleyen kısımda göreceğimiz gibi her zaman iyi bir şey değildir.

Kuşkusuz, Euro’nun özellikle bazı dezavantajları da olduğu yaygın bir biçimde kabul edilmiştir:

* Güçlü bir Euro, Çin’den rekabet ile karşılaşan ihracatçılar için güçlük yaratır. Uygulamada Euro, yerine konulduğu Alman Markı kadar güçlü olmadığından özellikle Almanya bir bakıma daha zayıf paradan yararlanmıştır.
* Bir ülkedeki finansal krizin bütün bölgeye sirayet etme riski bulunduğu anlaşılmıştır. 10 yıl içinde gerçekleşen riskler bu tarihe kadar kontrol altına alınmıştır.

Birleştirilmiş (unified) para politikası, örneğin faiz oranlarının düşürülmesi gibi, düşük-büyümeye sahip olan ülkeleri destekleyecek eylemlerin yapılmasını sınırlar.

Tek bir para kullanılması işletmelerin Euro bölgesinin tümünde kurulabileceği ve böylece iyi-gelişmiş bir ekonomiye sahip olmayan ülkelerin bundan yararlanacağı düşünülmüştür. Ancak uygulamada, bilgisayar şirketlerinin Silikon Vadisine cezbedilmesi ve savunma şirketlerinin de BK’da M4 koridoruna cezbedilmeleri gibi şirketler diğer benzeri şirketler ile aynı bölgelerde kurulma eğiliminde olmuşlardır. Bunun yüksek ölçüde nitelikli işgücüne ulaşmak gibi birçok iyi nedeni vardır ve bu nedenle tek paranın kullanımı tek başına şirketleri yeni bölgelere taşınmaya ikna etmede yetersizdi.

**Euro ve Kamu Borcu**

Bu son kısımda, bir başka ülkenin ya da ülkeler grubunun parasını kendi parası olarak kabul eden bir ülkenin ulusal borcunun anlamının ne olduğunu tartışacağız. Bizim açımızdan Euro bölgesi ülkelerini örnek olarak kullanacağız ama bu kısım tek para kullanan herhangi bir ülkeler grubuna da uygulanabilir.

Kamu borcunun niteliği ve özellikle de risklerini ele alarak başlayacağız. Kamu borcunun temerrüt veya kredi riski olmadığını düşünme eğilimindeyiz; bu bir hükümetin faiz borçlarını ödememesi ve vadesi geldiğinde de borcunu geri ödememesi olasılığının olmadığı demektir. Ülkelerin çoğunda ödemeleri yapmakta güçlük ile karşılaşırlar ise dolanımdaki borçlarının servisini yapmak için gereksinme duydukları nakdi bulmak için sadece yeni borç ihraç ederler. Kuşkusuz, uygulama bundan daha karmaşıktır ama esas itibariyle bu doğrudur.

|  |
| --- |
| **Faaliyet**  Varsayalım ki 10 yıl vadeli bir devlet tahvili satın aldınız. Tahvil faiz ödememekte ancak 10 yılın sonunda ana paranızı ve faiz yerine geçen bir miktarı geri ödemektedir. Böylesi bir tahvili kuponsuz-tahvil (zero-coupon bond) olarak isimlendiririz. Hükümetin temerrüt riski yok ise bu tahvilin de risksiz olması anlamına mı gelir? |

***Destek***

*Hayır. O anlama gelmez. Gerçek getiriniz tahvili elinizde tuttuğunuz süre boyunca enflasyon oranından etkilenecektir. Enflasyon ne kadar yüksek ise sizin getiriniz de o kadar düşük olacaktır.*

Şimdi bir BK yatırımcısı ile Euro bölgesinde, örneğin İspanya veya Fransa gibi bir ülkedeki bir yatırımcının göreli durumlarını ele alabiliriz. Varsayalım ki yatırımcılarımız devlet tahvillerine yatırım yapmak istemektedirler. BK yatırımcımız BK devlet tahvillerine veya başka bir ülkenin tahvillerine yatırım yapmayı seçebilir. [[26]](#footnote-26) Uygulamada yatırımcıların büyük kısmı paralarını kendi ülkelerinin tahvillerine yatırırlar, çünkü:

* Yatırımcının kendi ülkesinin devlet tahvillerine yatırım yapması daha kolay ve ucuzdur. Yerli tahviller (domestic bonds) hakkında bilgi uluslararası tahvillerden daha serbest bir biçimde elde edilebilir ve aracılar hizmetleri için daha az bedel uygulayacaklardır.
* Yatırımcılar gelirlerini (maaşları, ticari kazançları ve yatırım geliri) ağırlıklı olarak kendi yerli parası (domestic currency) ile alır ve veriler ile masrafların büyük kısmı yerli para ile yapılır. Eğer başka bir devletin tahviline yatırım yaparsanız döviz kurları değişir ise yatırımınızın risk içinde olabileceğini kabul etmek zorundasınız. Örneğin, BK yatırımcımız ABD devlet tahvillerini alır ve daha sonra dolar pounda karşı değer kaybeder ise BK yatırımcısı yatırımından beklediğinden daha düşük bir getiri alır ve ayrıca yatırımının pound değeri de düşer.

Buna karşılık, Euro bölgesi yatımcımız herhangi bir döviz riski olmadan Euro bölgesi ülkelerinden herhangi birisinin devlet tahvillerine sahip olmayı seçebilir. Bütün para Euro olarak ifade edildiğinden gereksinme duyduğu bilgi kolaylıkla elde edilebilir. Genellikle, insanlar riskten kaçınarak bir getiri elde etmek için devlet tahvili alırlar ve yatırımcımız çok sayıdaki ülkenin tahvillerinin risk ve getiri özelliklerini değerlendirecek ve ondan sonra gereklerine en iyi uyan birisinin tahvillerini satın alacaktır.

Küresel finansal kriz gibi bir krizin ardından tüketiciler ve şirketler sıklıkla güven yitirirler ve harcamaları azaltırlar, borç geri öderler, tasarrufları arttırırlar. Bu özel sektörün yatırımcı olmasına neden olur ve BK yatırımcımızın parası için iki seçeneği vardır:

* Devlet tahvilleri almak, fiilen hükümete bor para vermek. Böylesi bir krizin ardından ve yükümlülüklerin geri ödemek için para borçlanma gereksinimiyle devlet net borçlu olma eğilimindedir. Şirketlerin kendisi ise genellikle borç aramazlar.
* Yabancı devlet tahvilleri veya yabancı şirketlerin payları gibi yabancı menkul kıymetlere yatırım yapmak. Yerli paranın arzı artıkça yabancı para talebi de artacağından bu yatırımlar yerli paranın değerinde bir düşüşe yol açabilir.

Küresel finansal krizin hemen ardından bir Fransız veya bir İspanyol yatırımcının BK’daki yatırımcıdan daha fazla seçeneği vardır.

* Hala devlet tahvili satın alabilirler ama döviz kuru riski taşımaksızın Euro bölgesindeki herhangi bir devlet arasında seçim yapabilirler.
* Yabancı menkul kıymetlere yatım yapabilirler. Bir başka Euro bölgesi ülkesine BK yatırımcısının karşılaştığı döviz kuru riski olmadan yatırım yapabilir. Bir İspanyol yatırımcısı, her iki ülke de Euro kullandığı için döviz riski konusunda kaygısı olmadan Alman tahvilleri satın alabilir.

O zaman İspanyol veya Fransız yatırımcımız en düşük düzeyde risk sağlayan devlet tahvilleri arasında seçim yapmakta özgürdürler. Almanya, Euro bölgesindeki en büyük ülke olduğundan ve en güçlü ekonomi olarak görüldüğünden birçok yatırımcı kendi ulusal paraları yerine Alman devlet tahvillerine sahip olmayı tercih etmiştir. Bu Alman tahvillerinin fiyatını yukarıya doğru itmiş ve getirilerini düşürmüştür. Kitabın yazımı sırasında Fransız devlet tahvilleri %0.93 getiri sağlar ve İspanyol devlet tahvilleri %1.67 iken Alman devlet tahvillerinin getirisi sadec %0.2 idi. Buna karşılık, Brexit oylamasına ile poundun gelecekteki değeri ve BK ekonomisinin geleceği hakkındaki belirsizliğe rağmen BK devlet tahvilleri sadece %1.05 getiri sağlıyordu. Bu ülkelerin kamu borcu-GSYİH oranlarını da dikkate aldığımızda belki de bu sonuçlar daha çok sürpriz olacaktır. Bir kuruluş daha fazla borçlu olduğunda, bu örnekte bir hükümet olmakla birlikte bir kişi veya şirket de olabilirdi, hükümetin temerrüt riskini karşılamak için daha yüksek bir getiri sağlaması gerektiğini kabul etmişizdir.

**Tablo 4.1** 2017’de AB Ülkelerinde Devlet Tahvilinin Maliyeti

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | **10 Yıl Vadeli devlet tahvili getirisi**  **%** | **2016/2017’de Kamu Borcunun GSYİH’na Oranı %** |
| Almanya | 0.02 | 71.2 |
| Birleşik Krallık | 1.05 | 89.2 |
| Fransa | 0.093 | 96.0 |
| Hollanda | 0.45 | 65.1 |
| İspanya | 1.67 | 99.2 |
| İtalya | 2.3 | 132.7 |
| Portekiz | 3.86 | 130.4 |
| Yunanistan | 6.66 | 176.9 |

Yukarıdaki tablodan devlet borcunun miktarı ve gerisi arasında biraz aynı yönde ilişki (bağıntı-bağlantı-karşılıklı ilişki-correlation) olduğu görülmektedir, ama BK, Fransa, İspanya’nın kamu borçları aynı seviyelerde iken İspanya’nın getirisi BK veya Fransa’dan önemli ölçüde yüksektir. Brexit veri iken, BK’ın getiri oranının Fransa’dan yüksek olmasının nedenini anlamak kolaydır ama İspanya’nın oranlarının BK’taki oranlardan neden bu kadar çok yüksek olduğunu ele almamız gerekir. Bunlar benzer büyüklük ve borç yükümleri olan iki ülkedir.

BK ile İspanya gibi bir Euro bölgesi ülkesinde kamu borcu arasındaki önemli bir fark her zaman için gereksinme duyulduğunda ilave para bulabilmesidir ve böylece yatırımcılar gerçekte tahvillerin temerrüt riski olmadığından emin olabilirler. Buna karşılık İspanya’nın kendi merkez bankası yoktur ve özgür biçimde Euro basamaz. Yatırımcılar, sermaye piyasalarında yeni fon sağlamada hükümetlerin yeteneğine olan güveni genellikle kaybetmeye başlarlar ise algıladıkları ilave risk için biraz getiri talep etmeye başlayabilirler. Almanya gibi bir ülke piyasanın güvenine sahip ve %0.2 ile borçlanabilir iken Yunanistan gibi bir başka ülke pazarın güveninden o kadar emin olamaz ve kitabın yazımı sırasında %6’nın üzerindeki bir tahvil getirisi ile borcu için bir risk primine sahiptir. Ama yukarıda tartıştığımız enflasyonun neden olduğu değer kaybı temerrüt riskinin bir türüdür. Enflasyonun neden olduğu kayıp ile temerrüdün neden olduğu kayıp arasındaki fark, çoğu kez öngörülemediği için temerrüt yatırımcılara yatırımlarını korumak için bir fırsat vermezken tahvil sahiplerinin bir ölçüde artan enflasyonun uyarısına sahip olmaları ve yatırımlarını korumak için eylemde bulunabilmeleridir.

Temerrüt riskine çok benzer olan bir tahvilin değerindeki erozyonu dikkate almada çok çabuk olmalıyız. BK yatırımcımızı alalım ve onun bir ipotekli kredisi olduğunu ve biraz devlet tahvili yatırımı olduğunu varsayalım. Enflasyon tahvillerinin değerini düşürür iken eşit biçimde ipotekli kredisinin de reel değerini düşürecektir. Benzeri bir yatırımcıyı İspanya’da ele aldığımızda hükümet borcunda temerrüde düşmüş ise yatırımcı yatırımlarında, yükümlülüklerinde benzeri bir kayıp ile eşleşmeyecek olan bir kayba uğrayacaktır.

**Özet**

Bu bölümün ilk kısmını Euro, Euro’nun yaratılması, amaçları, Euro krizi ve Euro’nun mevcut durumu oluşturmuştur. Euro’nun yaratılmasındaki etmenin, finansal olmaktan ziyade politik olduğu, sıkı finansal ve ekonomik giriş kriterleri konulmasına rağmen bir ülkenin Euro bölgesine kabul edilmesi veya edilmemesini belirler iken politikacıların bazen kendi vizyonlarının bu kriterlerin yerine geçmesini sağladıklarını gördük.

Bölümün ikinci kısmında küresel krizin Euro bölgesi ülkeleri üzerindeki etkisini ve ardından Yunanistan krizini değerlendirdik.

Bölümün son kısmında diğer ülkeler ile tek bir parayı kullanmanın hükümetlerin temerrüdüne ilişkin sonuçlarını dile getirdik. Euro’nun kamu borcunda temerrüt riski doğurduğu açıkça ortaya çıkmıştır ve bu da borçlanma maliyetini artırmıştır.

**Sorular**

**Soru 1**

Centre for European Reform (CER) tarafından 2016’nın başında yayımlanan “The Ditchley Report”, “Has the Euro been a Failure?” başlığı ile Kasım 2015’de Oxfordshire’de CER tarafından yapılan bir toplantıyı raporlamaktadır ve şurada bulunabilir: <https://cer.org.uk/sites/default/files/Ditchleyreport_11Jan16.pdf>.

Özellikle Joseph Stiglitz’in *The Euro: And its threat to the future of Europe* kitabında olmak üzere Euro’nun başarısız olup olmadığı konusunda başka tartışmalar da vardır. Ancak Ditchley Report’tan bu yana Brexit, Başkan Trump’ın seçimi gibi önemli değişmeler olmuştur ve Stiglitz’in eleştirileri vardır.

Ciddi basını gözden geçirip Ditchley’deki panelistlerin ileriye sürdükleri görüşlere yeniden bakın ve Brexit-sonrası Avrupa Birliği’nde onların görüşlerinin bugün ne ölçüde önemli olduklarını değerlendirin.

**Soru 2**

Olanaksız üçlü kavramına geri dönerek Euro bölgesi ülkelerinin tek bir merkez bankasına, ECB’ye sahip olduklarını ve Euro bölgesinde sermaye akımlarının serbest olduğunu kabul edersek bunun her ülkenin kendi maliye politikası açısından bir sorun olduğunu düşünüyor musunuz?

**Soru 3**

Euro’nun yaratılmasından bu yana Euro, ABD Doları ve Pound arasındaki döviz kurları çizin. Uzun-dönemli bir trend görüyor musunuz? Euro diğer rezerv paralara karşı güçlenmiş midir yoksa zayıflamış mıdır?

**05**

**DÖVİZ KURU REJİMLERİ**

**Bu bölümün sonunda;**

* **Sabit ve dalgalı kur sistemlerini eleştirel olarak değerlendirebileceksiniz**
* **Ülkelerin optimal döviz kurunu belirlemek için kullandıkları kriterleri tartışabileceksiniz.**
* **Olanaksız üçlü kavramını açıklayabileceksiniz.**

**Giriş**

Hemen tüm hükümetlerin işlerinden birisi döviz kuru politikası hakkında karar vermek ve bunun uygulanmasını düzenlemektir.[[27]](#footnote-27)

Bu önemli ve karmaşık bir karardır. Bölüm 3’de gördüğümüz gibi istikrarlı döviz kurlarının istikrarlı bir ekonomi yaratma ve uluslararası ticareti artırmaya yardımcı olduğu düşünüldüğünden tarihsel olarak istikrarlı kambiyo kurlarına önem verilmiştir.

İstikrarlı döviz kurları hala istenir olmakla birlikte döviz kuru sistemlerinin başka istenilir özellikleri de olduğu ortaya çıkmıştır: ne yazık ki bunların hepsine birden aynı anda sahip olmak olanaksızdır.

Bu Bölümde, dünyada kullanılan döviz kuru sistemlerini tartışacağız. Bunların çoğunun yararlarını ve dezavantajlarını değerlendireceğiz ve farklı ülkelerin neden farklı döviz kuru sistemi kullandıklarını anlamaya çalışacağız.

Bir uç durumda, hükümetlerin kendi paralarının bir veya daha fazla başka ülke paraları ile değiştirilebilecek miktarını sabit olarak belirledikleri sabit döviz kurları vardır. Bazen sabit kur hükümet için yasal olarak bağlayıcı iken bazen hükümetler kuru değiştirme özgürlüğünü kendinde muhafaza eder.

Diğer uç durumda ise hükümetlerin döviz kurları için laissez-fare yaklaşımını benimsediği saf dalgalı kur sistemi vardır.

Göreceğimiz gibi, hükümetler uygulamada çoklukla bu iki uçtan birisi olmayan bir politikayı seçerler.

**Döviz Kurları Nasıl İşler?**

BK, döviz kurlarında dolaylı ya da endirek kotasyon (indirect quote) sistemini kullanır. Günün dolar cari kuru GBP1=USD1.4619’dur. ***Dolaylı ya da endirekt kotasyon ulusal paranın bir biriminden almak için kaç birim yabancı para gerektiğini bize söyler.[[28]](#footnote-28)***

Buna karşı, ***dolaysız, doğrudan ya direkt kotasyon (direct quote) bir birim yabancı paranın ne kadar ulusal para alacağını söyler.*** Örneğin ABD’nde Euro kuru USD 1.11107=EUR1 dir. [[29]](#footnote-29)

Pound ve dolar arasındaki güncel kur GBP1= USD1.4619 dır. Bir ay önce ise kur, GBP1= USD1.45664 idi. Bu paralardan birisinin giderek daha fazla güçlendiğini diğerinin ise giderek daha çok zayıfladığını söyleyebiliriz.

***Eğer bir para daha öncesine kıyasla daha fazla yabancı para alabiliyor ise daha güçlü oluyordur.*** Bu örnekte 1 Pound daha önce 1.45664 Dolar alır iken şimdi daha fazla dolar yani 1.4619 Dolar alabilmektedir. Bu nedenle son ayda pound güçlenmiştir ve bir ay önce aldığı kadar poundu bugün alamayan dolar zayıflamıştır.

Bir dalgalı kur sisteminde daha güçlü hale gelen paranın değerlendiği söylenebilir. Eğer daha zayıf oluyor ise değer yitirdiğini söyleriz.

Sabit kur sisteminde değerlenme ve değer yitirme terimleriyle aynı anlamda revalüasyon ve devalüasyon terimlerini kullanırız. Uygulamada ise, devalüasyon ile değer yitirme; revalüasyon ile değerlenme terimleri birbirlerinin yerine kullanılmaktadır.

**Döviz Kuru İşletmeler ve Yöneticileri İçin Neden Önemlidir?**

İthalat ve ihracata dayalı olan şirketlerin döviz kurlarından nasıl etkilendiklerini görmek kolaydır.

|  |
| --- |
| **Örnek**  Columbo, yaklaşık yıllık 10 milyon Pound cirosu olan ve BK’da kurulmuş olan bir şirkettir. Şirketin satışlarının yarısı Euro Bölgesine yapılmakta olup tüm satılar Euro olarak faturalandırılmaktadır. Colombo’nun net kâr marjı % 8’dir.  Son 12 ayda Pound ve Euro arasındaki en yüksek ve en düşük kurları bulunuz.  Ne olduğuna baktığım günde döviz kuru GBP1= EUR1.31 idi. Son bir yıldaki en yüksek kur GBP1= EUR1.44 ve en düşük kur ise GBP1= EUR1.24 idi.  Columbo, ihracatını Euro olarak faturaladığından değişik Euro miktarları için alabileceği sterlin miktarı döviz kurlarına dayanır.  Döviz kuru GBP1= EUR1.41 iken Columbo 100 Euro satış yapsa GBP70,92 (EUR100/1,41) alır.  Ama döviz kuru GBP1= EUR1.24 olduğunda 100 Euro’luk satışı ona GBP80,62 (EUR100/1,24) sağlayacak, yani yaklaşık 10 Pound ilave gelir ve kâr verecektir.  Bugünün kambiyo kurunu kullanır isek, Columbo’nun Euro Bölgesi’ne, % 8 net EUR524 bin veya GBP400 bin net kar sağlayan GBP5 milyon veya EUR6.55 milyon tutarında satışı vardır.  Ama döviz kuru GBP1= EUR1.44 iken kâr sadece GBP 364.000; kur GBP1= EUR1.24 iken ise kâr sadece GBP423.000 olur idi. Kârlar arasındaki fark ise yaklaşık GBP 60.000 (GBP423.000 - 364.000) olacaktır. Böylesi bir oynaklık ihracatçıların rekabetçi ve kârlı olmalarını sağlayacak şekilde ürünlerini ve hizmetlerini fiyatlandırmalarını güçleştirir.  Kullandığınız tarihler itibariyle farklılıklar üzerinde çalışın. |

Dalgalı kurlar ile iş yaptıklarında ithalatçıların da benzeri zorlukları vardır. İthal ettikleri mallar veya hizmetler için yabancı para ile ödeme yapmak ve satışlarını da yerli, ulusal para (pound) ile yapmak zorundadırlar. Eğer pound yüksek, güçlü ise işleri iyidir, ama zayıf bir pound ile BK’da fiyatlarını artırmadıkça kârları çoğunlukla erir.

Döviz kurları oynaksa ihracatçılar ve ithalatçılar için yaşam zordur. İthalat ve ihracatı olmayan yerli firmalarda durum nedir?

Bazı yerli firmalar döviz kuru değişmelerine karşı korunmuş olsalar da bazıları için bu söz konusu değildir.

|  |
| --- |
| **Faaliyet**  Sadece BK’da tatil hizmeti sunan bir şirketi göz önüne alalım. Bütün harcamaları ve gelirleri pound olduğu için Columbus şirketi gibi aynı çeşit dalgalanmalardan etkilenmeyecektir.  Ama döviz kuru riskinden etkilenir. Pound güçlü olduğunda bir BK tatil şirketine olan olası etkisi nedir? |

***Destek***

*Eğer Pound güçlü olur ise BK içinde yapılacak tatiller daha pahalı, yurtdışında tatiller ise daha ucuz olur. Sadece İngiliz tatilciler büyük bir ihtimal ile yurtdışına tatile gitmezler yabancı turistler de BK’nın çok pahalı bularak başka bir ülkeye gitmeye karar verirler.*

Bu döviz kuru riskinin bir örneğidir ama biz bunu ekonomik risk olarak isimlendiririz. Buna Bölüm 8’de daha ayrıntılı olarak bakacağız.

**IMF AREAR 2014**

IMF tarafından her yıl ***“Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions”*** yayınlanır. Bunlar IMF internet sitesinden bulunabilir ve bunu okumak ilginç olabilir. [[30]](#footnote-30)

IMF, 2014 Raporunda aşağıdaki kur sistemlerini belirlemiştir.

***Bağlı olanlar (Pegs)***

Bir bağlı kur sistemi ***(pegged exchange rate system***) katı bağlılılık veya yumuşak bağlılık şeklinde olabilir.

***Katı bağlılık (Hard peg)*** sistemi bir başka ülkenin parasının veya para kurulu (currency board) anlaşması parasının kullanılmasıdır.

***Yumuşak bağlılık (Soft peg)*** sistemi ise ***geleneksel bağlılık (conventional peg), yatay bant veya aralık (horizontal band), istikrar anlaşması (stabilizing arrangement), veya sürüklenen bağlılık (crawling peg)[[31]](#footnote-31)*** biçiminde olabilir. Uygulamada, geleneksel bağlılık ve istikrar anlaşmaları yaygın biçimde kullanılırken çok az sayıda ülke yatay bant veya sürüklenen bağlılık sistemlerini kullanmaktadır.

***Dalgalanma (Floating)***

***Dalgalı sistemler (floating systems)*** hükümetler tarafından piyasalara müdahale ederek yönetilebilirler. Müdahaleler genellikle bir hedef kuru gerçekleştirmekten ziyade döviz kurlarında istikrarı sağlama amacıyla yapılırlar. Ya da kurlar bağımsız olabilirler, bu durum döviz kurlarının belirlenmesinin piyasalara bırakıldığı ***“serbest dalgalanma” (freely floating***) olarak isimlendirilir. Bu ise arz ve talep kanunu tarafından gerçekleştirilir. Bu nedenle, insanlar bir parayı satmak isterler ise arz artar ve paranın değeri düşer iken eğer insanlar bir parayı almak isterler ise talep yukarıya doğru çıkar ve paranın değeri yükselir.

***Yönetilen (managed) sistem***

Döviz kuru sistemini yönetmek için dizayn edilmiş olan çok sayıda başka sistem vardır. IMF Raporu, daha istikrarlı kambiyo kuru sistemlerine, özellikle de yumuşak bağlılık sistemlerine doğru bir yönelim olduğunu bulmuştur.

Geçmişte odaklanma daha çok döviz kurları üzerine iken para politikalarını belirlerken ülkelerin çoğu döviz kurları kadar diğer faktörleri de göz önüne almaktadırlar.

Genel olarak, daha fazla şeffaflık ve özellikle de sermaye akımlarında daha fazla finansal serbestleşmeye doğru bir yönelim vardır.

Bu sistemlerin her birine kısaca bakacağız ancak daha çok geniş anlamda sabit ve dalgalı sistemler üzerine odaklanacağız.

**Sabit Döviz Kuru Sistemleri**

Bunlar aynı zamanda bağlı kur sistemleri (pegged rate systems) olarak da isimlendirilirler. Bu sistemler, hükümetin döviz kuru politikasını değiştiremediği ***katı bağlılık (hard peg)*** biçiminde olabileceği gibi hükümetin veya ona bağlı kurumların doğrudan kontrolü altında olan ***yumuşak bağlılık (soft peg)*** biçiminde de olabilir.

Sabit döviz kuru sisteminde veya geleneksel bağlı (conventional peg) sistemde bir ülkenin hükümeti parasını başka bir ülkenin parasına, çoğunlukla da önemli bir paraya, özellikle de dünyanın rezerv parası olan ABD Doları gibi bir paraya bağlar veya ona karşı sabitler. Alternatif olarak, paralardan oluşan bir sepete karşı da bağlama yapılabilir.

Kur bir defa sabitlenince kamuya açıklanacaktır ve hükümet ise açıklanan kurdan para değişimini taahhüt etmiş olur. Hükümet, döviz kurunu korumak için zorunlu adımları atmaya gereksinim duyacaktır. Örneğin, eğer ulusal para bağlandığı paraya karşı devalüe edilme baskısı altında ise hükümet kendi parasına olan talebi artırmak için yabancı pazarlarda kendi parasını satın almalıdır. Bu yapılır ise, hükümet kendi parasını satın almak için yabancı para rezervlerini kullanma gereksinimi olacaktır. Aynı şekilde, eğer para değer kazanma riski altında ise, kendi parasının arzını artırmak için döviz piyasalarında kendi parasını satmak isteyecektir. Uygulamada bu muhtemelen başarılı bir strateji olmayacaktır: Bu nedenle hükümet faiz oranlarını artırarak veya düşürerek kendi parasına sahip olma talebini artırma veya azalmayı seçecektir.

***Katı bağlılık (Hard peg)***

Katı bağlama, bir hükümete döviz kuru politikasına müdahale etme olanağı vermez. Ülke bir başka ülkenin parasını kullanabileceği gibi hükümetten bağımsız olan ve rolü sabit kuru muhafaza edebilmek için sabit kur üzerinden dövizi alma ve satma olan bir para kurulunu (currency board) kullanabilir. Para kurulu olan bir ülke, amacını gerçekleştirebilmek için yüksek döviz rezervlerine gereksinim duyacaktır.

***Yumuşak bağlılık (Soft peg)***

Bir yumuşak bağlama sisteminde hükümetin bir döviz kurunu sonsuza kadar koruyamaz ve bir noktada yeniden düzeltme yapmak zorunlu olacaktır. Bu çoğunlukla politikacılar tarafından geciktirilir ve düzeltme göreli olarak büyük olur ve ülkenin ekonomik sisteminde bir şoka neden olur.

Bir istikrar anlaşması (stabilizing arrangement), parayı belirli bir süre, çoğunlukla birkaç ay, dar bir bant içinde tutmak için yapılan gayrı resmi politikadır.

Yumuşak bağlı sistemler, 2014 yılında tüm ülkelerin % 43’ünü oluşturmakta olup, günümüzde ülkeler için en popüler seçenektirler.

Eğer bir hükümet parasını sabitlemeyi seçer ise, bütün para politikası kararları, ülkenin diğer gereksinmelerini dikkate almaktan ziyade öncelik olarak döviz kurunu desteklemeye odaklanacaktır. Aşırı ısınmış bir konut piyasası olabilir ve buna yönelik olarak hükümet faiz oranlarını artırmayı arzulayabilir ya da işsizliği azaltmak için işletmelerin yatırımlarını teşvik etmek amacıyla faiz oranlarını düşürmek isteyebilir. Ancak, bağlı bir döviz kuru sistemi var ise öncelikle faiz oranlarındaki bir değişmenin kurlar üzerindeki etkisini dikkate almak zorundadır.

Nihayet bir bağlı sistem ancak iki ülkenin de benzeri enflasyon düzeylerinin olması halinde başarılı olabilir. Bunu Bölüm 6’da tartışacağız. Ampirik veriler, bağlı döviz kuru kullanımının enflasyonu azaltıcı etkisinin olduğunu ileriye sürmektedir. Bunun nedeni büyük ölçüde, bağlı kuru korumak için ekonomik ve parasal disiplinin gerekli olmasıdır.

Bağlı döviz kuru, gerekli olduğunda parayı desteklemek için hükümetin yabancı para rezervleri bulundurmasını gerektirmektedir. Bu pahalı olabilir.

**Sabit Kur Sistemlerinin Avantaj ve Dezavantajları**

Sabit kur sistemini kullanmanın açık nedeni döviz kurunun, sabitlendiği paraya karşı istikrarlı olacağıdır. Eğer döviz kurları sabit ise, rekabetçi olarak kalacakları için, şirketlerin mallarını ve hizmetlerini diğer ülkelere ihraç etmeleri daha kolay olacaktır. Aynı şekilde, istikrarlı döviz kurları riski azaltır ve bir ülkeye doğrudan yabancı sermaye yatırımını daha çekici hale getirir. Çoğu ülke, işleri desteklemek ve iş yaratmada ekonomiye bir destek olarak ülkeye dışarıdan yatırım yapılmasını ister. Nihayet, sabit kurları sürdürmek için gerekli olan ekonomik disiplin yatırımları teşvik eden daha düşük enflasyona neden olur. Daha düşük enflasyon, daha düşük beklenen enflasyona neden olur, bu da daha düşük ücret artışlarına neden olur.

Buna karşılık sabit döviz kuru politikasını kullanmanın bazı dezavantajlar vardır. Sabit döviz kuru politikasına sahip olan bir ülke bunu diğer bütün ekonomik amaçlarının, istihdamı artırmak gibi, önüne koymak zorundadır. Ayrıca, sabit döviz kuru, esnekliği olmadığı için de paranın kısa süreli şoklara karşı bir tepki vermesini olanaksızlaştırır. Sabit kuru uygun bir biçimde belirlemek çok güçtür, örneğin kur çok yüksek belirlenir ise ihracatçıların rekabetçiliğini azaltır. Nihayet sabit kur sisteminde olan bir ülke cari hesap dengesizliğine yardımcı olmada dalgalı kurun otomatik düzeltme avantajından yararlanma olanağına sahip değildir.

**ÖRNEK OLAY** İsviçre

2011 yılında, birçok önemli para biriminin yüksek oynaklık ile karşılaştığı bir dönemde İsviçre, Euro’ya karşı Frank için bir üst sınır (cap) koymaya karar verdi. Frank’ın 1 Euro’ya karşı 1,2 Frank’tan daha fazla değerlenmesine izin verilmeyecek idi. Frank değerlenir ise bir Euro’nun daha az miktardaki Frank ile alınacağını hatırlayalım.

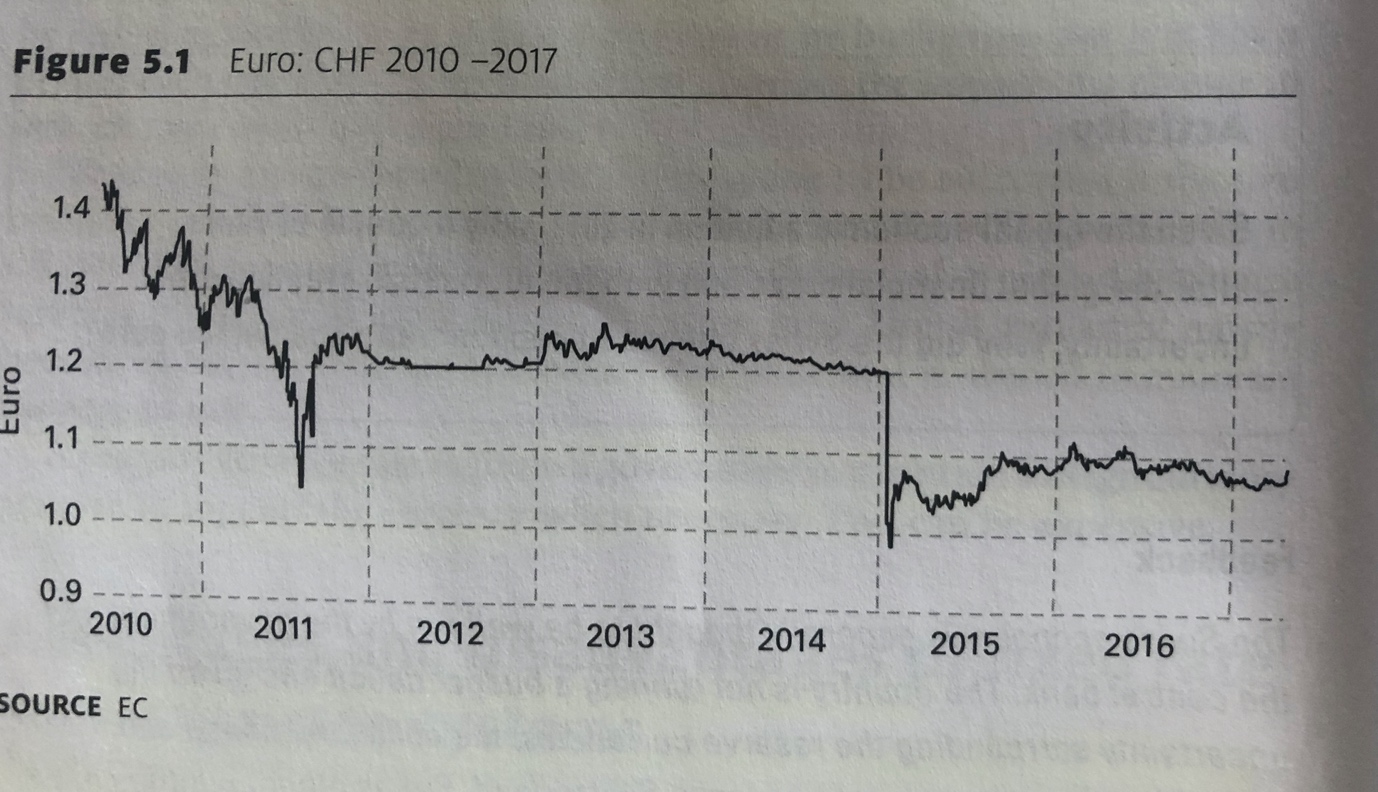
|  |
| --- |
| **Aktivite**  Küresel finansal krizden sadece birkaç yıl sonra ve Euro krizinin büyük bir belirsizlik yaratığı 2011’deki küresel ekonomik durum veri iken İsviçre Euro’ya karşı Frank’a neden bir üst sınır koymayı seçti? |

***Destek*** (Feedback)

*Hükümet ve merkez bankası (Schweizerische Nationalbank; Banque Nationale Suisse - İsviçre Ulusal Bankası) tarafından İsviçre ekonomisinin iyi yönetildiği genellikle düşünülür. Ülkenin bütçe açığı yoktur ve rezerv paraların etrafındaki belirsizlik veri iken dolar, pound ve Euro yatırımcıları İsviçre’de güvenli bir liman aramışlardır. Ama geçmişte, örneğin 1992’deki Pound, diğer ülkelerin öğrendikleri gibi İsviçre de rekabet gücünü kaybettiren çok fazla değerlenmiş bir para ile ilgilenmiştir. İsviçrenin GSYİH’sının %70’inin mal ve hizmet ihracatından gelmesi nedeniyle bu önemlidir. Frank’ın üzerine sınır koymak ekonomiyi korumanın bir yoludur.*

*İsviçre, İsviçre Frank’ının arzını artırarak ve Euro alarak üst sınırı desteklemiş ve bunun sonucunda Frank üst sınırı geçip daha fazla değerlenmiştir. 2015’e kadar bu faaliyet İsviçre Hükümetinin çok önemli miktarda, yaklaşık USD480 milyar değerinde yabancı para, döviz rezervi biriktirmesine neden olmuştur. Avrupa Merkez Bankası, Euro basmak olan miktar gevşetmesini sürdürmüş olsa idi bu üst sınırı korumak için daha da fazla para basmasını gerektirir idi. Bu seçmenlerin birçoğunu bu ölçüde Frank basmanın yüksek enflasyona neden olacağı yönünde kaygılanmalarına ve hükümetin seçmenler ile güçlükler yaşamasına neden olurdu. Gerçekte yüksek enflasyon İsviçre için muhtemelen bir risk değildi ama insanlar bu konuda tasalandı. Ayrıca, Frank’a Euro’da üst sınır koyulması nedeniyle Euro krizi sırasında Euro değer yitirdikçe Frank da değer yitirdi. Bu ise Swiss National Bank’ı değer yitiren bir paraya üst sınır koymanın anlamsız olduğuna düşünmeye götürdü.*

*2015’in başında İsviçre Ulusal Bankası kambiyo kurunda Euro ile bir üst sınırı artık sürdürmeyeceğini ve dalgalanmaya bırakacağını açıklamıştır. Piyasa buna çabuk bir biçimde tepki verdi ve izleyen günde €1=CHF1.20’den €1=CHF0.85’e çıkarak İsviçre Frank’ının değeri arttı; yaklaşık %30 bir değerlenme ile bu çok yüksek bir artış idi. Değerlenen para İsviçreli şirketleri daha az rekabetçi yaptığından ve bazı hedge fonlar kambiyo kur politikasının değişmesinin bir sonucu olarak büyük zararlar raporladıklarından İsviçre borsası çöktü.*

**

*Şekil 2011’de getirilen üst sınırı ve bunun sonucu olarak İsviçre Frankının (CHF) değerindeki düşüşü; İsviçre Frankının değerinin yaklaşık 1.1 Frankın 1 Euroya yükseldiği 2015 başında nasıl tamamen tersine dönmüş olduğunu göstermektedir.*

**Dalgalı ve Serbestçe Dalgalanan Döviz Kuru Sistemleri**

Sabit kur sistemleri gibi, dalgalı kur sistemleri de değişik biçimlerde uygulanır. Kabaca ifade eder isek, bir dalgalı kur sistemi, kambiyo kurunu belirlemek için pazarın arz ve talep gücüne dayanır. Ekonomik koşullar değiştikçe pazar katılımcıları paraya ilişkin cari ve gelecekte beklenen gereksinmelerini revize ederler ve sonuç olarak kambiyo kuru değişir. Genel olarak bu değişmeleri tahmin etmek olası değildir ve bu nedenle kambiyo kuru tesadüfi olarak dalgalanır.

***Clean Float***

Clean float sisteminde döviz kurunu veya paranın değerini belirleme tümüyle pazar güçlerine dayanır. Hükümetlerin bir hedef kuru yoktur ve döviz kurunu etkilemek için piyasalara müdahale etmezler. Clean float sisteminde kurlar önemli ölçüde dalgalanabilir. BK Hükümeti, 1992’de Exchange Rate Mechanism’i terk ettiğinden beri clean float sistemini kullanmaktadır.

***Dirty Float veya Managed Float[[32]](#footnote-32)***

Yönetilmiş dalgalı kur sistemlerinde, hükümetler döviz kurunu etkilemek için merkez bankası kanalıyla piyasalara doğrudan müdahale ederler. Böylesi faaliyetler oldukça yaygındır. Hükümetler için döviz piyasalarına müdahalenin çeşitli nedenleri vardır.

Saf dalgalı kur sistemlerinde sık görüldüğü gibi hükümetler sadece yüksek düzeydeki oynaklığı azaltmak isteyebilirler. Bu yüksek oynaklık seviyeleri belirsizlik yaratır ve ekonomi ile uluslararası ticaret üzerinde ters bir etkiye sahip olabilir. Ani bir değer kazanma ihracat pazarı üzerinde bozucu etki yaratabilir ve ani bir değer kaybı ise enflasyon oranını yükseltebilir. İkinci bir neden, uluslararası ticareti güçleştiren ve uzun dönemli etkisi olmayacak olan kambiyo kurlarındaki rasyonel olmayan veya kısa süreli dalgalanmaları halletmektir. Uygulamada, rasyonel olmayan dalgalanmalar ile temel bir düzeltmenin arasında ayırım yapmak güçtür.

Bazen hükümetler, kamuya açık olarak dalgalı bir kur sisteminde iken aslında bir başka paraya veya paralar sepetine karşı sabit bir kuru hedefleyen politika yüklenmiş olabilirler. 1987 yılından BK’ın Exchange Rate Mechanism’e katılmasına kadar Hazine Bakanı Nigel Lawson, gayrı resmi biçimde Pound’un değerini Alman Markına bağlamış idi. Bu, Mark ile kıyaslandığında Pound’un aşırı değerlenmesine yol açmış ve Pound’un ERM’ye gerçekçi olmayan yüksek bir kur oranı ile girmesine neden olmuştur. İhracatçı ülkeler, endüstrilerinin rekabetçiliği üzerindeki etkisi nedeniyle paralarının ticari ortaklarına karşı değerlenmesini görmekten sakınırlar.

En basit biçimiyle, bir dalgalı döviz kuru, döviz piyasasındaki ekonominin arz ve talep ilkeleri tarafından belirlenir. Diğer şeyler aynı iken bir paraya olan talep yükselir ise paranın değerinde bir artış görmeyi bekleyebiliriz. Aynı şekilde, örneğin hükümetin para basması nedeniyle, paranın arzı artar ise o zaman paranın değerinin düşmesini veya değer yitirmesini bekleyebiliriz.

Başlıca önemli döviz kur sistemlerinin özellikleri ele aldık, şimdi dikkatimizi bunların göreli üstünlüklerine çevirebilir ve bazı ülkeler sabit kuru sistemlerini seçerken bazılarının dalgalı kur sistemini seçmelerinin nedenlerini araştırabiliriz.

**Dalgalı ve Serbestçe Dalgalanan Döviz Kuru Sistemlerinin Avantaj ve Dezavantajları**

Dalgalı kur sisteminde hükümetler ve onun ajanları döviz kurunun ne olduğuna karar vermek zorunda değildirler.

Teoride, dalgalı kur sistemlerinin çok etkili bir “kendi kendini-düzeltici “(self-correcting) sistemi vardır.

|  |
| --- |
| **Örnek**  Dünyada sadece Güney ve Kuzey diye iki ülke olduğunu ve bunların birbiriyle ticaret yaptıklarını varsayalım. Kuzey, Güney’den maliyeti 1,000 Güney Doları olan buğday satın almak istediğini ve Güney’in de Kuzey’den maliyeti 1,000 Kuzey Poundu olan yulaf almak istediğini varsayalım. Cari döviz kuru GD1 = KP1 ise her iki ülke de bir diğerinden almak istediği mallar için gereksinme duyduğu yabancı paraya sahip olacaktır.  Şimdi varsayalım ki Kuzey’in Güney’den buğday almak istediğini ama Güney’in Kuzey’den mal almak istemediğini varsayalım. Kuzey’deki ithalatçılar almak istedikleri buğdayın bedelini ödemek için Güney Doları almak zorundadırlar. Bu Güney Doları’na olan talebi ve Kuzey Pound’unun arzını artıracaktır. Güneyin Kuzey ile pozitif bir Ödemeler Dengesi; Kuzey’in Güney ile negatif bir Ödemeler Dengesine sahip olduklarını söyleyebiliriz. Güney Dolarına olan talep arttıkça, tıpkı konuta olan talep arttıkça ev fiyatlarının yükselmesinde gördüğümüz gibi, Güney Dolarının değeri yükselecektir. Bunun anlamı, geçmişe kıyasla Güney Doları almak daha fazla Kuzey Pounduna mal olacaktır. Döviz kuru bu nedenle değişerek GD1=KP0.9 olmalıdır. Bu değişmenin etkisinin buğdayın Kuzeyde daha pahalanması ve buğdaya olan talebi düşmesi; yulaf fiyatlarının elastik olduğunu varsayarak Güneyde yulafın ucuzlaması ve Güney’de yulafa olan talebin artması şeklinde olacağını kabul edebiliriz. |

Daha başarılı olan bir ülke daha az başarılı olan ülkeye karşı pozitif bir ödemeler dengesine sahip olacaktır. Ama döviz kurundaki hareket, iki ülke arasında ticaret yeniden eşitlenen kadar, daha başarılı olan ülkenin mallarına olan uluslararası talebi düşürecek ve daha az başarılı olan ülkenin mallarına olan talebi artıracaktır.

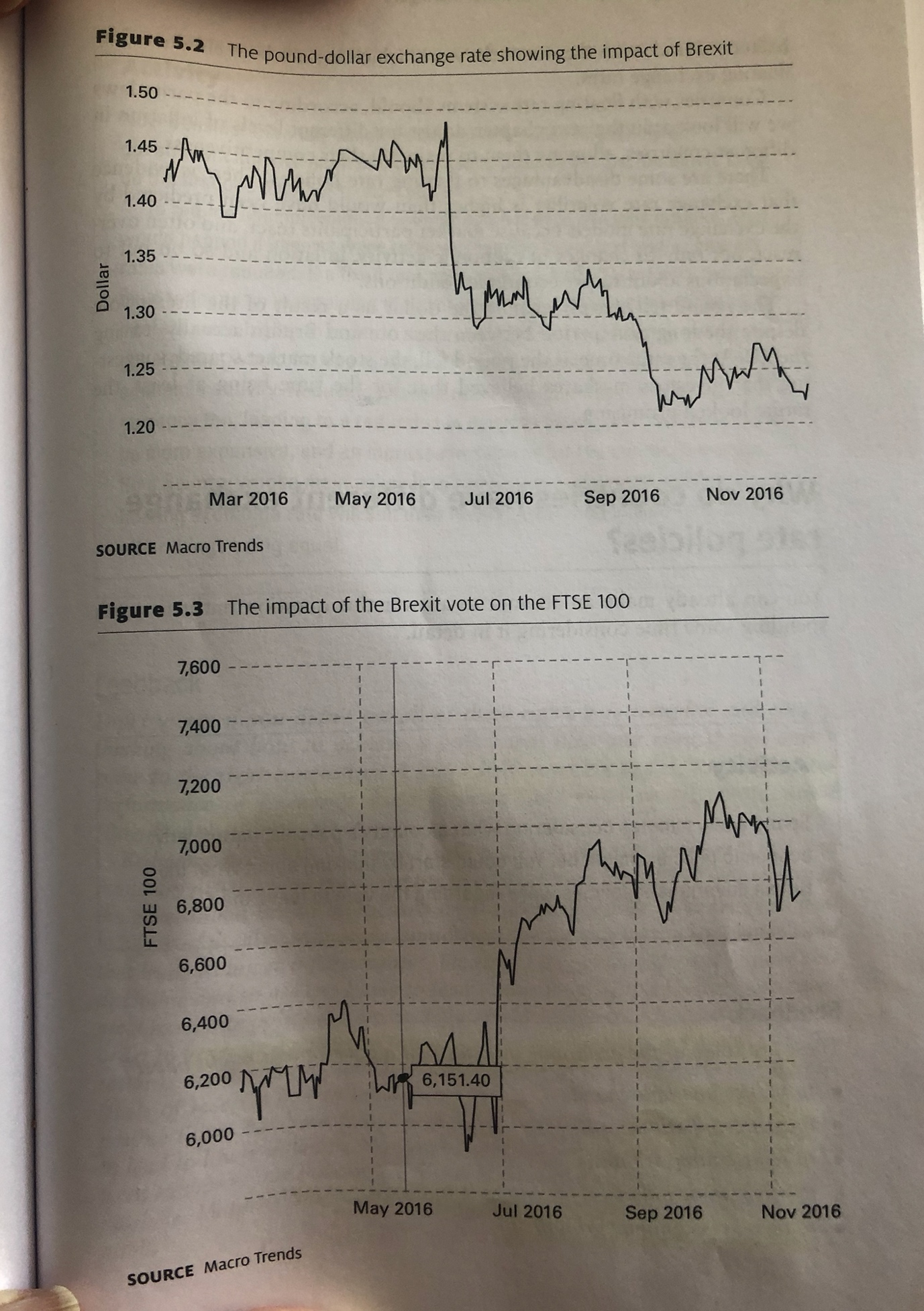
Uygulamada, bu kendi kendini-düzeltici olanak bir yere kadar işlerken bazı ülkeler dünyanın geri kalanı ile dalgalı döviz kurları tarafından elimine edilen uzun-dönemli pozitif veya negatif ticaret dengesine sahip olurlar.

Bir sonraki bölümde ele alacağımız ve farklı ülkelerdeki farklı enflasyon oranlarını düzelten parite yasalarına göre, dalgalı kur sistemi ülkelere rekabetçiliğini koruma olanağı sağlar.

Dalgalı kur politikasının bazı dezavantajları vardır.

Pazar katılımcıları, sadece ekonomik aktiviteler, enflasyon gibi verilere karşı değil ekonomik koşullarda gelecekteki bekleyişlere karşı tepkide, bazen da aşırı tepkide bulunduklarından kambiyo kurlarının modeller ile tahmin edilenden daha fazla oynaklığa sahip oldukları yönünde kanıtlar vardır.

Brexit Oylaması ile İngiltere’nin AB’nden fiilen ayrılması arasında uzun bir zaman süresi olmasına karşın Brexit oylamasının bir sonucu olarak Pound Dolara karşı sert bir biçimde düşmüştür. Pound düşerken aynı zamanda pay senedi yatırımcıları, en azından geleceğin umut verici olduğuna inandıklarından borsa uçuşa geçmiştir.



**Ülkelerin Neden Farklı Döviz Kuru Politikaları Vardır?**

Bu soruyu cevaplandırmak için hemen bir teşebbüste bulunabilirsiniz, ama detaylarda biraz zaman harcamak yararlı olacaktır.

|  |
| --- |
| **Faaliyet**  Ülkenin politikalarının, özellikle de ekonomik politikalarının ne olduğu konusunu incelemek için birkaç dakika harcayınız. Britanya hükümetinin AB’nden ayrılma oylaması konusunda göz önüne aldığı politikaların neler olduğu konusunda düşünerek başlayabilirsiniz. |

***Destek***

*Bir hükümetin sahip olması gereken bazı ekonomik politikaları vardır:*

* *İşsizliği azaltmak*
* *Enflasyonu düşürmek*
* *Faiz oranlarını düşürmek*
* *Ticaret dengesini etkilemek*
* *Ekonomik büyümeyi artırmak*

|  |
| --- |
| **Faaliyet**  Biraz önce belirttiğimiz ekonomik politikalarının her birini gerçekleştirmede hangi kambiyo kuru politikasının hükümete yardımcı olabileceğini dikkatli bir şekilde inceleyin. Başlamamanız için gelin birincisini birlikte yapalım.  İşsizliği azaltmak için bir hükümetin yaratılan işleri görmesi gerekir. Bu, ithalat azaltılır ise, ihracat artırılır ise ve/veya faizler düşürülür ise olabilir. Sabit kur politikası benimsenir ise ülke kambiyo kurunu koruma üzerine odaklanmak zorunda olur ve kuru desteklemek için de faiz oranlarını yüksek tutmak zorunda kalabilir. Serbest dalgalanma politikası ile hükümet ekonomik faaliyetleri canlandırmayı sağlamak için faiz oranlarını indirme konusunda özgür olacaktır. Faiz oranlarını indirmek paraya olan talebi de azaltmalıdır ve bu da şimdi artık daha pahalı hale gelen ithalat talebinde azalmaya ve ülkenin ihracatına olan talepte bir artışa yol açacaktır. Bu nedenle, temel politikası işsizliği azaltmak olan bir ülke, diğer şeyler aynı kalmak üzere, dalgalı kur sisteminin ihtiyaçlarına sabit kur sisteminden daha iyi uyacağını görecektir. |

***Destek***

*Bunların tümünü öğrenmediyseniz endişelenmeyin; bu karmaşıktır ve doğru sonuca ulaşmasanız da sadece bir politikayı nasıl gerçekleştireceğiniz hakkında düşünmek bile size yardımcı olacaktır. 2003’de yayımlanan bir IMF çalışması olan “Evolution and performance of exchange rate regimes” tam olarak bu konuyu açıklamaktadır (Rogoff et.al.,2003).*

***Enflasyonu düşürmek.*** *Bir sabit kur politikası kullanılıyorsa bu politika sabit kuru korumak için mali ve parasal disiplin gerektirir. Hükümetin ilk önceliği döviz kuruna odaklanmak zorunda olmasıdır. Bu, büyümeyi desteklemek için ekonomiye yönelik mali ve parasal teşviklerin yetersizliğine neden olur ve daha düşük enflasyon oranlarına götürür. Dalgalı kur politikaları bu disiplini gerektirmez ve bu nedenle daha düşük enflasyon sağlama olasılığı azdır. Ancak bir sabit kur politikasını çalıştırabilmek için önemli miktarda döviz rezervi tutulması zorunludur. Bu rezervlerden bir getiri sağlamak için merkez bankası sıklıkla rezervleri, daha fazla borç verme olanağına sahip olacak olan diğer bankalara ödünç verir; böylece yüksek düzeyde rezerv bulundurmak enflasyonist bir etkiye sahiptir. Sabit kur sistemlerinin daha düşük bir enflasyonu sağlama yönünde eğilimi olduğu bulunmuş olmasına rağmen ampirik veriler böyledir. Ancak, sabit kur politikalarının bu özelliğinin temel yararlanıcıları gelişen ülkeler ve yükselen piyasalarda bulunmaktadır. Olgunlaşmış ekonomiler hiç değilse aynı ölçüde yararlanıyor görünmemektedirler.*

***Faiz oranlarını düşürmek.*** *Sonraki bölümde göreceğimiz gibi, enflasyon ve faiz oranları arasında bir ilişki vardır ve genellikle yüksek enflasyona sahip olan ülkelerin yüksek faiz oranları da vardır. Bu nedenle, daha düşük faiz oranları gerçekleştirme yönündeki argümanlar, düşük enflasyon ile aynıdır.*

***Ekonomik büyümeyi artırmak****. Yukarıdaki, özellikle de işsizliği düşürmek ile ilgili olan, argümanları uygulamak, dalgalı bir kur politikasının hükümetlerin ekonomik büyüme yaratacak politikaları benimsemesine olanak sağlayabileceğini ileriye sürmektedir. Ampirik verilere göre dalgalı kurları kullanan gelişmiş dünyadaki ülkelerin kişi başına GSYİH’sında daha yüksek büyüme sağladıkları ama aynı yararın gelişen ülkeler ve yükselen piyasalarda açık olmadığıdır. Farklılık belki de dalgalı kuru uygulayan gelişen ülkelerin kredi değerliliğindeki eksiklikten kaynaklanmaktadır. Bu, sabit bir kambiyo kuru politikasının disiplini olmaksızın bu ülkelerin enflasyonu kontrol edebilecekleri konusunda güven yetersizliği olduğudur.*

*IMF çalışması ekonomik büyümenin oynaklığı üzerinde döviz kurunun etkisini de analiz etmiş ve sabit döviz kuru politikası benimseyen bütün ülkelerin düşük ekonomik büyüme oynaklığından yararlandıklarını bulmuştur.*

*Ticaret dengesini iyileştirmek de karmaşıktır. Dalgalı kurların kendi kendini düzeltici (self-correcting) olduklarını ve bu nedenle ticaret dengesizliğinin yapısal olmasını önleyebileceğini görmüştük, ama örneğin ABD ve BK gibi dalgalı kur sistemi olan birçok ülke büyük ticaret açıklarına sahiptir. Yükselen piyasalar, müşterilerine karşı rekabetçi kalmak için sabit döviz kurlarını kullanmanın ihracatlarını korumaya yardım ettiğine inanmaktadırlar.*

***Bulgular***

Yukarıda zikredilen 2003 IMF çalışması, birçok ülkenin kambiyo kuru politikasını ele almıştır. Sonuçlar, ülkelerin kullandıklarını belirttikleri döviz kuru politikalarının, çoğunlukla fiilen kullandıkları ile aynı politikalar olmadığını göstermektedir. Bu bölümde daha önce, 1987-1991 arasında Hazine Bakanı Nigel Lawson’un gerçekte Alman Markına karşı yumuşak bağlanma kullanırken BK’ın serbest dalgalanma politikasına sahip olduğunu açıkladığını gördüğümüzde bunun bir örneğini ele almıştık.

Bulgular, ülkelerin döviz kuru politikasında ya bir serbest dalgalanma kur politikasını ya da katı bağlanma politikasını seçtikleri kutuplaşmış bir durumda olacakları düşüncesi ile çatışmaktadır. Ülkelerin çoğu yönetilmiş dalgalanma veya yumuşak bağlanma gibi bir ara rejim kullanmışlardır.

Yazarlar, diğer ekonomilerle yeterince bütünleşmemiş olan hızlı büyüyen, geçiş ekonomileri olan yükselen piyasaların büyüme ile uzlaşmaksızın enflasyonu düşürme çabalarına bir ölçüde destek sağlayabileceği için sabit veya yarı-sabit kambiyo kuru rejimini tercih ettiklerini bulmuşlardır. Ancak, büyüdükçe ve daha açık sermaye piyasaları geliştikçe ve gereksinme duydukları finansal altyapı olgunlaştıkça bu ekonomiler daha fazla pazar odaklı kambiyo kuruna doğru kaymadan yararlanacaklardır. Bunun bir nedeni, 1992’de poundu ERM’den çıkmaya zorlayan gibi, paralarına yapılan spekülatif ataklara karşı sabit kur rejimlerinin çok duyarlı olmasıdır.

Çalışma, gelişmiş ekonomilerin enflasyonu riske atmaksızın en iyi büyüme olanaklarını sunan, enflasyonun yönetiminde enflasyon-karşıtı bir misyona sahip bağımsız merkez bankası gibi diğer stratejileri sağlayan dalgalı kurların çekim gücüne kapıldığını bulmuştur. Ayrıca ekonomi ne kadar çok gelişmiş ise dalgalı döviz kuru sistemini benimsemenin kazançlarından da o kadar çok yararlanmaktadır.

Yükselen piyasaların dışındaki ülkeler seçtikleri döviz kuru politikasında kalma eğilimi göstermişlerdir. Yükselen ekonomiler dışındaki ekonomilerin sadece % 7’si 1940-2001 arasında herhangi bir yılda politikalarını değiştirmişlerdir.

Son olarak, araştırmacılar bir döviz kuru politikasının başarılı olabilmesi için politikanın ülkenin makroekonomik hedefleri ile tutarlı olması gerektiğini bulmuşlardır.

**ÖRNEK OLAY** Çin ve Çin’in Değişen kambiyo kur politikası

Çin 1990’lar boyunca ve 21inci yüzyılın başlarında benzeri olmayan büyüme seviyeleri gerçekleştirmiştir. Bu büyüme, Çin’in dünyadaki ikinci büyük ekonomi olmasını sağlamış ve onu çok uzak olmayan yakın bir gelecekte de en büyük ekonomi olma yoluna sokmuştur. Bu büyümenin çoğu başlangıçta ihracattan gelmiş ve hükümetin Çin için politikası ihracatla büyümeyi sürdürmek olmuştur.

Yüksek büyüme oranını korumak için Çin’in ihracat yaptığı ülkelerde rekabetçiliğini koruması esastır. Döviz kurunu düşük tutarak Çin mallarını ticari ortaklarına rekabetçi fiyatlarla satabilme gücüne sahip idi. Bu nedenle Çin uzun yıllar döviz kurunu, önemli müşterisinin parası olan ABD Dolarına bağlamıştır. Dolar ile Yuan veya Renminbi arasındaki döviz kurunu düşük tutmak için bağlanma Çin Halk Bankası tarafından dikkatli bir şekilde yönetilmiştir.

Ama yakın zamanlarda iç tüketimi teşvik etmek için daha geniş kapsamlı bir ekonomik strateji benimsedi ve aynı zamanda Yuan Dolara karşı güçlendi.

2015 yazında, o günün döviz kurunu belirlerken önceki günün alım satım hesabını da dikkate alarak, Çin kambiyo kuru politikasını değiştirdi. Bunun anlamı, belirlenen döviz kurunun pazar aktivitesini de içermesidir. Haberler, Yuanın yaklaşık %2 devalüasyonunu tetikledi.

Soru, Çin’in bu değişikliği neden yaptığı ve bunun neden Yuan’ın değerinde bir düşmeye yol açtığıdır?

Yuan’ı uluslararası bakımdan önemli para yapmak ve sonunda Yuan’ın ABD Doları, BK Poundu, Euro ve Japon Yeni ile birlikte bir rezerv parası olması gibi Çin’in uzun-dönemli bir amacı vardır. Çin, Yuan’ın IMF’in Özel Çekme Hakları-SDR’sini (ayrıntılar için Bölüm 3’e bakınız) oluşturan paralar sepetindeki paralardan biri olması için kampanya yaptı ve bunu 1 Ekim 2016’da gerçekleştirdi. Bu rezerv para olma yönünde önemli bir ilerlemedir. Ama bunun olabilmesinden önce Çin hükümetinin Sermaye Hesabını serbestleştirmesi, hükümetten bağımsız işleyebilmesi için finansal piyasalarını geliştirmesi ve hukuk sisteminin daha sağlam ve güvenilir olmasını sağlaması gerekiyor. Yuan’ın değerini belirlemedeki değişme finansal piyasaların serbestleştirilmesine yönelik küçük bir adımdı.

Ama, alternatif bir açıklama, düşen ihracatla birlikte Çin ekonomisinin büyümesinde ciddi düşüş olabilir. Döviz kurunun hesaplanışındaki değişmenin neden olduğu devalüasyon Çin’in ihracatını daha rekabetçi yapmıştı. Çin ile rekabetini daha güç hale getirdiği için ABD bu devalüasyondan hoşlanmadı.

**Para Birliği**

Bank of England’ın Başkanı Mark Carney, ülkeler arasında önemli miktarda ticaret var ise bir para birliği ticaret için önemli olduğunu söylemiştir. Ama, bir para birliğine dahil olmanın bedeli ekonomik bağımsızlığın kaybedilmesidir.

Bir son kredi merciinin olmamasını bazıları, bir güvenlik sisteminin (safety net) kaldırılması nedeniyle ahlaki rizikoyu azaltıp, bankaların ve yatırımcıların daha dikkatli olmasına neden olan bir avantaj olarak değerlendirmişlerdir.

***2014’deki İskoç bağımsızlık referandumu***

İskoç referandum kampanyasındaki temel konulardan birisi, bağımsız İskoçya tarafından kullanılacak para idi. Kampanya süresince İskoç bağımsızlık kampanyasına öncülük eden Alex Salmond, bağımsız İskoçya’nın Euroya katılmak veya kendi parasını koymak yerine Poundu kullanacağını açıklamıştı. Buna, para birliği olmasa da onunla bir çok aynı özellikleri olan ***“sterlinleştirme” (sterlingization***) denilmişti.

BK politikacıları genellikle bu plana itiraz etmişlerdi ama uygulamada bağımsız İskoçya’nın Pound kullanmasını önleyemezler idi. Bir başka ülkenin parasını kullanan çok sayıda ülke örneği vardır. Panama, para olarak 100 yıldır ABD Doları kullanmıştır. Bugün Kosova, Avrupa Birliği üyesi olmamasına rağmen Euro kullanmaktadır. 2014’de Euro bölgesi (eurozone) hala küresel finansal krizin kötü sonuçları ile uğraşırken Euro bölgesine katılmak ve Euroyu benimsemek İskoçya için çekici bir seçenek olarak görülmemişti. Ayrıca, İskoçya’nın BK’ın diğer kısmı ile olan ticareti Euro Bölgesinin kalanı ile olan ticaretinden çok idi ve bu nedenle Poundu muhafaza etmenin yararları daha fazla idi.

İskoçya, poundu kullanmaya devam etmiş olsa idi aynı parayı kullanarak BK’nın kalan kısmı ile sonuçta kambiyo kuru istikrarından yararlanacaktı. Ama planın bazı dezavantajları da vardı. En belirgin olanı Bank of England’ın BK için para politikasını belirlemesi ve bağımsızlık sonrasında da para politikasını BK’nın kalan kısmına uygun olarak belirlemesidir. Bunun anlamı İskoçya’nın ihtiyaçları dikkate alınmaksızın Bank of England tarafından belirlenen para politikasını bağımsız İskoçya’nın kabul etmek zorunda olmasıdır. Örneğin, Bank of England İngiltere’de aşırı ısınan konut piyasası ile ilgilenmek için faiz oranlarının artırılması gerektiğini hissetiğinde, İskoçya’nın ekonomisi faiz oranlarının artırılmaması gerektiğini gösterse bile İskoçya yüksek faiz oranları ile iş yapmak zorunda olacaktır. Bu, eğer Poundu kullanır ise İskoçya’nın gerçekten ne kadar bağımsız olacağını sorusunu doğuracaktır. Bank of England Başkanı Mark Carney BK ile bir para birliğinin İskoçya’nın bağımsızlığına uygun olmayacağını söylemiştir.

Sterlini kullanan bağımsız İskoçya için başka sorunlar da vardır. Halen Bank of England İskoç bankaları için son kredi mercii olarak çalışmaktadır. Bunun anlamı, bir BK bankası işini sürdürmek için para bulamıyor ise Bank of England ona ticarette kalması için yeterli parayı ödünç olarak verecektir. Küresel finansal krizin başında Northern Rock’a olan budur. Bir son kredi mercii olmaksızın finansal güçlük içindeki bankalar, bankacılık sisteminin istikrarını tehdit ederek ve kişiler ile işletmelerin para kaybetmesine neden olarak batabilirler. İskoçya’daki bankacılık sistemi İskoçya GSYİH’sının 10 katı varlıklarla İskoçya hükümetinin onları kurtaramayacağı kadar büyüktür. Kitabın yazımı sırasında İskoç bankalarının sağlıkları iyi durumda olmadığından bu gerçek bir risk idi. Birçok İskoç bankası, eğer bağımsız bir İskoçya olur ise İngiltere’ye taşınacaklarını açıklayarak açıklamaya tepki verdiler.

Bir başka sorun, eğer Pound sterlini kullanırlar ise Bağımsız İskoçya’nın para bulabilme gücüdür. Britanya hükümeti para borçlanma gereksinimi duyduğunda “gilt” olarak isimlendirilen kamu tahvilleri ihraç eder. Yatırımcılar, faizi ve ana parayı geri ödemeye hükümetin gücü olacağından emindirler. Yatırımcılar risk primini içermeyen bir faiz oranı ile tahvilleri almaya istekli olacaklardır. Yatırımcılar, gerekir ise BK hükümetin Pound basabilme gücü olduğu için emindirler. Uygulamada, hükümet bu şekilde para bassa idi Poundun arzını artırmış olurdu. Bu da muhtemelen enflasyona ve poundun değerinin erozyonuna neden olurdu. Ama böylesi sonuçların ortaya çıkması zaman aldığından borç verenler sterlinlerinin değerini aşındıran böylesi önemli aksiyonlardan önce tahvillerini satabilirler.

Ama Poundu kullanan bağımsız bir İskoçya borçlarını geri ödemek için para basamayacaktı ve bu nedenle de İskoçya tahvilleri risksiz olmayacaklar ve ancak daha yüksek bir faiz oranıyla cazip olacaklardı. Bu nedenle para borçlanmada bağımsız bir İskoçya’nın maliyeti daha yüksek olurdu.

**Olanaksız Üçlü**

İktisatçılar, bir döviz kuru rejiminin genellikle mutabık olduğumuz üç özelliğin istenilir olduğunu belirlemişlerdir. Daha fazla okumadan önce bunların neler olduğu konusunda düşünmek için birkaç saniyenizi harcayabilirsiniz.

Bir kambiyo kuru rejiminin arzulanan üç özelliği şunlardır:

1. **İstikrar.** Bu, bir ülkeye ekonomik istikrar sağladığı ve uluslararası ticareti teşvik ettiği düşünüldüğü için bu tarihsel olarak döviz kurunun temel bir unsuru olarak görülmüştür. Erken tarihli altın standardı anlaşmalarından Bretton Woods anlaşmasına kadar kambiyo kurunun istikrarı temel bir amaç olmuştur. Döviz kurunun istikrarı Euro’nun getirilmesinin de itici nedenlerinden biri idi.
2. **Sermayenin serbest dolaşımı ve sermaye kontrollerinin olmaması.** 21. Yüzyılda ülkeler dışarıdan kendilerine yatırım çekmek ve ayrıca kendi vatandaşlarının da ülkeden paralarını dışarıya transfer edebilmelerine izin vermek istemektedirler. Özellikle BK’da bankacılık sektörünün başarısına ve büyüklüğüne dayanarak her gün trilyonlarca dolar ülkeye girmekte ve çıkmaktadır.
3. **Bağımsız para politikası.** Bağımsız bir para politikası hükümetlerin küresel ekonomiden gelen baskılara karşı bir mukabele olmaktan ziyade ülkelerinin kendi çıkarları için, özellikle faiz oranları hakkında, karar alabilmelerine olanak verir.

Ne yazık ki hem teorilerden hem de verilerden ortaya çıkan bir ülkenin bu özelliklerin tümünden aynı zamanda yararlanabilmesinin olanaksız olduğudur.

İstikrarlı kurlar ile paranın serbest dolaşımına sahip olan teorik olarak mevcut bir ülkeyi ele alalım. Varsayalım ki, ev fiyatlarında ortaya çıkan bir artışı azaltmak için merkez bankası faiz oranlarını artırmaya karar vermiş olsun.

Böylesi bir hareket, ülkeye giren sermayede artışa neden olacaktır ve paraya olan talebi artırarak kambiyo kurunu artıracaktır.

Bu ülkede sermayenin serbest dolaşımı ve bağımsız para politikası vardır ama döviz kuru istikrarlı değildir. BK, böylesi bir paranın örneğidir.

Şimdi bir Eurozone gibi bir para birliğinde yer alan bir ülkeyi ele alalım. Ticari ortaklarıyla arasındaki kambiyo kuru tek bir para kullanılarak sabitlenmiştir ve Eurozone ülkeleri arasında sermayenin serbest dolaşımından yararlanır. Eurozone’da yer alan münferit ülkeler, ülkelerine uygun bir para politikası benimsemekte göreli olarak düşük bir özgürlüğe sahiptirler. Böylesi bir özgürlüğe sahip olmayı arzulayan ülke örneği, Eurozone ülkesi olan Yunanistandır.

Son olarak bazen ***ikilem (dilemna),*** ya da bazan ***üçlem ( trilemma***) olarak nitelenen bu zorluk ile uğraşmakta olan Çin’i ele alalım. Çin istediği her şeyi gerçekleştirmeyeceğini ancak istediklerinin çoğunu gerçekleştirebileceğine inanmaktadır. 2016’da Çin, sermayenin dolanımı üzerine bazı kısıtlamalar koyarak ve parayı desteklemekten çok ekonomiyi yönetmeye odaklanmış olan bağımsız bir para politikası ile parasında biraz devalüasyon ve biraz da sermayenin dolanımını kabul ederek oldukça istikrarlı kambiyo kurlarına sahip olmak istemiştir. Ancak, Kitabın yazımı tarihinde paranın değeri düşmeye başlamış, ülkeden sermaye çıkışı hızlanmış ve Çin’in döviz rezervleri alarme edici biçimde azalmaya başlamıştır.

Büyük ekonomilerin çoğunluğu, sermayenin serbest dolaşımı ile bağımsız para politikasına sahip olmayı seçer ve daha fazla oynak döviz kurlarını kabul ederler.

**Özet**

Bu bölümde döviz kurlarının terminolojisini öğrendik ve iki ülkenin göreli rekabetçiliği üzerinde döviz kurlarının etkisini araştırmaya sürdürdük. Bugün dünyada kullanılan, bir uçta sabit diğer uçta ise serbestçe dalgalanan sistemlerin yer aldığı, değişik döviz kuru sistemlerini tartıştık. Daha sonra hükümetlerin öncelikleri üzerine ve bunların döviz kuru politikasının seçimi üzerindeki etkisine odaklandık. Döviz kuru politikası seçiminin ülkeler üzerindeki etkisini değerlendirmek için Çin ve İskoçya’yı örnek olarak kullandık.

Son olarak, döviz kuru politikasını belirlerken bir ülkenin araması gereken üç şey olduğu için böyle isimlendirilen ancak uygulamada herhangi bir zamanda bu üçünden sadece ikisinin gerçekleştirilebileceği olanaksız üçlüyü tartıştık. Bu hükümetleri seçim yapmaya zorlar.

**Sorular**

**Soru 1**

Birbirine ekonomik olarak benzeyen ancak farklı kur rejimleri benimsemiş olan iki ülkeyi seçin. Her birinin seçmiş oldukları döviz kuru rejimini neden seçmiş olduklarını araştırınız.

**Soru 2**

Bir işletmeyi yönetiyorsanız bir döviz kuru sisteminin üç istenilir özelliğinden hangisiyle faaliyette bulunmayı seçerdiniz?

**Soru 3**

Kendi şirketiniz ya da borsada kote olan bir şirket için, şirketin döviz kurlarındaki dalgalanmalar nedeniyle karşılaştığı riskleri değerlendirmek için bilanço ve gelir tablosu hesaplarının analizini yapınız.

Sır: net kâr marjını bulmak için. Gelir tablosunu kullanın ve daha sonra şirketin ithalat ve ihracatında en büyük payı olan ülkeyi belirleyin. Son yılda ve beş yılda iki paradaki dalgalanmanın miktarını belirlemek için döviz kurlarına ilişkin bilgiyi kullanın. Kâr marjını eritmesi için döviz kurları ne kadar dalgalanmalıdır? Döviz kurları ne kadar dalgalanmıştır?

**06**

**PARİTE KOŞULLARI VE DÖVİZ KURLARININ TAHMİN EDİLMESİ**

**Bu bölümün sonunda;**

* **Döviz kurları terminolojisini kullanabileceksiniz**
* **Beş parite koşulunun neler olduğunu belirleyecek ve açıklayabileceksiniz.**
* **Parayı tahmin etmenin sınırlamalarını tartışacaksınız.**

**Giriş**

Döviz kurlarının nasıl ortaya çıktığını tartışmak için biraz zaman harcadık. Pazar güçlerinin döviz kurları üzerinde etkisini ele aldık ve resesyonlar ile hükümet politikaları gibi döviz kurlarını etkileyen faktörlerin bir kısmını da belirledik.

Ama uygulamada, şirketlerin yapmayı istedikleri en önemli şeylerden birisi döviz kurlarını tahmin etmektir. Bölüm 5’de döviz kurlarının ticari işlemler ve kârlılık üzerinde etkisi olduğunu gördük. Bu bölümde, döviz kurları üzerinde gelecekte ortaya çıkacak değişmeleri tahminde kullanılabilen enflasyon ve faiz oranları gibi değişkenleri tartışacağız.

Önce terminoloji ile başlamaya gereksinim duyarız ve daha sonra iki ülke hakkındaki bilgi verilmiş iken iki paranın değişim oranın ne olacağını beklememiz gerektiği hakkında düşüneceğiz.

|  |
| --- |
| **Temel Kavram**  ***Spot kur:*** *Spot döviz kuru iki para arasındaki bugünkü değişim oranıdır. İki para arasındaki spot kur günden güne değişir ve kote ettiğiniz kur kim olduğunuza ve hangi pazara gittiğinize dayanır. Tatil döviziniz için size teklif edilen kur, tek bir işlemde milyonlarca pound değiştirilmek istendiğinde şirketinize kote edilecek kurdan farklı olacaktır.* |

|  |
| --- |
| **Aktivite**  İki ana para arasında kaç tane farklı spot kur bulabilirsiniz? ABD Doları, Euro ve İngiliz Poundu gibi rezerv paraları seçebilir ve turist kurları ile **ft.com, bbc.co.uk** veya **digitallook.**com gibi sitelere bakabilirsiniz. Destek kısmında kullanacağımızdan bulduğunuz bazı rakamları kaydedin. |

***Destek***

*Londra’da Nisan 2017’de turist döviz kurları hakkında aşağıdaki bilgiyi veren bir tabela gördüm[[33]](#footnote-33)*

KAMBİYO KURLARI

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | BUY | SELL |
| EUR | 1.1976 | 1.17 |
| USD | 1.29 | 1.24 |
| AUD | 1.72 | 1.65 |
| CZK | 33.00 | 30.00 |
| CAD | 1.75 | 1.68 |
| CHF | 1.27 | 1.21 |
| TRY | 4.75 | 4.55 |

*Rakamların ilk sütunu* ***“buy-al”*** *başlıklıdır ve 1 Pound almak için ne kadar yabancı para vermeniz gerektiğini söylemektedir. Bu belirtilen rakam* ***“ask price”*** *veya* ***“offer price****” olarak isimlendirilen fiyatı göstermektedir.*

*İkinci sütünün başlığı olan* ***”sell-sat****” ise elinizdeki 1 Poundu değiştirmek istemeniz halinde ne kadar yabancı para alacağınız göstermektedir. Bu belirtilen rakam* ***“bid price”*** *olarak isimlendirilen fiyatı göstermektedir.*

*“Bid prices” olarak verilen fiyatların her zaman “ask prices” olarak verilen fiyatlardan düşük olduğuna dikkat ediniz*

*“Ask prices” ve “bid prices” arasındaki fark* ***“spread”*** *olarak isimlendirilir ve “döviz al-satçıları” (currency traders) paralarını bu farktan kazanırlar.*

*Yukarıdaki tabloya tekrar bakın ve spread hakkında bir şey söyleyip söyleyemeyeceğinizi görün.*

*Dolar kotasyonlarının” spread”i % 4’tür ((1.29-1.24)/1.29). Bu farkı, Çek Cumhuriyeti Koruna’nın “spread”inin % 9,1 ((33-30/33) olan büyüklüğü ile karşılaştırın.[[34]](#footnote-34) “Spread”in büyüklükleri arasında neden bu kadar çok fark vardır? Bu farkın açıklaması bize finansal piyasaların önemli bir özelliği hakkında bilgi verir. Dolar dünyada en çok alınıp satılan paradır. Bu al-satçılar arasında sert bir rekabete yol açar ve bunun anlamı yüksek miktarda yapılan alım satım nedeniyle bir fiyat oluşturmanın daha kolay olduğudur. Buna karşılık Koruna’nın seyrek alınıp satılması sadece rekabetin daha az olması değil aynı zamanda fiyat belirlemenin daha güç olduğu anlamına gelir ve bu nedenle de al-satçılar zararla karşılaşmamaktan emin olmak için daha geniş bir spread belirlerler. Aynı hesaplamayı yukarıda verilen diğer paralar için ve günlük yaşamınızda kurlarla karşılaştığınızda da yapın. Rezerv paraları ve diğer yaygın alınıp satılan paraları ele aldığınızda “spread” i daha küçük bulmanız olasıdır.*

*Aynı zamanda yukarıdaki tablodan görüldüğü gibi, dolar için yayımlanan kur* GBP1= USD1.2848’ dir. Bu kur kabaca yukarıdaki turist kurundan ziyade toptancı ask ve bid fiyatların orta noktasıdır.

*Turistlerin büyük MNC’lerden ve diğer önemli döviz piyasası katılımcılarından çok daha kötü bir alış-veriş yaptıklarını görmenin sizin için sürpriz olmayacağına eminim.*

|  |
| --- |
| **Temel Kavramlar**  **Ask price** veya **offer price:** 1 Pound almak için ödemek zorunda olduğunuz fiyattır.  **Bid price:** 1 Pound karşılığında alacağınız yabancı paranın miktarıdır.  **Spread:** Bid price ve ask price arasındaki farktır.  **Forward rate:** Forward kur (vadeli kur), gelecekteki bir tarihte iki para arasındaki döviz kurudur. |

Yabancı para üzerinden bir siparişi vermek gibi bir kararı almak tarihi ile ödemenin alınması tarihi arasında çoğunlukla bir zaman farkı olduğundan vadeli kur şirketler için çok yararlıdır. Bir şirket, hem rekabetçi hem de kârlı bir olmasını sağlayacak bir teklif vermesine yardımcı olması için vadeli kuru kullanabilir. Çok yüksek bir teklif rekabetçi olmayabilir ve şirket işi kazanamayabilir; çok düşük bir teklifte ise şirket işi kazanabilir ama kâr edemez.

Ayrıca, bir şirket şimdiden bir vadeli kur sözleşmesi satın almayı seçebilir. Eğer bunu yapar ise, gelecekte belirli bir tarihte sözleşilmiş olan yabancı para miktarını bir döviz kuruna bağlayarak belirli bir yabancı para miktarı karşılığında ne kadar ulusal para alacağı konusunda emin olacaktır.

|  |
| --- |
| **Örnek**  Euro ve Pound arasındaki spot kurun GBP1= EUR1.20 olduğunu ve 12 aylık forward kurun da GBP1= €1.30 olduğunu varsayalım. Bir şirket bankasından pounda karşı Euro’ları bugün EUR1.20’den veya 12 aylık zaman içinde €1.30’dan alabilir. 12 ay sonra spot kurun ne olduğunun önemi yoktur. Şirketimiz Euroları EUR1.30dan almak için sözleşme yapmıştır. Bunu Bölüm 8’de ayrıntılı olarak tartışacağız. |

Forward kurlar geleceğe doğru birkaç ay süreli olarak, 12 aya kadar kote edilirler. Bir çok amaç açısından bu yeterince iyidir ancak bir şirket daha uzun dönemi planlıyor ise, belki de bir başka ülkede uzun dönemli yatırım yapmayı değerlendiriyor ise, döviz kurlarını tahmin edebilmek karar alma sürecinde temel bir rol oynayabilir.

***Forward primler ve forward iskontolar***

Bir yabancı paranın zaman içinde değerinde düşüş bekleniyor ve bu nedenle bugün aldığından daha az ulusal para alması bekleniyor ise yabancı para forward iskontolu (at a forward discount) olacaktır.

Bir yabancı paranın zaman içinde değerlenmesi bekleniyor ve bu nedenle bugün aldığından daha fazla ulusal para alması bekleniyor ise yabancı para forward primli (at a forward premium) olacaktır.

|  |
| --- |
| **Forward Prim veya İskonto** |

**Parite Koşulları:**

İktisatçılar, paralar arasında gelecekteki döviz kurları üzerinde doğrudan bir etkisi olması beklenen çok sayıda faktör belirlemişlerdir. Bunlar beş parite koşulu olarak isimlendirilmiş olup şunlardır:

* Satın alma gücü paritesi (purchasing power parity);
* Fisher Etkisi;
* Uluslararası Fisher Etkisi (the international fisher effect);
* Faiz oranı paritesi (interest rate parity);
* Gelecekteki spot kurun yansız öngörücüsü olarak forward kur

Bu parite koşulları birbirleriyle rekabet etmezler; birlikte birbirleriyle bağlantılıdırlar.

Bunların hepsinin birbirlerine nasıl uyduklarını ele almadan önce her koşulun argümanlarını anlamak için bir örnekle başlayarak bunların her birini tartışacağız.

***Satın alma gücü paritesi (purchasing power parity)***

İki ülkenin uzun bir sınırı paylaştığını; iki ülkede yaşayanların büyük bir kısmının istediklerinde mal almak için diğer ülkeye gidebildiklerini; her iki ülkede yaşayanların diledikleri ülkede serbestçe online alışveriş yapabildiklerini varsayalım.

Varsayalım ki her iki ülke de aynı akıllı telefonları satsın. İlk ülke olan Uno’da yaşayanlar yerli bir bayiden bir telefonu 1.000 Uno Dolarına (UD) alsın. İkinci ülke olan Duo’da yaşayanlar da telefonu kendi yerli bayisinden 2.000 Duo Frankına (DF) alsınlar.

|  |
| --- |
| **Faaliyet**  Uno Doları ile Duo Frankı arasındaki döviz kurunun ne olması gerektiğini düşünüyorsunuz? Kaç Frankın bir Dolar alacağını düşünüyorsunuz? |

***Destek***

*Eğer 2,000 Frank ve 1,000 Dolar aynı telefonu satın alıyorlar ise o zaman döviz kurunun UD 1,000/DF 2,000 olmasını ve 1 Doların 2 Frank ile değişimini bekler misiniz?*

|  |
| --- |
| **Aktivite**  Eğer döviz kuru UD 1= DF 2 değil ise o zaman telefon satışlarına ne olacaktır? Varsayalım ki UD 1=DF 2.2 olsun. Uno’da yaşayan birisi Duo’da aldığı telefona ne kadar ödemek zorundadır? |

***Destek***

*Varsayalım ki Uno’da yaşıyorsunuz. Telefonu yerel bir bayiden UD1,000’a veya DF 2,000’a, döviz kurunun UD1=DF2.2 olduğu durumda UD 909’a eşit olan maliyetle alabilme seçeneğiniz vardır. Uno’da yaşayan bazı müşteriler yeni telefonlarını hala yerel olarak alırken bazıları daha düşük bir fiyattan telefonlarını Duo yerel bayisinden alıma kaydıracaklardır.*

Tek fiyat kanun denilen bir düşünce olan benzer malların fiyatının dünyanın her tarafında aynı olması gerektiğini ileriye süren satın alma gücü paritesinin esası budur. Fiyatlar aynı değil ise, tüketiciler maliyetlerini düşürmek veya risksiz kâr sağlamak için iki pazardaki fiyat farklılıklarının avantajını elde etmek olan arbitraj faaliyetini gerçekleştireceklerdir.

Bütün tüketicilerin yıl içinde aldıkları tek şey akıllı telefon olmadıkça kambiyo kuru sadece bir telefonun maliyetlerindeki farka dayanmayacak; çok sayıda mal ve hizmetler fiyatlarına dayanacaktır.

|  |
| --- |
| **Aktivite**  Yurt dışına yaptığınız seyahatlerde veya gördüğünüz online fiyatlar hakkında düşünün. Günümüzde dünyada tek fiyat kanunun olduğuna inanıyor musunuz? |

***Destek***

*Bütün dünyada fiyatları kıyaslayan bir endeks Economist’in Big Mac endeksidir. Bu endeksi* [*http://www.economist.com/content/big-mac-index*](http://www.economist.com/content/big-mac-index) *adresinde bulabilirsiniz. Uygulamada, Big Mac endeksinin bazı avantajları var iken bazı ciddi sınırlılıkları da vardır. Big Mac aldığınızda bir mal yanı sıra bir hizmeti de satın alırsınız. Berlin’de iseniz ve bir Big Mac almak ister iseniz onu Berlin yerine Paris’te alma olanağınız yoktur. Big Mac’in olduğu yer önemli bir konudur. iPhone’ların her ülkede aynı paraya mal olup olmadığını araştırmak isteyebilirsiniz. Değil iseler neden iPhone alan herkes telefonu, nerede olursa olsun en ucuz tedarikçiden sipariş etmez?*

Satın alma gücü paritesi, serbest ticaret üzerindeki yerel vergiler yanı sıra gümrük tarifeleri ve kotlar gibi kısıtlamaların etkisini dikkate almaz. Şirketler, bölge sistemi ve diğer ürün farklılaşma yöntemlerinde olduğu gibi çoğunlukla kendi kısıtlamalarını yaratırlar.

|  |
| --- |
| **Aktivite**  Akıllı telefon müşterimize dönersek, varsayalım ki döviz kuru UD1=FD2 olsun ve tek fiyat kanunu geçerli olsun. Şimdi varsayalım ki beklenen enflasyon Uno’da % 2 ve Duo’da % 10 olsun. Gerçekleşen enflasyon beklendiği gibi olur ise bir yıl sonra her iki ülkedeki telefon maliyetleri ne olacaktır? |

***Destek***

*Bir yıl sonra telefon maliyeti Uno’da UD1,020 (UD1,000x1.02) ve Duo’da ise DF2,200 (DF2,000. x1.1) olacaktır.*

*Bir yıl sonra, tüketicilerin bir tedarikçiden almak yerine diğer tedarikçiden almasını önlemek için kambiyo kuru ne olmalıdır?*

*Yeni kur UD1=DF2.156 (2,220/1,020) olmalıdır.*

Satın alma gücü teorisine göre, tek fiyat kanunu muhafaza etmek için gelecekteki spot kurlar enflasyona göre düzelme yapacaktır.

|  |
| --- |
| **Temel Kavram**  Satın alma gücü paritesi eşitliği şöyledir:  Burada;  e0 cari döviz kuru  et t’de tahmin edilen spot döviz kuru  ih 0 zamanı ile t zamanı arasında yıllık hale getirilmiş ülke içi enflasyon oranı  if 0 zamanı ile t zamanı arasında yıllık hale getirilmiş yerel veya yabancı enflasyon oranı |

Uygulamada satın alma gücü paritesini kullanmanın bazı önemli problemleri vardır.

Birincisi, gelecekteki spot kuru tahmin ederken beklenen enflasyona dayanır ve enflasyon tahmini bizim

İkincisi, enflasyonu hesaplamada mallar ve hizmetler sepetine dayanırız. Sepet, tüketicilerin parasını nelere harcadığına dayanır ve uygun bir şekilde oluşturulmaz ise yanlış sonuçlar verecektir. Bir başka komplikasyon Uno ve Duo’daki insanlar aynı mal sepetine sahip olmayacaklardır.

Nihayet uygulamada fiyatlar çoğunlukla katıdır. Tedarikçiler, malları ve hizmetleri için koyabilecekleri fiyat üzerinde bir sınır olabileceğini ve bundan daha fazlasını isteyemeyeceklerini bilirler.

Çok uzun dönemde, belki 30 yılda, veriler satın alma gücü paritesi teorisinin geçerli olduğunu ancak kısa dönemde bir sonraki ölçümüz kadar yararlı olmadığını göstermektedir.

|  |
| --- |
| **Aktivite**  Buradan çıkan ilginç bir sonuç, döviz kurunu belirleyen Uno ve Duo’daki enflasyon düzeyi değildir: enflasyon oranlarındaki farktır. Uno, Duo’dan daha düşük bir enflasyon oranına sahiptir. Hangi para birimi değerlenmiştir? |

***Destek***

*Döviz kuru değişmiş ve UD1=DF2 iken UD1=DF2.156 olmuştur. Uno gelecek yıl bu yıl alacağından daha fazla Frank alabilecek olduğundan Uno parası değerlenmiş Duo parası ise değer kaybetmiştir. Satın alma gücü paritesine göre, enflasyon oranı diğer ülkelerden daha düşük olan ülkenin parasının değerlendiğini görecektir.*

Diğer parite koşulana geçmeden önce, burada öğreneceğimiz son önemli bir ders vardır. Şimdiye kadar hesapladığımız kambiyo kurları fiilen kote edilen kurlar olduklarından ***“nominal döviz kurları”*** olarak isimlendiriyoruz. Kurun UD1=DF2 iken UD1=DF2.156 olması nominal kambiyo kurunda bir değişimdir, ancak bu iki ülkenin rekabetçiliği arasında bir farklılık yaratmış mıdır? Cevap yaratmamıştır. Kurdaki değişme nedeniyle telefon satıcılarının hiçbiri diğeri üzerinde bir avantaja sahip değildir. Reel kambiyo kurlarında bir değişme olmadığını ileriye sürebiliriz.

Belki de iki ülke sabit kambiyo kuru politikasına sahip olduğu için enflasyon farklılığı nedeniyle kambiyo kurlarının değişmediğini varsayalım. Bu durumda reel kambiyo kurları arasında bir fark var mıdır? Şirketlerden birisi telefonu diğerinden daha ucuza satabilir mi?

|  |
| --- |
| **Aktivite**  Bir yılın sonunda, eğer döviz kurları değişmemiş ise Uno’da yaşayan birisi telefon şirketlerine kaç lira ödemek zorundadır? |

***Destek***

*Yıl sonunda Uno’daki şirketten alınacak telefon UD1,020 (UD1,000x1.02)’a mal olurdu. Duo’daki şirket telefonları DF2,200 (DF2,000x1.1)’a satacaktır ve Uno’da yaşayan birisi Duo’daki şirketten telefon alır ise UD1,100 (DF2,200/2) harcamak zorunda olurdu. Benzer bir biçimde Duo’da yaşayan birisi Duo şirketinden telefonu DF2,200 alırken Uno şirketinden bir telefon alması halinde DF2,040 (1,020x2) harcayacaktır.*

Nominal kurlarda bir değişme yok iken bile reel kurlarda bir değişme olduğu açıktır ve sonuç olarak Uno’da kurulu olan şirket Duo’da kurulu olan şirketten şimdi daha fazla rekabetçidir.

***Fisher Etkisi***

Fisher Etkisi (Fisher Effect) bize enflasyon ve faiz oranları arasında bir ilişki verir.

|  |
| --- |
| **Aktivite**  Yukarıdaki örneğe dönersek, Uno’daki beklenen enflasyon oranının %2 olduğunu biliyoruz. Uno’daki bankaların mevduata %3 faiz verdiklerini varsayalım. Bir tasarruf sahibi UD100’ını bir bankaya bir yıl vadeli hesaba yatırsa kabaca ne kadar daha iyi durumda olurdu? |

***Destek***

*Yıl sonunda yatırımcımız bankada UD103 (UD100x1.03) sahibi olacaktır. Ama bir yıl önce UD100 olan malların maliyeti şimdi UD102 (UD100x1.02) olacaktır. Yatırımcımız, parasını bankaya 1 yıl vadeli olarak yatırdığı için UD1 daha iyi durumda olacaktır.*

*Banka %3 nominal faiz oranı verirken %2 enflasyon için düzeltme yapıldıktan sonra reel faiz oranı %1’e yakın olacaktır.*

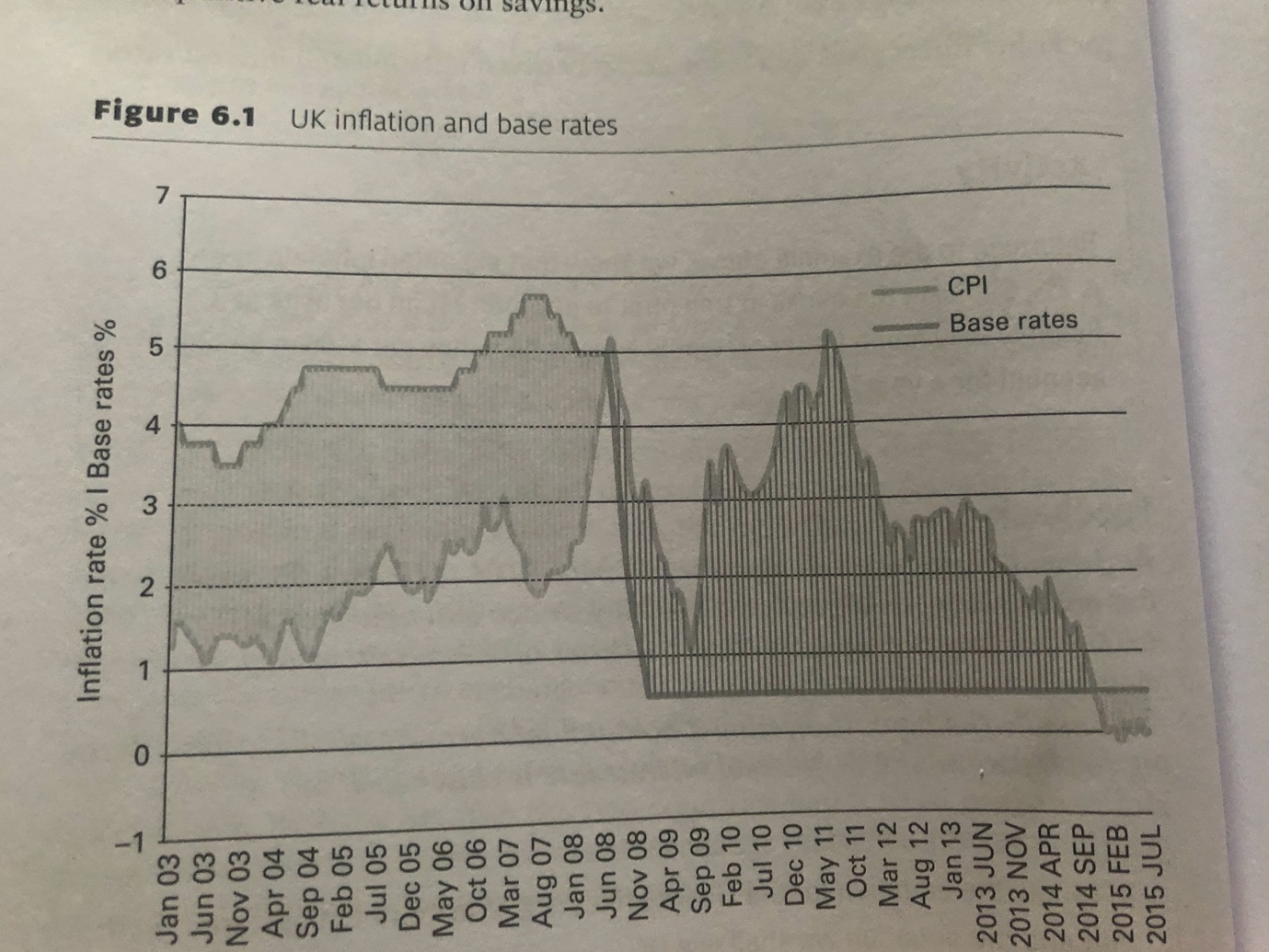
|  |
| --- |
| Gerçekte ***Fisher Etkisi*** bundan biraz daha karmaşıktır ve kullanmamız gereken eşitlik şudur:  (1+nominal oran)  Bunu yeniden düzenler isek;  (1+reel oran)  reel oran [ ] - 1 |

Rakamlarımızı eşitlikte yerlerine koyar isek, tam %1 olmasa da ona yakın şunu elde ederiz:

(1+ reel faiz oranı) = 1.03/1.02 = 1.0098

reel faiz oranı = % 0,98

Ampirik verilere göre, yatırımcılar tasarruflarına genellikle küçük bir pozitif getiri sağlamaktadırlar. Ancak, 2003 ve 2015 arasında baz faiz oranları ile enflasyon grafiğinden görüldüğü gibi (şekil 6.1), 2008’in sonunda faiz oranlarının düşürülmesi yıllar boyunca faiz oranlarının enflasyon altında olmasına neden olmuştur. 2015 ve 2017’de kısa bir dönem faiz oranları enflasyonun üzerine olsa da BK’da faiz oranlarının enflasyonun altında olması sürmüştür. Faiz oranları enflasyonun altında olduğu zaman bu hane halklarını, tasarruf etmek yerine ekonominin canlanmasına etkisi olan harcamaya teşvik eder. Genel olarak, sağlıklı ekonomilerin tasarruflara pozitif reel getiri sağladığı kabul edilir.



Eğer ülkeler farklı reel faiz oranlarına sahip olurlar ise o zaman arbitraj olanağı mevcut olurdu. Bunun anlamı, sermayenin daha düşük reel faiz ödeyen ülkeden alınıp daha yüksek reel faiz veren ülkelere götürülmesi olur. Her gün trilyonlarca USD’ın döviz piyasalarına aktığını hatırlar iseniz olağanüstü miktarda bir paranın da farklı reel faiz oranlarına sahip olan ülkeler arasında akmasının da olası olduğunu görebiliriz. Para daha düşük reel faiz ödeyen ülkeden dışarıya aktığında, faiz oranları daha fazla tasarrufu çekmek için yükselecektir. Aynı zamanda daha yüksek reel faiz ödeyen ülke ihtiyacından daha fazla nakde sahip olduğunu görecek ve faiz oranları düşecektir. Bu süreç, iki ülkede faiz oranları kabaca benzer olana kadar sürecektir.

Eğer arbitraj reel faiz oranlarındaki farklılıkları eritmiş ve reel faiz oranları da nominal faiz oranları ve beklenen enflasyon oranı ile tanımlanabilir ise o zaman *iki ülkedeki nominal faiz oranları arasındaki farkın yaklaşık olarak iki ülkede beklenen enflasyon oranları arasındaki farka eşit olması gerektiği* sonucuna ulaşabiliriz.

***Uluslararası Fisher Etkisi (the international fisher effect)***

Faiz farkları, spot oranlarda gelecekte meydana gelecek değişmenin yansız öngörücüsüdürler. Özellikle, daha düşük faiz oranı olan paraların daha yüksek faiz oranı olan paralara karşı değerleneceği beklenir.

**Örnek**

Denklemleri ele almadan bunu bir örnekle görmek en kolayıdır. Uno ve Duo’ya yeniden dönelim ve varsayalım ki faiz oranı Uno’da %5; Duo’da ise % 12 olsun. Spot kur UD1=DF2’dir. Gelecekte beklenen spot kur nedir?

**Çözüm**

Uno’da yaşayan birisinin UD1.000’ı var ise bunu bir yıl vadeli yatırır ise UD50 faiz (UD1,000x0,05) kazanır ve banka yıl sonunda ona toplam UD1,050 (UD1,000x1.05) verir.

Bunun yerine dolarlarını Duo Frankına çevirebilir ve DF2,000 (UD1,000x2) alabilir idi. Daha sonra bu Frankları bir yıl vadeli olarak %12 faiz oranından Duo’da mevduat olarak yatırabilir idi. Yıl sonunda bu ona toplam DF240 (DF2,000x0,12) faiz kazandırabilir ve bankada toplam DF2,240 (DF2,000x1.12) parası olabilir idi.

|  |
| --- |
| **Aktivite**  Yıl sonunda döviz kurunun UD1=DF1.2 olması bekleniyor ise korkusuz yatırımcımız ne yapmaya karar vermeli idi? |

***Destek***

*Yatırımcımız Duo’da yatırım yapmayı seçer ise ve yılı hesabında DF2.240 ile tamamlar ise bunu Uno Dolarına çevirdiğinde parasını Uno’da yatırmış olsaydı kazanmış olacağı UD1.050’den daha fazlası olan UD 1.120 (DF2.240/2) alacaktır. UD1=DF2 döviz kuru ile birçok Uno tasarruf sahibi paralarını Duo’daki bankalara yatırmayı seçecektir. Bu ise Uno’da bir tasarrufçu açığına neden olacağından tasarrufları çekmek için bankaları faiz artırmaya zorlayacak ve Duo’daki tasarruf doygunluğu tasarrufçuları caydırmak için bankaların mevduata ödenen faiz oranlarını düşürmelerine neden olacaktır.*

|  |
| --- |
| **Aktivite**  Tasarruf sahiplerinin mevduatlarını bir ülkeden diğerine kaydırmalarını önleyecek beklenen gelecekteki spot döviz kurunu bulabilir misiniz? Bunu cevaplamak için arbitraj faaliyet hakkında düşünebilirsiniz. Yatırımcının bir başka ülkede yatırım yaparak yatırımına daha yüksek getiri sağlayamayacağını ifade eden döviz kuru nedir? |

***Destek***

*UD1.000’lık bir mevduat için yıl sonunda alacağınız miktar her iki ülkede de aynı olsa idi bir başka ülkede mevduat yapmak için herhangi bir müşevvik olmaz idi. Bu nedenle döviz kuru tam olarak UD1.050’nin DF2.240’a eşitse veya UD1=DF2.2133 (2,240/1,050) ise tasarruf sahiplerinin paralarını bir ülkeden diğerine götürmeleri için bir müşevvik olmazdı. Bir başka deyişle, kambiyo kuru UD1=DF2.133 olmuş olsa idi arbitraj fırsatı olmaz idi. Muamele maliyetlerinin olmamış olduğunu varsayar isek bundan başka herhangi farklı bir döviz kurunda ise arbitraj fırsatı olurdu.*

|  |
| --- |
| **Uluslararası Fisher Etkisi** için eşitliği cebirsel olarak aşağıdaki gibi ifade edebiliriz:  Burada;  rh yatırımdan beklenen getiri  rf yurt dışında yapılan yatımdan beklenen getiri  t = örneğimizde bir yılın sonu olan t dönemi  e0 spot kur yani USD1= Fr.e0  e1 gelecekte beklenen kur spot yani USD1= Fr e1 |

Rakamları eşitlikte yerine koyar isek;

0.9375

Gerçek dünya genellikle bu örnektekinden çok daha fazla karmaşıktır.

Her ülkede çok sayıda farklı faiz oranları vardır ve para değişimi çoğunlukla “bid-ask spread”i nedeniyle maliyetlidir.

Buna rağmen, ampirik veriler Uluslararası Fisher etkisinin uzun dönemde ve ayrıca yüksek enflasyon yaşayan ülkelerde ise kısa dönemde geçerli olduğunu göstermektedir. Düşük enflasyon düzeyi olan ekonomilerde kısa dönemde geçerli görünmemektedir.

***Faiz oranı paritesi teorisi (interest rate parity theory)***

Faiz oranı paritesi teorisi, faiz oranı farkları ile spot ve forward kur farkları arasındaki ilişki ile ilgilenir. Bunu göstermek için yeniden arbitraj yasasına dayanacağız.

|  |
| --- |
| **Örnek**  Uno ve Duo örneklerine geri döneceğiz. Spot kurun UD1=DF2 olduğunu hatırlayalım.  Nominal faiz oranları bu kez Uno’da %3 ve Duo’da %11 olsun. Bu bilgiyi forward kuru hesaplamak için kullanacağız.  Bir arbitraj olanağının mevcut olabilmesi için bunun risksiz olması gerekir.  Ne yazık ki, bir yatırımcı işlemlerdeki belirsizliği ortadan kaldırmak için şimdi bir sözleşmeler serisine girebilir.  Varsayalım ki cesur yatırımcımız Duo’da Uno’da elde edebileceğinden daha yüksek getiri elde edebileceğini düşünmektedir.  Uno’da %3’den borç alabilir, UD1=DF 2 kurundan Duo Frankına çevirebilir ve Duo’da %11 faiz oranı ile mevduat hesabına yatırabilirdi. Yıl sonunda yatırımcımız parasını Duo bankasından çeker ve Frankları tekrar Dolara çevirebilir. Yatırımcımız bu sözleşmelerin üçünü birden bugün bağıtlayabilir ve böylece bir yıl sonra ne kadar Uno Doları alacağını kesinlikle bilebilir.  Eğer yatırımcımız forward sözleşmeyi kullanır ise yatırım döneminin sonunda ne kadar dolar alacağından kesin olarak emin olabilir.  Fazi oranı paritesi geçerli ise o zaman;  Burada;  rh ana ülkede (home country) geçerli faiz oranı,  rf yerel (local) ya da yabancı ülkede geçerli faiz oranı,  e0 spot kur,  f1 dönem sonundaki forward kur.  **Şekil 6.2 Çözüm** |

***Gelecekteki spot kurun tarafsız öngörücüsü olarak forward kur***

Banka gibi bir finansal kurum forward döviz kurunu kote edeken bu kotasyonu yapabilmek için para hakkında elde edilebilir bütün bilgiyi kullanırlar. Faiz oranları ve beklenen enflasyon oranı yanısıra diğer politik ve ekonomik verileri de hesaba katarlar. Bankalar forward kuru hesaplayabilmek için bütün bilgileri bir modelde girdi olarak kullanacaklardır. Varsayalım ki “Banka Bir”in modeli diğer bankalar ile kıyaslandığında çok ihtiyatlıdır. Bu banka, genellikle diğer bankalardan daha kötü kotasyon verir. Yatırımcılar kısa sürede diğer bankalar ile daha uygun bir işlem yapabileceklerini anlarlar ve ihtiyatlı bankamız işinin önemli bir kısmını yitirir.

Şimde “Banka Bir”in paranın bir başka paraya karşı önemli ölçüde değerleneceğine inandığını varsayalım. Varsayalım ki HSBC, poundun diğer bankaların inandığından daha fazla güçleneceğini düşünmüştür. Diğer bankalar 12 aylık forward sözleşmeye GBP 1=EUR1.20 kurunu önerirken HSBC aynı sözleşmeye GBP1=EUR1.25 kurunu önermektedir. 12 ay sonra Euro almak isteyen şirketler ve diğerleri bir forward sözleşme almak için HSBC’ye koşarlardı; 12 ay sonra Euro satmak isteyenler daha iyi kur öneren diğer bankaları kullanırlardı. Arbitrajcılar ise HSBC’den GBP1=EUR1.25 kurundan Euro almak için bir sözleşme ve başka bir bankadan ise GBP1=EUR1.20’den Euro satıp Pound almak için ise ikinci bir sözleşme yaparak iki ayrı forward sözleşmeye girip 12 ay içinde risksiz bir kâr yapma olanağı sağlayan fırsattan yararlanacaklardır.

Forward döviz kurunun döviz piyasalarında aktif olanların arasındaki bir konsensüs ile belirleneceğini görebiliriz. Bunun anlamı, finansın temel düşüncelerinden birisi olan etkin pazar hipotezinden tanıdık gelecektir.

Gelecek 12 ay içinde bazı beklenmedik şeyler olması yüksek bir olasılıktır. Örneğin, 2016 referandumunda genel kanı BK’ın AB’inde kalmayı seçeceği idi. Oylama sonucu ayrılma oldu ve döviz piyasasında, dolara karşı poundun %10’dan fazla düşmesi ile bu sonuca karşı hemen bir tepki gördük. 12 aylık bir dönemde çok sayıda beklenmedik olaylar olabilir; bazısı pozitif bazısı da negatif olacaktır. Bu nedenle, gelecekteki bir tarihte spot kurun o gün için verilmiş olan forward kura eşit olması olası değildir. Bu beklenmeyen olaylar negatif olabileceği gibi pozitif de olabileceğinden forward kurun o günün spot kurunun fazla ya da düşük tahmin edilmesine neden olabilir. Bu nedenle, forward kurun gelecekteki spot kurun tarafsız tahmin edicisi (unbiased predictor) olduğunu düşünebiliriz; bu nedenle de çok düşük olabileceği gibi çok yüksek de olabilir.

Bu tam olarak açık değil ise, doğadan bir örneği ele alalım. Hamile bir kadına bebeğinin doğum günü için önceden bir tarih verilir; bunu forward kur olarak düşünelim. Gerçekte, bebeklerin sadece % 4’ü önceden verilen bu tarihte doğmakta; fiili doğum tarihi önceden verilen doğum tarihini bir tarafsız tahmin edici yapmakta ve kalan bebekler bu verilen tarihten önce veya sonra doğmaktadırlar.

**Sıfır-Toplamlı Oyunlar**

Daha fazla ileriye gitmeden önce, döviz piyasaları hakkında söylememiz gereken son bir şey vardır. Bunlar “sıfır-toplamlı oyunlar (zero-sum games) olarak isimlendirilmektedir. Sıfır-toplamlı oyunun basit bir örneği küçük bir. grup insan arasındaki poker oyunudur. Bunları oluşturan grubun akşamım başlangıcında poker oynamak için GBP1,000 parası var ise ve poker partisinin sonunda kendi aralarında oluşturdukları grubun yine ve sadece GBP1.000 parası olacaktır. Değişen tek şey paraya sahip olan insanların değişmiş olmasıdır. Bu nedenle, bir kişi başlangıçta sahip olduğundan daha fazla paraya sahipse bu başka insanların günün sonunda başlangıçta olandan daha az paraya sahip olmasıdır.

Bunun anlamı döviz kuru faaliyetlerinden para kazanabiliyor iseniz başka birinin para kaybetmesidir. Büyük bir olasılıkla diğer pazar katılımcıları sizin para kazanmanızı oturup seyretmezler; pazar koşullarına karşı eylemde bulunma ile döviz kurları veya faiz oranları değişmesi şeklinde olabilecek, sizi durduracak adımlar atarlar.

**Döviz Tahmini**

Şimdiye kadar döviz kurlarını tahmin etmede kullanılabilecek beş farklı parite koşulunu değerlendirdik.

Pazar katılımcılarının yapabilmeyi istedikleri bir şey döviz kurlarının tahminde diğer katılımcılardan daha iyi olmaktır. Bunu yapabilir iseler diğer pazar katılımcılarından daha fazla para kazanmak için pazar aksaklıklarından kaynaklanan avantajları elde ederler.

Kambiyo kurlarını tahmin etmede bir bütün olarak pazarın tümünden daha iyi olacaksanız aşağıdakilerin biri veya daha fazlasını yapmaya ihtiyacınız olacaktır:

1. Tahmin için başkalarından daha iyi bir modele sahip olmalısınız. Bu bir süre işe yarar ama pazar güçleri kısa sürede diğerlerinin de daha iyi modele sahip olmasını sağlar.
2. Diğer yatırımcılara kıyasla, bilgiye daha çabuk ulaşmak gibi, bilgiye ulaşımınız da daha iyi olmalıdır. Piyasalar bilgi konusunda katı kurallara sahip olduğu ve bazı yatırımcıların diğerlerinden önce bilgiye sahip olması bu kuralların ihlali olduğundan bu göreli olarak pek olası değildir. Bilinmeyen bilgiye dayanarak işlem yapmak olan “içerden öğrenenler ticareti” (insider dealing) denilen işlemi BK’da yapmak suçtur ve bunun anlamı insanların bunun için hapse gitmeleridir.[[35]](#footnote-35)
3. Dengeden kısa-süreli küçük sapmaların avantajından yararlanın. Uygulamada, döviz piyasaları yeni bilgiye karşı çoğunlukla aşırı tepki verir. Örneğin, BK’da 23 Haziran 2016’da AB’den ayrılma oylandığında kambiyo kuru GBP1=USD1.49 idi. Ama ertesi günün sonunda pound GBP1=USD1.37’ye düşmüş idi. 7 Temmuza kadar Pound USD1.29’a düştü ve 14 Temmuza kadar da USD1,33’e geri sıçradı. İzleyen haftalarda ve aylarda Pound düşmeye devam etti ve GBP1=USD1.25 civarına yerleşti. Bu Poundun % 16 civarında ((1.49-1.25)/1.49) değer yitirimini temsil etmektedir. Bir yatırımcı, 7 Temmuzda poundun değerinin Brexit sonucuna aşırı bir tepki olduğunu ve Brexit oylamasının sonucu Pazar tarafından tamamen düzeltildikçe poundun yeniden değer kazanacağını düşünerek spekülasyon yapmayı seçmiş olabilir. Böyle bir yatırımcı 7 temmuzda Poundu satın almalı ve Pound değer kazandığında da satmalıdır.

Al-satçılar bu gelişmenin yönünün farkındadırlar ve bu para kazanmanın önemli bir yoludur. Dengeden ayrılmanın olabileceği başka zamanlar da vardır.

1. Döviz piyasalarına devletin müdahalesini başarılı bir biçimde öngörmelisiniz. Hükümet veya onun ajansı, merkez bankası tarafından döviz kurunu değiştirmek için atılan adımları doğru olarak öngörmenin olası olduğu bir sabit kur sisteminde bu başarılı bir strateji olabilir.

**Özet**

Bu bölümde, kambiyo kurunun beş parite koşulunu açıkladık, tartıştık ve test ettik. Üretim planlaması ve karar alma dahil bütçeleme ile ilgili faaliyetlerin çoğunda her MNC’ın gereksinme duyduğu bir şey olan döviz kurlarını tahmininde kullanıldıkları için bu parite koşulları çok önemlidirler.

Bu bölüm ayrıca belirli veri koşullar altında döviz kurlarındaki değişmeyi hesaplama olanağını sağlamıştır.

Uygulamada, değişmelere sadece faiz oranları ve enflasyon gibi temel olgularda (fundamentals) değişmeler değil güven ile pazar sezgilerinde meydana gelen değişmeler de neden olduğundan kambiyo kurlarını tahmin etmek çok güç bir iştir. Birçok olayda gördüğümüz gibi, pazar sezgisi temel olguları kullanarak tahmin yapmanın çok güç olduğu, kambiyo kurlarında çok önemli kaymalara neden olmaktadır.

**Sorular**

**Soru 1**

Varsayalım ki, dünyadaki ülkelerin büyük çoğunluğu kambiyo kurlarını belirlemek için satın alma gücü paritesini kullanarak sabit döviz kuru sistemine geçmeye karar verdi. Bir kere bu uygulanınca ülkelerin döviz kurunu korumak için para politikasını kullanmaları gerekli olacaktır.

Döviz kurlarını belirlemek için satın alma gücü paritesini kullanmanın ilk plandaki güçlükleri nelerdir?

**Soru 2**

Varsayalım ki Uno ve Duo döviz kurlarını UD1=DF2 üzerinden sabitlemeye karar verdiler. Ama enflasyon Uno’da % 6 iken Duo’da %4’tür. Uno Doları, Duo Frankına karşı değerlenir mi yoksa değer mi kaybeder?

**Soru 3**

Kitabın yazımı sırasında faiz oranları tarihsel olarak düşük seviyelerinde idi ve yükselmesi yönünde de bir işaret yoktu. Borç para almak ucuz iken borçlanmak iyidir düşüncesine katılıyor musunuz?

**Soru 4**

Spot kurun USD0.9=EUR1, yıllık faiz oranlarının ise ABD’nde %3 ve Euro bölgesinde %1 olduğunu varsayalım. 12 aylık forward-kur USD0.91=EUR1 olsun. Döviz modeliniz ekonomi iyileştikçe gelecek yıl Euro’nun değerleneceği ve kurun USD0.93=EUR1 olacağını söylemektedir.

Bu durumda, arbitraj karı elde etmek için borçlanma, borç verme ve forward sözleşmeleri nasıl kullanırdınız?

***EK (çevirenin notu)***

***Aşağıda 6 Mart 2020 tarihli Resmi Gazete’de ilan edilmiş olan ve bir önceki gün saat 15,30 itibariyle belirlenen gösterge niteliğindeki kurlar yer almaktadır.***

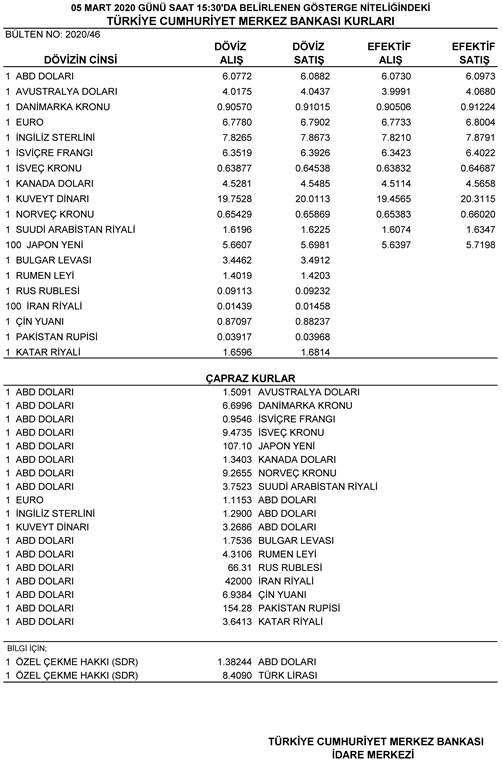
***Bu kurlar daha önce belirtildiği gibi dolaysız ya da direkt kotasyon usulü ile kote edilen fiyatlar ya da kurlardır; bir başka deyişle bir birim yabancı paranın değerinin ne kadar ulusal para, TL ettiğini söyler. Bu nedenle “alış” kotasyonu bir birim yabancı parayı sizin sattığınızda / bankanın da aldığında size ne kadar ya da kaç TL ödenmesi gerektiğini gösterir. Örneğin bir bankaya elinizde döviz olarak bulunan USD doları satmak isterseniz 1 USD karşılığında 6.0772 TL alırsınız. Bu nedenle “alış kotasyonu” ya da “ alış fiyatı” yabancı parayı satın alan banka ya da yetkili kuruluşun size ödeyeceği fiyatı göstermektedir.***

***Yine bir işletme ya da kişi olarak bankadan döviz satın almak ister iseniz 1 birim yabacı para karşılığında ödemesi gereken TL miktarı “satış” sütununda yer alan miktardır. Bu nedenle, örneğin bir bankadan döviz olarak USD doları satın almak isterseniz 1 USD karşılığında 6.08822 TL ulusal para vermeniz gerekir. Bu nedenle “satış kotasyonu” ya da “satış fiyatı” yabancı parayı satan banka ya da yetkili kuruluşun sizden talep edeceği fiyatı göstermektedir.***

***TCMB hem döviz kurlarını hem de efektif kurlarını ilan etmektedir. Bazı yabancı paraların ise efektif kurları açıklanmamaktadır. Hem döviz hem de efektifin alış ve satış kurları ilan edilmiştir.***

***Diğer yandan yabancı paraların birbirlerine karşı olan çapraz kurları ile SDR’nin USD ve TL cinsinden değeri de açıklanmaktadır. Çapraz kur tablolarına dikkat edilir ise Euro, Pound, Kuveyt Dinarı ve DSR endirekt ya da dolaylı kotasyon yöntemiyle açıklanmıştır.***

***Dikkat edilir ise dövizdeki alış ve satış fiyatları arasındaki spread (Örneğin USD’da 6.0882-6.0772/60882= % 1,80) efektif alış ve satış fiyatları arasındaki spread değerinden (6.0973-6.0730/6.0973= % 3,98) daha düşüktür. Bunun nedeni de efektifin banknot şeklinde yabancı para olmasıdır. Efektifi korumak ve bulundurmak hem zahmetli hem de maliyetli iken bankaya bir getiri sağlamaz. Diğer yandan efektif daha ziyade turistik amaçlarla alınıp satılan küçük miktarlardır.***

****

**07**

**DÖVİZ PİYASALARI**

**Bu bölümün sonunda;**

* **Döviz piyasaları ve katılımcılarını tartışabileceksiniz.**
* **Faiz oranı swapları, para swapları ve diğer türevlerin nasıl çalıştığını, bunların belirsizliği ve maliyetleri azaltmaya nasıl yardımcı olabileceklerini açıklayabileceksiniz.**

**Giriş**

Döviz piyasası Sydney ve Tokyoda başlayıp gün içinde Hong Kong ve Singapur’a ardından Bahreyn’e oradan da Frankfurt, Londra ve Zürih’e geçen ve gün sona ermeden önce New York’a, sonra Chicago’ya ve nihayet San Francisco ile Los Angeles’e ulaşan günde 24 saat çalışan gerçek bir küresel pazardır.

Döviz piyasası hemen tüm uluslararası ticaret için önemlidir. En basit biçimde, pazar bir paranın bir başka para ile değişimini sağlar ama piyasa paralar üzerine spekülasyon yapma ve vadeli bir kambiyo kuruna kilitlenme olanağı da sunarlar. Bu bölüme piyasanın büyüklüğü ve kapsamı ile pazarda faaliyette bulunan değişik katılımcıları ele alarak başlayacağız. Daha sonra da hem faiz oranı swapları hem de para swapları dahil swapların oluşturulmasını ve şirketler ile diğer kişilerin borçlanma maliyetlerini düşürmek için swapları kullanarak pazar aksaklıklarından yararlanma yollarını tartışacağız. Belirsizlik dönemlerinde şirketlerin faiz oranlarını sabitlemelerine olanak veren pazarın sunduğu diğer türev ürünleri ele alarak bitireceğiz.

**Uluslararası Para Piyasalarının Büyüklüğü**

Döviz piyasaları, piyasaların en büyüğü ve en likit olanıdır. Her gün bütün dünyada trilyonlarca dolar tutarında işlem yapılır.

The Bank for International Settlements (BIS) her üç yılda bir uluslararası döviz piyasalarının hacmi ve yapısı üzerine bir araştırma gerçekleştirir. Son Rapor 1 Eylül 2016’da yayımlanmıştır (BIS 2016) [[36]](#footnote-36)*.* Piyasalarda alım satımın hacmi ABD Doları ile ölçülmüştür ve son araştırmadan bu yana dolar değerlendiğinden Dolarla ilgili olmayan işlem hacmi daha küçük görünmektedir. Bu, dövizle ilgili herhangi bir çalışmanın uzun süreli sorunudur.

Araştırmanın başladığı 1986’dan bu yana ilk kez paraların günlük alım satım hacminde USD5,4 trilyondan USD5,1 trilyona küçük bir düşüş vardır ve bu büyük ölçüde spot alım satımdaki düşüşten kaynaklanmaktadır. Bu, yeni bir eğilimin göstergesi olmaktan ziyade büyük bir olasılıkla son araştırmanın yapıldığı Nisan 2013’de istisnai olarak yüksek bir alım satım olmasına dayanmaktadır.[[37]](#footnote-37)

Spot pazarda alım satım hacmi günde USD2 trilyondan USD1,7 trilyona düşmüş ancak swap işlemlerinin hacmi %6 artarak günde USD2,4 trilyona çıkmış ve toplam pazarın %47 si olmuştur. Forward sözleşmelerin payı %1 artarak %14 olmuş; opsiyonların payı %1 düşüşle %5’e gerilemiştir.

ABD Doları, bütün işlemlerin %88’inin (%87 iken artarak) yapıldığı hakim işlem parası olma durumunu korumuştur. Yükselen ekonomilerin paralarının pazar payı artmıştır: Çin Renminbi’sinin pazar payı % 4 artmıştır. Bu artışın bedeli Euro’nun %33’den %31’e, Yen’in %23’den %22’ye, Avustralya Doları’nın %9’dan %7’ye düşmesi olmuştur.

Beş merkez (ABD, BK, Hong Kong SAR, Japonya, Singapur) tüm işlem hacminin %77’sini oluşturmaktadır. BK’ın pazardaki payı %41’den %37’ye düşerken Uzak Doğu’nun Pazar payı artarak 2016’da %21’e ulaşmıştır. ABD’nin payı değişmeyerek %19 olmuştur. Londra’nın en önemli döviz alım satım merkezi olduğunu, ikinci büyük merkezin olan ABD’nin iki katı büyüklüğünde işlem yapılan bir pazar olduğunu görebiliriz. Döviz piyasalarının hemen tümünün bir fiziki işlem mekanı olmayıp iletişim ağlarına dayalıdırlar.

Döviz piyasası perakende (retail) pazar ile bankalararası veya toptancı (wholesale) pazardan oluşur. Toptancı döviz piyasalarının ana katılımcıları finansal kurumlar, çok uluslu şirketler, devlet kurumları, spekülatörler ve hedge fonlardır.

Her ikisi de çoğu zaman önemli bankalar tarafından istihdam edilen spekülatörler ve arbitrajcılar kâr elde etmek amacıyla kendileri için çalışırlar. Spekülatörler, pazarın fiyata dahil etmekte başarısız olduğu bilgiye sahip olduklarına inandıklarından, kısa sürede fiyatında önemli değişme olması olası olan paraları veya menkul kıymetleri belirleme peşindedirler. Bir örnek, oylama sonucu hakkında yaygın kanının AB’inde kalmak olacağı bir zamanda BK’ın AB’den ayrılma yönünde oy kullanılacağına inanmak olabilir. O zaman bir spekülatör, oylama ayrılma yönünde olacak ise değerinde artış olacağını düşündüğü payları oylama sonucu açıklandığında ve bu sonuç pay fiyatlarına yansıdığında derhal satmak amacıyla satın alır.

Spekülatörler, yüksek getiri umuduyla önemli riskler yüklenirler.

|  |
| --- |
| **Temel Kavram**  ***Arbitrajcılar*** risksiz-kâr sağlamak amacıyla iki farklı piyasa arasında tutarsızlıklar ararlar. Eylemleriyle, pazarlar arasındaki etkinliğin artmasına yardımcı olurlar. |

***Düzenleme***

Döviz piyasaları, diğer finansal piyasaların çoğunluğundan farklı olarak düzenlenmemiş piyasalar olup katılıcılar öz-düzenleme (self-regulation) yaparlar ve diğer katılımcıların kredi değerliliğine dayanmak zorundadırlar.

Diğer piyasaları düzenleyen içerden öğrenenler ticareti hakkındaki sıkı kurallar döviz piyasalarında uygulanmaz.

Bir işlemin büyüklüğü konusunda kısıtlama yoktur ve açık (shorting) işleme hem izin verilmiştir hem de yaygındır.

Döviz piyasalarında katılımcılar kendi hesaplarına işlem yaparlar. Diğer piyasalarda katılımcılar alım satımı yapmak için aracılar (broker) kullanırlar. Aracılara yaptıkları her işlem için komisyon verilir ancak döviz piyasalarında komisyon yoktur. İşlem yapanlar, Bölüm 6’da konuştuğumuz bid-ask spread’inden para kazanırlar.

|  |
| --- |
| **Temel Kavram**  Fiyatlar, dört ondalık (four decimal) olarak kote edilirler ve 0.0001 pip olarak isimlendirilir. Bu nedenle bir pip, bir para biriminin %1’inin 1/100’ini temsil eder. |

Döviz piyasası esas itibariyle katılımcılarının bir parayı başka bir paraya çevirmelerine olanak sağlarken mallar yolda iken uluslararası ticaret için kredi de sunar ve işlem riskinden korunma (hedge etme) olanakları sağlar.

Merkez bankaları ülkelerinin döviz rezervlerini alıp satarlar ve paralarının kurunu değiştirme teşebbüslerine müdahale etmeyi seçebilirler.

**Döviz Piyasasında İşlemler**

Döviz piyasalarında üç tane ana işlem tipi olduğunu gördük: spot, forward ve swaps. Futures ve options gibi başka işlemler de vardır ama bu üçü pazarın büyük kısmını oluşturduğundan üzerlerine odaklanacağımız işlemlerdir.

***Spot işlemler***

Spot işlem, hemen her zaman tarafların bankalar olduğu alıcı ve satıcının veri bir kambiyo kurundan belirli miktardaki parayı değiştirmek için anlaştıkları bir işlemdir. Para hemen değiştirilir. ABD Doları ve Kanada Doları ertesi iş gününde teslim edilse de uygulamada bunun anlamı iki iş günü içinde demektir. Bir banka ve müşterisi arasındaki işlemlerin iki günü alması zorunlu değildir. Dolar üzerinden ifade edilmiş işlemlerin çoğunluğu katılımcı bankalar arasındaki net bakiyeyi belirleyen ve onlara ödeme için süre veren New York’daki Clearing House Interbank Payment System (CHIPS) tarafından tasfiye edilir.

***Forward sözleşme işlemleri***

Forward sözleşme, hemen her zaman taraflardan en az birinin banka olduğu alıcı ve satıcının genellikle bir yıl içindeki gelecekteki anlaşılmış bir tarihte forward kur olarak isimlendirilen veri bir kambiyo kurundan belirli miktardaki parayı değiştirme için anlaştıkları bir işlemdir.

**Swaplar**

Para swaplarını ele almadan önce ***faiz oranı swaplarını (interest rate swaps)*** tartışacağız. Bu pazar çok büyüktür.

***Faiz oranı swapları***

Bir swapın ne olduğu ve nasıl işlediği hakkında konuşmadan önce swapların neden mümkün olduğunu açıklamak gerçekte yararlı olacaktır.

|  |
| --- |
| **Temel Kavram**  Bir swap, organizasyonların pazar aksaklıklarından yararlanmalarını sağlar. Eğer pazarlar mükemmel olmuş olsalar idi swaplar kârlı olmayabilirdi. |

|  |
| --- |
| **Örnek**  Large Plc., LIBOR+%1’den veya sabit faiz oranı ile %3’den borçlanabilir. Smaller Plc. ise LIBOR+%2,5’den veya sabit faiz oranı ile %5’den borçlanabilir. Pazar aksaklığı nedir?  ***Çözüm***  Burada işleyen iki pazar vardır: birincisi sabit faiz oranı pazarı ikincisi ise değişken (floating-dalgalı)) faiz oran pazarı.  Her iki pazar da Smaller Plc.’yi Large Plc.’den daha riskli olarak görmektedir ve bu nedenle de Smaller Plc.’ye risk primi uygulamaktadırlar.  **Borçlu Sabit Faiz Oranı Değişken Faiz Oran**  Smaller Plc. %5 LIBOR+%2.5  Large Plc. %3 LIBOR+%1  Fark %2 %1.5  Risk primi değişken faiz pazarında sadece % 1.5 iken ((LIBOR+%1)-(LIBOR+%2.5) sabit faiz oranı pazarındaki risk primi %2’dir. Her iki Pazar Smallerr PLc.’yi daha riskli olarak değerlendirir iken uygun risk primi değerlendirmeleri farklıdır ve bu da bir pazar aksaklığıdır.  Pazar aksaklığının hacmi %0.5 dir (%2-%1.5). Bu çok olarak görünmese de kredilerde özellikle de bir milyar pound gibi kredilerde büyük şirketler ve diğer organizasyonlar için maliyetlerini düşürmede değerli bir fırsatı temsil etmektedir. |

***Pazar Aksaklıklarının Nedenleri***

***Pazar aksaklıkları (market imperfections),*** iki veya daha fazla pazarda farklılıkları azaltmak amacıyla arbitrajı önlemek için konulmuş olan engeller tarafından yaratılır.

Bu engellerin bir kısmı, genellikle yasal düzenlemeler tarafından, çoklukla iç piyasayı rekabetten korumak arzusu ile bilinçli olarak yaratılmıştır.

Diğer engeller pazar katılımcılarının algıları ile ilgilidir. Bir pazardaki kredi verenler ve yatırımcılar belirli bir iş hakkında diğer pazardakilerden farklı düşünceye sahip olabilirler. Daha fazla kredi değerliliğine sahip olmak daha iyi bilinen bir iş (örneğin yabancı bir şirketle kıyaslandığında yerel bir şirket olmak) olarak görülme eğilimine neden olur.

Örneğin, varsayalım ki bir BK şirketi kısmen borçlanma ile finanse edilen bir Hindistan yavru şirketi kurmak istemektedir. Şirket, BK’da bir kredi tarihine ve BK varlıklarına sahip olacaktır. BK’daki kredi verenler muhtemelen şirketi Hintli kreditörlerin gördüğünden daha fazla kredi değerliliğine sahip göreceklerdir. Hintli kreditörlere göre şirketin kredi tarihi onun BK’daki faaliyetlerine dayanmaktadır. Hintli kreditör, BK’lı kreditörden farklı olarak, bir BK şirketine kredi verir iken risk primi uygulayacaktır.

BK şirketi, ***dönüştürme riski (translation risk***) ve ekonomik riski azaltmaya yardımcı olacağından rupi üzerinden borçlanmayı tercih edebilir: bu riskleri sonraki bölümde tartışacağız. Ancak, şirketin riskliliği konusundaki farklı algılar nedeniyle rupi kredisi pound kredisinden daha maliyetli olabilir. Bir para swapı şirketin, olası en düşük maliyet üzerinden kullanmayı istediği para ile borçlanmasına olanak verebilir.

Pazar aksaklıkları düşüncesini ayrıntılı olarak keşfettik, şimdi faiz oranı swaplarının nasıl çalıştığına bakabiliriz.

Faiz oranı swapı, swapı düzenlemek ve yönetmek için genellikle banka olan bir finansal aracıyı gerektirir.

İki şirket kendileri için yapabilecekleri en uygun faiz oranından bir kredi ayarlayabilirler. Yukarıdaki örneğimizdeki Large Plc. Smaller Plc. ile kıyaslandığında en büyük iskontoyu sağlayan sabit faiz oranı ile borçlanırdı: dalgalı oran pazarında %1.5’e karşı sabit faiz oranı pazarında %2. Aynı biçimde, Large’ın borçlanabileceği faiz oranı üzerinden iki primin daha düşüğü olduğundan Smaller dalgalı faiz oranı pazarında borçlanır idi. Bu tür bir swap, ***“kupon faiz oranı swapı” (a coupon rate swap***) isimlendirilir. Her iki fazi oranı da dalgalı faiz oranı ise swap ***temel swap (basis swap***) olarak isimlendirilir. Bir temel swap, iki şirkete farklı pazarda farklı fazi oranları teklif edilir ve iki pazarda farklı risk primlerinin olduğu pazar aksaklıkları var ise mümkün olacaktır.

|  |
| --- |
| **Faaliyet**  Chane Inc.’in LIBOR+%1.5 veya sabit %4 faiz oranı borçlanabileceğini, buna karşılık Della Inc.’in LIBOR+%3 veya sabit %5 faiz oranı ile borçlanabileceğini varsayalım. Bir swap hazırlığı yapmak için iki şirket hangi borçlanmayı yapmalıdırlar |

***Destek***

*Chane, Della’dan daha az riskli görülmektedir. Della sabit faiz oranı pazarında %1 prim (%5-%4) dalgalı kur pazarında ise %1.5 prim ((LIBOR+%3) - (LIBOR+%1.5)) ödemek zorundadır. Bu durumda Chane dalgalı faiz oranı, Della ise sabit faiz oranı üzerinden borçlanmalıdırlar.*

Şimdi faiz oranı swapının ne olduğunu tam olarak belirlemeye hazırız.

Bir ***faiz oranı swapı***, iki organizasyon arasında yapılan, bazan ***“farazi ana para” (notional principle)*** olarak nitelenen farazi bir parasal toplamın faiz ödemelerini değiştirme anlaşmasıdır. Anlaşma, genellikle hizmetleri için bir komisyon alan bir finansal aracı tarafından hazırlanır.

İşleme giren şirketler kredileri değiştirmezler ya da kredinin swapını yapmazlar; sadece kredilerin faiz ödemelerini değiştirirler. Swapın zaman uzunluğu genellikle iki ila 10 yıl arasındadır.

|  |
| --- |
| **Örnek**  Large ve Smaller şirketlerine geri dönelim. Her ikisinin de 10 yıl süreyle GBP100 milyon borçlanmak istediklerini varsayalım.  Gelirinin bir kısmının LIBOR’a bağlı olması nedeniyle Large Plc.’nin dalgalı (değişken) faiz oranı ile borçlanmak istediğini, buna karşılık gelirinin bir kısmı sabit olduğundan Smaller Plc.’nin de sabit faiz oranı ile borçlanmayı tercih ettiğini varsayalım.  Large için sabit faiz oranı ile borçlanmanın daha ucuz olacağını ve her iki pazardaki risk priminin pazar aksaklıklarından yararlanmasını maksimize etmek için Smaller’ın da değişken faiz oranı ile borçlanacağını biliyoruz.  Swapın ilk adımı olarak Large %3 faiz oranı ile 10 yıl vadeli GBP 100 milyon; Smaller ise LIBOR+%2.5 ile 10 yıl vadeli GBP100 milyon borç alacaklardır.  Sonra, bir finansal aracı kurum, Big Bank diyelim, aşağıdaki faiz oranı swapını kurgulayacaktır.  Large Big Bank’a farazi GBP100 üzerinden 10 yıl altı-ayda bir LIBOR+%0.7 ödemeyi, banka da Large’a karşılığında %2.9 ödemeyi kabul eder.  Smaller, Big Bank’a farazi GBP100 milyon üzerinden 10 yıl %3 ödemeyi, banka da Smaller’a LIBOR+%0.7 ödemeyi kabul eder.  **Şekil 7.1** Faiz Oranı Swapı    Pazar aksaklıkları nedeniyle toplam %0.5’in elde edilebilir olduğunu belirlemiştik. Her iki pazarda Smaller üzerine konulan risk priminin yanlış fiyatlanmasından kaynaklanan bu değer üç taraf arasında bölüşülmüştür: %0.2 Large’a, %0.2 Smaller’a ve %0.1’i Big Bank’a. Pazar aksaklıkları oldukça bankalar ve borç alanlar bundan yararlanmak için değişik biçimlerdeki swap anlaşmalarına gireceklerdir. |

Yukarıdaki örnekte, kendilerine en iyi işlemi vermesine dayanarak ister sabit faiz oranı ile ister ise değişken faiz oranı ile borçlanan şirketler bir swap sözleşmesine girerek faiz oranı hesaplanması farklı bir yöntemle olan bir kredinin yükümlülüklerini alır. Bu şirketin sadece parasının tasarrufunu değil aynı zamanda riskini de düşürmesini sağlar. Örneğin, daha önce belirtilen BIS’in 2016 araştırmasına göre, günlük swap işlem hacmi USD1.85 milyar civarında olup pazar gerçekten büyüktür.

***Para swapları (currency swaps)***

***Para swap pazarı*** bir başka devasa pazardır. Burada swap farklı paralar arasında yapılır ve hem faiz oranı hem de kambiyo kuru riskini yönetmek için kullanılabilir. Bir şirket kendi ulusal parası ile borçlanmayı daha ucuz bulabilir ama korunma amacıyla (hedge etmek) için yerel para ile borçlanmayı tercih edebilir. Para swapı yaparak şirket her iki dünyanın da en iyisine sahip olabilir: daha düşük maliyet ve aradığı para riski.

Tıpkı faiz oranı swapında olduğu gibi, ana paralar (principals) değiştirilmez. Ana paraya bağlı nakit akım yükümleri olan faiz ödemeleri ve ana para geri ödemeleri değiştirilir.

Temerrüt riskinden kaçınmak için iki tarafın da ***“offset”*** hakkı vardır. Yani taraflardan birisi ödemede temerrüde düşer ise diğer şirket buna karşılık oluşturan ödemeyi tutabilir. Para swapının bir yararı ana paralar değiştirilmediği için şirketin finansal tablolarında raporlanmak zorunda olmadığından şirket tarafından yaratılmış olan izlenimi iyileştirebilir. Swap döneminin sonunda, vadesi gelen ana paraları önceden anlaşılmış kambiyo kurundan, gerçekte uzun dönemli bir forward kurdan değiştirmek için bir anlaşma vardır.

Bunun nedeni, bir kredinin toplam maliyeti hem faiz oranına hem de anaparanın geri ödenmesindeki kambiyo kuru kazanç ve kayıplarına dayanmasıdır. Bölüm 6’da faiz oranı farkları ve forward kurlar arasındaki ilişkiye değinmiştik ve Bölüm 9’da bunu daha ayrıntılı ele alacağız. Şimdilik sadece sizin ulusal paranıza karşı değer yitiren bir para ile borç alırsanız ve eğer değer yitirmemiş olsa idi ana para geri ödemesini yapmak için ihtiyaç duyacağınızdan daha az ulusal paraya ihtiyacınız olacağını ve bunun size bir kambiyo kuru kazancı sağlayacağını söylemek yeterlidir. Çok uluslu şirketler bir kredinin sadece faiz unsurunun maliyeti ile değil bir kredinin toplam maliyeti ile ilgilenirler. Sonuç olarak ana paraların vadede değiştirilmesi esastır.

Başlangıçta para swap anlaşmaları ile sadece sabit-faiz oranlı krediler değiştirilmiştir. Ama bugün artık swapların çoğunluğunda hem para swapı hem de faiz oranı swapı, sabit ve değişken kambiyo kurları değişimi yapılmaktadır. Doğrudan bir faiz oranı swapı ile finansal aracı kurum swapı bir komisyon karşılığı düzenlerdi ama şimdi swap ödemeleri kendileri yüksek dereceleme notuna sahip olan finansal aracı tarafından garanti edilmekte ve böylece kredi temerrüt riski elimine edilmektedir.

Sadece en basit swapları, vanilla swapları, ele aldık. Uygulamada birden fazla swap birbirine bağlanarak çok karmaşık swaplar oluşturulabilmektedir.

Swaplar, şirketler için borçlanmanın maliyetini ve riskini azaltmanın tek yolu değildirler. Gelecekte borçlanmanın faiz oranını sabitlemenin çok sayıda yolları vardır.

***Forward-forwards***

Bir “***forward-forward” sözleşme,*** şirketin gelecekteki kredi veya mevduat faiz oranını sabitlemesine olanak sağlar. Uygulamada, bir şirket forward-forward satın alabileceği gibi bunu diğer sözleşmeleri kullanarak da yaratabilir. Bir forward-forward sözleşme, özellikle alıcı firma için yazılmış, ısmarlama bir sözleşme olabilir.

|  |
| --- |
| **Temel Kavram**  ***Ismarlama sözleşmeler (Bespoke contracts)*** aynı zamanda Tezgah-üstü (over the counter - OTC) olarak nitelenirler. Bu sözleşmeler standartlaştırılmamışladır ve bu nedenle de alınıp satılmazlar. |

Bir örnek kullanarak forward-forward sözleşmeyi açıklamak en kolayıdır.

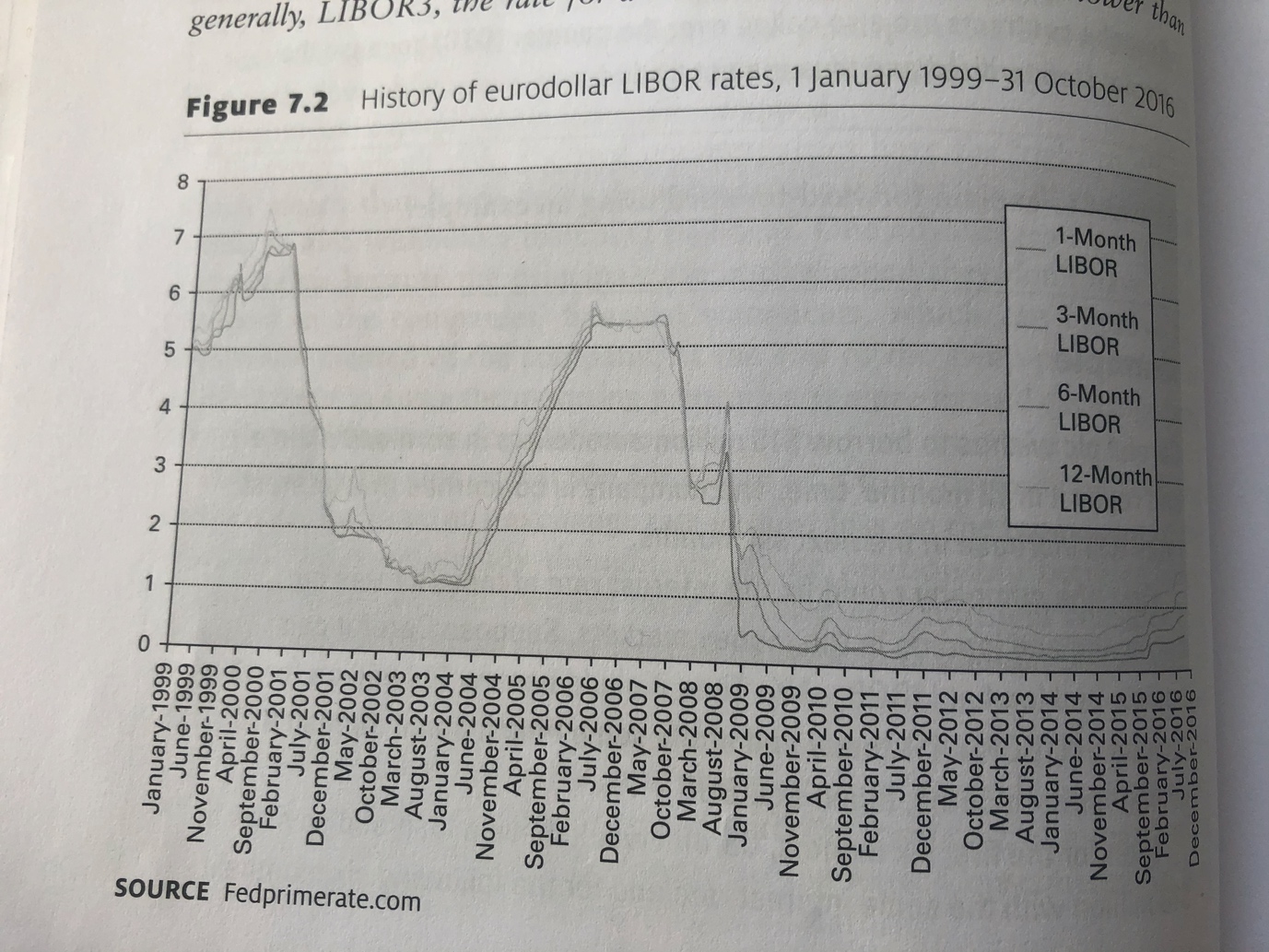
|  |
| --- |
| **Örnek**  Careful Plc. altı ay içinde USD10 milyon eurodolar borç almak ve 12 içinde geri ödemek istemektedir.  İlk olarak şirket para piyasalarında borç alarak ve borç vererek bugünkü oranlarından faiz oranını sabitleyebilir. Varsayalım ki, Careful Plc. LIBOR+%1’den borç alıp verebilir. O zaman bugün LIBOR+%1’den 12 ay için USD10 milyon borç alabilir ve yeniden LIBOR+%1’den 6 aylık mevduat hesabına yatırabilirdi.  O zaman ilk 6 ay için, Careful aynı faiz oranından USD10 milyon bir kredi borcuna ve aynı miktar tasarrufa sahip olurdu.İzleyen 6 ay için ise kilitlenmiş maliyetten bir krediye sahiptir. Faiz riskinden kaçınılmıştır.  Uygulamada Careful’un borçlanabileceği ve borç verebileceği faiz oranları arasında küçük faiz farklılıkları olması muhtemeldir – bu sayededir ki bankalar paralarının bir kısmını kazanırlar- ve 6 ay ile 12 ay üzerinden borç alma ve borç verme arasında da bir farklılık olması muhtemeldir. |

|  |
| --- |
| **Faaliyet**  Bugünün LIBOR faiz oranına bakınız. Bu oranı online veya ***Financial Times*** gibi basılı gazetelerde bulabilirsiniz. |

Destek (Feedback)

*Şimdiye kadar bana hangi LIBOR faizini kullanmanız gerektiğini sormanızı umut ediyorum: birçok farklı kote edilmiş LIBOR faiz oranı bulunmaktadır. Farklı faiz oranlarının bir nedeni her zaman değil ama genel olarak, yatırımcıların daha uzun bir zaman dönemi borç verilen paraya daha kısa zaman dönemi için olandan daha yüksek bir getiri aramalarıdır. Bu nedenle genellikle, üç aylık mevduat faiz oranı olan LIBOR3, 12 aylık mevduat faiz oranı olan LIBOR12’den daha düşük olacaktır.dır. Farklı LIBOR için farklı para cinsinden ifade edilmek gibi başka nedenler de vadır. LIBOR, London Interbank Offered Rate olsa da küresel bir faiz oranıdır.*

*Şekil 7.2 1999’dan bu yana LIBOR oranlarını göstermektedir.*



|  |
| --- |
| **Örnek**  Careful Plc. örneğine dönerek ve yukarıdaki LIBOR rakamlarını kullanarak kredi ve tasarrufumuzun bize maliyetini ve getirisini tam olarak hesaplayabiliriz.  31 Aralık 2016’daki LIBOR oran yukarıdaki şekilde gösterilmiştir: 6 aylık LIBOR oranı %1.3 civarında iken 12 aylık LIBOR % 1.75 civarındadır.  Careful Plc. altı ay için USD10 milyon alabilecektir. LIBOR+%1 mevduat faiz oranı %1.3+%1 veya %2.3 üzerinden Careful USD9.864365 milyon (USD10 milyon/(1+0.02.3x6/12)) borç almak zorundadır. 12 aylık dönemin sonunda ise Careful toplam USD10.135635 milyon (USD 9.864365x1.0275) ödeme yapmak zorundadır. |

Ne yaptığımızı anladığınızdan emin almak için adım adım yeniden üzerinden gitmek isteyebilirsiniz:

1) 12 ay vadeli para borç aldık ve bu nedenle kredimiz için 12 aylık LIBOR faizi oranını kullanacağız. Ancak paramızı 6 aylık mevduat hesabına yatırdığımız için mevduatımızda 6 aylık LIBOR faiz oranını kullanacağız.

2) USD 10 milyon borcumuz için 6 aylık süre için efektif faiz oranını hesaplayabiliriz. 6 aylık süre için USD10 milyon borç alıyoruz ve 12 ay için USD10.135635 milyon geri ödüyoruz.

3) Efektif faiz oranı 6 ay için %1.36 dır ama biz her zaman onu yıllık oran olarak ifade ederiz; yani %2.72 (%1.36 x 6/12).

4) %1 risk primini düşersek 6 aylık borçlanma için 6 aylık forward LIBOR faiz oranı %1.72 (%2.72-%1)’dir.

5) Eğer fazi oranı %1.72’den düşük veya yüksek ise kullanılabilecek arbitraj olanakları vardır ve faiz oranları böylesi fırsatların olmasını önleyecek şekilde değişecektir.

***Forward oran anlaşması (Forward rate agreement -FRA)***

İşletmeler, tezgah üstü forward sözleşmeler olan ***forward oran anlaşmalarına*** yöneldikçe forward-forwardlar daha az kullanılmıştır. FRA’lar şirketlerin sözleşme oranı olarak nitelenen faiz oranını gelecekte kısa bir zaman süresi için sabitlemelerine olanak vermiştir. Birçok açıdan FRA’lar swaplara benzerler. Pazar faiz oranlarındaki artışlara karşı kendilerini korumak isteyen işletmeler bir FRA alırken faiz oranlarındaki düşüş kaygısında olanlar FRA satmalıdırlar. Spekülatörler gelecekteki faiz oranları üzerinde bahis yapmak için FRA’ları kullanırlar. Pazar faiz oranını belirlemek için kullanılan spesifik faiz oranı referans oranı olarak isimlendirilir.

Yeniden bir kez daha ifade edersek paralar değiştirilmez iken faiz ödemeleri, iki faiz masrafı arasındaki farkı ödeyen bir tarafça değiştirilir. Eğer referans faizi sözleşilmiş oranının üzerinde ise FRA’nın alıcısı farkı da alır. Referans faizi sözleşilmiş faizin altında ise FRA’nın satıcısı farkı alır.

|  |
| --- |
| **Örnek**  Expanding Inc. 4 ay sonra önemli bir yatırım planlamaktadır. Yatırım dört ay sonra alınacak 6 ay süreli USD700 milyon kredi ile fonlanacaktır. ABD’ndeki büyüme rakamları Expanding Inc.’in kısa-süreli faiz oranlarının yükselebileceği kaygılarına neden olmaktadır. Faiz oranı artışı riskine karşı korunmak (hedge) için Expanding Inc***.”US USD4x6.25-%2.75pa FRA”*** alacaktır. Bu, dört ay sonra başlayacak 6 ay vadeli mevduata %2.75 ödeyen ve borçlanmaya %2.75 faiz uygulayan bir forward oran anlaşmasıdır.  Eğer Pazar genel olarak faiz oranının yükseleceğine inanıyor ise Expanding Inc. kendisini faiz artışına karşı koruyamaz ama beklenmeyen artışlara karşı kendisini koruyabilir. Bir kez daha FRA satın alınmıştır. Expanding borçlanmasına %2.75 ödeyeceği konusunda emindir. Varsayalım ki dört ay sonra Expanding borçlanma için %3.10 ödemek zorundadır. O zaman %0.35 (%3.10-%2.75)’i FRA satısından alabilecektir.  Buna karşılık faiz oranları %2.6 ise o zaman Expanding’in FRA satıcına %0.15 (%2.75-%2.6) ödemesi gerekecektir. |

Expanding Inc.’in bir kambiyo kuruna kilitlendiği not edelim. Daha düşük faiz oranlarından artık yararlanamaz ama beklenen faiz oranlarından daha yüksek olan faizlerden korunur.

Şimdiye kadar birçok uluslu şirketin karşılaştığı riskleri azaltmak için kullanılabileceği göreli olarak basit olan türev araçları ele aldık.

Finansal piyasalar müşterilerinin gereksinmelerini karşılamak için yeni finansal araçlar yaratabilir ve yaratır. Bu nedenle onların risklerini azaltmak veya pazarlardaki değişim üzerine spekülasyon amaçlayanlar için çok sayıda türevlerin yaygın biçimde kullanımını anlamak kolaydır.

***Eurodolar Futures***

Önemli bir finansal araç Eurodolar Futures’dır. Bu vadeli araçlar Chicago Mercantile Exchange (CME), London International Financial Futures Exchange (LIFFE), Singapore International Monetary Exchange (SIMEX)’de USD1 milyon miktarlarda ve vade tarihleri Mart, haziran, Eylül ve Aralık olmak üzere işlem görürler. İhraç edildiklerinde üç yıla kadar vadeleri vardır. Eurodolar Futures, şirketlerin gelecekteki faiz oranlarını FRA olarak sabitlemelerine olanak verir ancak pazar değeri (market to market) ile değerlenirler. Bir örnek kullanarak “market to market” i açıklamak daha kolaydır.

|  |
| --- |
| **Örnek**  Varsayalım ki endeks 97.5 iken bir şirket Eurodolar Futures alıyor olsun. İzleyen üç ay için LIBOR faiz oranını gösteren LIBOR3 %2.5 (100-97.5)’dir. Bir başka deyişle endeks “100-LIBOR3”e eşittir. Bir şirketin tahvil alarak faiz oranı değişmeleri riskine tabi olması ile bir kimsenin USD1 milyon borçlanması ile aynı şeydir. Bu nedenle faiz oranları aşağıya doğru gider ise şirket daha iyi durumda olacak ve faiz oranları yükselir ise daha kötü durumda olacaktır. Tahvili satmak ise USD1 milyon mevduat yapmak ile aynı etkiye sahiptir; düşen faiz oranları ile tahvilin değerinin düşmesi ve faiz oranlarının artışı ile tahvilin değerinin artışı.  Eurodolar Future sözleşmesinin değeri USD993.750 bir başka ifadeyle USD1milyon (1-0.025(90/360) olup burada; 0.025 yıllık hale getirilmiş faiz oranı olan LIBOR3, 90 sözleşmenin gün sayısı, 360 bir yıldaki gün sayısıdır. Bunu 1 milyon Doların %2.5 fırsat maliyeti ile 90 gün üzerinden hesaplanmış şimdiki değeri olarak düşünebilirsiniz. Bunu Bölüm 10’da daha detaylı tartışacağız. Aynı biçimde bunu üç ay ya da 90 içinde yıllık %2.5 faiz oranı ile 1 milyon dolara sahip olmak için yatırmanız gereken paranın miktarı olarak da düşünebilirsiniz.  Her çalışma gününün sonunda geçen günde sözleşmeden sağlanan kâr veya zarar hesaplanır.  Varsayalım ki işlem gününü izleyen günün sonunda endeks 97.7 oldu. Bunun anlamı forward faiz oranının şimdi %2.3 (100-97.7) olmasıdır. Kısmen tarihlerin birbiri ile tam örtüşmemesi kısmen de piyasaların LIBOR3 dışındaki başka faktörler tarafından etkilenmesi nedeniyle gerçekte forward oranının %2.3 olmayabileceğidir.  Future sözleşmenin yeni değeri USD99,4250 bir başka ifadeyle USD1 milyon (1-0.023(90/360)) dur. Bu sözleşme değerinde USD500 (USD994,250-USD993,750) artış demektir ve USD500 gün sonunda şirketin marj (margin) hesabına ödenmelidir. Aynı şekilde sözleşmenin değeri USD500 düşmüş olsa idi gün sonunda şirketin marj hesabından çekilmiş olacaktı.  O zaman bir kredinin fiyatını sabitlemek isteyen borçlunun Eurodolar Futures sözleşmesi satması gerektiğini görürüz. Faiz oranı düştüğünde kredinin maliyeti düşer ama Eurodolar Futures para yatırılmasını gerektirir. Faiz oranları yükselir ise kredinin maliyeti de yükselirdi ama Eurodolar Future sözleşmesinin de değeri yükselecektir. |

Sonraki bölümde, yabancı para riski ile ele alınan bir başka finansal araç olarak bir biçimde döviz ve para piyasalarının korunma (hedge) yaratmak amacı ile kullanılabildiği bir başka biçimde ise riski azaltmak amacıyla kullanılan forward sözleşmeyi ele alacağız.

**Özet**

Döviz piyasası yılın her çalışma günü USD5 trilyonu aşan para alım satımının yapıldığı dünyadaki en büyük finansal pazardır. Pazar, büyük ölçüde düzenlenmemiş olup bu pazarı aynı zamanda, alım ve satımı çok ucuz yapan bir pazar haline getirmektedir. Pazarda kullanılan terimleri tanımladık ve daha sonra ise önce faiz oranı swapları ve sonra da para swapları olmak üzere swaplara odaklandık.

Swap, pazarlardan birsinde şirketin yanlış fiyatlanmasından doğan risk primi olan pazar aksaklığından yararlanmak amacı ile kullanılır. Swap, şirketin yanlış fiyatlamayı kullanarak borçlanma maliyetini azaltmasını sağlar.

Daha sonra forward-forwards ve forward oran anlaşmaları gibi şirketin borçlanmasının belirsizliğini azaltmak amacıyla kullanabildiği finansal araçları araştırdık.

**Sorular**

**Soru 1**

Swapın taraflarından birisi swaptan yararlanır ise diğer tarafın para kaybedeceği doğru mudur? Cevabınız açıklayınız?

**Soru 2**

Apple, üç ay sonra alınacak olan 6 ay vadeli USD100 milyon kredinin faiz oranını sabitlemek için bir forward oran anlaşmasını (FRA) nasıl kullanabilir?

**Soru 3**

Varsayalım ki Tesco sabit faiz oranı ile be yıllık yen borçlanması yapmak ister iken JLR beş yıl vadeli değişken oranlı pound üzerinden borçlanmak istiyor.

Tesco %4.75 yen sabit faiz oranı ile veya LIBOR+%0.5 pound değişken faiz oranı borçlanabilir.

JLR %5.15 yen sabit faiz oranı ile veya LIBOR+%1.05 pound değişken faiz oranı borçlanabilir.

Tesco’nun JLR ile bir para/faiz oranı swapı aracılığıyla sağlayabileceği olası tasarruflarını belirleyin.

**08**

**DÖVİZ RİSKİNİ BELİRLEMEK VE YÖNETMEK**

**Bu bölümün sonunda;**

* **Değişik döviz risklerini belirleyebilecek ve tartışabileceksiniz.**
* **Muamele riskini azaltma stratejilerini belirleyebileceksiniz.**
* **Bir muamele riskini hedge etmek için bir para piyasası korunması oluşturabilecek ve optimum korunmayı seçmek için buna eşdeğer forward kur korunmasını kıyaslayabileceksiniz.**
* **Hedge etme ve ekonomik riski tartışabileceksiniz.**

**Giriş**

Önceki bölümlerde, döviz belirleyen etkenleri tartıştık ve şirketlerin kambiyo kurlarındaki değişmelerden kaynaklanan kayıplardan zarar görebileceklerini söyledik.[[38]](#footnote-38) Bu bölümde, uluslararası ticaret yapan şirketlerin karşılaşacağı riskler ve bu riskleri azaltmak veya elimine etmek için izledikleri stratejilere ayrıntılı olarak bakacağız. Ve sonunda risklere karşı korunmanın maliyetleri yanı sıra yararlarını da inceleyeceğiz. [[39]](#footnote-39)

**Riskler**

Şirketler üç farklı döviz riski ile karşılaşırlar;

* Dönüştürme riski (translation risk),
* Muamele riski (Transaction risk)
* Ekonomik risk veya faaliyet riski (economic risk / operating risk).

Bu üç riski tartışacağız ve daha sonra bir şirketin bu riskleri nasıl yönetebileceğini ele alacağız.

***Dönüştürme riski (translation risk),***

Dönüştürme riski, döviz kuru hareketlerinin şirketlerin yayınlanmış finansal tabloları, gelir tablosu ve finansal durum tablosu üzerinde sahip olacağı etkinin neden olduğu risktir.

Bunun nasıl çalıştığını basit bir örnekle görebiliriz.

|  |
| --- |
| **Örnek**  Bir BK firması olan Growing plc. Fransa’da bir yavru şirket kurmak istemektedir. Growing plc’nin Fransa’da varlık satın alması için borç para alma gereksinimi vardır.  Varsayalım ki Growing, BK’da GBP100 milyon borçlandı ve bunu GBP1=€1.20 kurundan Euroya çevirdi ve parayı Fransa’daki varlıklara yatırdı. Mali yılının sonunda şirketler Fransa’daki yavru şirketin sonuçlarını da içerecek biçimde konsolide hesaplar yayımlamak zorundadır. Growing’in yavru şirketinin açılış bilançosundan ilgili kalemler şöyle olacaktır:  **Açılış Bilançosundan:**  GBP milyon  Net varlıklar 100 (€120/1.2)  Uzun vadeli kredi. 100  Kredi pound üzerinden ifade edildiği için parasal dönüştürme gerekmemektedir.  Varsayalım ki, finansal dönemin sonuna kadar kambiyo kuru GBP1=EUR1.30 oldu. Şimdi bu kısım aşağıdaki gibi görünecektir:  **Kapanış Bilançosundan:**  GBP milyon  Net varlıklar 92.31 (EUR120/1.30)  Uzun vadeli yükümler 100  Kambiyo kur zararı. 7.69  Şirkette herhangi bir değişme olmamakla birlikte döviz kuru değişikliği, döv kuru değiişimine dayanan bir zararın raporlanmasına neden olmuştur. İşletmelerin çoğunluğu, gerçekte bir zarar olmamasına rağmen bu şekilde bir zarar raporlamaktan hoşlanmazlar. İyi haber, şirketin dikkatli bir planlama yapması halinde bu tür bir zararın azaltılması hatta elimine edilmesinin olası olduğudur.  Varsayalım ki BK’da borç almak yerine şirket varlıkları satın almak için Fransa’da borçlandı. Bilançolara yeniden bakalım.  **Açılış Bilançosu:**  GBP milyon  Net varlıklar 100 (EUR120/1.2)  Uzun vadeli kredi. 100 (EUR120/1.2)  **Kapanış Bilançosu:**  GBP milyon  Net varlıklar 92.31 (EUR120/1.30)  Uzun vadeli yükümler 92.31 (EUR120/1.30)  Şimdi döviz kurunun ne olduğu önemli değildir. Varlıklar ve pasifler aynı değere sahiptirler ve kambiyo kâr veya zararı olmayacaktır. |

Bu bir korunma (hedge) örmeğidir.

Burada şirketin bir başka para birimi ile ifade edilmiş olan varlıklara sahip olduğu bir pozisyonu vardır ve kambiyo kurları oynadıkça konsolide edilmiş hesaplardaki varlıkların değeri değişecektir. Bu bir korunma ile değişmemiştir.

Korunm (hedge), pound yerine euro borçlanarak yaratılmıştır. Şirket pound ile borçlandığında kredinin kendisi döviz riski taşımaz, ancak Euro ile borçlanılmasıyla konsolide hesaplarda bir döviz riski ortaya çıkar. Daha önce sadece varlıklar döviz riskine maruz iken krediler Euro olarak alınınca hem varlıklar hem de pasifler kambiyo riskine maruz kalmışlardır.

Riskin artmasının şirkete nasıl yardımcı olduğunu merak ediyorsunuzdur.

Bu durumda ***mükemmel korunma (perfect hedge)*** dediğimiz duruma sahibizdir. Bunun anlamı, kalemlerden herhangi birisinde kambiyo kuru nedeniyle ortaya çıkan bir zarar tam olarak bir başka kalemde ortaya çıkan kazanç ile telafi edilir.

Bu örnekte, ***poundun euroya karşı güçlenmesi*** ve kurun GBP1=EUR1.20’den GBP1=EUR1.30’a gelmesi durumunda ne olduğunu gösterdik. ***Poundun değer kazanmasından*** sonra varlıklar konsolide hesaplarda daha düşük değerle yer almışlar ama varlıkların değerindeki düşüş tam olarak pasiflerin değerinde bir düşüş ile karşılanmıştır. [[40]](#footnote-40)

Bu iki riskli durum birlikte değerlendirildiğinde bir dönüştürme riski göstermemektedirler.

|  |
| --- |
| **Faaliyet**  Güçlenmek yerine poundun zayıflaması ve GBP1= EUR1.1 olması durumunda finansal tablolardaki durumu gösterin[[41]](#footnote-41) |

Destek (Feedback)

*Bu kez finansal tablolar şu şekilde görünecektir:*

***Açılış Bilançosu:***

*GBP milyon*

*Net varlıklar 100 (€120/1.2)*

*Uzun vadeli kredi. 100 (€120/1.2)*

***Kapanış Bilançosu:***

*GBP milyon*

*Net varlıklar 109 (€120/1.1)*

*Uzun vadeli yükümler 109 (€120/1.1)*

Bu kez pound zayıflamıştır ve varlıkların raporlanan değeri artmıştır. Ama yükümlülüklerin değeri de tam olarak aynı miktarda artmıştır. [[42]](#footnote-42) Bir kez daha şirket ne kambiyo zararı ne de kambiyo kazancı raporlamış ve korunma işlemeye devam etmiştir.

Lütfen dönüştürme zararı gösteren orijinal duruma dikkat edelim. Burada borcun tamamı pound olarak ödendiğinden ve geri ödeme miktarı pound ve euro arasındaki döviz kurundan etkilenmediğinden nakit akımlarında herhangi bir değişme olmaz.

Euro ile borçlanarak bu durumu değiştirerek dönüştürme riskini elimine ettik. Ancak Euro üzerinden faiz ve ana para geri ödemeleri olan döviz riskine tabi bir nakit akımı yarattık. Bu nedenle dönüştürme riskinin elimine edilmesi ancak yeni bir riskin yaratılması ile gerçekleştirilmiştir ve bu defa risk nakit akımlarını etkilemektedir. Bu risk hem muamale riskini (netleştirme-netting off) hem de ekonomik riski (nakit akımlarını uyumlaştırma) ele alırken yapacağımız tartışmada görüleceği gibi başa çıkılamaz bir sorun olmayabilir .

Nakit akımları ile ilgili olmadığından dönüştürme riski ile fazla ilgilenmeyeceğim ancak finans yöneticileri hesaplarda zarar gösterilmesine neden olan her şey hakkında kaygılanırlar ve uygulamada çoğunlukla dönüştürme riskini hedge ederler.

***Muamele Riski (transaction exposure)***

Bir şirket, ulusal parası olmayan ve ulusal parasına değiştirilmesi halinde miktarı döviz kuruna dayalı olarak değişmesi beklenmeyen bir paranın belirli bir miktarını almak ya da ödemek zorunda ise ***muamele riski*** ortaya çıkar.

Ççok uluslu bir şirket belirli bir miktardaki yabancı bir para ödemesi yapması gerekiyor ise bu durumda şirketin ***parada açık durumda (short in the currency***) olduğunun söylenebileceğini hatırlayalım. Buna karşılık, şirket bir miktar yabancı para almayı bekliyor ise ***parada uzun (veya kapalı) olduğu (long in the currency)*** söylenebilir.

Muamele riskini yönetmek için bir MNC öncelikle gerçekte ne kadar riski olduğunu belirlemelidir. Bu bize ilginç bir soruyu sormamızı sağlar: bir MNC’de her yavru şirketi kendi muamele riskini kendisi mi düzenlemeli veya grubun muamele riskini MNC bir bütün olarak mı yönetmelidir? Bu soruyu cevaplamaya teşebbüs etmeden önce genel olarak söylemeliyiz ki şirketin muamele riskini azaltmak komisyon veya diğer maliyetler biçiminde paraya mal olur.

|  |
| --- |
| Faaliyet  Sprawling plc.’nin BK’da kurulu bir şirket olduğunu, dünyanın diğer yerleri yanısıra ABD ve Eurobölgesinde de yavru şirketleri olduğunu varsayalım. Root Inc. Sprawling’in ABD’de kurulu bir yavru şirketidir ve 31 Ocak’ta Eurobölgesindeki bir müşterisinden EUR20 milyon almayı beklerken BK’daki bir yavru şirket olan Branch 31 Ocak’ta Euro bölgesindeki bir tedarikçiye EUR20 milyon ödeyecektir.  Bu iki işlem nedeniyle Sprawling’in riski nedir? |

Destek (Feedback)

*Bu çok basit bir durumdur. Bir yavru şirket Euro ödemek zorunda iken bir başka yavru şirket aynı tarihte ve aynı miktarda Euro almayı beklemektedir. Açıktır ki risk olmadığı için işlemlerin hiçbirisini hedge etme gereği yoktur.*

*Ama hiçbir yavru şirketin yalnız başına uygunlaştırma (eşleştirme, denkleştirme, uydurma, uyumlaştırma)) işlemini (matching transaction) belirlemesi beklenemez, bunun yapılabilmesi için MNC’nin bir şirketler topluluğu olmaktan ziyade tek bir kuruluş imiş gibi hareket etmesi zorunludur. Uygulamada bunu yapabilmek, bir bütün olarak grup üzerinde etkisine bakmaksızın kendi sonuçları üzerindeki etkiyi azaltmaya çalışan yavru şirketler ile bir MNC için ciddi güçlük olabilir. Ayrıca korunmanın nasıl çalıştığı ve korunma için ne yapılması gerektiği konusunda bilgi eksikliği nedeniyle birçok şirket güçlüğe düşer. Bu örneklerin bir kısmını bu bölümde daha sonra tartışacağız.*

Burada yaptığımız şey ***“netleştirme-netting off”*** olarak isimlendirilmektedir. Bir yavru şirketin grup içinde bir başka yavru şirkete mal ve hizmet satması nedeniyle çoğunlukla MNC’lerin yavru şirketleri arasında yapılmış işlemler vardır. Faaliyet kutumuzda çok basit bir durum vardı. Uygulamada daha çok sayıda işlem ve daha çok sayıda para birimi ile basit bir matriks kullanırız.

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Örnek**  Bir MNC’nin grup içindeki yavru şirketler arasında birbirlerine aşağıdaki miktarları borçlu olduğunu belirlediğini varsayalım.[[43]](#footnote-43)     |  |  |  |  |  |  | | --- | --- | --- | --- | --- | --- | | Aşağıdaki ülkelerde kurulu şirkete ödemeler (GBP 000) | | | | | | | Aşağıdaki ülkelerdde kurulu olan şirketlerin borçları (GBP 000) | Kanada | ABD | Almanya | Türkiye | Japonya | | Kanada | - | 50 | 100 | 30 | 50 | | ABD | 70 | - | 40 | 70 | 60 | | Almanya | 110 | 40 | - | 30 | 40 | | Türkiye | 20 | 60 | 20 | - | 60 | | Japonya | 20 | 70 | 30 | 30 | - |     Kanada’daki yavru şirketin ABD’deki yavru şirkete GBP50.000 borcu varken ABD’deki şirketin kendisinin de Kanada’daki yavru şirkete GBP70.000 borcu bulunmaktadır.  Her yavru şirketin diğer yavru şirkete olan borcunun tümünü ödemek yerine ABD yavru şirketinin Kanada’daki yavru şirkete GBP20.000 (GBP70.000-GBP50.000) ödeyerek para değişimin maliyeti ve hedge etme gereği azaltılabilir.     |  |  |  |  |  |  | | --- | --- | --- | --- | --- | --- | | Aşağıdaki ülkelerde kurulu şirkete Net ödemeleri (GBP 000) | | | | | | | Aşağıdaki ülkelerde kurulu olan şirketlerin Net borçları (GBP 000) | Kanada | ABD | Almanya | Türkiye | Japonya | | | Kanada |  |  |  |  |  | | | ABD | 20(70-50) |  |  |  |  | | | Almanya |  |  |  |  |  | | | Türkiye |  |  |  |  |  | | | Japonya |  |  |  |  |  | |   Tablonun geri kalanını doldurabilir misiniz? |

***Destek***

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Aşağıdaki ülkelerde kurulu şirkelere net ödemeleri (GBP 000) | | | | | |
| Aşağıdaki ülkelerde kurulu olan şirketlerin net borçları (GBP 000) | Kanada | ABD | Almanya | Türkiye | Japonya |
| Kanada | - | 0 | 0 | 10 | 30 |
| ABD | 20 (70-50) | - | 0 | 10 | 0 |
| Almanya | 10 | 0 | - | 10 | 10 |
| Türkiye | 0 | 0 | 0 | - | 30 |
| Japonya | 0 | 10 | 0 | 0 | - |

Netleştirmeyi yaptıktan sonra MNC’nin riskinin ilk göründüğünden çok daha az olduğu ortaya çıkacaktır.

Bir MNC daha da ileriye gidebilir. ABD Doları ve Kanada Dolarının birbiri ile pozitif korelasyona sahip olduğu ileriye sürülebilir. ABD Doları ve Kanada Doları işlemlerini netleştiremezsiniz ve döviz riskini elimine edemez iken onları netleştirme ve riski kabul edilebilir bir düzeye indirme olanağına sahip olabilirsiniz. Bu örnekte, Japonya’daki yavru şirket ABD’inden GBP10.000 muadili ABD Doları alacağa ve Kanada’daki yavru şirkete de GBP 30.000 Kanada Doları borcu olabilir. Bu kuşkusuz Japonya’daki şirketin sadece net GBP20.000 muadili Kanada Doları borcu olduğunu gösterecek şekilde netleştirilebilir.

MNC borçlu olunan ve sahip olunan miktarları netleştirdikten sonra bu işlemleri hedge edip etmemeye karar verir.

Hedge etmek, hedge edilecek işleme eşit ancak karşıt bir pozisyonun alınması biçiminde yapılır. Bu nedenle uzun (long-kapalı) pozisyonu hedge etmek için şirket eşdeğer bir açık (short-kısa) pozisyon alır ve açık bir pozisyonu hedge etmek için de eşdeğer bir uzun pozisyon alınır.

Bu bölümüm kalan kısmının büyük bölümünü bir işlemi hedge etmenin temel araçlarını incelemeye harcayacağız. Ama önce çok önemli bir noktaya işaret edeceğiz.

**Ne Hedge Edebiliriz ?**

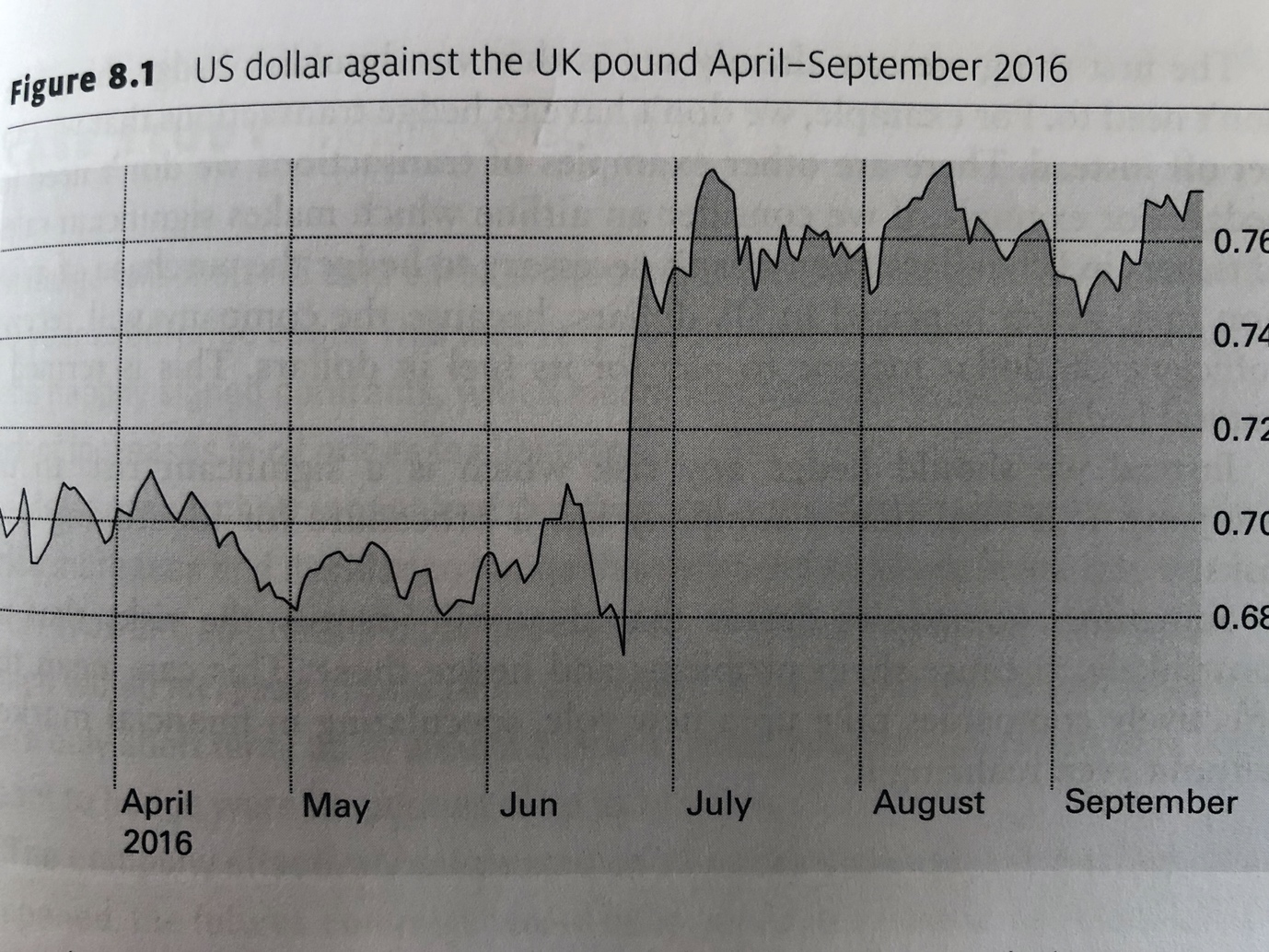
Varsayalım ki kamuoyu yoklamalarına göre Donald Trump ve Hillary Clinon’un başabaş gittikleri ABD seçimleri sırasında bir ABD şirketi BK’dan GBP10 milyona mal olacak ekipman siparişi yapmaya karar vermiştir. Döviz piyasası Doları Hillary Clinton kazanacakmış gibi değerlemiştir. Bu nedenle eğer gerçekte Hillary Clinton kazanmış olsaydı Eylül 2016’da Doların değerinde fazla bir değişiklik beklemeyecektiniz. Eğer Donald Trump kazanmış olsa idi doların değeri yeni bilgiyi aksettirecek şekilde değişmeli idi. Varsayalım ki Donald Trump kazansa idi doların değerinin düşeceğini bekleyebilirdiniz ve aslında öyle oldu düştü. Bugün doların Trump’ın kazanmasına ve doların değerinin düşmesine karşı hedge etmek mümkündür ve bunun Clinton’un kazanmaması doların değerinin düşmesinden daha fazla bir maliyeti olmazdı.

Aşağıda 2016’da Nisan’dan Eylül’e kadar Doların Pounda karşı olan değerini gösteren bir grafik vardır.

Temmuzdan sonra döviz kurunun önemli ölçüde değiştiğini görebiliriz.

Haziran ayına yeniden bakar isek iki ülke arasında döviz kurunda büyük bir kayma olduğunu görebiliriz. Dolar birkaç gün içinde pounda karşı % 15 civarında değer kazanmıştır. Bu ani ve önemli kayma AB’den ayrılıp ayrılmama konusunda BK’da Haziran’da yapılan halk oylamasının bir sonucu olarak meydana gelmiştir. Piyasalar, oylama sonucunun kalma yönünde olacağına inanmış ve poundu buna göre fiyatlamıştır. Ayrılma kararı beklenmiyordu ve sonuçlar öğrenildikten sonra piyasalar tepki vermiş ve poundun değerinde bir düşüşe neden olmuştur.

Bunlar hem döviz kurlarında beklenmeyen değişiklikler olmasının hem de bu değişikliklere karşı hedge yapılabileceğinin örnekleridir.



Hedge etmek birçok bakımdan sigortaya benzer. Tıpkı kendinizi otomobil kazalarına karşı sigortalamanız gibi beklenmeyen değişikliklerden kendinizi korumak için hedge etmeyi (hedging) kullanabilirsiniz. Ancak arabanız değerini kaybetmesine veya arabanın servis masaraflarına karşı kendinizi sigortalayamayacağınız gibi beklenen değişikliklere karşı da hedge yapmazsınız. Bir şirket beklenen bir değişmeyi hedge etmeye çalışırsa sözleşme yapmaya istekli birini bulmayacaktır. Bunun istisnası, meydana gelmesi çok olası olan kayıp nedeniyle diğer tarafın tam olarak tazmin edilmesini sağlayacak bir fiyatın verilmesidir.

**Hedge Etmenin Zamanlaması**

Bir şirketin, bir İtalyan şirketinden GBP1 milyon mal sipariş etmeye karar verdiğini varsayalım. İşlemi ne zaman hedge etmelidir?

Burada bir işlemi hedge edebeileceğimiz birkaç an vardır;

* Sipariş vermeye karar verildiği zaman;
* Sipariş verildiğinde;
* Mallar ulaştığında.

Hedge etmek için doğru zaman ne zamandır? Hedge etmekle, aksi takdirde sahip olacağımız muamele riskini elimine etmek için eşit ama karşıt bir pozisyon alacağımızı hatırlamalıyız.

Hedge etmek için ideal zaman sipariş verilmeye karar verildiği andır. Aksi taktirde bir döviz riskine sahip olunacaktır.

Eğer bir mal sunma siparişini değerlendiriyor isek o zaman siparişin kabul edildiği veya kotasyonun yapıldığı tarih hedge işlemine girilen tarih olmalıdır.

**Ne Hedge Etmeliyiz?**

Bu çok önemli bir sorudur. Hedge etmek bedelsiz değildir ve şirkete gerçek bir yararı olmayabilir.

Söyleyeceğimiz ilk şey gerekmeyen şeyler için hedge yapmamalıyız. Örneğin, netleştirebileceğimiz işlemleri hedge etmek zorunda değiliz. Hedge etmemiz gerekmeyen işlemlerin başka örnekleri de vardır. Örneğin önemli ölçüde bilet satışlarını ABD Doları üzerinden yapan bir hava yolu şirketini ele alırsak bu şirketin, yakıtı Dolar olarak ödeyebilecek geliri olacağı için ABD Doları ile fiyatlanmış olan uçak yakıtı satın alımını hedge etmesi zorunlu değildir.

Bunun yerine şirket için önemli olan her türlü riski hedge etmeliyiz. Şirketin böylesi riskleri belirlemek için bir prosedüre sahip olması yaşamsaldır.

Bazen şirketler, onlar için sorun yaratması en çok olası riskleri belirlemeye ve bunları hedge etmeye karar verirler. Bunun anlamı, şirketlerin risk gerçekleşmeden finansal piyasalarda spekülasyon yapmak gibi, fiilen yeni bir rol üstlenmesidir.

**ÖRNEK OLAY** Laker Airways

Eski ama açık bir örnek 1982’de iflasını açıklamış olan bir BK hava yolu olan Laker Airways’dir. Laker Airways çok az sayıda düşük-ücretli havayollarının olduğu bir zamanda BK’da Gatwick ve New York City arasında düşük-ücretli uçuşlar sunuyordu.

Laker bileti pound üzerinden satıyor idi ve bu nedenle gelirinin büyük kısmı sterlin idi. Ancak uçaklarını Boeing’den dolar borcu ile finansal kiralama yapmış ve uçak yakıtı ise ABD Doları ifade edilmiş olduğundan harcamaların çoğunluğu Dolar ile idi. Hem BK hem de ABD’de resesyon ve yüksek faiz oranları dahil olmak üzere Laker birçok sorunla karşılaştı ama şirketin iflasının asıl nedeni yönetim kurulunun pound ve dolar arasındaki kambiyo kurunun istikrarlı olacağını varsayması ve bu nedenle şirketi poundun değerindeki bir düşmeye karşı korumak için hedge etmemesidir. Pound USD2.20’den 1.60 civarina değer yitirdi. Değerdeki böylesine düşüşü hedge etmedeki başarısızlık Laker’in maliyetlerinin sürdürülemez düzeylere çıkmasına neden olmuştur.

Geri tepen açık bir hedge işlemine 1993 yılında Metallgesellschaft AG tarafından girilmiştir. Bu hedge işlemi paralar ile ilgili olmasa da gerçekten basit ve anlaşılması kolay bir hatadır.

**ÖRNEK OLAY** Metallgeselschaft AG

Metallgeselschaft AG, petrol-esaslı ürünler satıyordu ve müşterilerine 10-yıl sabit fiyatlı işlem yapmayı (long-term forward contractrs) önermeye karar verdi. Bu, şirketin müşterileri için çok popülerdi ve sözleşmeleri mutlu bir biçimde imzalamışlardı. Bunun anlamı Metallgeselschaft’ın 10 yıl boyunca petrol fiyatlarındaki artışların riskini yüklendiği idi. [[44]](#footnote-44)

Metallgeselschaft, petrol fiyatlarında artışların riskini yüklendiğini kabul ettiğinin farkına varmış ve risk yaratan pozisyonunu hedge etmeye karar vermişti. Petrolde açık pozisyona sahip olduğu ve petrol fiyatlarının çıkması riski altında bulunduğundan petrol fiyatlarının yükselmesi halinde değeri artacak olan vadeli petrol sözleşmeleri (oil futures) almaya karar verdiler. Ama hedge etmek istedikleri işlemlerin süresi 10 yıla kadar uzayan bir dönem iken, vadeli petrol sözleşmeleri, en fazla bir yıl civarında olmak üzere, kısa vadeli idiler.

Şirket gerçekte petrol fiyatlarında artışa karşı spekülasyon yapmıştı. Eğer bu gerçekleşse idi vadeli sözleşmeler gelecekte gerçekleşecek zararları desteklemek için kullanılabilecek iyi bir getiri sağlamış olabilirlerdi. Ama gerçekte petrol fiyatları önemli ölçüde düştü ve bu vadeli sözleşmelerde zarara neden oldu. Bu düşüş, girilmiş olan sabit-fiyatlı sözleşmelerin kârlarındaki bir artış ile karşılanabilir idi ama bu kârlar 10 yıldan önce gerçekleşemeyeceklerdi. Şirket zararları sınırlamak için pozisyonlarını kapatmasına rağmen vadeli petrol sözleşmelerinden 1.3 milyar Dolar kaybetti ve neredeyse şirketi iflasa zorladı.

Neyin hedge edilebileceğini, neyin hedege edilemeyeceğini, neyin yanlış gidebileceğini, muamele riskine karşı yapılan bir hedge işleminin özelliğini incelemek için biraz zaman harcadık.

İki yönteme ayrıntılı bakacağız: para piyasası korunması ve forward sözleşmeler. Opsiyonların kullanımı konusunda da kısaca konuşacağız. Future sözleşmeler gibi muamele riskini hedge etmenin başka yolları olsa da bunları burada ele alamayacağız.

**Para Piyasası Korunması**

Ele alacağımız ilk korunma (hedge) para piyasası korunmasıdır (money market hedge). Daha sonra korunma yöntemlerini kıyaslayacağız ve hedge edilen ödemenin yapıldığı veya alındığı tarihte bir para piyasası korunmasının maliyetini değerlendireceğiz.

Bir para piyasası korunması, gelecekteki bir tarihte yapılacak bir işlem için bir hedge yaratmak amacıyla şirketin borçlanması ve para yatırmasını gerektirmektedir.

Bir tahsilatı hedge ederek başlayalım.

Gelecekteki bir tarihte belirli bir miktarda bir yabancı para alacak isek para da uzun (kapalı-long) pozisyondayızdır.

Hedge etme gereksinimiz olan ikinci pozisyon yabancı parada açık (short) pozisyondur. Toplam bir hedge yapmak amacıyla yeterli miktarda para borç alacağız. Bunu yabancı parayı alacağımız tarih ile aynı tarihte geri ödemeliyiz. Alacağımız yabancı para ile aynı miktarda parayı da geri ödemeliyiz. Bu hesaplamayı yaparken faiz ödemelerinin miktarlarını da dikkate almalıyız. Bir defa ne kadar para borç para almamız gerektiğini bilirsek onu bugünkü kurdan, ulusal paranın spot kurundan, değiştirmek isteyeceğiz. Şimdi sahip olduğumuz ulusal paranın bir banka hesabına yatırılacağını ve yabancı para alınana kadar da orada kalacağını varsayacağız

Bütün bu işlemler aynı tarihte düzenlenmelidirler. Böylece hedging işleminin tümünde belirlilik olacaktır.

|  |
| --- |
| **Örnek**  Bir BK şirketi olan Derby plc. bir Alman firmasından bugünkü kurdan değeri GBP10 milyon olan kesin bir sipariş almıştır. Ödeme 6 ay sonra Euro olarak yapılacaktır. Faiz oranları BK’da % 4-5; Almanya’da % 3-5; ve spot kur ise GBP 1= EUR1.16’dır.  Derby’nin tahsilatını hedge etmek amacı ile gireceği para piyasası korunmasını gösteriniz.  ***Çözüm***  İlk olarak biraz aritmetiğe gereksinim duyarız.  Sürecin sonundan başlamalı ve daha sonra da oradan bugüne doğru geri gelmeliyiz.  Derby bugünün spot kuru ile GBP 10 milyon, yani EUR11.6 (10x1.16) milyon alacaktır.  Derby tam olarak aynı miktarda Euro’yu borç alacak olup bunun anlamı 6 ay sonra EUR11.6 milyon geri ödeyeceğidir. Derby’nin alacağı borcun faiz oranı %3.5’dir. Her zaman borç alacağımız ülkedeki borç ve mevduat faiz oranlarını kullanırız ve borçlanma maliyetleri de tasarrufçuların mevduattan kazanacağından daha yüksektir; bu nedenle de faiz oranı %3.5’tir. Ama %3.5 yıllık orandır ve Derby 6 ay için borç alacaktır ve gerçekte fiili faiz oranı %1.75 (%3.5x6/12) olacaktır.  Bu nedenle Derby % 1.75’den hesaplanan faizin de ekleneceği para miktarını borç alacaktır. Fazin eklenmesi ile buluna para EUR11.6 milyona eşit olacaktır. Borç alınacak para EUR11.4 milyon (EUR11.6/1.0175) olacaktır.  Derby borçlandığı EUR11.4 milyonu alacak ve spot kur olan GBP1=EUR1.16’dan pounda çevirecetir. Bu ise GBP9.828 milyon (EUR11.4/1.16) olacaktır.  Derby sahip olduğu GBP9.828 milyonu alır ve BK’da bir mevduat hesabına yıllık %4 , 6 aylık %2 (%4x6/12) faiz ile yatırır. Bu müşterinin faturayı ödediği tarihte Derby’e GBP 10.025 milyon (GBP9.828x1.02) verir. |

Bu örnek bir çok ilginç soruyu doğurur. Birincisi, şirketin işlemden kâr elde edip etmediğidir. Derby, altı ay geçene kadar hedge işleminden kâr edip etmediğinden emin olmayacak ve gelecekteki spot oranın ne olacağını bilmeyecektir. Ancak şirketin bir yabancı para tahsilatını hedge etmek istediğini, hedge etme işleminden para kazanmak olmadığını unutmayınız.

**Forward Sözleşme**

***Forward sözleşme,*** bir banka veya diğer bir finansal kurum ile çoğunlukla MNC olan müşterisi arasında yapılan bir sözleşmedir. Forward sözleşme, gelecekte anlaşılmış bir tarihte, sabitenmiş bir döviz kuru üzerinden belirli bir para miktarını değiştirmek için yapılmış bir sözleşmedir. Kullanılan kur forward kur (vadeli kur-forward rate) olarak isimlendirilir. Parite koşullarını Bölüm 6’da tartıştık ve forward kurun ülkeler arasındaki faiz farklarından etkilendiğini ileriye sürmüştük. Forward kur, genellikle gelecekteki spot kurun tarafsız bir tahmin edicisi olarak görülmüştür.

Tablo poundun sabit ve forward kurlarını göstermektedir. [[45]](#footnote-45) Euro çizgisine bakarsanız, spot kurun €1.2750, bir-aylık forward kurun €1.2743, üç-aylık kurun €1.2731, bir-yıllık kurun €1.2658 olduğunu görebilirsiniz. Tahmin zaman içinde euroya karşı poundun düşmesidir. Genel olarak, forward kur faiz oranı farklarına atıf yapılarak belirlenir.

|  |
| --- |
| **Örnek**  Derby plc. ‘nin para piyasası korunması yerine forward sözleşme kullanmaya kara verdiğini varsayalım. Şirkete forward kur olarak GBP1=EUR1.20 kuru verilmiştir.  Şirket 6 ay sonra EUR11.6 milyon alacaktır. Şirket forward sözleşme ile GBP10.175 milyon (EUR11.6 milyon/1.14) alacaktır.  Şimdi para piyasası korunması ile forward sözleşmeyi kıyaslayabiliriz.  Şirketin para piyasası korunması kullanarak alacağı GBP10.025 milyon iken forward sözleşmeyi kullanarak GBP 10.175 milyon alacaktır. Derby daha yüksek miktarı seçeceğinden bu durumda forward sözleşmeyi kullanırdı. |

|  |
| --- |
| **Faaliyet**  Bu faaliyette şirket yabancı bir parayı almak yerine yabancı para ile ödeme yapmak zorundadır. Bir para piyasası korunması oluştururken hangi yabancı para ile borçlanma yapmaya gereksinimiz olduğunu düşünmelisiniz. Eğer yabancı para alacaksanız bu parayı borç almak istersiniz. Borcunuza alacağınız para ile geri ödeyebilirsiniz. Eğer yabancı para ödeyecekseniz ulusal para ile borç almak ve yabancı parayı mevduata yatırmak istersiniz. Böylece borcunuzu ödeyecek yeterli yabancı paraya sahip olursunuz. Faizin etkilerini de dikkate almayı unutmayın.  Nottingham 4 ay sonra USD10 milyon ödeme yapacaktır. Spot kur GBP1=USD1.25; 4-aylık forward kur ise GBP1=USD1.22 dir. Faiz oranı BK’da %3-%4; ABD’inde %2.5-%3.4’tür. Nottingham’ın işlemi hedge edebilmesi için bir para piyasası korunması ve forward sözleşme düzenleyin. |

***Destek***

***Para piyasası korunması:*** *Aynı zamanda Nottingham*

*1) Pound borç alacak;*

*2) Poundu dolara çevirecek;*

*3) Doları ABD’nde bir bankaya 4 ay vadeli olarak yatıracaktır.*

*4 ay sonra Nottingham, mevduat hesabındaki parayı USD10 milyon borcunu ödemek için kullanacaktır.*

*Şimdi plana bazı rakamları ekleyebiliriz.*

*Şirket hesabında USD10 milyonu olacak ise ve yıllık olarak 4 ay yıllık olarak %2.5 veya %0.83 (%2.5x4/12) kazanacak olup hesabına USD9.918 milyon (USD10 milyon/1.0083) yatırmak zorundadır.*

*Şirketin USD9.918 milyonu olması için GBP7.934 milyon (USD9.918/1.25) borç almalıdır.*

*GBP7.934 milyon artı %1.33’den faiz (%4x4/12) dört ay sonra ödenmek zorundadır. Toplam GBP8.04 milyon (GBP7.934x1.0133) ödenmelidir.*

***Forward sözleşme.*** *Bir forward sözleşme hazırlamak için şirket dört ay sonra GBP 8.197 milyon (USD10 milyon/1.22) maliyetle USD10 milyon almayı ayarlamak zorundadır. Şirket GBP8.197 milyon yerine GBP8.04 milyon ödemeyi tercih edecek ve para piyasası* korunmasını seçecektir.

**Para Piyasası Korunması ile Forward Sözleşmenin Kıyaslanması**

Hem para piyasası korunması hem de forward sözleşmeler gelecekteki yabancı paralı işlemleri hedge etmek için kullanılırlar. Her ikisi de hedge edilecek orijinal (başlangıç) pozisyonun karşıtı pozisyon alınması ile yapılır. Bir para piyasası korunması şirketin finansal tablolarını ve borçlanabilme kabiliyetini etkileyecek olan para borçlanması gerektirmektedir.

Bir para piyasası korunması spot döviz kuruna ve her iki ülkedeki faiz oranlarına ilişkin bilgiyi gerektirir.

Bir forward sözleşme, forward kur bilgisini gerektirir.

**Diğer Korunma Stratejileri**

Muamele riski için diğer iki hedge yöntemi ***opsiyonlar ve vadeli (futures) piyaslardır***. Bunların her ikisi de hedge edilmiş pozisyona karşıt bir pozisyon alınması olmakla birlikte eğer şirket ister ise işlem tarihinden önce hedge işlemini sona erdirebileceğinden temelde farklıdırlar.

Opsiyonları ele alarak başlayalım.

Bir opsiyon sahibinin bir şey yapmaya hakkı vardır ancak yapma yükümü yoktur. Bir ***alım opsiyonu (call option***) sahibine para, mal veya payları alma yükümlülüğü olmadan alma hakkını verir iken ***satım opsiyonu (put option***) para, mal ve payları satma zorunluğu olmadan satma hakkı verir. Eğer opsiyon sahibi opsiyon hakkını kullanmaya karar verir ise ***opsiyonun kullanıldığını (exercised***) söyleriz. Eğer opsiyon kullanılmaz ise geçmesine (lapse) izin verildiği söylenir. Opsiyon verilen tarihte kullanılmaz ise ***sona erer (expire***) ve opsiyonların bir yıla kadar süresi vardır.

|  |
| --- |
| **Örnek**  Sheffield plc. GBP1=EUR1.15 fiyatından EUR10 milyon satın almak için GBP5.000’e bir call opsiyon almıştır. Opsiyon 3 ay sonra bitmektedir. Sheffield üç ay içinde herhangi bir zamanda şimdi ***kullanım fiyatı (strike price*** veya ***exercise price)*** olarak isimlendirilen sözleşilmiş sabit bir fiyat olan EUR1.15’den Euro alma hakkına sahiptir. Varsayalım ki Sheffield bunu, üç ay sonra ihtiyaç duyacağı EUR10 milyonluk bir ödemeyi hedge etmek için yapmıştır.  Sheffield üç ay içinde opsiyonu neden kullanmayabilir?  ***Çözüm***  Varsayalım ki üç ay sonra spot kur GBP1=EUR1.10 olsun. O zaman Sheffield opsiyonu kullanabilir ve her 1 pound için EUR1.15 alır. Bunun anlamı ödemenin fiili pound maliyetinin GBP8.7 milyon (GBP10 milyon/1.15) olmasıdır. Eğer Sheffield işlemi hedge etmemiş olsa idi GBP9.091 milyon ödemek zorunda olacaktı (GBP10 milyon/1.1).    Varsayalım ki üç ay sonraki spot kur GBP1=EUR1.2 oldu. O zaman Sheffield Euoroları spot piyasadan alır ve ona GBP8.333 milyon (GBP10 milyon/1.12) maliyeti olurdu. Bu rakam satın aldığı alım opsiyonunu kullanması halinde ödeyeceğinden daha düşük olacaktır. Bu nedenle, opsiyonu kullanmak yerine sona ermesine izin vermek Sheffield için daha düşük işlem maliyetine neden olacaktır. |

Bu para piyasası korunması ve forward sözleşmeye kıyasla iki büyük avantaj sağlar. Birincisi, döviz kuru opsiyon sahibinin yararına olacak şekilde değişir ise opsiyonun sona ermesine izin verir ve uygun döviz kurunun sunduğu kazancı elde eder. İkinci yarar şirketin hedge pozisyonuna kilitlenmemesidir ve bir nedenle ödeme yapılmaz ise yarattığı kambiyo riski ile GBP10 milyon kalmayacaktır. Örneğin, sipariş verilmiştir ve hedge alınmıştır, ama daha sonra tedarikçi sipariş edilen mal veya hizmetleri sağlayamaz ise ödeme yapmaya da gerek yoktur.

Para piyasası korunması ve forward sözleşmelerden daha pahalı oldukları için opsiyonlar standart korunma (hedging) tekniği değildirler. Ödemenin yapılıp yapılmayacağı veya kambiyo kuru dalgalanmaları gibi işlemi çevreleyen belirsizlikler var ise özellikle yararlı olabilirler.

Opsiyonlar türev ürünlerin bir örneğidirler. Başarılı yatırımcı Warren Buffet’in, türev ürünlerin kullanımının daha da fazla kötüleştirmiş olduğu küresel finansal krizin öncesinde 2002 yılında türevleri “kitle imha silahları” olarak nitelemesi meşhurdur. Kaygı verici biçimde bu iddiasını 2015’de tekrarlamıştır. Türevler riski yaratmak ve artırmak için kullanılabilirken ayrıca riski azaltmak amacıyla hedege olarak da kullanılırlar. Tehlikeli olan türevlerin kendisi değil, kullanım biçimidir.

Futures (vadeli sözlşemeler,) türevlerin bir başka örneğidirler ve riski azaltmak veya artırmak amacıyla kullanılabilirler. Yukarıda Metallgeselschaft örneğinde olduğu gibi yanlış kullanılabileceklerini görmüştük.

Future sözleşmeler, gelecekte sözleşilmiş bir tarihte ve sözleşilmiş bir fiyattan bir para veya malın belirli bir miktarını alma veya satma sözleşmeleridir, ama bu kez sözleşme sahibi işlemi gerçekleştirmekle yükümlüdür. Sözleşmeler, sözleşme sahibinin birincisini tam olarak karşılayan ikinci bir future sözleşme alımı ile kapatıldığından uygulamada az sayıda sözleşme para veya malın fiilen teslimi ile sonlanır. Opsiyonlarda olduğu gibi spekülasyon veya hedge amacıyla kullanılabilirler.

**Ekonomik Risk**

Ekonomik risk, döviz kurlarındaki değişmelerin gelecekteki nakit akımlarının beklenenden farklı olmasına neden olması riskidir. Tartıştığımız işlemlerin tümünün aynı zamanda ekonomik riskin örnekleri anlamına geldiğini muhtemelen far ketmiş olmalısınız. Bunda haklısınız. Ama ekonomik risk, henüz girilmemiş işlemleri de kapsar. Brexit’in bir sonucu olarak poundun değerinin düşmesi ve bir ABD şirketinin BK’a mal sattığı örneğini ele alarak ekonomik riski belirlemeye çalışalım.

Birincisi, referandum öncesi girilmiş olan ve pound olarak belirlenmiş bir işlem beklenenden daha az miktarda dolar alınmasına neden olacaktır.

Şirket, poundun değer yitirmesinden kaynaklanan zararı müşterilerine aktaramadıkça gelecekteki malların satışından poundun değer yitirmesinden önce olduğu ile aynı miktarda dolar elde edemeyecektir. Malların pound mu yoksa dolar mı faturalanıp faturalanmadığının önemi olmaksızın bu doğrudur. Bu nedenle poundun değer yitirimi şirketi belirsiz bir süre ters etkileyecektir.

Kısa sürede beklenmeyen zararlardan kaçınmak için finansal araçları kullanabilirken karşı karşıya olduğumuz pozisyonları hedge etmek için başka yollar bulmak zorundayız.

Çok uluslu şirketlerin kendilerini ekonomik riske karşı korumak için yapabilecekleri çok sayıda şey vardır. Haklarında okuduğunuz ve çok uluslu şirketlerin bazıları tarafından alınan farkında olduğunuz önlemleri belirlemeye çalışın.

Bir şirket, fiyatına çok bağımlı olmayan yani çok fiyat esnekliği olmayan varlıkları için bir talep yaratabilirse döviz kuru değişmelerine karşı daha duyarlı olacaklardır. Bunu gerçekleştirmek için şirketler insanların fiyatını umursamadan sahip olmak isteyecekleri farklılaştırılmış ürünler yaratmaya, marka ve imajlarını korumaya çalışacaklardır. Bu tip stratejinin güzel bir örneği Apple’dır. Daha başkaları aklınıza geliyor mu?

Bir başka etkili strateji üretimin yeri ve hammaddelerin kaynağı konusunda esnek bir yaklaşım benimsemektir. Bir şirket daha esnek oldukça fiyat artışlarını da o kadar kolay sınırlayabilir. Bu veri iken, yurtdışında imalat ilave riskler yaratmasına karşın gerçekte toplam riski azaltır.

Şirketin gelirini yarattığı para cinsinden maliyetlere sahip olması doğal ve uzun süreli bir korunma sağlar. Bu bölümde ele aldığımız netleştirme stratejisi ile uyumludur. Eğer bir yavru şirketin karşılaştığı yerel para üzerinden maliyetler tümüyle yerel para üzerinden yarattığı gelirlerden karşılanıyor ise sonunda sadece ana şirkete havale edilmesi beklenen gelir fazlası döviz riskine tabi olacaktır.

Hammaddelerini yerel kaynaklardan karşılayan, yerel olarak üretim ve yerel olarak satış yapan bir firma örneğini ele alalım. Böylesi bir şirketin ilk bakışta çok küçük bir döviz riskine sahip olduğu görülebilir. Ancak pratikte bu geçerli değildir. Eğer ulusal para değer yitirir ise yabancı rakipler ürünlerinin ucuz olacağı açık olan pazara ihracat yapmaya çalışacaklardır.

Turizm bu soruna duyarlıdır. Halen pound zayıftır ve artık poundları eskisi kadar yabancı para alamayan birçok insan yurt dışı yerine BK’da tatil yapmayı tercih etmektedir. Aynı şekilde yabancı turistler BK’ın paraları için iyi bir değer sunduğunu görürler. Bu nedenle zayıf bir pound turizm endüstrisine itici etki sağlar. Aynı biçimde, güçlü bir pound hem BK’da yaşayanlar hem de başka her kes için BK’ını daha az çekici bir tatil yeri yapar. Bu yerli bir şirketin karşılaşacağı kambiyo riskinin iyi bir örneğidir.

Yerel paranın değer yitirmek veya değer kazanmak üzere olduğuna inanan çok uluslu şirketler çoğunlukla bu riski azaltmak için harekete geçerler.

Çok uluslu bir şirket yerel paranın yakın gelecekte değer yitireceğine inanıyor ise bu parada açık durumda olmayı seçer. Bu nedenle olabildiğince çabuk elindeki yerel paradan kurtulmaya çalışır ve hatta yabancı para borç almak için kullanır. Hiç kimse değerinin düşeceğine inandığı bir parayı mecbur olduğundan daha fazla elinde tutmak istemez ve değeri düşecek bir paradan borçlanmak geri ödemek zorunda olduğunuz reel miktarı azaltır.

Bu nedenle ***yerel paranın değer yitireceğine*** inanan çok uluslu bir şirket şunları yapmaya çalışır:

* Borçluların borçlarını ödeyecekleri zaman uzunluğunu kısaltmak;
* Tuttuğu yerel para miktarını azaltmak;
* Yerel para ile borçlanmak;
* Hammaddeleri ve parçaları yerel parayla fiyatlarının yükselmesini beklemekten çok şimdiden satın almak
* Alacaklılara ödemeleri geciktirmek.

Eğer çokuluslu şirket ***yerel paranın değer kazanacağına*** inanıyor ise tersi işlemleri, özellikle şunları yapar;

* Yerel parayı bulundurmak;
* Borçları erken ödemek;
* Hammadde ve parça alımını geciktirmek;

**Özet**

Bölüm 8’de karşılaştığı döviz riski tipleri olan dönüştürme riski, muamele riski ve ekonomik riski ele aldık. Her örnekte, potansiyel riski ve ortaya çıkacağı zamanı belirledik ve daha sonra riski azaltmak veya elimine etmek için kullanılan değişik korunma (hedging) stratejilerini tartıştık. Kullanılabileceğini bulduğumuz stratejiler dönüştürme riskini azaltmak için varlık ve pasifleri uyumlaştırmayı içermektedir. Daha sonra grubun gerçek muamele riskini belirlemek için netleştirmeyi kullandık ve belirlediğimiz riskleri kapatmak (cover) için para piyasası korunması ve forward sözleşmeyi uyguladık. Ayrıca muamele riskini hedge etmek için opsiyonların kullanımını ele aldık. Opsiyonlar para piyasası korunması ve forward sözleşmelerden daha pahalıdırlar ama kâr elde etme fırsatı sağlarlar. Bir şirketin gereksinme duyduğu korunmanın miktarını yanlış hesaplaması veya riskin niteliğini yanlış anlaması halinde nelerin yanlış gidebileceğini gördük.

Son olarak, ekonomik riski değerlendirdik ve maruz kaldığımız ekonomik riski azaltacak stratejileri belirledik.

**Sorular**

**Soru 1**

İhracatından kaynaklanan bütün riskleri elimine etmek için bir ABD şirketi gelecek 2 yıl boyunca yapacağı bütün bütçelenmiş satışlar ile fiili satışları hedge etme kararı alır.

Şirketin maruz kaldığı risk nedir? Bu risk nasıl yönetilebilir?

**Soru 2**

Bir ABD şirketi 3 ay sonra GBP4 milyon tutarında bir ödeme almayı beklemektedir. Cari spot kur GBP1=USD1.30; 90-günlük forward kur GBP1=USD1.26’dır.

Faiz oranı BK’da %1-%3; ABD ise %1.5-%4’tür.

Tahsilatları hedge etmek için bir para piyasası korunması ve bir forward sözleşme hazırlayıp bunlardan birisini şirkete tavsiye edin.

**Soru 3**

Bir şirketler konsorsiyumunun parçası olan Çinli bir şirket Hinkley Point’de BK’nın yeni nükleer enerji istasyonu işiyle ilgilidir. Şirketin BK’da GBP50 milyon civarında bir varlık yatırımı yapması gerekmektedir. Bu yatırım Çin Hükümeti tarafından sağlanan sübvansiyonlu kredilerle finanse edilecektir. Şirket BK’da önemli sayıda personel istihdam edecektir ve BK’daki diğer konsorsiyum üyelerine pound üzerinden satış yapacağı gibi BK’da harcamalar yapacaktır.

Şirket hangi yabancı paranın riski ile karşılaşacaktır?

Ekonomik riskini azaltmak için hangi adımlar atılabilir?

**09**

**ULUSLARARASI TİCARETİN FİNANSMANI**

**Bu bölümün sonunda;**

* **MNC tarafından ulaşılabilen uluslararası finansman kaynaklarının değişik türlerini tartışabileceksiniz;**
* **Finansal aracıların işleyişini tartışabileceksiniz;**
* **Eurocurreny pazarının kökenini ve mevcut durumunu tartışabileceksiniz;**
* **Yabancı para ile borçlanmanın gerçek maliyetini hesaplayabileceksiniz.**

**Giriş**

Bu kitap boyunca, yüklendikleri risklere ve ilave maliyetlere rağmen çok uluslu şirketlerin kendilerini tamamen yerel olan firmalara karşı daha rekabetçi yapan avantajlara sahip olduklarını ileriye sürdük.

Yerel bir firma olmak yerine çok uluslu olmanın maliyetleri düşürmesinin önemli örneklerinden birisi hem kısa süreli hem de uzun süreli finansman kaynağıdır.

Eğer finansman maliyeti düşürülür ise şirketler başka türlü kârlı bulmadıkları projelere yatırım yapabilme olanağına sahip olurlar. Ek olarak tamamen yerel piyasalarda fonlar sınırlı olabilirken küresel finansal piyasalar örneğinde bu daha az olasıdır.

Dünya daha fazla küreselleştikçe ve sermaye ülkeler arasında serbest bir biçimde hareket ettikçe faaliyetleri için gereksinme duydukları sermayeyi bulma ile Bölüm 8’de tartıştığımız hedging fırsatları gibi olanakların avantajlarından yararlanmak ve maliyetlerini minimize etmek için dünyanın her tarafındaki kaynaklardan büyümek şirketler için giderek daha önemli olmuştur.

Sermaye ve sermaye piyasalarına bir giriş ile başlayacağız. Daha önce olduğu gibi, eğer önceden kurumsal finans çalışmamış iseniz bu bölümde ve izleyen bölümdeki bilgiler sizin hazırlanmanıza hizmet edecektir. Daha önce kurumsal finans çalışmış iseniz izleyen bölümü yararlı bir yenilenme olarak görebilir veya atlayabilirsiniz.

**Fon Kaynakları**

Çok az sayıda şirket, çalışma sermayesi (işletme sermayesi-working capital) veya yeni varlıklara yatırımı fonlama ve yeni pazarlara genişlemeyi dış kaynakları kullanmaksızın gerçekleştirebilmiş ve büyüyebilmiştir. Özelleştirilmiş işletmelerin başarısının nedenlerinden birisi borçlanabilmeleridir. Halbuki devletin sahipliğindeki faaliyetlerin çoğunlukla sınırlı borçlanma kapasiteleri vardır.

İşletmelerin çoğunluğu dağıtılmamış kârlar veya dağıtılmamış kazançlar yoluyla içsel olarak fon yaratabilirler. Ancak bu şirketin gelecekte yatırım yapmaya karar verdiği bütün projelerini fonlamada genellikle yeterli değildir.

Dışsal fon kaynakları, para piyasalarında borçlanma gibi kısa-süreli dışsal fonlar ile paylar (equities), şirket tahvilleri ve banka kredileri gibi uzun-dönemli dışsal fonlar olabilir.

Kısa-süreli kaynaklar çoğunlukla uluslararası ticaret finanse etmek özellikle de yerli müşteriler ile kıyaslandığında ihracat ödemelerini almadaki gecikmeleri fonlamak için kullanılır.

Bu bölümde uzun-dönemli fon kaynakları üzerine odaklanacağız.

Esas itibariyle iki çeşit uzun-dönemli fonlama vardır: borç (debt) ve sermaye (equity). Uygulamada bu ikisinin özelliklerini taşıyan melez araçlar olmakla birlikte şirketler genellikle borç veya sermaye ihraç ederler.

**Özkaynak ile Fonlama veya Paylar**

Bir şirket nakit karşılığında pay (shares) ihraç ettiğinde insanları (halkı veya çoğunlukla büyük kurumları) şirkete yatırım yapmaya davet eder. Şirkette pay satın alan ve şimdi pay sahibi olan yatırımcı şunları elde eder:

* Şirket tarafından ödenmiş kâr payından kendilerine düşeni almak hakkı.
* Şirketin yıllık genel kurul toplantılarında ve diğer zamanlarda oy hakkı. Oy hakkı diğer konular yanısıra yöneticilerin ve denetçilerin seçimini de içerir.
* Şirket tasfiye olduğunda yani ticarete son verdiğinde ve kapandığında varlıklarından pay alma hakkı.

Bir pay sahibi sermayede büyüme elde etmeyi, yani paya sahip olunduğu veya elde tutulduğu dönem boyunca kâr payı yanı sıra payın değerindeki artışı da elde etmeyi bekler. Paylar genellikle geri çekilmez (şirket tarafından geri alımı yapılabilir) ama pay sahipleri payları istedikleri zaman satmakta özgürdürler.

**Özkaynak Maliyeti**

Kâr payı dağıtımı keyfi ve sermaye artışı da belirsiz (yüksek risk) olduğundan pay sahipleri alacakları getiri hakkında emin olmadıkları için şirkete yatırım yapmak için göreli olarak yüksek düzeyde bir getiri ararlar. Bu konuda emin değil iseniz Bölüm 1’e gidin ve buradaki risk ve getiri ile ilgili kısmı okuyun.

Ek olarak, kâr payı hakkında vergi istisnası yoktur. Bu ikisi özkaynağı bir şirket için pahalı hale getirir; şirketlerden yüksek düzeyde kâr payı dağıtması beklenir ve ama onlar bu ödemeler için vergi istisnası alamazlar.

**Borç**

Bir şirketin tahvilini alan insanlar aslında şirkete borç para vermektedirler ve bu nedenle de bunlara alacaklılar veya borçlanma aracı sahipleri (debtholders) denir. Borç, şirket tahvili (bonds) olabileceği gibi bir banka kredisi ve bir borç senedi (debenture) şeklinde de olabilir. Bunların hepssini uzun-vadeli borç olarak görebiliriz.

Uzun-vadeli borç tanımı değişkendir. Bunu, gelecek 12 ay içinde vadesi gelmeyen (yani yeniden ödeme süresi dolmayan) herhangi bir borç olarak anlayabiliriz.

Borçlanma aracı sahipleri, gelecekte belirli bir tarihte belirli bir miktardaki önceden belirlenmiş olan faiz ödemeleri alma hakkına sahiptirler. Belirliliğe sahiptirler. Bazı borçlar değişken faiz oranına sahip olsalar da ödemeler büyük ölçüde belirlidir. Borçlanma aracı sahipleri gelecekte önceden belirlenmiş bir tarihte sermayelerini geri alma hakkına sahiptirler. Bazı borçların değişken geri çekme özelliği olsa da ana paranın geri ödenmesinde önemli bir belirlilik bulunmaktadır.

Vade tarihine kadar elde tutulan tahviller sermaye büyümesi sunmazlar ama erken çekilecek tahviller onlar için ödenenden farklı bir miktara satılabilir ve bu nedenle bir miktar sermaye büyümesine sahip olabilirler.

Faiz ödemeleri vergiden indirildiğinden ve borçlanma araçları sahiplerine yapılan ödemeler daha düşük olduğundan borç özkaynaktan daha ucuzdur.

Bankalar hala önemli bir borçlanma kaynağı sunmakla birlikte bazı ülkelerde önemli ölçüde bankalardan kayma ve bir finansal araç örneği olarak birçok gelişmiş ülkede özellikle de ABD ve BK’da tahvil ihracına yönelme vardır.

Bankalar riski dağıtmak istediklerinden çok büyük krediler çoğunlukla bir bankanın lider banka rolünü üstlendiği bankalar sendikasyonu tarafından verilir. Bu, herhangi bir bankanın bir işletmeye vermek isteyeceği ya da verebileceği maksimum miktarı aşan tutarlarda şirketlerin borçlanabilmesine olanak sağlar.

**Ulusal Finansal Piyasalar**

Finansal piyasalar veya sermaye piyasaları zorunlu olarak fiziki bir yerleşim yeri olması gerekmeyen, tasarruf sahipleri ile yatırımcıların tasarruflarını yatırmasının veya uygun risk ve getiri profiline sahip olan borçlulara tasarruflarını borç vermelerinin tatmin edici yollarını bulmalarını sağlayan yerlerdir. Aynı şekilde, sermaye piyasası, bir borçlunun, işine yatırım yapmak için gereksinme duyduğu fonları bulmak için gidebileceği bir yerdir. Bankalar ve emeklilik fonları gibi diğer finansal hizmet organizasyonları fonların tasarruf sahiplerinden borçlulara aktarılmasını kolaylaştırırlar ve finansal aracılar olarak nitelenirler.

|  |
| --- |
| **Faaliyet**  Finansal aracılığın en basit örneklerinden birisi eski moda yapı topluluklarıdır (building society). Bir yapı topluluğunda bireyler değişik nedenlerle tasarruf yaparlar ama bunlardan önemli birisi bir ev almak için tasarruf yapmaktır. Bir mevduat sahibinin gelecek yıl yapacağı tatilde kullanmak niyetiyle düzenli tasarruf yapmaya karar verdiğini varsayalım. Böylesi bir yatırımda mevduat sahibi ne arayacaktır? |

Destek (Feedback)

*Bazen çok açık olan şeyler hakkında düşünce yürütmek zor olabilir. Gelecek yıl yapılacak tatil için tasarruf yapıyor olsa idim şunları isterdim:*

* *Param için risk olmamalıdır. Güvende olduğundan emim olmak ister ve belirliliği isterdim.*
* *Belki düzenli olarak belki de elime geçtikçe küçük miktarlarda tasarruf yapabilmeyi isterdim.*
* *Yapı topluluğu ile tasarruf ederken paramı kullandıkları için ondan biraz faiz, getiri isterdim.*
* *İstediğimde paramı çekebilmek isterdim. Bazı yatırımcılar daha yüksek bir getiri elde edebilmek için bir bildirim dönemi (notice period) kabul ederler ama üç aydan bir ya da iki yıla kadar uzayan bildirim dönemi sonunda da fonlarını çekebilmeyi isterler.*

Tasarrufçulardan mevduat almaya ek olarak yapı toplulukları insanlara borç para ile bir ev alabilmelerini sağlayan ipotekli kredi veririler.

|  |
| --- |
| **Faaliyet**  Bir ev almak için borç para alıyor iseniz istediğiniz kredinin özellikleri ne olmalıdır? |

Destek (Feedback)

*İpotekli kredilerin (mortgages) çoğunluğu göreli olarak büyük parasal miktarı olan ve çok olağan olmayan bir şekilde 25 veya 30 yıl gibi uzun zaman dönemi olan kredilerdir. Bankanın geri ödenmesini herhangi bir zamanda istediği bir cari hesaptan (overdraft) farklı olarak borçlu, ödemelerinde temerrüde düşmedikçe yapı topluluğunun kredinin erken ödenmesini talep etme olasılığı yoktur.*

*Borçlular, muhtemelen her ay olmak üzere bazen birkaç yıl boyunca belirlenmiş olan sabit bir miktarı ödemeyi yapmayı beklerler. Genellikle ödedikleri miktar biraz ana para ve kredinin vadesi gelmiş faizinin bir kombinasyonudur. Zaman içinde ana para azaldıkça faiz unsuru düşer ve geri ödenen ana para yükselir. Bu bir ipotekli kredinin, bulunabilen en popüler ipotekli kredinin, geri ödeniminin basit bir tanımıdır. Bu konuda birçok varyasyon vardır: sadece faiz ve toptan ipotek ödemesi gibi. Ama burada sadece geri ödemeli ipotekli krediler üzerine odaklanacağız.*

Bu nedenle, tasarrufçuların bir yapı topluluğundan istedikleri (risksiz küçük mevduat hesapları açmak ve parayı uygun bir biçimde çabuk olarak geri alabilmek) ile kredi alanların istedikleri (uzun zaman süresi için daha büyük miktarlarda par borç almak) arasında gerçek bir uyumsuzluk (mismatch) vardır.

Yapı toplulukları ve diğer finansal aracılar dönüştürme (transformation) olarak nitelenen işlemleri üstlenerek tasarrufçuların ve borçluların gereksinmelerini karşılarlar. Tasarrufçuların mevduatını borçluların kredisine dönüştürürler.

Dönüştürme şu şekillerdedir:

* ***Vade dönüştürmesi (maturity transformation)***. Kısa-süreli mevduatı almak ve uzun-süreli krediye çevirmek. Bu, çok sayıda tasarruf sahibinden mevduatlarını almak, parasını geri isteyecek tasarrufçulara geri vermek için onların mevduatının bir kısmını alıkoymak ve kalanını kredi olarak vermekle gerçekleştirilir. Bankaya olan güven kaybının çok sayıda mevduat sahibinin aynı anda parasını istemesine yol açması hali olan bir ***“bankaya tahaccüm” (run on the bank***) olmaması için tasarruf sahipleri istediklerinde her zaman mevduatlarını geri çekebilmelidir.
* ***Miktar dönüştürmesi (size transformation).***  Tasarruf sahiplerinden küçük mevduatları almak ve onları büyük miktarlı kredilere dönüştürmek. Bu, ev alanlara gereksinme duyduğu büyük miktarları sağlamak için birçok tasarruf sahibinin mevduatlarını toplulaştırarak, bir araya getirerek yapılır.
* ***Risk dönüştürmesi (risk transformation).*** Evlerini almak için para borç alan fertler bir temerrüt riskine sahiptirler. Belki bir iş kaybı, hastalık veya boşanma ev alıcısının ipotekli kredi ödemelerini artık karşılayamayacağı anlamına gelebilir. Yapı toplulukları, borçlunun kredi değerliliğinin kontrolünü yaparak ve borcun ödenebilir olmasını sağlamaya uğraşarak bunun meydana gelmesi riskini minimize edecek önlemleri alırlar. Ayrıca evin tapusunu muhafaza ederek borçlu ipoteklerini geri ödeyemez ise zorunlu olması halinde eve yeniden sahip olup geri ödeme için satarlar. Bir çok tasarruf sahibinden mevduat alarak ve onları çok sayıda borçlu için kredi yaratmak amacıyla dönüştürerek ***”riski yayma”*** (spread the risk) işlevini gerçekleştirirler. Yapı toplulukları ve diğer finansal aracılar, belirli bir dönemde borçluların hangi oranının finansal güçlük içine düşebileceklerini tahmin edebilmelerini sağlayan istatiksel yazılıma sahiptirler. Borçlulara hangi faiz oranını uygulayacaklarını ve mevduat sahiplerine ne kadar faiz verebileceklerini hesaplarken bu zararları dikkate alırlar.

Finansal piyasalar, borçlulara finansman bulmak ve tasarruf sahiplerine yatırıım yapmaktan daha fazla olanaklar sunarlar: paylarını satarak tasarruf sahiplerinin tasarruflarını çekecek bir ortam da sağlarlar. Bu ikincil Pazar olarak isimlendirilir. Birincil sermaye piyasası, sermaye piyasası araçlarının şirket veya onun acentalarından ilk kez alındığı yerdir.

Finansal piyasalar, hakların özellikle de mülkiyet haklarının uygulandığı, hakların kullanımı sağlayan güçlü bir hukuk sistemine sahip olmaya da gereksinme duyar.

İyi işleyen bir sermaye piyasası tahsis etkinliğine sahip (allocativeley efficient) olacaktır. Yani elde edilebilir fonlar, bu fonların kullanımını en iyi yapabilecek olan organizasyonlara özgülenecektir.

Finansın ilginç yönlerinden birisi hizmet endüstrisi olması ve müşterilerinin gereksinmelerini karşıladığında yaşaması ve başarılı olmasıdır. Finansal araçlar ve çalışma yöntemleri, müşterilerin algılanan gereksinmelerini karşılamak için dizayn edilmişlerdir. Gereksinmeler gerçeğe dönüşür ise finansal araç o zaman korunur, aksi takdirde piyasadan çekilir. Bankalar ve sermaye piyasaları, sürekli bir gelişme durumundadırlar ve kendimizi içinde bulduğumuz hızla değişen bu dünyada ayakta kalmak için tepki vermek ve yenilik yapmak zorundadırlar.

1980’lerde ABD ve BK’da finansal piyasalarda Japonya dahil diğer gelişen ülkelerdeki piyasalarla birlikte yasal düzenlemeler gevşetilmiştir (deregulated).

Bunun sonuçlarından birisi, banka kredilerinde önemli düşüş olması ve bütün gelişmiş ülkelerde şirketlerin daha düşük maliyet nedeniyle tahvil, bono (commercial paper) ve diğer finansal araçların sermaye piyasaları kanalıyla ihracına doğru bir kaymanın meydana gelmesidir.

Özellikle, kurumsal yatırımcılar tahvilin nakit akımlarının belirliliğini payların belirsizliğine tercih ettiklerinden hevesli idiler. Sermaye piyasaları kanalıyla menkul kıymet ihracı ***menkul kıymetleştirme (securitization***) olarak isimlendirilmiştir. Bir bankadan borçlanmak ***finansal aracılığı (financial intermediation)*** kullanmak olarak nitelenmiş ve banka da ***finansal aracı (financial intermediary***) olarak isimlendirilmiştir.

Yasal düzenlemelerin gevşetilmesi, finansal piyasaları kullanmanın maliyetini azalttığından menkul kıymetleştirme popüler olmuş ve daha güçlü bir sermaye temeline sahip olmaları yönündeki artan küresel talebin bir sonucu olarak maliyetleri yükselen bankaları kullanmaktan kaçınarak şirketlerin maliyetlerini düşürmelerini sağlamıştır. Menkul kıymetleştirmeye doğru bu kayma bazı ülkelerde diğerlerinden daha fazla telaffuz edilmiştir. Almanya gibi şirketlerin bankalar ile güçlü ilişkilerini korudukları ülkelerde uzun-süreli finansman için hala bankalar kullanılmıştır. Finansal piyasalar ucuz borca ulaşımı sağlamadığından süregelen banka finansmanı kullanımı göreli olarak böylesi finansal piyasaları olan ülkelerdeki şirketlerin başarısızlığına büyük ölçüde katkıda bulunduğunun yaygın biçimde düşünülmesine ve büyümek için gereksinme duydukları sermayeye daha çok ulaşımına neden olmuştur.

Yasal düzenlemelerin gevşetilmesine ek olarak, ulusal finansal piyasalar artan bir ölçüde bütünleşmişlerdir. Finansal merkezler birbirleriyle rekabet içinde olmuşlar ve dünyanın her tarafında menkul kıymet borsalarının, gerçekte çok azı gerçekleşse de, maliyetleri daha da düşürmek için Börse, London Stock Exchange’i devralmak için anlaşmış idi. [[46]](#footnote-46)

Şirketler giderek artan bir biçimde piyasalar arasındaki düzenleme farklarından yararlanarak maliyetlerini düşürecek arbitraj olanaklarını ararken aynı zamanda piyasaların hem kendisi hem de düzenleyiciler üzerinde yasal düzenlemelerin daha fazla gevşetilmesi ve maliyetlerin azaltılması için baskı yapıyorlardı.

Bu kısmın başında, fertlerin ve işletmelerin sahip olmak istedikleri yeni finansal araçları yaratmak anlamında finansal piyasalardaki yenileşme hakkında konuşmuştuk. Bu yenilikler vergi sistemindeki olanakları kullanmak için vergi bakımından etkin finansal araçların yaratımı olabileceği gibi çoklukla olduğu gibi finansal araçların riskini yeniden değiştirmek biçiminde de olabilir. Bir şirket, pazarın özel bir kısmının (niche market) gereksinmelerini karşılayacak bir finansal araç ihraç edebilir ise aracın gerekli getirisini azaltabilir ve böylece şirkete maliyetlerini düşürebilir. Rekabetçi ortamın uzun-süreli bir avantaj sağlaması olası değildir ve rakipler benzer ürünler ile çabucak pazara girerler ve pazarın talepleri kısa sürede doyar.

Aynı süreç uluslararası ölçekte de işler ve dünyanın neresinde olursa olsun gereksinmelerini karşılayacak düşük-maliyetli menkul kıymetleri işletmelere sağlar.

Bir banka bir şirkete kredi verdiğinde, vadesi geldiğinde şirketin ana parayı ve faizi geri ödeyip ödeyemeyeceğine karar verirken maliyete katlanır. Benzer bir biçimde, bir şirket pazara menkul kıymet ihraç ettiğinde her varsayımsal yatırımcı şirketin iyi bir yatırım olup olmadığına karar vermeye gereksinim duyar. Bu ancak yeterli güvenilir bilgi var ise yapılabilir. Küresel piyasa daha fazla bütünleştikçe, örneğin şirketlerin yıllık raporları daha fazla kıyaslanabilir olmakta, bilgiyi elde etmenin maliyeti düşmeye devam etmekte, hatta yabancı şirketler için bile menkul kıymetleştirme daha çekici olmaktadır.

**Uluslararası Finansal Piyasalar**

Ulusal finansal piyasaların çoğunluğu, uluslararası yatırımcıları ve yeni pazarlarda finansman arayan dışarıda kurulu şirketleri çekerek aynı zamanda uluslararası finansal piyasa olarak çalışırlar. Başarılı uluslararası finansal piyasalar yeniliklere ve maliyetleri minimize etmeye olanak sağlayan hafif düzenleme gerektirmektedir. En önemli küresel finansal merkezler olan Londra, New York ve Tokyo hafif düzenlemelerden yararlanmaktadırlar.

***Eurocurrency piyasaları ve offshore finansal piyasalar***

Eurocurrency piyasalar, (sahip olmadıkları) Euro ile her şeyi yapabildiği için NOT olarak isimlendirilmiştir. Avrupa’daki kökeni 70 yıl öncesine dayanmaktadır. Bugün ayrıca ***offshore finansal piyasalar*** olarak da isimlendirilmektedir.

Eurocurrency, kendi kaynak ülkesinin dışında başka bir ülkedeki bankaya yatırılmış olan bir paradır. Genellikle, dolar, pound, yen ve Euro gibi serbestçe konvertibl olan paraları ifade etmektedir. Böylesi yabancı para mevduatı kabul eden bankalar eurobank olarak isimlendirilir ve yabancı para ile kredi de veririler. ***Eurodolar*** en yaygın olarak kullanılan eurocurrency’dir , ama pazar ekonomik ve politik olaylara çabuk biçimde tepki verir.

***Eurosterling,*** BK dışında dünyada herhangi bir yerdeki hesaba yatırılmış olan BK poundunu tanımlayan bir terimdir. Aynı şekilde ***euroeuros***, Euro bölgesi dışında dünyanın herhangi bir yerinde açılmış olan mevduat hesabına yatırılmış eurodur.

***Eurocurrency piyasasının tarihi***

1950’lerde Sovyet bloku mevduat hesabına yatırarak getiri elde etmek istediği ABD Dolarlarına sahipti. Ancak bir ABD bankasına yatırılar ise İkinci Dünya Savaşından sonraki savaş tazminatlarını ödemek için dondurulmaları riskinden korktular. Bu nedenle bir ABD bankası ile ilişki kurmak yerine mevduatlarını özellikle de Fransa ve BK’daki Avrupa bankalarına yatırmaya çabaladılar. Bu bankalar da onların dolarlarını diğer bankalara ve borçlulara kredi olarak verdiler.

O zaman merkez bankaları da daha yüksek getiri elde etmek için dolarları yatırmaya başladılar. Daha yüksek getiri elde etmenin yanı sıra vadeyi kendi gereksinmelerine uydurana kadar süreyi pazarlık edebildikleri için ticari bankalar da takıma uydular.

Londra sigorta endüstrisi primleri dolar olarak aldı ve dolarlarını da Avrupa banklarına yatırdılar.

Pazar, sonraki kısımda tartışacağımız gibi büyük ölçüde düzenleme yokluğu nedeniyle büyümeye devam etti. 1957’de BK Hükümeti, Süveyş Krizi nedeniyle sterling kredilemesini kısıtlamak istedi ve bankalar buna tepki olarak dolar kredisi verdiler.

İzleyen yıl bütün Avrupa’da kambiyo kontrollerinde bir gevşeme var idi. Bunun anlamı uluslararası ticaretten kazanılmış olan dolarların 1958’den önce olduğu gibi hemen merkez bankasına satılması yerine elde tutulabilecek olmasıydı.

Zaman içerisinde Londra, kısmen eurodolar piyasası nedeniyle ABD dışındaki dolar alım satımının ana piyasası oldu.

***Günümüzde eurocurrency piyasası***

Eurocurrency piyasası bir para piyasasıdır: kredilerin süresi bir gecelikten yaklaşık bir yıla kadar değişmektedir. Piyasa çok likittir ve esas itibariyle devletin düzenlemesinin olmaması veya pazara müdahale etmesi nedeniyle de zaman içerisinde önemli ölçüde büyümüştür.

Eurobanklar, önemli uluslararası bankaların yavru şirketleridir. Eurodolar banka kredileri, sadece dolar olanları değil her türlü eurocurrency’e uygulanmak üzere, eurodolar kredi veya sadece ***eurokredi (eurocredit)*** olarak isimlendirilmiştir.

Eurocurrency piyasasındaki borçlanma araçları da ***“euronote market”*** olarak isimlendirilmiştir. Borçlanma araçları iki gruba ayrılmıştır: aracılık yüklenimi ile olan kolaylıklar, aracılık yüklenimi olmayan kolaylıklar. Daha yakınlarda MNC’ler tarafından ihraç edilmiş olan faiz oranı ile ana paranın geri ödeneceği sabit bir geri alım tarihine sahip euronote’lar daha popüler olmuşlardır. Euronote’ların bir kısmı MNC’ler için orta-vadeli bir finansman kaynağı yaratarak sürekli yenilenmiştir. Ticari bankalar MNC’lerin çıkardığı senetlerin yüklenimini (underwrite) yapmışlardır.

Eurocurrency piyasalar yatırımcılara rekabetçi getiriler sunabilmekte ve borçlulara da düşük faiz oranı uygulayabilmektedir. Bunun anlamı eurocurrency piyasasında ***spread’***in (borç alma ve borç verme faizleri arasındaki fark) çok küçük, çoğunlukla da %1’in altında olmasıdır.

Bunun çeşitli nedenleri vardır:

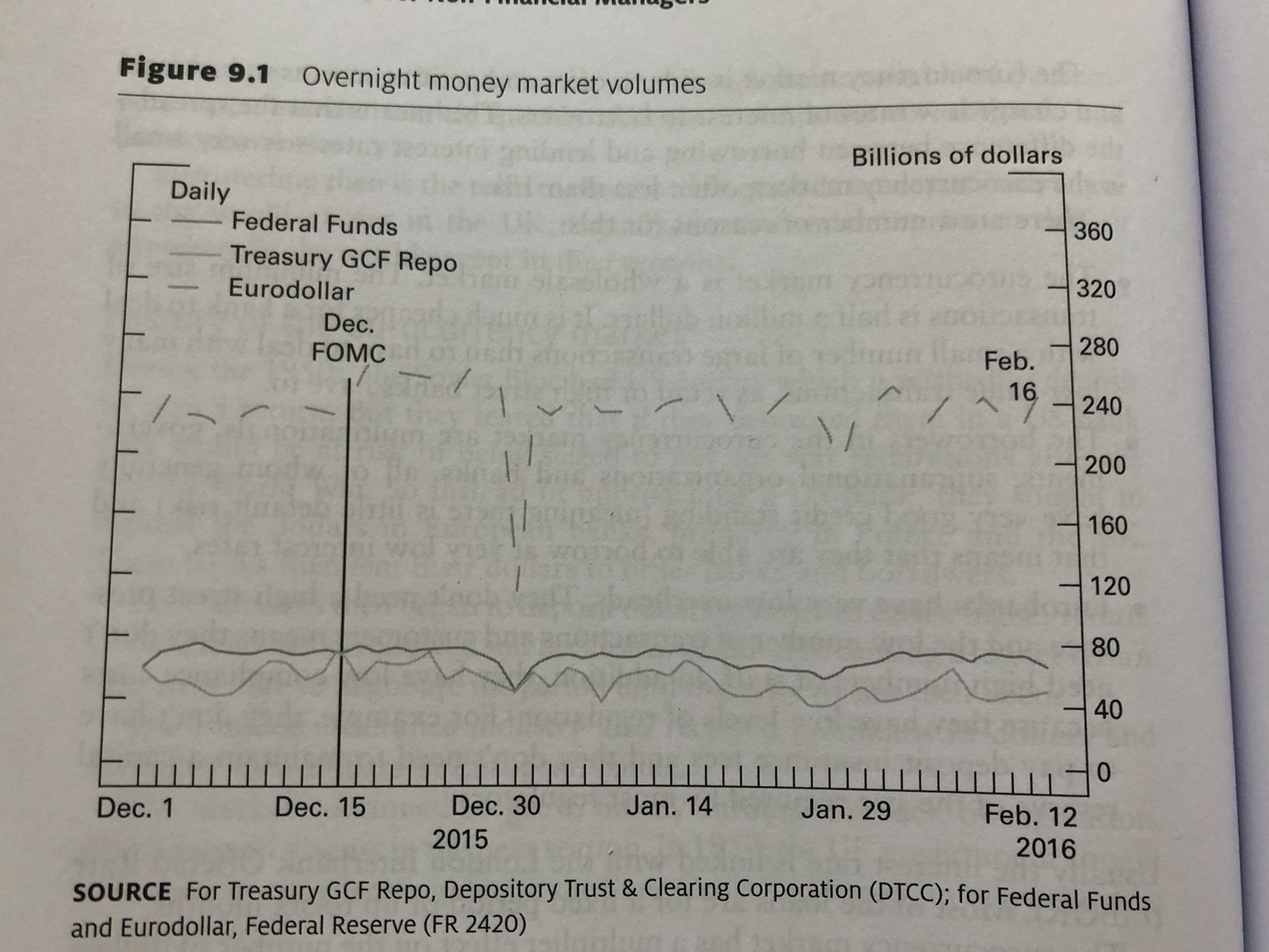
* Eurocurrency piyasası bir toptancı (wholesale) pazardır. İşlemlerin minimum miktarı yarım milyon dolardır. Bir banka için, az sayıdaki büyük miktarlı işlemleri yapmak perakendeci bankaların yapmak zorunda olduğu gibi çok sayıdaki düşük-değerli muameleler ile işlem yapmaktan çok daha ucuzdur.
* Eurocurrency piyasasında borçlular çok uluslu şirketler, hükümetler, ulus-üstü organizasyonlar ve bankalar olup genellikle hepsinin iyi bir kredi değerliği (yani küçük temerrüt riski) vardır ve bunlar çok düşük faiz oranı ile borçlanabilirler.
* Eurobanklar düşük genel giderlere sahiptirler. Bunları pahalı sokaklarda[[47]](#footnote-47) bulunmak zorunda değildir; az sayıdaki işlem ve müşteri çok sayıda personel sahip olmanın gerekmediği anlamındadır. Ayrıca düşük düzenleme düzeyi nedeniyle bunlar düşük uyum maliyetlerine sahiptirler. Örneğin mevduat sigorta primi ödemek zorunda değildirler ve düzenleyici otoritelerin çoğunun aradığı miktarda sermaye rezervi bulundurma gereksinmeleri de yoktur.

Genellikle faiz oranı London Interbank Offered Rate (LIBOR)’a bağlıdır. Kredilerin çoğu altı aya kadar olan sabit vadeye sahiptir.

Eurocurrency piyasası dolanımdaki dolarlar üzerinde çarpan etkisine sahiptir. Bu nedenle bir eurobanka yatırılan USD100, USD1.000’a dönüşür. Bu şöyle çalışır:

|  |
| --- |
| **Örnek**  Eğer banka %10 rezerv tutar ise (fractional reserve banking olarak isimlendirilir) yatırılan her USD100 mevduat için, başlangıç mevduatının USD90 kısmını kredi olarak verebilir.  Bu USD90 dolar mevduat olarak yatırıldığı bir sonraki bankada USD9 rezerv ve USD81 kredi yaratır.  Bu yeniden USD81 mevduat yaratır. Sonraki banka da USD8.10 rezerv ve USD72.90 kredi yaratır. USD100 + USD90 + USD81 + USD 72.90 …. toplamı sonunda USD1.000’a ulaşır. USD100 rezerv yüzde oranına bölünerek de bulunur. [[48]](#footnote-48) |

2106’da Federal Reserve Bank tarafından yapılmış olan bir çalışma (Federal Reserve, 2016) günlük ortalama eurodolar işlem hacminin USD250 milyar civarında olduğunu bulmuştur. Bu çok büyük bir miktardır ve ABD ve diğer ülkeler için para arzlarını kontrol etmelerini çok güçleştirir.

******

***Eurobond piyasası***

Eurobondlar, çıkarıldıkları paranın ülkesi dışında ihraç edilen veya satılan tahvillerdir. Tahviller genellikle 5 ve 30 yıl arasında vade tarihlerine sahiptirler. Başlangıç yıllarında eurobondlar fiziki döküman idiler ve alıcılara teslim edilmişlerdi, ancak bugün elektroniktirler. İlk eurobond 1964 yılında bir İtalyan şirketi tarafından USD15 milyon eurodolar olarak ihraç edilmiştir.[[49]](#footnote-49) Eurobod Londra’da dizayn edildi ve Amsterdam’da ihraç edildi. Lüksemburg’un düşük vergi avantajından yararlanmak için de Lüksemburg’da ödendi. Tahvil Avrupalı yatırımcıların düşük-riskli bir tahvile sahip olmaları ve Dolar ile çeşitlendirme yapabilmelerine olanak sağladı. Bundan sonra, çok uluslu şirketler, hükümetler ile IMF ve Dünya Bankası ulus-üstü kurumlar eurobond ihracı yaptılar.

Eorobondlar, ihraççısına ülkenin düzenleyici kısıtlamalarına, faiz oranlarına ve pazarın likidite derecesine göre tahvillerini sunacakları ülkeyi seçme esnekliği verdiği için şirketler için çekici bir finans kaynağı idiler. Ayrıca tercih edilen cinsi üzerinden de olabiliyorlardı. Eurobondlar, genellikle küçük nominal değerlere (par, face value) sahip ve likit oldukları için de yatırımcılara çok cazip idi.

BK’da eorobondlar Certificateless Registry for Electronic Transfer (CREST) tarafından ihraç edilir ve genellikle hamiline yazılı tahvillerdir (bearer bonds). Bunun anlamı, tıpkı 5 poundluk banknotun hamiline bir borçlanma senedi olması gibi, tahvili elinde tutanın da onun sahibi olmasıdır. Bu, sahiplerin kaydedilmediği ve yatırımcılara gelirini beyan etmeyerek vergiden kaçınabilme olanağı anlamını taşımaktadır. Eurobond piyasası, özellikle sınırlı bir sermaye piyasası olan ülkelerde, banka fonlaması azaldıkça şirketler için önemli bir finansman kaynağıdır. Hamiline yazılı bonolar ve düzenleme eksikliği tam hacminin ne olduğu konusunda kesin olmayı güçleştirmekle birlikte bugün piyasanın büyüklüğü USD100 trilyon dolar civarındadır.

Son birkaç yıl içinde piyasa bazı küçük ihraçların da yapılmasını sağlamıştır. Bu, orta-ölçekli şirketlerin eurobond piyasasına girebilmelerini sağlasa da küçük ihraçlar için alıcı ve satıcı bulmak daha güç olduğundan bunun dezavantajı likiditenin azalmasıdır.

Bir başka büyüme alanı, uzun-vadeli borçlanma yapabilme olanakları sınırlı olan yükselen ekonomi şirketleri ve hükümetleridir.

Çok uluslu şirketlerin gereksinme duydukları uzun-süreli finansman aradıkları finansal piyasaları değerlendirdik: bir sonraki kısımda bu piyasalarda finansman bulmak için çok uluslu şirketler tarafından kullanılabilen yöntemlerin türlerini değerlendireceğiz.

**Yabancı Tahviller**

***Yabancı tahvil (foreign bond)***, bir ülkede yerleşik olmayan bir şirket tarafından o ülkede ihraç edilmiş olan bir tahvildir. Yabancı tahviller, ülkenin ulusal tahvil piyasasının bir parçasıdır ve aynı yasalara tabidir.[[50]](#footnote-50) Bu tahviller çıkarıldığı ülkedeki yerel para cinsinden çıkarılır. Ancak ilave kural ve düzenlemelere uymak zorundadırlar. Yabancı tahviller çoğunlukla, yerel ekonomide önemli miktarda iş yapan şirketler tarafından kullanılır. Eğer yerel faiz oranları şirketin ana ülkesindeki faiz oranlarından düşük ise maliyetleri düşürmek için şirketler çoğunlukla yabancı tahvil ihraç etmek isterler. Tahviller, sabit faizli veya değişken faizli olabileceği gibi özkaynak ile de ilişkili olabilir.

Tahviller, yerel para cinsinden çıkarıldığı ve kambiyo riski taşımadıkları için yatırımcılara yönelik tahviller genellikle yerlidir ve tahvilleri portföylerindeki yabancı menkul kıymetlere eklemek için kullanabilirler.

Yabancı tahviller yapıları itibariyle o ülkedeki yerli tahvillerden daha risklidirler ve bu nedenle daha yüksek getiri sağlarlar.

ABD’nde ihraç edilmiş bir yabancı tahvil Yankee Bond olarak isimlendirilmiştir. Japonya’da ihraç edilen Samurai Bond iken Bulldog Bonds BK’da ihraç edilmiştir. Matilda veya Kangaroo Bonds Avustralya’da, Maple Bonds Kanada’da, Dim Sum Bonds ise Hong Kong’da ihraç edilmişlerdir.

**Küresel Tahviller**

***Küresel tahviller (global bonds)*** ilk kez Dünya Bankası tarafından ihraç edilmiştir. Bu tahviller genellikle ulusal para ile olmak üzere aynı zamanda tek bir para kullanarak birçok ülkede ihraç edilmiştir. Böylesi bir ihraç, bir şirketin hatta bir ülkenin farklı piyasalara ulaşabilmesini sağlar. İhraççı organizasyonun genellikle yüksek bir kredi derecelemesi olduğundan düşük bir temerrüt riski vardır. Küresel bir tahvil borçlanma maliyetlerinin düşmesine neden olur ve şirketin profilini yükselterek yatırımcı bazını genişletir.

Küresel tahviller Apple, Dell ve benzerleri gibi en büyük şirketler tarafından ihraç edilme ve her ihraç da USD15 milyar ve daha fazla olma eğilimindedir. 2016’da sadece ABD sanayi şirketlerinin ihraç etmiş olduğu toplam tahvil USD600 milyarın üzerindedir.

**Yabancı Banka Kredilemesi**

Birçok banka, fonlarının bir kısmını uluslararası kredileme için ayırmaktadır. Bu yabancı banka pazarıdır ve şirketler için bir başka önemli finansman kaynağıdır.

**Yabancı Paylar**

Yatırımcılar, değişik çok sayıda şirketin sermaye piyasası araçlarına sahip olarak çeşitlendirme yapmanın getiriyi azaltmadan riski azaltabileceğini öğrenmişlerdir. BK’da “bütün yumurtalarını tek bir sepete koyma” deyişi vardır. Bunun anlamı, genellikle tek bir yatırıma veya varlığa dayanmaktansa değişik çeşitli yatırımlara veya varlıklar ile fırsatlara sahip olmanın daha iyi olduğudur. Öğrencilerime çoğu kez bir çiftçi hakkındaki bir sorunu soru olarak ortaya atarım.

|  |
| --- |
| **Örnek: çeşitlendirme**  Bir çiftçi sadece iki ürün, pirinç ve ayçiçeği üretebilir ve onun yetiştirme mevsimleri çok yağmurlu veya çok güneşli olma konusunda eşit şansa sahiptir. Çiftçi tohumu ektiğinde bu yıl ne tür bir yaz havası yaşayacağını bilmemektedir. Öğrencilerime eğer çiftçi olsa idiler ne yaparlardı sorusunu sorarım. Öğrencilerim bunu çözümü çok basit bir soru olarak görürler ve doğru bir biçimde çiftçimizin yarısını pirinç diğer yarısını ayçiçeği ekmesinin uygun olacağını ileriye sürerler.  Çiftçi hakkında biraz daha fazla düşünebiliriz. Her yıl sadece ay çiçeği eken veya her yıl sadece pirinç eken çiftçiye ne olur? Yılların bir yarısında tam bir ürün diğer yarısında ise hiç ürün almayacağını bekleyebilirdik. Bu nedenle ortalama olarak yıl başına yarım ürün alabilecektir. Eğer yıllarca ürün alınmaz ise problem ortaya çıkmaktadır. Çiftçimiz iyi bir yılın geri gelmesini beklerken ekmeye son vermek zorunda kalabilir. Her yıl beklenen yarım ürün getirisi ve oynaklık ile ölçülen risk çok yüksektir.  Eğer çiftçimiz bunun yerine yarısını pirinç diğer yarısını ayçiçeği ürünü eker ise her yıl yarım ürün alacağı konusunda emin (certain) olabilecektir. Çok ürün almayacaktır ama ürünsüz geçen hiçbir yılı olmayacaktır. Şimdi oynaklığı sıfırdır ve risk yoktur. Her yıl yarım ürün alacağımız konusundan tam olarak eminizdir.  Şimdi beklenen getiriyi ele alalım. Sadece bir çeşit ürün ekmiş olsa idi beklenen getirisi yarım ürün idi. Şimdi her iki ürünü de ekiyor ve beklenen getirisi hala yarım üründür. Çiftçimizin beklenen getirisini düşürmeden onun riskini düşürmeyi başardık. |

Çeşitlendirme, risk düzeyinizi düşürmek için varlıkların veya sermaye piyasası araçlarının değişik çeşitlerine yatırım yapmaya ilişkindir; eğer dikkatli olursanız beklenen getirinizde bir kayıp yaşamadan riskinizi düşürebilirsiniz. Uluslararası çeşitlendirme, sadece yerel olarak yapılmış bir çeşitlendirmeden iki nedenle daha iyidir.

Birinci neden, bir diğeri ile aynı sistematik riskten olumsuz olarak etkilenmeyen yatırımlara sahip olacak olmanızdır. Bunu Bölüm 1’de tartışmıştık. Bu nedenle ABD ve Hindistan’da menkul kıymetlere yatırım yapsaydık ve sistematik riskin bir örneği olarak ABD’nde faizler yükselir ise ABD yatırımları bundan olumsuz etkilenir ama Hindistan yatırımı etkilenmeyecektir.

İkinci neden, ABD ve Hindistan ekonomilerinin birbirileriyle güçlü bir biçimde pozitif olarak aynı yönde ilişkili (correlated) değildir. 2013’de ABD ve Hindistan menkul kıymet borsaları arasındaki korelasyon 0.375 idi. Yukarıdaki pirinç ve ayçiçeği arasında güçlü ve tam mükemmel bir negatif korelasyon vardı ve -1 idi. Mükemmel pozitif korelasyon ise +1’dir. Bu nedenle 0.375 korelasyon pozitif olmakla birlikte sadece zayıf bir korelasyondur. Eğer bir ekonomi kötü gidiyor ise diğer ekonomi muhtemelen o kadar kötü gitmeyecektir. Bu nedenle, kur riskini dikkate almadan yabancı bir şirkette pay sahibi olmak uluslararası çeşitlendirme yapmak isteyen yatırımcılar için çok çekicidir.

Yatırımcılar için çeşitlendirmenin önemli bir parçası uluslararası çeşitlendirmedir ve bu nedenle de yabancı bir şirkette pay sahibi olmak onlar için çok çekici bir umuttur.

Şirketler birden fazla ülkede pay ihracını birçok nedenle tercih ederler:

* Ulusal bir menkul kıymet borsasının, referandum gibi, spesifik risklerine karşı korumaya yardımcı olacak geniş, iyi-çeşitlendirilmiş bir pay sahibi bazı elde etmek. Bu aynı zamanda düşmanca ele geçirme teklifine (hostile takeover bid) veya devlet müdahalesi riskine ve hatta ulusallaştırmaya karşı şirketi korumaya yardımcı olur.
* Yerel piyasa göreli olarak küçük ise bir ihracı yapmak, tek bir piyasa için çok büyük (too big for a single market) olabilir.
* Uluslararası piyasalardan yeni pay sahiplerini cezbetmek paylara olan talebi artırabilir ve böylece değeri yükseltebilir.
* Güçlü kurumsal yönetim standartları olmayan bir iç piyasada olan şirketlerin kurumsal yönetimini iyileştirir. Bu ise şirketin performansını iyileştirmelidir.
* Yeni bir pazarda ve potansiyel olarak bölgede şirketin profilini yükseltmek.

Özellikle ABD uluslararası borsa kotasyonu arayan şirketler için çekici bir yerdir ve bazı uluslararası şirketler önce kendi ulusal piyasalarındaki borsaya kote olmadan kotasyon için doğrudan ABD’ye giderler. Borsaların çoğu yabancı şirketlerin kote olmasına izin vermektedirler ama doğal olarak bunların yerel şirketler ile aynı düzenlemelere uymalarını aramaktadırlar.[[51]](#footnote-51) Bu, sıkıntılıdır ve yabancı bir ülkede kotasyonu aramadan önce dikkate alınması gereken bedeldir. Belki de bu nedenle son yıllarda yabancı şirketlerin ABD’nde kote olmalarında bir azalış vardır

**Uluslararası Borçlanmanın Gerçek Maliyeti**

Bu bölümde, uluslararası bir şirket için mevcut finansman seçeneklerinin geniş bir çeşidini tartıştık. Şimdiye kadar borçlanmanın faiz oranı maliyetine odaklandık ancak bir başka potansiyel maliyet vardır. Eğer bir şirket kendi ulusal parası olmayan bir para borç alır ise faiz ödemeleri yapmak zorunda olacaktır. Ama aynı zamanda ana paranın geri ödemesini de yapmak zorundadır. Eğer borç değerlenen bir para cinsinden ise faiz ödemek ve ana parayı geri ödemek, değerlenmenin olmamış olmasına göre, daha fazlaya mal olacaktır.

Önce, bileşik faizi kullanarak faiz oranını hesaplayabilmeliyiz.

|  |
| --- |
| **Örnek**  Bir şirket 1/1/2016’da EUR1.000 borç alsın ve bunu beş yıl sonra 1/1/2021’de EUR1.300 olarak ödemek zorunda olsun.  ***Çözüm***  Ödenen faiz EUR300’dür ve faiz ödemesinin toplam EUR300 tutarını sağlayan yıllık faiz oranının ne olacağı üzerinde çalışmalıyız. Şu formülü kullanabiliriz:  - 1    Burada,  R geri ödenecek miktar;  L borç alınmış miktar;  N Kredinin süresi olarak yıl sayısı.  – 1  = 1.05 – 1  =0.05 veya %5  Şimdi aşağıdaki faaliyeti ele alın. |

|  |
| --- |
| **Faaliyet**  Varsayalım ki bir BK şirketi kambiyo kuru GBP1=USD1.32 iken 10 yıl süreli bir eurodolar krediyi kullanarak USD1 milyon borç almıştır. Hesaplamamızı kolaylaştırmak için faizin ana paraya eklendiğini ve şirketin 10 yıl sonra USD1.2 milyon geri ödemesi gerektiğini ve o tarihte kurun GBP1= USD1.2 olduğunu varsayalım. Şirket dolarları alır almaz pounda çevirir ve 10 yıl sonra krediyi ödemek için de poundu dolara çevirir.  İlk planda şirket krediden ne kadar pound almaktadır?  10 yıl sonra ne kadar pound geri ödeyecektir?  Döviz kuru değişmelerini ihmal ederek kredinin faiz maliyeti yüzde oran olarak nedir?  Yıllık hale getirilmiş (annualized) yüzde oran olarak kredinin toplam maliyeti nedir? |

*Destek (Feedback)*

*Şirket krediden hemen GBP757,575 (USD1 milyon/1.32) alacaktır.*

*10 yıl sonra şirket GBP1 milyon (USD1.2 milyon/1.2) ödemek zorunda olacaktır.*

*Kredinin yıllık hale getirilmiş faiz maliyeti %1.84’tür* – 1]

*Kredinin toplam maliyeti %2.8’dir.*  -1]

*Değerlenmemesine kıyasla bakıldığında Doların değerlenmesi nedeniyle kredinin geri ödeme maliyeti şirkete daha fazlaya mal olmuştur. Poundun değer kaybının dikkate alınması ile kredinin ilk göründüğünden daha fazla maliyeti olmuştur: sadece faiz dikkate alındığında %1.84 yerine yıllık %2.8.*

Ancak yabancı para ile borçlanmak şirket için yararlı bir korunma sağlayabilir. Hedge etmenin ayrıntısını ve yabancı para ile borçlanmanın bir şirkete hedge yapmak için nasıl yararlı olacağını son bölümde tartışmıştık. Aşağıdaki örneği ele alalım.

|  |
| --- |
| **Örnek**  ABD’li bir çokuluslu şirket üretiminin %30’unu ABD’de satarken %70’ini dünyanın her tarafındaki 50’nin üzerindeki ülkede satmaktadır.  Şirket ABD dışında başka bir yerde mallarını üretemez. Şirketin maruz kaldığı ekonomik riski tanımlayınız. Yabancı paralı bir kredi ekonomik riski nasıl azaltabilir?    ***Çözüm***  Şirket faaliyetlerini iyi çeşitlendirmiştir. Bir başka para Dolara karşı önemli ölçüde değişir ise, bu, şirket üzerinde sınırlı bir etkiye sahip olacaktır.  Ekonomik risk ABD Dolarının değerindeki değişmeler hakkındadır. Dolar zayıflar ise şirket alacağı dolar miktarında herhangi bir kayba uğramadan mallarının yabancı para ile olan fiyatını indirebilecek ve böylece satışlarının miktarını artırabilecektir.  Ama dolar değerlenir ise maliyetlerini karşılamak ve kâr elde edebilmek için ihtiyacı olan dolarları yaratabilmek için şirket mallarının yabancı para ile olan fiyatını artırmak zorunda kalacaktır. Yurt dışında fiyatları artırmak muhtemelen satışları azaltır ve bu da rakiplerin pazar paylarını artırmalarını sağlayacaktır.  Eğer şirket yabancı para ile borçlanmış ise faiz ödemeleri ile ana para geri ödemelerini yabancı para ile yapmak zorundadır. Bu nedenle yukarıda gördüğümüz gibi, dolar zayıflar ise borçlanmanın maliyeti artar ve dolar güçlenir ise borçlanmanın maliyeti düşer.  Bu satışların pozisyonun karşıtı olduğundan uluslararası borçlanma şirketin risk düzeyinin azaltılmasına yardımcı olur. General Electric ve Boeing gibi büyük ABD şirketleri tam olarak satışlarını bu şekilde hedge ederler. |

Bu bölüm özellikle çok ilginç bir konuya yalnızca bir giriştir. Uygulamada, şirketler para bulmak istediklerinde çok geniş bir opsiyona ve seçeneklere sahiptirler. Örneğin;

* Borçlanma ne kadar uzunlukta bir süre için yapılmalıdır? Kredinin süresi uzadıkça genellikle borçlanma da daha pahalı gelir.
* Şirket, para swapları, faiz oranı swapları veya paralel kredileri kullanmalı mıdır? Uygulamada büyük şirketler finansman maliyetlerini düşürmek için karmaşık düzenlemeleri kullanırlar.
* Şirket, borçlanırken sabit faiz oranı mı yoksa değişken fazi oranı (floating rate) mı kullanmalıdır?

**Özet**

Bu bölümde, yerel şirketlerin ve MNC’lerin borçlanma ve sermaye bulma olanaklarını ele aldık ve MNC için söz konusu olabilecek ilave olanakları değerlendirdik. Finansal aracılığın önemini ele aldık.

Şirketlerin borçlanabilecekleri önemli piyasaları, onların ortaya çıkışları dahil, kısaca tartıştık. Bu piyasaların birçoğu hafif düzenlenmiş (light regulated) olup bu onların mevduata daha yüksek faiz verirken daha düşük maliyetle borçlanma sunmalarına olanak vermektedir. Hafif düzenleme hükümetlerin kredilemeyi kısıtlama yeteneklerini de azaltır ve MNC’ların gereksinme duydukları fonlara kısıtlama olmaksızın ulaşmalarını sağlar.

Nihayet, borçlanma yabancı parayla yapıldığında borçlanmanın gerçek maliyeti hakkında düşünmeye başladık. Maliyet sadece faiz oranı ve vergi istisnalarına değil paranın değerlenmesine veya değer yitirmesine de bağlıdır.

**Sorular**

**Soru 1**

Bir BK firması neden New York Stock Exchange’de kote olmak isteyebilir? Bunu yapmanın maliyetleri nelerdir?

**Soru 2**

Şirketlerin son 20 yılda para bulma yolları nasıl değişti? Bu değişmelerin itici güçleri nelerdir? Değişmeler nelerin yapılmasını sağladı?

**Soru 3**

Bir MNC kendi para cinsi dışında bir parayı kullanarak borçlanmaya karar verdiğinde hangi faktörleri dikkate almalıdır?

**10**

**ULUSLARARASI YATIRIM DEĞERLEMESİ**

**Bu bölümün sonunda;**

* **Net şimdiki değer (NPV) yatırım tekniğinin kullanımını ve sınırlılıklarını tartışabileceksiniz;**
* **Yabancı bir projenin NPV’sini hesaplayabileceksiniz.**
* **Yatırım kararını alırken bir şirketin hesaba kattığı diğer faktörleri tartışabileceksiniz;**

**Giriş**

Daha önce kurumsal finans çalışmış iseniz yatırım değerlemesi düşüncesi ile karşılaşmışsınızdır. Bu konuyu çalışmamış ve bir hatırlatma gereksinimi olan okuyucular için yatırım değerlemesinin net şimdiki değer tekniğini gözden geçirerek başlayacağız. Bunu yaptıktan sonra konuyu diğer ülkelerde yatırım değerlemesini üstlenen şirketlerin karşılaştığı özel güçlüklere doğru genişleteceğiz.

**Yatırım Değerlemesi**

Şirketlerin almak zorunda olduğu önemli kararlardan birisi yeni bir üretim tesisi edinmek, yeni ekipman ve makine satın almak gibi ***yatırım harcamaları (capital expenditure***) hakkındadır.

Yatırım harcamasının bazı özel nitelikleri ve sorunları vardır. Özellikle;

* Çoğunlukla büyük miktarlarda para ile ilgilidir ve karar işletmeyi yıllarca etkiler. Bu nedenle de potansiyel olarak firmanın gelecekteki başarısı için kritik bir karardır.
* Veriler muhtemelen gelecekteki çok sayıdaki yıla ilişkin tahminleri içerebilir. Uzak geleceği doğru bir biçimde tahmin etmek dillendirildiği gibi güçtür. Bu nedenle karar kaçınılmaz biçimde doğru olmayan veriler kullanılarak alınmak zorundadır.

Böylesi projeleri değerlendirmenin etkin yollarını bulmak için akademik dünya önemli çaba harcamakla birlikte ciddi sınırlamaları olmayan tek bir yöntem bulunamamıştır. İş insanları, iyi karar almak için gereksinme duydukları bilgiyi edinmeye uğraşmak için bir veya daha fazla teknik türünü kullanarak sorunu çözerler.

Muhasebe getiri oranı (accounting rate of return), iç getiri oranı (internal rate of return) ve geri ödeme dönemi (payback) gibi başka yöntemler olsa da ***net şimdiki değer (net present value)*** yöntemi üzerine odaklanacağız. Bunların her birinin avantajları ve sınırlılıkları bulunmaktadır.

**Net Şimdiki Değer**

Net şimdiki değer yöntemi nakit akımlarına uygulanan nakit akımlarını iskonto etme tekniğidir.

Nakit akımlarını iskonto etmek gelecekte elde edilecek nakdin bugün elde edilmiş olan nakitten daha az değerli olduğu düşüncesine dayanmaktadır.

|  |
| --- |
| **Faaliyet**  Size şimdi GBP1,000 veya 5 yıl sonra GBP1,000 teklif edilse idi hangisini tercih ederdiniz? Ve neden? Şimdi GBP1,000’a gereksinmeniz olmadığını da varsayalım. |

Destek (Feedback)

*İnsanların çoğunun beş yıl beklemek yerine GBP1,000’u şimdi almayı tercih edecekleri açıktır. Bu tercihin üç nedeni vardır:*

**1** *Enflasyon parayı bugün gelecekte olacağından daha değerli yapmaktadır. Enflasyon, örneğin BK hükümetin birkaç yıl hedefi % 2 olması gibi çok düşük olsa bile, paranın satın alma gücünde bir fark yaratır.*

**2** *GBP1,000’a bugün sahip olmuş olsa idiniz onunla bir şey yapabilirdiniz; en azından bir bankaya mevduat olarak yatırır ve biraz faiz kazanırdınız. Paranın daha iyi kullanımı olmadıkça faiz olarak nitelediğimiz paranın fırsat maliyetini paradan kazanmış olurdunuz.*

**3** *Beş yıl sonra parayı hiç alamama riskiniz de vardır.*

Şimdi farklı tarihlerde alınmış paranın farklı değerlere sahip olduğunu biliyoruz. EUR5’e USD7’yi ekleyip 12’yi elde etmemizde olduğu gibi farklı tarihlerde ortaya çıkan iki para miktarını sadece kıyaslayamayız. Bunları birlikte toplamadan önce iki para toplamını tek bir paraya dönüştürmemiz gerekir. Farklı tarihlerde alınmış paraları aynı tarihte alınmış veya ödenmiş para miktarına eşdeğer (equivalent) bir miktara dönüştürmemiz gerekir. Geleneksel olarak gelecekte alınacak bütün paraları bugün alınmış parayla eşdeğer miktara yani şimdiki değer olarak isimlendirdiğimiz değere dönüştürürüz. Bu nedenle birisi size şimdi GBP1,000 borç vermeyi veya iki yıl sonra GBP1,1000 vermeyi önerdiğinde iki yıl sonra alınacak GBP1,000’un bugünün terimleriyle eşdeğer değerini buluruz. Ondan sonra hangisini tercih edeceğimize karar vermek için iki miktarı kıyaslayabilirdik.

Bu sorunu çözmede yardımcı olması için ***bileşik faiz (compound interest)*** düşüncesini kullanacağız.

|  |
| --- |
| **Faaliyet**  Bankaya GBP1,000 yatırdığınızı ve bir yıl sonra % 9 oranından faiz kazandığınız varsayalım. İzleyen 5 yılda her yılın sonunda bankada kaç liranız olurdu? |

***Destek***

**Tablo 10.1** Her yıl sonunda paranın değeri

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | **Bankadaki miktar**  **(GBP)** | **Yıl Faizi**  **(GBP)** | **Yıl sonunda bankadaki miktar (GBP)** |
| Bugünün tarihi  1/1/X2 | 1,000.00 | 90.00 (1,000.00 x 0.09) | 1,090.00 |
| 1/1/X3 | 1,090.00 | 98.10 (1,090.00 x 0.09) | 1,188.10 |
| 1/1/X4 | 1,188.10 | 106.93 (1,188.10 x 0.09) | 1,295.03 |
| 1/1/X5 | 1,295.03 | 116.55 (1,295.03 x 0.09) | 1,411.58 |
| 1/1/X6 | 1,411.58 | 127.04 (1,411.58 x 0.09) | 1,538.62 |

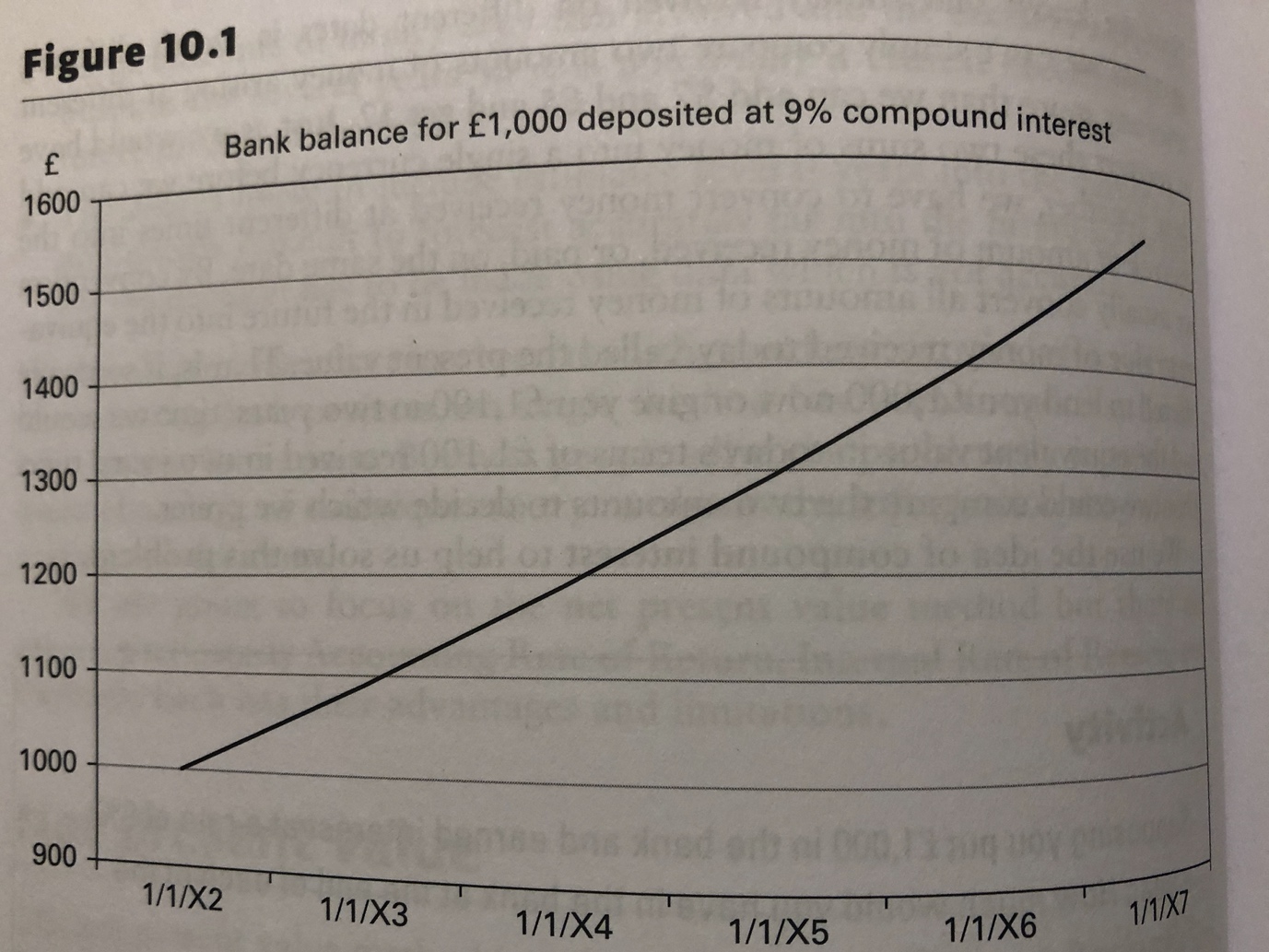
*Aynı örnek Şekil 10.1’de gösterilmiştir.*

*Bu nedenle iki yıl sonra alınacak olan GBP1,188.10 bugün alınacak GBP1,000 ile eşdeğer değere sahip olduğunu söyleyebiliriz.*

*Bu tekniği kullanmanın genel kabul edilmiş biçimi gelecekte elde edilecek bütün nakit akımlarını bugünün eşdeğer nakit akımları olarak yeniden belirlemektedir.*

*Bu nedenle dört yıl sonra alınacak olan GBP1,411.58’in bugün alınacak GBP1,000 ile eşdeğer değere sahip olduğunu söyleyebiliriz. Bir başka biçimde ifade eder isek bir kişi için bugün GBP1,000 almak ile 4 yıl sonra GBP1,411.58 almak arasında fark olmazdı.*

**Şekil 10.1**Her yılın sonunda paranın değeri

**

|  |
| --- |
| **Faaliyet**  Varsayalım ki size iki yıl sonra GBP120 veya bugün GBP100 teklif edildi. Faiz oranları %10’dur. Hangi seçeneği tercih ederdiniz? Gelecekteki nakit akımlarının değerini bugünün terimleriyle hesaplayınız.  İpucu: Yukarıdaki faaliyete bakınız. “1+faiz oranı” ile çarparak yıl sonunda bankada ne kadar paranız olacağını bulmaya çalıştık. Aynı süreci yineleyerek ikinci yılın sonunda ne kadar paranız olacağını da bulmaya çalıştık. (1+faiz oranı)² ile çarptığımızı söyleyebiliriz. Ama bu süreci tersine çevirmeniz gerekmektedir. Aslında kendinize, iki yıl sonra bankada GBP120 olması için bankaya bugün ne kadar para yatırmanız gerektiği sorusunu soruyorsunuzdur. Bunu (1+faiz oranı) ² ile bölerek bulabilirsiniz. |

Destek (Feedback)

*İki yıl sonra alınacak GBP120’un bugünkü değeri GBP99,17’dir [GBP120/*(1.1)²].

Bu nedenle, iki yıl sonra GBP120 almak yerine şimdi GBP100 almayı tercih ederdik.

|  |
| --- |
| **Şimdiki Değer**  Hesaplamış olduğunuz GBP99.17’yi gelecekteki nakit akımının şimdiki değeri olarak ifade ederiz. |

|  |
| --- |
| **Faaliyet**  Şu faaliyeti deneyin. Sonuncusuna benzemektedir. Size 4 yıl sonra GBP 1,420 veya bugün GBP1,000 teklif edilse idi hangisini seçerdiniz? |

***Destek***

*Bugünkü terimlerle ifade ettiğimizde GBP1,006 [GBP1,420//*(1.1)4 ] olduğundan *dört yıl sonraki GBP1,420’nin seçimi doğru cevap olurdu. GBP1,420’nin şimdiki değeri GBP1,006’nın GBP’dan daha büyük olduğunu görebiliriz. Birçok öğrenci, GBP6 farkını dört yıllık gecikmeyi telafi etmede yetersiz olduğunu düşündüğünden soruyu GBP1,000 olarak cevaplandırmaktadır. Bu bir hatadır. GBP1,411.58 parayı geç almanın tam bir telafisidir. İlave GBP8.58 (GBP1,420.00-GBp1,411.58) gerekli olan tam telafiye ek olarak alınmaktadır.*

***Yatırımlar Arasında Seçim Yapmak***

Birisi %9 getiriye sahip diğer ise %10 öneren iki banka hesabını değerlendirdiğimizi varsayalım. Paramızı hangisine yatırmayı tercih ederdik?

Daha fazla getiriyi daha az olan getiriye tercih edeceğimizi bildiğimizden başka her şey eşit olmak üzere %10 öneren hesabı seçmeye kolaylıkla karar verebiliriz. Hangisi daha yüksek NPV’ye sahip olacaktır? Bir anlık düşünme %10’dan yatırımın net şimdiki değerinin sadece % 9 kazanan bir yatırımdan daha yüksek olacağına sizi ikna edecektir. Emin değil iseniz deneyin ve görün.

Bu nedenle ikisi arasında karar almak için iki gerçek-dünya projesine sahip olduğumuzda ve iki projenin getirilerini bilmiyor isek en yüksek NPV’ye sahip olanı tercih ederek daha yüksek getiri sunanı seçebiliriz.

**Uygun İskonto Oranını Seçmek**

Şimdiye kadar cari faiz oranını kullanacağımızı varsaydık Uygulamada, şirketler kullanacakları faiz oranın ne olacağına karar vermek zorundadırlar. Bu çok ilginç bir problemdir. Yukarıdaki faaliyetlerde kullandığımız faiz oranlarını niçin seçtiğimiz hakkında düşünmeye başlayalım. Borçlanma veya parayı yatırma sorununun konusu olan faiz oranını kullandık. Bunun paranın fırsat maliyeti olduğunu, paranın en iyi kullanımı olduğunu daha önce söylemiştik. Bu nedenle aynı mantığı bir şirket için de kullanır isek şirketin para borçlanabileceği faiz oranını kullanmalıyız. Bir şirket terimi ile sermaye bulmak veya borçlanmak şeklinde olsun bir şirketin para bulmak için ödemek zorunda olduğu faiz oranı olarak düşünmek muhtemelen daha kolaydır.

Bu miktarı şirketin sermaye bulmak için ödemek zorunda olduğu ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (weighted average cost of capital) veya WACC olarak isimlendiririz.

Ancak burada bir başka konu vardır ve bu da projenin riskliliğine ilişkindir. Bölüm 1’de risk yükseldikçe gerekli getirinin de yükselmesi gerektiğini kabul etmiştik. Her projeyi şirketin WACC’si ile iskonto eder isek ve maliyetinden daha yüksek şimdiki değere sahip bir projeyi kabul eder isek bu kuralı kullanmayız.

|  |
| --- |
| **Faaliyet**  Bir şirketin belirlediğimiz risk ve getiriyi, yani daha riskli projenin daha yüksek getiri sunduğu ilişkiyi izlediği iki potansiyel proje ile karşılaşmış olduğunu varsayalım. Her ikisinin de pozitif NPV sunduğunu varsayar isek şirket hangi projeyi seçmiş olmalıdır? |

***Destek***

*Şirket, aynı zamanda daha riskli olsa da daha yüksek getiri verdiği için daha yüksek NPV’ye sahip olan projeyi seçmelidir.*

*Bu nedenle, bir şirket NPV Yöntemini kullanır ise her zaman daha az riskli projeler yerine daha riskli projeleri seçme eğiliminde olacaktır.*

*Bu sorunun bir çözümü, daha riskli projeler için daha yüksek iskonto oranını kullanmaktır. Ancak bu da bu kitabın kapsamı dışında kalan daha fazla güçlüklere neden olur. Buna bölümün sonunda yeniden döneceğiz.*

**İlgili Nakit Akımları**

Gelecekteki nakit akımlarının şimdiki değerini bulmak için nasıl “iskonto edildiğini” (discount) bildiğinizden şimdi bir proje için net şimdiki değer hesaplamalarımızda hangi nakit akımlarının içerilmesinin gerektiği konusunda biraz zaman harcamamız gerekmektedir.

Temel nokta, bir projenin üstlenilmesi veya üstlenilmemesi konusunda alınması gereken karar ile ilgili (relevant) olan nakit akımlarının dikkate almamız gerektiğidir. En kolayı, ilgili olmayan nakit akımlarını belirlemektir. Maliyet için alternatif kullanımı olmadığından amortisman gibi nakit akımı olmayan maliyetler dikkate alınmamalıdırlar.

Birincisi, henüz ödenmemiş olsa bile gerçekleşmiş olan herhangi bir maliyeti dikkate alamayız. Böylesi bir maliyet projenin başlaması ya da başlamaması ile ilgisiz olarak gerçekleşecektir.

İkincisi, nakit akımlarını ortaya çıktıkça dikkate almalıyız. Örneğin, proje yeni bir ekipmanın alınmasını gerektiriyor ise ekipmanın sipariş edildiği veya ulaştığı zaman yerine ekipman için ödeme yapıldığında maliyetlere dahil etmeliyiz.

Üçüncüsü, projenin üstlenilmesi ile ilgisi olarak veya olmaksızın ortaya çıkan bir nakit akımını dikkate almayabiliriz. Burada bir örneği değerlendirelim.

|  |
| --- |
| **Faaliyet**  Pottery Inc. yeni yemek takımı çeşitlerini üretmek amacıyla bir projeyi değerlendirmektedir. Şirket halen yıllık maliyeti USD50,000 olan bir tasarımcı kullanmaktadır. Eğer yeni proje de üstlenilir ise tasarımcı tam zamanlı olarak yeni projede çalışacak ve diğer projelerdeki işleri yapmak üzere yıllık USD30,000’ a mal olacak bir tasarımcı yardımcısı alınacaktır. Eğer proje üstlenilmez ise mevcut tasasımcı diğer projelerde çalışacak ve tasarımcı yardımcısı işe alınmayacaktır.  İlgili maliyet nedir? |

Destek (Feedback)

*USD50,000 kazanan tasasrımcı projede çalışacaktır ve projede çalışmayacak olan müstakbel tasarımcıya, eğer işe alınır ise, USD30,000 ödenecektir. İlk bakışta projede çalışacağı için kıdemli tasasrımcının maliyetinin içerilmesi gerektiği gibi görünmektedir. Ama bu bir hata olurdu.*

*Proje ister kabul edilsin ister ise edilmesin şirket tarafından tasasrımcıya USD50,000 ödeme yapılacaktır. Bu tasasrımcının maliyeti, proje kabul edilir ise değişmeyeceğinden ilgili maliyet olamaz.*

*Ancak tasasrımcı yardımcısı, proje kabul edilmez ise işe alınmayacaktır ve bu nedenle de onun aylık ve diğer maliyetleri gerçekte ilgili maliyetlerdir.*

**Son Bir Şey: Enflasyon nasıl ele alınır**

Farklı zaman noktalarındaki nakit akımlarının miktarının farklı değerlerde olmasının nedenlerinden birisin enflasyon olduğunu belirlemiştik. Asıl şimdi enflasyonu nasıl ele alacağımız tartışacağız.

Enflasyona gör düzeltilmiş nakit akımlarını kullanıyorsanız veya böyle bir şey yoksa ise önemli değildir ve bu tutarlılık sağlar. Bu, eğer bütün rakamları enflasyonu dikkate alacak şekilde düzeltir iseniz veya hiçbir rakamı enflasyona göre düzeltmez iseniz aynı karara varırsınız demektir. Uygulamada, enflasyona göre düzeltilmemiş nakit akımlarını kullanmak çok daha kolaydır ama bunu yaparsanız rakamların hiç birisinin herhangi bir şekilde enflasyona göre düzeltilmemiş olduğundan emin olmalısınız. Bunun anlamı sermaye maliyeti için nominal veya enflasyona göre-düzeltilmiş (inflation-adjusted) faiz oranları yerine reel faiz oranlarını kullanmanız gerektiğidir. Banka ve diğer kurumlar tarafından kote edilen faiz oranları enflasyon farkını içerdiğinden bu faiz oranlarını enflasyona göre düzeltmek için düşürmeniz gerekir. Bölüm 6’da bunu yapmıştık.

**Uluslararası Nakit Akımları**

Uluslararası bir sorunun net şimdiki değerini hesaplamaya teşebbüs ettiğimizde dikkate almamız gereken iki yeni mesele vardır. Birincisi, hangi nakit akımlarını iskonto edeceğimize karar vermektir. İkincisi, gelecekteki bir tarihte bir parayı bir başka para ile değiştirecek isek hangi kambiyo kurunu kullanmamız gerektiğine karar vermek.

Birinci mesele ile başlayabiliriz: hangi nakit akımlarını iskonto etmek isteyeceğimiz. Bunun cevabı, şirketler hakkındaki temel bir varsayımda yatmaktadır. Bütün şirketlerin pay sahibinin değerini maksimize etmeyi istediklerini varsayıyoruz. Şimdi hangi pay sahibinin servetini maksimize etmeye çalışacağımıza karar vermemiz gerekmektedir. Örneğin, bir yavru şirketin paylarının tümüne sahip olunmayabilir; bir yavru şirketin azınlık pay sahiplerinin servetini maksimize etmemiz gerekir mi? Cevap; bir bütün olarak grup, grubun pay sahiplerinin servetini maksimize etmek ile sorumludur.

Ana şirketin (parent company) pay sahiplerinin servetini maksimize etmekle ilgilendiğimizi bildiğimizden şimdi hangi nakit akımlarının ilgili nakit akımları olduğu konusunda düşünebiliriz.

|  |
| --- |
| **Faaliyet**  Minion Ltd. Big Fish Plc.’nin yavru şirketi olduğunu ve şirket yöneticilerinin Hindistan’da virtual reality uygulamalarını geliştirecek bir merkez yapma teklifini değerlendirdiklerini varsayalım. Merkezi yapmak GBP10 milyona mal olacağı ve 15 yıl boyunca her yıl GBP1 milyon pozitif nakit akımı yaratacağı düşünülmektedir. Ancak yerel kamu yönetimi tarafından konulmuş olan yerel bir sınırlama nedeniyle yavru şirketin BK’a geri gönderebileceği paranın en üst sınırı her yıl GBP500,000’dir. Projenin yapılabilirliğini değerlendirmek için kullanılacak ilgili nakit akımlarını belirleyiniz. |

Destek (Feedback)

*Big Fish’in pay sahiplerinin anahtar grup olduğunda mutabıkız. Şimdi hangi nakit akımlarının Big Fish pay sahipleri için ilgili olduğunu belirlemeliyiz. Minion yıl başına GBP1 milyon nakit yaratmakla birlikte BK’a bunun GBP500,000’luk kısmı gönderilebilir ve bu para kâr payı dağıtmak veya gelecekteki kârlar için yatırım yapmak için Big Fish için elde edilebilir olacaktır.*

*Ana şirketin elde edebileceği nakit akımları ile ilgilendiğimizden bu örnekte yıl başına GBP500,000 hesaplamaya dahil edilecektir. Kuşkusuz Minion fazla nakdi yeniden yatırabilir ve gelecekte daha fazla kâr yaratabilir. Ama bunlar ana şirkete verildiği zaman hesaplamaya dahil edilir.*

**Döviz Kurları**

Yerel (local) nakit akımlarını iskonto edeceğimiz ulusal (domestic) nakit akımlarına çevirmede kullanacağımız kambiyo kurunu belirlemek için, Bölüm 6’da ele aldığımız gibi, enflasyon tahmini ve satın alma gücü paritesi ilişkisini kullanacağız.

**Vergileme**

Şirket hem yerel hem de ulusal vergilerle ilgilenmek zorunda kalacaktır. Vergiler başka herhangi bir masraf gibidirler; nakit akımlarını belirlememiz ve daha sonra onları alındıkları veya vadeleri gelip ödendikleri tarihe göre iskonto etmemiz gerekir. Vergiler genellikle enflasyonu dikkate almazlar ve bu, enflasyon düzeltmesi yapmadan net şimdiki değerlerinin daha kolay hesaplanmasının önemli bir nedenidir.

**Genel Strateji**

1. Nihai olarak hangi nakit akımları ile ilgilendiğimiz belirleyerek işe başlamalıyız. Her zaman değil ama genellikle nakit akımları yavru değil ana şirkette ortaya çıkarlar. Bu, uygulamada, yavru şirkette doğan ilgili nakit akımlarını hesaplamanız gerektiği ve daha sonra da ana şirkete verilecek nakdi belirlemeniz gerektiği anlamına gelmektedir. Bunu gerçekleştirmek için satın alma gücü paritesini kullanarak yerel para ile ulusal para arasında uygun bir döviz kuru belirlemelisiniz.

1. Daha sonra ilgili olan her nakit akımını dikkate al. Örneğin, yavru şirket projenin bir parçası olarak ana şirkete yönetim ücreti ödüyor ise o zaman yavru şirketin hesaplarında vergilemede dikkate alınan bir masrafınız ve ana şirketin hesaplarında da ilgili ve muhtemelen an ülkede vergiye tabi olan bir tahsilatınız olacaktır.
2. Şimdi eğer gerekli ise riske göre düzeltilmiş olan ana şirketin WAAC’si ile nakit akımlarını iskonto ediniz.

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| ***Örnek***  Sunday Plc yapılabilirlik çalışmasına GBP1 milyon harcanmış olan bir yatırımı para birimi “bars” olan Mars’da yapmayı değerlendirmektedir.  Yatırım maliyetleri her ikisi de yatırım harcaması olan hemen yapılacak GBP500m ve gelecek yıl yapılacak GBP200m’dur.  Çalışma (İşletme) sermayesi için hemen GBP50m harcanacaktır. Harcama yapılacağı zaman yatırım maliyetlerini ve başlangıç işletme sermayesini karşılamak için yeterli parayı Sunday BK’dan Mars’a yatıracaktır.  Sunday reel terimlerle her yıl 50m Mars bars kâr beklemektedir.  Mars’daki vergi yıl başına %10’dur ve yatırım harcamalarına her yıl düz oranlı olarak %10 vergi istisnası verilmektedir.  Cari kur GBP10=1bars’dır.  Beklenen enflasyon oranı BK’da %3 ve Mars’da ise %7’dir.  BK’da vergi %25’dir.  Sunday’in sermaye maliyeti %8’dir ve Sunday projeye ilave %5 risk uygulamaktadır.  Proje 10 yıl sonra sona erecektir.  ***İstenen***  Projenin NPV’sini bulun.  ***Çözüm***  Aşağıdaki varsayımları yapacağız:  Nakit akımları bugünkü değer, yani nominal değer yerine reel değerleri ile ifade edilmişlerdir. Daha kolay olduğu için enflasyona göre-düzeltilmiş rakamlar ile çalışacağımızdan rakamları enflasyona göre düzeltmek zorundayız.  Verilmiş olan iskonto oranı enflasyona göre düzeltilmiştir.  Gelecekteki dövizkurlarını tahmin için satın alma gücü paritesini kullanarak başlayalım.  Cari kambiyo kuru GBP10=1 bar veya GBP1=0,1 bar’dır. Enflasyon BK’da % 3; Mars’da ise %7’dir.  Döviz kuru Yıl 1’de “(0.1 x 1.079)/(1.03) = 0.104” veya GBP=0.104 bars olacaktır***. “Cari döviz kuru x (1+ana ülke enflasyonu) / 1+yerel enflasyon)”*** formülünü hatırlayabilirsiniz veya daha yüksek enflasyona sahip olan paranın devalüe olmasının beklendiğini hatırlayarak formülü çıkarabilirsiniz. Şimdi Yıl 2 kurunu tahmin edebilir misiniz? Yıl 1 için tahmin edilmiş olan kuru kullan ve satın alma gücü paritesini yeniden uygula. Çalışma 1 bütün yıllar için tahmin edilen döviz kurlarını göstermektedir.  **Tablo 10.2** Çalışma 1 Döviz Kurları   |  |  | | --- | --- | | **Yıl** | **GBP1:Bar** | | 0 | 0.100 | | 1 | 0.104 | | 2 | 0.108 | | 3 | 0.112 | | 4 | 0.116 | | 5 | 0.121 | | 6 | 0.126 | | 7 | 0.131 | | 8 | 0.136 | | 9 | 0.141 | | 10 | 0.146 | | 11 | 0.152 |   Şimdi yavru şirkette doğan bütün nakit akımlarını belirlememiz gerekmektedir. GBP1 milyon yapılabilirlik çalışması batık maliyettir ve bu nedenle onu dikkate almayabiliriz.  Yatırım kalemleri ve başlangıç çalışma sermayesine yapılan yatırıma bakalım. Hemen katlanılan maliyetleri verili değerleri ile dikkate alırız. Ancak gelecek yıl yapılacak yatırım harcamalarını enflasyona göre düzeltmeliyiz ve bu nedenle de enflasyona göre düzeltilmiş GBP200 milyonu hesaba katmalıyız. Ana ülkedeki (home country) mi yoksa yerel (local) ülkedeki enflasyon oranının mı kullanılması gerektiği konusunda bazı belirsizlikler vardır. Harcama Mars’da yapıldığı için %7’yi kullanacağız. Hangisini kullanacağınız açıkça açık bir biçimde verildiğinde ana ülke oranını kullanmak yanlış olmayacaktır. Bu, akademik soruların gerçek dünyada ortaya çıkan durumlardan daha güç olabileceğinin bir yoludur.  **Tablo 10.3** Çalışma 2   |  |  |  | | --- | --- | --- | | **Yıl** | **Sermaye Harcaması**  **Mars Bars**  **Milyon** | **Çalışma sermayesi**  **Mars**  **Bars milyon** | | 0 | 50 | 5 | | 1 | 22.231 |  |     Yıl 2’de yapılan yatırım harcaması Mars’daki enflasyonu ve harcamanın yapıldığı tarihte beklenen döviz kurunu yansıtacak şekilde düzeltilmiştir. Bu “GBP200 milyon x 0.1038 x 1.07 = 22.23107” Mars bars’dır.  ***Çalışma Sermayesi***  ***Çalışma sermayesi (working capital)*** için yapılan başlangıç yatırımını dikkate aldık ama enflasyon çalışma sermayesine yapılan nominal yatırımın her yıl artması anlamını taşımaktadır. Bu açık değil ise o zaman her yıl %7 enflasyon tabi olan araba showroom zincirinde otomobil satan bir işletmeyi ele alalım. Varsayalım ki, yılın başlangıcında showroomdaki olanlar ile tamamen aynı tür ve miktarda arabaya sahip ise bunların maliyeti ne olacaktır? Cevap GBP53.5 milyon (GBP50 milyon x 1.07) olacaktır. Aynı hesaplamanın her yıl yapılması gerekecektir ve sabit enflasyon nedeniyle gereken yeni yatırım birbirini izleyen her yıl biraz daha yüksek olacaktır. İşletme sahibi emekli olmaya ve işyerini kapatmaya karar verir ise çalışma sermayesine ne olacaktır? İşletmenin son yılında bütün arabaları satar ve bunların yerine yeni stok koymaz. Bu ona GBP50 milyonun şimdiki değerine eşdeğer bir ilave nakit sağlayacaktır.    Sunday örneğinde projenin ömrünün sonunda şirket çalışma sermayesini, stoklar, alacaklar ve nakitten borçları düşerek nakde dönecektir ve kalanı ana şirkete gönderecektir.  Çalışma 3, çalışma sermayesinde gereğinde her yıl ortaya çıkan artışları ve projenin ömrünün sonunda b u artışların geri dönüşünü göstermektedir. Başlangıçtaki GBP50 milyon Yıl10’da ilave nakit akımı olarak serbest kalacaktır.    **Tablo 10.4** Çalışma 3   |  |  | | --- | --- | | **Yıl** | **Çalışma sermayesi**  **Mars Bars**  **m.** | | 0 | -5.00 | | 1 | -0.35 | | 2 | -0.37 | | 3 | -0.40 | | 4 | -0.43 | | 5 | -0.46 | | 6 | -0.49 | | 7 | -0.53 | | 8 | -0.56 | | 9 | -0.60 | | 10 | 9.19 |   Sonraki hesaplama için ödenecek vergiyi hesaplamak için nakit yerine kâr ile ilgileneceğiz. Nihai hesaplamalarımızda kârları değil sadece nakit akımlarını dahil edeceğiz. Uygulamada, bu ve diğer birçok durumda kârlar ve nakit akımları arasındaki büyük fark amortismanlardır.  ***Çalışma 4***  Nominal kârları hesaplamak için reel kârları artırarak başlayacağız. Kârlar amortisman öncesi ifade edildiğinden vergilenebilir kârı elde edebilmek için her yıl %10 düz orandaki amortismanı düşmemiz gerekir.  Vergilenebilir kâr rakamını elde edince, vergilenebilir kârın %10’u olan Mars vergilerini hesaplayabiliriz. Kârlar enflasyon nedeniyle her yıl yukarıya giderken amortisman başlangıçtaki miktarda sabitlenmiş olup enflasyon ile birlikte değişmez. Son olarak, kâr/nakit akımından Mars’da ödenecek vergileri düşerek nakit akımını bulabiliriz.  Yıl 1’de reel terimlerle kâr 50 m bars olup nominal terimlerle 53.5 milyon (50m x 1.07) bars’dır.  Amortismanlar Yıl 1’de 5m bars (50m/10) ve Yıl 2’de 7.22 m ((50m+20m) x 1.07/10) bars’dır.  Yıl 1’de Mars’da ödenen vergi 4.85m ((53.5-5) x %10) bars’dır.  Vergi sonrası nakit akımı “nominal kâr-vergi”dir.  Amortismanın nakit akımı olmadığını hatırlar isek onu nakit akımı hesaplamalarımızda dikkate almamız gerekmez. Mars’da ödenecek vergiyi hesaplamalıyız.  **Tablo 10.5** Çalışma 4   |  |  |  |  |  | | --- | --- | --- | --- | --- | | **Yıl** | **Nominal Kâr**  **m. bars** | **Amortisman**  **m. bars** | **Mars Vergileri**  **m. bars** | **Vergi sonrası nakit akımları**  **m. bars** | | 1 | 53.5 | 5.00 | 4.85 | 48.65 | | 2 | 57.245 | 7.22 | 5.00 | 52.24 | | 3 | 61.25215 | 7.22 | 5.40 | 55.85 | | 4 | 65.5398005 | 7.22 | 5.83 | 59.71 | | 5 | 70.12758654 | 7.22 | 6.29 | 63.84 | | 6 | 75.03651759 | 7.22 | 6.78 | 68.26 | | 7 | 80.28907382 | 7.22 | 7.31 | 72.98 | | 8 | 85.90930899 | 7.22 | 7.87 | 78.04 | | 9 | 91.92296062 | 7.22 | 8.47 | 83.45 | | 10 | 98.35756786 | 7.22 | 9.11 | 89.24 | | 11 | - | 2.22 | -0.22 | 0.22 |   Şimdi, Çalışma 1’de hesapladığımız kurlardan bars’ı Pound’a çevirerek BK’a yapılacak nakit akımı transferlerini hesaplayabiliriz.  ***İskonto Oranı***  Şirketin %8 sermaye maliyeti artı %5 risk priminden toplamı olan %13 iskonto oranına eşit bir iskonto oranını kullanmak istediğini söylemiştik. Bu enflasyonu da içerdiğinden başkaca bir düzeltme yapmamıza gerek yoktur.  Nakit akımlarının net şimdiki değerini belirlemek için %13 iskonto oranı ile iskonto ederek BK’da ortaya çıkacak nakit akımları ile ilgilenebiliriz.  BK nakit akımları BK’da ödenecek %25 oranındaki vergi ile birlikte Mars’dan gönderilen ve transfer edilen nakit akımlarıdır.    **Tablo 10.5** Çalışma 5   |  |  |  |  |  |  |  | | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | | **Yıl** | **Vergi sonrası nakit akımı** | **Yatırım nakit akımları** | **Çalışma sermayesi** | **Net Nakit akımı** | **Kambiyo Kuru** | **BK’a gönderilmiş**  **GBP m** | | 0 |  | -50 | -5.00 | -55.00 | 0.1 | -5.50 | | 1 | 48.65 | -22.2310 | -0.35 | 26.07 | 0.103883495 | 2.71 | | 2 | 52.24 |  | -0.37 | 51.87 | 0.107917806 | 5.60 | | 3 | 55.85 |  | -0.40 | 55.45 | 0.112108788 | 6.22 | | 4 | 59.71 |  | -0.43 | 59.28 | 0.116462528 | 6.90 | | 5 | 63.84 |  | -0.46 | 63.38 | 0.120985344 | 7.67 | | 6 | 68.26 |  | -0.49 | 67.76 | 0.125683804 | 8.52 | | 7 | 72.98 |  | -0.53 | 72.46 | 0.130564729 | 9.46 | | 8 | 78.04 |  | -0.56 | 77.48 | 0.135635204 | 10.51 | | 9 | 83.45 |  | -0.60 | 82.85 | 0.140902590 | 11.67 | | 10 | 89.24 |  | 9.19 | 98.44 | 0.146374535 | 14.41 | | 11 | 0.22 |  | - | 0.22 | 0.152058983 | 0.03 |   Net şimdiki değer pozitif olduğundan yöntemin projenin üstlenilebilir olduğunu kabul ettiğini söyleyebiliriz. |

***Net Şimdiki Değer Metodolojisinin Sınırlılıkları***

Projeleri değerlendirmede bu yöntemin kullanımına ilişkin bazı çekinceler olmasının birçok nedeni vardır. Özellikle;

* Riski güvenilir bir biçimde ele almamaktadır.
* Çok doğru görünürken rakamların çoğunluğu gerçekte tahminlerdir ve yöntem iyi tahmine dayanmaktadır.

***Brealey-Myers’in*** “***Bir proje bir Black Box değildir***” deyişleri ünlüdür (Brealey-Myers, 2003).[[52]](#footnote-52) Uygulamada, yöneticiler sadece projeleri kabul edip ondan sonra da herhangi bir girdi olmaksızın projeyi yürümeye bırakmazlar. İyi performans göstermeyen projeler yönetim tarafından gözden geçirilir ve performasın ışığı altında adımlar atılır. Bu, insanlara ve varlıklara yatırım yapma konusundan projenin erken sonlanmasından pazarlama gibi artan harcamalara kadar değişebilir. Net şimdiki değer yöntemi bu faaliyetleri dikkate almaz.

Projeleri değerlendirmekte ve muhtemelen finansal olarak başarılı olmayacağı görülenlerin reddedilmesinde değer olsa da şirketlerin stratejik konuları da dikkate alacaklarını kabul etmeliyiz. Örneğin bir araba üreticisi ilk kez Formula Bir yarış şampiyonasına girmeye karar verebilir. Böylesi bir kararın net şimdiki değerini hesaplamışlar ise ilk yıl bir arabanın başarılı olması olası değildir ve bu nedenle NPV büyük bir olasılıkla negatif olacaktır. Ama ilk yılın sonunda şirketin şampiyonadan çekilmek veya bir ikincil yıl daha parçası olmak gibi ***gerçek opsiyon (real option)*** olarak nitelenen bir seçeneği olacaktır. Gerçek bir opsiyona sahip olmanın şirket için değeri vardır ve seçim ne kadar belirsiz ise opsiyonun da o kadar daha büyük değeri olacaktır. Bu örnekte Yıl 1’de ortaya çıkan bu opsiyonun değeri pozitif bir nakit akımı olarak hesaba katıldığında NPV pozitife dönüşebilir.

Brealey ve Myers (2003) kurumsal finansman kitaplarında uçaklarla ilgili olarak gerçek opsiyonun önemli bir örneğini vermektedirler. Bir taşıma şirketi tek bir büyük uçak mı yoksa iki tane daha küçük uçak mı almalıdır? İki daha küçük uçağı alırlar ise her iki uçak da pilot gerektirmesi ile vd. nedenlerle uçakların işletme maliyetleri daha yüksek olacaktır. Ancak iki daha küçük uçağı alırsalar daha fazla opsiyonları olacaktır; örneğin yıl sonunda tahmin ettiklerinden daha az koltuk satmışlar ise uçaklardan birisini satabilirler. Bu opsiyonun değerinin hesaba katılması iki uçağı almayı daha çekici bir seçenek haline getirebilir.

Başarılı bir MNC’nin bugün aldığı kararların yarattığı gerçek opsiyonları belirleme ve değerlendirme, böylece de daha iyi karar alma yeteneği vardır.

**Özet**

Yatırım değerlemesi bir finans departmanının temel faaliyetidir. Bu bölümde, yatırım değerlemesinde en yayğın kullanılan yöntem olan net şimdiki değer yöntemi üzerine odaklandık. Önce, yerel bir ülkede bir projenin net şimdiki değerini hesaplama yöntemini gösterdik. İlk adım yerel nakit akımlarını tespit etmek ve daha sonra ana ülkeye yapılacak nakit akımlarını belirlemektir. Daha sonra ana ülkedeki net nakit akımları çıkarılır ve bu nakit akımları iskonto edilir.

Son olarak yöntemin önemli sınırlılıklarını tartıştık.

**Sorular**

**Soru 1**

Kenya’da enflasyon %10 iken Tanzanya’da % %5’dir. Spot kur 1 KES Şiling’i = 21.6 TZS Şilingi’dir. Satın alma gücü paritesini kullanarak önümüzdeki 6 ayıl boyunca her yıl için iki para arasındaki döviz kurunu tahmin ediniz.

**Soru 2**

AB’inden ayrılmayı oyladıktan sonra poundun değeri düştü ve hükümet kurumlar vergisi oranında bir indirimden söz etti. Bu değişmeler BK’yi yatırım yapmak için daha mı az yoksa daha fazla mı çekici yapar?

**Soru 3**

Local Inc. yabancı para üzerinden 10 yıl ömrü olan tek bir projeyi gerçekleştirmek istemektedir. Local projenin net şimdiki değerini hesaplamış olup proje pozitif bir net şimdiki değer verecektir.

Distant Plc. başka bir ülkede bulunan bir şirkettir ve Local Inc.’i satın almayı ve söz konusu projeyi de devralmayı değerlendirmektedir . Eğer projenin nakit akımlarının hiç birisi değişmese bile Distant’ın proje için net şimdiki değer hesaplaması yapması gerekli midir?

**11**

**YABANCI İŞLETMELERE DOĞRUDAN YATIRIM**

**Bu bölümün sonunda;**

* **Doğrudan yabancı sermayeyi açıklayan teorileri tartışabileceksiniz;**
* **Şirketlerin nasıl çok uluslu olduklarını açıklayabileceksiniz.**
* **21. Yüzyıldaki MNC’leri tanımlayabileceksiniz.**

**Giriş**

Bu bölümde, çok uluslu şirketlerin yaratılmasının arkasındaki teoriyi tartışacağız. Daha sonra, şirketlerin çok uluslu olmalarının nedenlerini araştıracağız ve sonunda onların çok uluslu olmalarına olanak sağlayan süreci inceleyeceğiz. Çok uluslu bir şirket, genellikle ana ülkede (home country) faaliyette bulunan bir hakim şirket (parent company) tarafından kontrol edilen birden fazla ülkede tesisleri ve varlıkları olan bir şirket olarak tanımlanmaktadır. Uygulamada, çok uluslu şirketler büyük olma ve küresel operasyonlarını kontrol eden bir ana şirkete sahip olma eğilimindedirler. Kitabın yazımı sırasında önemli politik ve ekonomik değişmeler meydana geliyordu ve yerli şirketler gibi çok uluslu şirketler de bu değişmelere kolayla uyum sağlayacaklardır. Gerçek çok uluslu bir şirket uyumunu planlarken bir ülkede veya dünyanın bir bölgesinde meydana gelen değişikliklere odaklanmaktan çok küresel faktörleri dikkate alacaktır. Bugün uygulamada ABD ve Avrupa’daki büyük şirketlerin çoğunluğu çok uluslulardır.

Haziran 2016’da Brexit oylamasından sonra pound düşerken FTSE-100’ün yükseldiğini fark etmiş olmalısınız. FTSE-100’de çok sayıda MNC’nin yer alması olanı açıklamaktadır.

MNC’ler önemli ölçüde dolar geliri yaratırlar ve daha sonra kârlarını hesaplamak için bu gelirleri ana ülke parasına (pound sterling) dönüştürürler. Ana ülke parası (Pound) düştükçe dolar ve diğer yabancı paralar daha önce aldıklarından daha fazla ana ülke parası (pound) alarak kazanç sağlarlar. Bu nedenle ana ülke parasının (pound) düşen değeri, ana ülkedeki (BK) kârlarını artırarak şirketlerin değerinde yükselmeye neden olur.

Çok uluslu şirketler ulusüstü (transnational), uluslararası (international) veya devletsiz (stateless) şirketler olarak da isimlendirilmektedirler. Belki de son terim bu şirketlerin herhangi bir ülkeden ve onun hükümetinden gerçekten bağımsız olabileceğini ifade etmektedir.

2016’da Forbesin dünyanın en büyük şirketleri listesinde dört Çin Bankası ve üç ABD yatırım kuruluşunun dünyanın en büyük yedi şirketini oluşturmuşlardır. [[53]](#footnote-53)10 şirketin içinde yer alan diğerleri Apple, Exxon Mobil ve Toyota idi. En büyük Avrupa şirketi bir BK bankası olan HSBC 14. Sırada idi ve onu izleyen Alman şirketleri Allianz ve Wolkswagen sırasıyla 21. ve 22. sıradaydılar. Şimdi buradan hem ne kadar çok sayıda çok büyük bankanın olduğunu hem de bazı bankaların “batmayacak kadar büyük” (too big to fail) olmakla eleştirildiği küresel finansal krizin ardından neden bankaların ilgi alanı olduğunu belki görebiliriz.

**Doğrudan Yabacı Sermaye Yatırım (FDI) Hakkındaki Teoriler**

FDI, ana ülkenizin dışındaki bir ülkede gayrımenkul ve ekipman gibi reel varlıklara yatırım yapma uygulamasına yollama yapmaktadır.

Aşağıdaki konuları dikkate almalıyız:

* Şirketler neden bir başka ülkeye doğrudan yatırım yaparlar?
* Uluslararası şirketler gittikleri ev sahibi ülkede (host country) yerel şirketler ile nasıl rekabet ederler?
* Şirketler ihracat yapmak veya ürünlerinin lisansını vermek yerine neden doğrudan yatırım yapmayı seçerler?

|  |
| --- |
| **Faaliyet**  Ülkenizi kullanarak, yerel bir şirketin pazara girmek isteyen bir MNC ile rekabetinin avantaj ve dezavantajlarını kıyaslayın ve aradaki farkları gösterin. İçsel ve dışsal faktörler hakkında düşünmeli ve ülkenizin politik, ekonomik, yasal ve kültürel özelliklerini de dikkate almalısınız. |

Destek (Feedback)

*İlk bakışta MNC’lerin rekabet etmeleri gereken yerel şirketlere karşı önemli bir dezavantaj içinde oldukları görülebilir. Yerel şirketler, faaliyette bulundukları pazarı anlama konusunda daha iyi olacaklardır. Pazara gelen bir MNC, yerel pazarın özelliklerini anlamanın yanı sıra ülkenin yasal ortamı, bankacılık sektörü ve iş yapma kültüründe de deneyim kazanmaya gereksinim duyacaktır.*

*İlave olarak, yerel şirket yatırımcılar, tedarikçiler, müşteriler, çalışanlar ve potansiyel çalışanlar tarafından iyi bilinen ve güvenilen bir şirket olabilir.*

*MNC, artan maliyetlere yol açan ve yeni bir yavru şirkete ne kadar otonomi vermek gerektiğini belirlemek gibi ilave zaman, dikkat ve kontrol gerektiren uzun komuta zinciri sorunu ile de uğraşacaktır. MNC ayrıca ilave iletişim, yönetim, ulaştırma maliyetleri de yüklenecektir.*

*Ama bir MNC, tamamen yerli olan bir firmaya karşı önemli avantajlara sahiptir. Yeni pazara nüfuz etmesine yardımcı olacak değerli markalara sahip olabilir ve özellikle araştırma ve geliştirme olmak üzere ölçek ekonomilerinden yararlanması olasıdır.*

*Bu kadar açık olmayan başka avantajlar da vardır. Örneğin, bir MNC vergi farklarının avantajlarından yararlanmak amacıyla kârlarının daha düşük oranlarda vergilenmesi için kârlarının düşük-vergi olan ülkelerde elde edilmesini sağlayabilirler.*

*İlaveten eğer bir yerli şirket resesyonda olan bir ülkede yerleşik ise şirket kendini koruyacak adımları atabilir ve daha iyi zamanlar için bekleyebilir. Ama bir MNC faaliyeti farklı bir ülkeye nakletmek gibi birçok seçeneğe sahiptir.*

**Ekonomik FDI Teorileri[[54]](#footnote-54)**

***Pazar Aksaklığı Teorisi***

Pazar aksaklıkları, pazarlar arasında yararlanılacak fırsatlar doğuran farklılıkları ifade etmektedir. İrlanda’da yavru şirketi olan BK’daki bir MNC’yi ele alalım. Kurumlar vergisi oranı İrlanda’da sadece %12.5 iken BK’da %20’dir. BK’daki ana şirket mallarını halka sattığı maliyetler ile İrlandalı yavru şirkete satar ise faaliyetten sağlanan bütün kârlar İrlanda’da yaratılmış olacak ve böylece daha düşük vergi oranı olan %12.5 ile vergilenecektir. Eğer BK’daki ana şirket, maliyetin üzerine eklenecek bir kâr unsuru ile malları İrlandalı yavru şirkete satar ise kârın bir kısmı BK’da gerçekleştirilir ve bu daha fazla vergi ödenmesine neden olarak %20 ile vergilendirilir. Bu Pazar aksaklığının açık ve basit bir örneğidir. Zorluk, hükümetler ve vatandaşların böylesi faaliyetleri uygun görmemesi ve McDonald’s ve Starbucks gibi şirketlerin yasal vergiden kaçınma politikalarının kamuoyu nezdinde önemli ölçüde kötü bir şöhrete neden olmasıdır.

Aşağıdakiler gibi başka pazar aksaklıkları da vardır;

* Bedelsiz ve çabuk sağlanmayan bilgi, tüketicilerin eşdeğer ürünlere sahip olan küçük işletmeler yerine pazar liderlerinden satın alımlarına neden olur.
* Ürün farklılaştırmaları. Çoğu kez satışlarını artırmak amacıyla ürün farklılaşmalarını yaratmak ve korumak için markalaşmayı kullanan şirketler tarafından bu farklar istismar edilmiştir.
* Pazardaki güçlerini artırmada bazı şirketler daha iyi pazarlama becerilerine sahiptir. Bunun iyi bir örneği, Frozen gibi filmler ile ticari bir ilişki yaratabilen ve bir film ile bağlantısı olmayan benzeri ürünlerin üzerine önemli bir fiyat primi uygulama becerisine sahip olan Disney’dir.
* Marka ve patente sahip olan firmalar daha fazla mal ve hizmet satmak için bunları kullanarak finansal yarar sağlayabilirler. Her ikisi de kendi avantajını korumaya çalışan Apple ve Samsung arasındaki yasal mücadeleyi görmüştük.
* Bazı piyasalar diğerlerine kıyasla sermayeye daha kolay ulaşım sağlarlar. Almanya ve diğer Avrupa ülkelerine yönelik bir eleştiri sermaye bulmanın ABD’nden daha zor olmasıdır. Kesin olarak ABD’nde Avrupa’dakinden daha fazla girişim sermayesi ihraç edilmiştir ve bu nedenle gelecekteki yatırımı için sermayeyi bir ABD şirketi Avrupalı rakibine kıyasla muhtemelen daha kolay ve da ucuza bulacaktır.

Pazar aksaklığı teorisi, bu avantajların uluslararası faaliyete bulunmanın yerli firmalara kıyasla yarattığı ilave maliyetlerini karşılamada MNC’lere yardımcı olacağını ileriye sürmektedir.

***Ürün Yaşam Döngüsü Teorisi***

Ürün Yaşam Döngüsü Teorisi, bir ürünün yaşam döngüsünde beş aşama olduğunu ileriye sürmektedir:[[55]](#footnote-55)

* Sunulma (introduction)
* Büyüme (growth)
* Olgunlaşma (maturity)
* Doygunluk (saturation)
* Düşüş (decline)

Ürün yaşam döngüsü teorisi, bir ürünün yaşam döngüsünde başlangıcında bütün parçaların ve emeğin onun keşfedildiği alandan gelen ürün ile birleştiğini ileriye sürmektedir. Ürün benimsendikten ve dünya pazarlarında kullanıldıktan sonra üretim yavaş yavaş ortaya çıktığı noktadan uzaklaşır. Bazı durumlarda, ürün keşfedildiği ülke tarafından ithal edilen bir kalem haline gelir.

Bunun yaygın biçimde kullanılan bir örneği, kişisel bilgisayarın ABD bakımından keşfi, büyümesi ve üretimidir. Yeni ürün aşamasında ürün ABD’inde üretilir ve tüketilir; ihracat yoktur. Ürünün eskimesi aşamasında ise yığın-üretimi (mass-production) teknikleri geliştirilir ve dış talep (gelişmiş ülkelerde) genişler; ABD şimdi ürünü diğer gelişmiş ülkelere ihraç eder. Standartlaşmış üretim aşamasında üretim gelişen ülkelere kayar ve ondan sonra ürün gelişmiş ülkelere ihraç edilir.

Model dinamik kıyaslamalı üstünlükleri göstermektedir. Bu çok önemli bir noktadır. Adam Smith gibi küreselleşme konusundaki erken düşünürler her ülkenin, örneğin balıkçılık veya tarım gibi, kendi güçlü tarafları olduğuna ve her ülkenin neyi daha iyi yapıyor ise onu yapmasına ve üretiminde o kadar iyi olmadıkları malları elde etmek için de diğer ülkelerle ticaret yapmalarına inanmışlardır. Modern düşünce, kıyaslamalı üstünlüğün dinamik olduğunu ve örneğin işgücü daha nitelikli oldukça veya ülke altyapısını iyileştirdikçe diğer ülkelerle kıyaslanan mukayeseli üstünlüklerinin değişebileceğini kabul etmektedir. Petrol fiyatları ve petrol talebi gibi makroekonomideki değişmeler mukayeseli üstünlüklerde de değişime yol açabilir.

***Seçim Teorisi***

Bölüm 1’de açıkladığım ***John Dunning***’in seçim teorisi (Dunning, 1980) kıyaslamalı üstünlüğün üç unsurunu birleştirir: yerleşim yeri avantajı, sahiplik avantajı ve uluslararasılaşma avantajı. ***Dunning,*** bu üç koşul karşılandığında FDI’nin gerçekleşeceğini ileriye sürmektedir.

Birincisi, firma, kendi pazarlarında yabancı firmalar ile rekabetteki dezavantajlarının üstesinden gelecek özel bazı mukayeseli üstünlüğe sahip olmalıdır. Bu sahiplik avantajı olarak isimlendirilir ve Disney ve Apple’da olduğu gibi bir marka olabilir.

İkincisi, bir ticareti faaliyeti ülke içindeki bir yerde yapmak yerine yabancı bir yerde yapmak daha kârlı olmalıdır. Bu yerleşim yeri avantajı olarak ifade edilmektedir. Bir örnek, işin üretimini Çin gibi düşük-ücretli bir ekonomiye kaydırmaktır.

Üçüncüsü, firma hizmeti sağlamak için bağımsız bir yerel firmayı kullanmak yerine yabancı ülkedeki işi kontrolden yarar sağlamalıdır. Bu uluslararasılaşma avantajı olarak isimlendirilir. Bunun bir örneği, maliyetleri azaltmaya yardımcı olacak olan üstün bir stok yönetim sistemi olabilir. Kontrol konusunu bu bölümde daha sonra tartışacağız.

***Uluslararası Portföy Çeşitlendirme Teorisi***

Bölüm 1’de risk ve getiri arasındaki ilişkiyi araştırmış ve riskin sistematik risk ve spesifik risk şeklinde iki unsura ayrılabileceğini ileriye süren sermaye varlık fiyatlama modelini ele almıştık. Spesifik risk sadece tek bir firmayı etkileyen risktir. Sorunların örneği Samsung’un patlayan telefonlara ve WV’nin emisyon ile ilgili sorunlara sahip olmalarıdır. [[56]](#footnote-56) Birçoğunu düşünebileceğinizden eminim.

Sistematik riskler, aynı ölçüde olmasa da her işletmeyi etkileyen risklerdir. Bu nedenle her işletme, petrol fiyatlarındaki değişmeden etkilenecektir; örneğin ulaştırma firması gibi, yakıt maliyetleri maliyetlerinin büyük kısmını oluşturan firmalar önemli ölçüde etkilenirken app yazılımı yapan bir firma bundan çok etkilenmeyecektir.

Yerel bir firmayı etkileyen sistematik riskler arasında şunlar vardır:

* Ana ülkedeki resesyon;
* Ana ülkedeki vergi oranlarında, kambiyo kurlarında veya faiz oranlarındaki değişmeler;
* Ana ülkede grevler dahil sosyal olaylar

Aynı risklerin etkileri MNC’ler için yerli firmalardan farklıdır.

|  |
| --- |
| **Örnek**  Bir ülkede, Eurostan’da, hükümetin faiz oranlarını artırdığını ve bunun paranın değerlenmesine yol açtığını varsayalım.  Böylesi bir değerlenmenin üç şirket üzerindeki etkisini araştıralım.  A Şirketi Eurostan’da büyük bir yerel (domestic) şirkettir.  B Şirketi ana şirketi Eurostan’da olan bir MNC’dir. Şirketin üretim ve satışlarının yaklaşık %50’si diğer ülkelerdedir.  C Şirketi bir başka ülkede yerleşik olan MNC’dir. Şirket C’nin, Eurostan’da üretim ve satış yapan büyük bir yavru şirketi vardır.  A şirketi, üretimi için gereksinme duyduğu ithalatı ucuza yapacaktır ama daha önemlisi, örneğin C şirketinden ülkeye ithal edilen rakip malları da müşteriler daha ucuza alacaktır; bu nedenle muhtemelen artan rekabet nedeniyle Şirket A’nın satışları düşecektir. Şirket A’nın artan rekabetten kendisini korumak için yapabileceği şey çok azdır.  Şirket B’nin, yurtiçinde üretilen mallarla rekabet eden daha ucuza ithal edilmiş olan mallarla aynı sorunu olacak ve Eurostan’da üretilen malların daha pahalı olması ile karşılaşacaktır. Ancak üretim ve satışlarının sadece yarısı ters olarak etkilenecektir. Şirket üretiminin bir kısmını yurtdışındaki yavru şirketlerine kaydırabilir ve bu onun daha rekabetçi fiyatlarla Eurostan’a geri ihraç edebilmesini sağlar.  C Şirketi Eurostan’a daha ucuz mallar gönderme fırsatının vereceği avantajdan yararlanmak için üretimi Eurostan’dan başka tesislere kaydırır.  Bu nedenle gerek kendi ülkelerinde gerekse çalıştıkları herhangi bir yerel ülkede bu tür risklerden MNC’lerin daha az etkilendiklerini görebiliriz. |

Dünya ekonomisi zaman geçtikçe genellikle daha az çeşitlenmiş olmakla birlikte yararlar hala önemlidir.

Uygulamada, toplam riski, sistematik riski ve spesifik riski azaltma ile çeşitlendirmenin yararları, MNC’lerin üstlendiği artan risklerden (döviz kuru riski, ülke riski) ve başka ülkelerde faaliyette bulunmanın ilave maliyetlerinden daha fazladır.

**Çok Uluslu Bir Şirketin Yaratılması**

En erken 1600’de kurulan East India Company ve 1602’de kurulan Dutch East India Company olmak üzere asırlardır çok uluslu şirketlerimiz vardır.

Daha yakın zamanlardaki ilk çok uluslu şirketler petrol, gaz, kömür ve madenler gibi hammaddeler arayan şirketlerdir. Daha önce belirtilen Forbes listesinden de göreceğimiz gibi böylesi şirketler şimdi bile en büyük küresel şirketler arasındadırlar.

İkinci Dünya Savaşının sona ermesinin ardından bir sonraki çok uluslu şirketler dalgası ürünleri için yeni pazarlar aramışlardır. Coca-Cola, Nestle, IBM, McDonald’s, Volvo ve Sony erken pazar arayan şirketler arasındadırlar. Yeni pazarlara ulaşmak ölçek ekonomileri getirebilir ama ana ülke pazarında gerileme olur ise şirketin yaşamasını da sağlar. Bunun bir örneği kendi orijinal pazarlarında tütün kullananların sayısında düşüş ile karşılaşan tütün şirketleridir.

Yakın tarihlerde çok uluslu şirketler düşük maliyetli üretim olanakları aramışlardır. Bu genellikle Meksika ve Çin gibi düşük-ücretli ülkelere gidilerek gerçekleştirilmiştir. Apple ve Dyson bunun örnekleridir. Bu şirketlerin birçoğu, ayakta kalmalarını sağlamak için rakiplerine karşı daha rekabetçi bir konum, daha düşük fiyatlar kazanmak amacıyla taşınmışlardır. Daha yakın tarihlerde, düşük maliyetli ülkeler daha fazla iyi eğitilmiş işgücüne sahip oldukça maliyetlerini düşürmeye çalışan şirketler araştırma ve geliştirme departmanlarını bile düşük-ücretli ekonomilere taşımışlardır. Örneğin, Intel araştırma ve geliştirme departmanını Hindistan’a taşımıştır.

Ayrıca, şirketler aşağıdaki nedenlerle de çok uluslu olmaya çalışmışlardır:

* Maliyetleri minimize etmek, ülke riski çeşitlendirmesinden yararlanmak ve yeni fırsatlara aramak için birden fazla piyasada faaliyette bulunmanın yararlarını aramak;
* Örneğin diğer ülkelerdeki şirketler satın alarak bunların sahip oldukları özel bilgiyi ve patentleri elde ederek yeni bilgi edinmek;
* Müşterileri MNC oldukça onların artan bir ölçüde ortaya çıkan ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla kendileri de MNC olup müşterilerini muhafaza etmek. Müşterileri çok uluslu oldukça özellikle banka ve muhasebe firmaları bu yaklaşımı benimsemiştir.

**Çok Uluslu Şirket Olma Süreci**

Şirketler genellikle çok sayıdaki aşama ve adımlarla çok uluslu şirket olurlar. Bunlar stratejik bir planı izlemekten ziyade kendilerinin karşı karşıya olduğu tehditler veya fırsatlara bir tepki olarak ileriye doğru küçük adımlar atılması biçiminde olma eğilimindedir.

***İhracatçılar***

Başlangıçta şirketler mallarına ve hizmetlerine olan talebi karşılamak için belki bir acenta (agent) kullanarak ihracatçı olurlar. İhracat altyapı için yatırım yapmayı gerektirmez ve bu nedenle de riski düşüktür. Kârlar kolayca elde edilir ama ihracat göreli olarak pahalıdır ve miktarı sınırlıdır. Bu nedenle de hem pazara nüfuz hem de kârlar sonraki adımlara kıyasla daha düşük olma eğilimindedir.

Talep büyüdükçe ve şirket yeni pazar hakkında bilgi edindikçe ihracat acenteleri gibi aracıları ortadan kaldırabilir yerel pazarlardaki acenteler ve diğerleri ile doğrudan iş yapabilirler. Pazar bilgileri arttıkça da depo ve satış sonrası hizmet gibi bazı hizmet tesisleri dahil yerel ülkede satış için yavru şirket kurabilirler. Sonunda kendi dağıtım ağlarını yönetirler.

***Yerel Üretim***

İhracatçılar daha sonra yerel olarak üretim yapmak üzere taşınırlar.

|  |
| --- |
| **Faaliyet**  İhracat yapmak yerine mahallinde üretim yapmanın avantajları nelerdir? |

Destek (Feedback)

*Aşağıdaki gibi bazı nedenleriniz olabilir:*

* *Siparişler daha çabuk karşılanabilir;*
* *Mallar, pazarın ihtiyaçlarını karşılamak için kolaylıkla dizayn edilebilir veya değiştirilebilir;*
* *Üretim planlaması yerel piyasanın gereklerine göre yapılabilir;*
* *Müşteriler için tedarik belirliliği daha fazladır;*
* *Satış maliyeti daha düşük olabilir ve bu kârları artırır;*
* *Satış sonrası hizmetler sunulabilir ve gerekiyor ise genişletilebilir;*
* *Şirket yerel pazara bağlılık gösterdikçe satışlar muhtemelen artar. Bazen, yerel olarak üretilmeyen mallara olan talep arttığından yerel satış tesisleri kurulduğunda ana ülkeden ihracatın arttığı görülmüştür.*

Yerel olarak üretim birçok biçimde gerçekleştirilebilir. Bir firma üretimi yerel olarak yapmak için organik olarak büyüyerek veya yerel bir firmayı satın alarak üretimi kendisi üstlenir. Alternatif olarak, bir şirket mallarını yerel olarak üretmek için yerel bir firma ile çalışabilir. Böylesi bir anlaşma lisans yolu ile veya yerel bir firma ile iş ortaklığı biçiminde yapılabilir.

Uygulamada, bir şirket için en iyi seçim zaman göre değişebileceğinden yöneticiler için sürekli değişen koşullara tepki olarak stratejilerinin sürekli olarak gözetimini yapmak ve yönetmek önemlidir. Değişen koşulların örnekleri şunlardır:

* yeni bilgi;
* değişen pazar algısı;
* her seçeneğin risk ve getiri özelliklerinde değişme;
* deneyim.

Bu bölümün ikinci kısmında şirketlerin diğer ülkelerde doğrudan yatırım yapmada kullandıkları değişik stratejileri değerlendireceğiz.

***Lisanslama***

Uluslararası genişleme yapmak isteyen şirketlerin attığı adımlardan birisi mallarını üretmesi için yerel bir şirkete lisans vermesidir. Şirket o zaman, yerel şirketin satışlarından pay (royalty) alır.

Lisans vermenin bazı yararları vardır:

* az yatırım gerektirir;
* finansal riskler sınırlıdır;
* yeni bir üretim tesisi gerekmesi halinde yerleşik bir işletme tarafından üretilmesi durumunda mallar daha çabuk pazarda olurlar.

Ancak dezavantajlar da önemlidir:

* kazanılan kâr üretime kıyasla daha azdır;
* üçüncü bir kişi tarafından üretilmesi ve satılması halinde malların kalitesini korumak daha zordur;
* lisansı alanın üretimi yaptığı malı ihraç etmesini önlemek güçtür ve şirketin kendi işi ile doğrudan rekabet edebilir ;
* yerel firma fiilen MNC’nin uzmanlığının tümüne edinir ve bu nedenle lisans vermek rekabet yaratabilir .

***Organik Büyüme’ye Karşı Satın Alma İle Büyüme***

En basit biçimi ile satın alma yoluyla büyüme daha hızlı ve daha pahalı iken organik büyüme daha yavaş ve daha ucuz olma eğilimdedir. Uygulamada, genişlemeler bazen belki de pazarın gelişmemiş olması nedeniyle satın almak için uygun bir şirketin olmadığı pazarlardır ve bu nedenle de organik büyüme tek seçenek olur.

Satın alma ana şirketin patent ve marka gibi becerilerini ve uzamnlığını (knowhow) kendi yerel pazar bilgisi iyi olan yeni satın alınmış yavru şirkete çabuk bir biçimde aktarmasını sağlar.

Uygulamada, daha büyük daha fazla deneyimli ve iyi konumlanmış olan şirketlerin daha küçük, daha genç şirketlere kıyasla organik büyümeyi kullanmaları daha olasıdır.

**FDI Yönteminin Seçiminde Dikkate Alınacak Faktörler**

Şirketler kendilerine diğer şirketlere kıyasla rekabetçi bir avantaj sağlayan fiziksel varlığı olmayan (intangible) bazı sermaye biçimlerine sahiptirler; bunlar marka veya bir patent, hatta stok yönetim sistemi olabilir. Fiziksel varlığı olmayan sermayenin özelliği uluslararası genişlemenin bir biçimini bir başkasına kıyasla daha avantajlı yapabilir.

Rekabetçi avantaj, örneğin tansiyon için yeni bir ilaç gibi, doğrudan bir ürün ile ilgili ise ilacı dağıtmanın en iyi yolu belki onu ihraç etmektir.

Buna karşılık rekabetçi durum süreç ve yöntem biçiminde ise resmen ve objektif olarak kaydedilebilir ve çoğaltılabilir. O zaman lisanslama iyi bir seçenektir. McDonald’s bu tür bir rekabetçi konumun örneğidir ve şirket bazı mağazalarını kendisi yönetse de franchising ile genişlemektedir.

Şirketin rekabetçi konumu onun organizasyon becerilerinde yatıyor ise beceriler çoğaltılamaz. O zaman yerel bir yavru şirket kurmak şirketin avantajından tam olarak yararlanmasının tek yolu olabilir. Organizasyon becerileri terimi çok geniştir ve iyi bir pazar bilgisi, mükemmel kalite kontrolü veya müşteri hizmetini de içerir.

Esas itibariyle bir şirket satmak veya lisans vermek yerine maddi ve maddi olmayan varlıklarının kontrolünü koruyarak daha fazla para kazanabilirse FDI yapmalıdır. Başka durumda ihracat ve lisanslama daha cazip olacaktır.

**21. Yüzyılda Çok Uluslu Şirketler**

Bir MNC tanımını kabul etmiştik ama şimdi MNC’lerin çoğunun sahip olduğu özellikleri tartışacağız.

MNC’ler genel olarak birden fazla ülkede faaliyet gösteren hem varlıkları hem de satışları bakımından çok büyük şirketlerdir. MNC’ler, teknik alanlarda olduğu gibi yönetimde de profesyonel niteliklere sahip ve deneyimli yönetici kullanma eğilimindedirler ve çoğunlukla da insan kaynaklarını geliştirmeye yatırım yaparlar. Politika, yavru şirketlerin faaliyetlerini de kontrol eden ana şirket tarafından belirlenir. Bu esastır. Yavru şirketlere gereğinden fazla kontrol verilmiş ise bir bütün olarak grubun çıkarlarına en iyi uyan kararları alamayabilirler.

MNC’ler ***oligopol olma*** eğilimindedirler. Bu, iş yaptıkları sektörün kontrolünün az sayıdaki büyük MNC’lerin elinde olmasıdır. Bir oligopolde her şirketin diğerlerini anlaması ve diğer şirketin eylemleri üzerine etki edebilecek olması nedeniyle oligopolcüler pazarı manipüle etme olanağına sahiptirler. Oligopolün güzel bir örneği az sayıda büyük şirketler tarafından hakim olunan BK süpermarket sektörüdür. Bu şirketler yıllar önce fiyat indirmenin kendi kârları pahasına müşterilerin yararlandığı fiyat savaşlarına yol açtığını öğrendiler ve bu nedenle hepsi fiyatlarını uyumlaştırma ve fiyat yerine kalitede rekabet etme eğilimindedirler. Pazarda düşük-maliyetli Alman rekabetine kaymak bir tür işleri karmaşaya sokmaktır.

Yirmi-birinci-yüzyıl MNC’leri uluslararası çeşitlendirme yoluyla toplam risklerini azaltmak için büyük ölçüde diğer ülkelere doğru faaliyetlerini çeşitlendirmişlerdir. Küresel ekonomi her geçen gün daha fazla bütünleştikçe uluslararası çeşitlendirmenin yararları bir ölçüde aşınmıştır ama Brexit oylaması ile ülkelerin karşılaştığı diğer güncel politik ve ekonomik şoklar daha çekici bir strateji olmaktadır. İlaveten modern MNC’ler vergi faturalarını düşürmek, sermaye maliyetlerini indirmek ve nakit akımlarını iyileştirmek için pazarın aksaklıklarından yararlanmayı sürdürmektedirler. Birçok biçimde MNC’lerin önemli bir avantajı olduğunu bildiğimiz bu yararlar, tamamen yerli olan firmalar ile rekabetlerine yardımcı olmaktadır.

Bölüm 10’da potansiyel projeleri değerlendirmek için net şimdiki değer yöntemini kullandık; ancak uygulamada şirketlerin potansiyel projelerini daha stratejik bir bakış açısı ile ele almaları gerekir. Net şimdiki değer karar almada önemli bir unsurdur ama hesaba katılması gereken başka faktörler de vardır.

MNC’lerin stratejisinin büyük kısmı bu bölümde hakkında daha önce bahsettiğimiz rekabetçi avantajı yaratma, sürdürme, savunma ile girişi engelleme konusunda olacaktır.

Teknoloji şirketleri ve ilaç şirketleri gibi yenilikçi MNC’ler rekabet etmek için üstün nitelikli (cutting-edge ) ürünleri kullanırlar. Onların rakipleri, kendilerini yenileyerek her türlü rekabetçi dezavantajlarını ortadan kaldırmak için sürekli çabalamaktadırlar. Bu nedenle, böylesi şirketler sürekli olarak yeni ürün çıkarmak veya mevcut ürünlerini farklılaştırma yollarını bulmak zorundadırlar. Bu şirketler araştırma ve geliştirmeye yoğun yatırım yaparlar.

Diğer MNC’ler olgunlaşmış (mature) olarak görülebilirler. Bu şirketler yenilikçi olmayan standartlaşmış ürünler satarlar. Olgunlaşmış olan MNC’ler maliyetleri düşürmek için düşük-maliyetli ülkelerde üretim dahil ölçek ekonomilerini kullanarak hala giriş engelleri yaratma ve bunları korumaya çalışırlar. Ürünlerini farklılaştırmak için reklam ve pazarlamayı kullanırlar ve güçlü markaları ile diğerlerinin pazara girmesini önlemeye çalışırlar. Olgunlaşmış MNC’ler kendi iç pazarlarında düşen talep nedeniyle olumsuz etkilendikleri, tütün ve alkolsüz içecekler gibi, ürünleri için yeni pazarlar ararlar.

Nihayet bir MNC, yaşlanır (becomes senescent). Bunun anlamı ürünlerin standartlaşması, olan bir organizasyondan gelen rekabet avantajının kaybolması ve teknolojik becerilerin artık rakiplere üstün olmamasıdır. Giriş engellerinin hepsi kaldırılmıştır ve MNC rekabetin az olduğu yerleşeceği yeni pazarlar arar ve maliyetleri minimize etmek için düşük-maliyetli ülkelere taşınırlar. Başlangıçta az rekabet var iken yerli firmalar yeni rekabetçi avantajlar bulmayan MNC ile kolaylıkla rekabet edebilirler.

**FDI Olmanın Nedenlerini Yeniden Değerlendirmek**

Yukarıda verildiği gibi büyüme isteğinden daha çok yaşayabilme gereği nedeniyle birçok şirketin MNC olmaya itildikleri açıktır.

MNC’ler rekabetçi bir avantaja sahip olmak veya bir başka şirketin rekabetçi avantajını ortadan kaldırmak amacıyla yurt dışında üretim yapmak istemektedir. Böyle MNC’ler, üretimi düşük-maliyetli bir ülkeden daha da düşük-maliyetli bir ülkeye kaydırtabilecek değişikliklerin sürekli olarak farkında olmalıdır. Vergilemeyi, kambiyo kurlarını, enflasyonu, özellikle ücret enflasyonunu, hükümet istikrarını ve karar almada FDI ‘na yönelik davranışları ile yeni bir karar alınması gerektiği anlamına gelen bu değişkenlerden herhangi birindeki değişmeyi hesaba katmalıdır.

Yenilik gerektiren endüstrilerdeki şirketler, karşılaşacakları yüksek araştırma ve geliştirme masraflarını karşılamalarını sağlayacak büyümeyi arayacaklardır. Böylesi bir genişleme olmaksızın maliyetleri satışları ile kıyaslandığında yüksek olacaktır. Bunu son yıllardaki ilaç endüstrisindeki birleşme ve devralmalarda görüyoruz. Teknoloji şirketlerinde küresel satışlar yüksek araştırma ve geliştirme masraflarını karşılayabildikçe, bütün dünyada aynı ürünlerin, örneğin iPhone gibi, satıldığını görüyoruz.

Bu büyük şirketler için güvenli hammadde kaynaklarına ve piyasalarını tatmin etmek için gereksinme duydukları parçalara sahip olmak çok önemlidir. Bunu gerçekleştirecek bir strateji tedarikçi şirketleri satın almaktır. Bir başkası, tedariki garantilemek için bir veya daha fazla tedarikçinin kullanıldığı çoklu kaynak stratejisini benimsemektir. Aynı nedenle, tek bir tesiste üretmekten daha fazla maliyetli olsa da bir çok şirket birden fazla ülkede üretimi seçer. Çok sayıda tesisin kullanımı ile tedarikte kesintiye uğrama riskinin azaltılması önemli ölçüde ilave maliyetlere neden olur. Çok sayıda tesis, örneğin döviz kurlarında bir kayma veya şirket üzerinde baskı yapmaya çalışan sendikalar gibi gruplar ve hükümetler ile çatışmadan kaçınmak gibi küçük maliyet faydalarının avantajından yararlanmak için MNC’na üretimi bir tesisten diğerine kolaylıkla kaydırma esnekliği sağlar.

Ülkeler Adam Smith’in ileriye sürdüğünden daha az heterojen ve daha fazla dinamik iken, örneğin Londra’da bankacılık ve sigortacılık, ABD’de Silikon Vadisindeki bilgi işlem yeniliği gibi, ülkeler veya ülkelerin bölgeleri diğer ülkelere karşı rekabetçi bir konuma sahip olabilir. Bazen MNC’ler, halen orda olan şirketlerden öğrenme amacı ile bölgelere genişleyebilirler. Böylesi bir taşınma, istenilen bilgi ve deneyime sahip insanları işe almayı daha kolay hale getirebilir. Kendi pazarlarında pazar liderleri ile sadece iş için rekabet etmek gibi bir hareketin şirketi daha rekabetçi yapması da olasıdır. Bu korumacılığın başarısız olmasının bir nedenidir. Bir hükümet bir yerli endüstriyi küresel rekabetten koruduğunda endüstri dünyada en iyilerin rekabeti ile karşılaşmaz veya onlarla rekabete zorlanmaz ve bu nedenle de onu daha iyi bir şirket yapacak deneyimi de kazanmaz.

**ÖRNEK OLAY** Wal-Mart

Dünyanın en büyük perakende şirketi olan Wal-Mart’ın 1999’da BK’da Asda’yı satın alması dahil son yıllarda kendi iç piyasası ABD’nden çok sayıda ülkeye doğru yaptığı genişleme çabalarını ele alacağız. Şirket daha önce 1996 yılında Çin, 1997’de Almanya ve 1998’de Güney Kore’de yatırım yapmıştı. Toplamda Wal-Mart 27 ülkede faaliyette bulunmakta ve cirosunun yaklaşık %40’ını kendi iç piyasasının dışında yaratmaktadır.[[57]](#footnote-57)

Wal-Mart ilk mağazasını 1996’da Çin’de açtı ama 20 yılda dünyanın sayıca en nüfuslu ülkesinde sadece 400 mağazaya sahiptir. Çin’deki Wal-Mart hemen tüm ürünlerini yerel olarak sağlamakla birlikte yerel müşterilerin genel olarak ABD şirketine ve onun mağaza depolama sistemine kuşku ile yaklaştıklarını; mağazalardaki malların fiyatlarının ucuzluğundan ziyade malların kalitesi ve güvenilirliği ile ilgilendiklerini anlayamamış görünmemektedir. Wal-Mart ayrıca, Wal-Mart’ı model almış ancak pazarı tanımanın yararı ve müşterilerin güvenine sahip yerel bir şirket olan Sun-Art Retail Group ile kendisini rekabet içinde bulmuştur. Sun-Art, müşterilerin aşina olduğu bir biçimde mağazalarında bir pazaryeri veya sokak pazarı duygusu yaratmaktadır. Wal-Mart, daha fazla Çinli personel çalıştırarak ve Çin’de Pazar payını yavaş biçimde oluşturarak büyük mağazalarından uzaklaşmaktadır.

Wal-Mart mevcut iki süpermarket zincirini satın alarak 1997’de Almanya’ya girmiştir. Ancak bu iki zincir Alman bakkaliye pazarında çok küçük paya sahiptiler ve Wal-Mart başlangıçtan itibaren Aldi ve Lidl’inin sert bir rekabeti ile karşılaştı. Wal-Mart 2006’da Alman pazarından çekildi.[[58]](#footnote-58)

Almanya’da Wal-Mart’ın başarılı olma hatta ayakta kalmayı becerememesi birçok faktöre bağlanabilir.

Wal-Mart yeni müşterilerinin zevklerini anlamakta başarısız oldu ve müşteri kabulünü yeterince kazanmadı. Alman müşteriler ABD’nin büyük olma kültürüne, çevresel konuları yeterince dikkate almayan küstah mağazalara alışkın değildiler. Almanlar yabancılara gülümsemeye meyilli değildirler ve bu nedenle mağaza personeli tarafından müşterilerin karşılanması gereği hoş geldin demekten ziyade itici görülmüştür.

Wal-Mart, Almanya’da, örneğin Wal-Mart çalışanlarının her gün işe şirketin isminin geçtiği motive edici şarkıyı söyleyerek başlamaları gereği gibi, Amarikanlaştırılmış yönetiminin getirdiği Wal-Mart kültürünün bir kısmını benimsemede isteksiz ve güçlü bir şekilde sendikalaşmış olan iş gücüne karşı da hazırlıksızdı.

Wal-Mart, çabuk biçimde genişlemek için gerekli olan planlama izinlerini de almakta güçlükle karşılaştı ve bazen aşırı düşük fiyatlarla kuralları ihlal etti. Ayrıca çalışanlara diğer çalışanların hatalarını raporlamaları zorunluğu getirildi ve çalışanlar arasında seksüel ilişkiler yasaklandı. 2006’da Wal-Mart ile sendikalar arasındaki bir uyuşmazlığa ilişkin mahkeme kararında şirketin etik kodunun uygun olmadığına karar verildi ve Wal-Mart Almanya’dan çekildi.

1998’de Wal-Mart 16 süpermarket kurarak Güney Kore’ye girdi. Almanya’daki önceki yıllardaki hatalarını yineleyerek ihtiyacı olan ölçek ekonomilerinden yararlanamadı. Wal-Mart ülkenin kültüründen ziyade finansal avantajlara (zayıf bir yerel para ve büyüyen bir pazara girişi ucuzlatan güçlü ekonomi) daha fazla odaklandı. Wal-Mart, yüksek kalitedeki bir deneyime para tasarrufundan daha fazla değer veren Güney Kore alışveriş kültürünü anlamadı. Wal-Mart’ın mağazaları lüks mallar ile yerli süpermarketlerin sunduğu ve pazar tarafından talep edilen ortamı sunmadı.

1999’da Wal-Mart BK’daki dört büyük süpermarket zincirinden birisi olan Asda’yı GBP6.7 milyara satın aldı. Wal-Mart’ın yeni yavru şirketi Tesco’nun ardından BK’ın ikinci büyük perakendecisi olmak için 2003’de kadar Sainsbury’s şirketini devraldı. Asda’nın düşük-maliyet yaklaşımı Wal-Mart’ın stratejisi ile iyi bir uyum içinde idi. Wal-Mart, normal stratejisi olmadığı biçimde Asda’yı tamamına sahip olduğu BK şirketine devretti ve Asda’nın yönetimini İngiliz yönetim kuruluna bıraktı. Devralma öncesinde Asda, giyim markası olan George ile önemli bir başarıya sahipti ve Wal-Mart George ismini benimseyerek ABD, Kanada, Arjantin, Çin, Hindistan ve Japonya dahil bir çok ülkedeki mağazalarında dağıtım yaptı. Asda ismi muhafaza edildi ancak bazı mağazalarda Asda Wal-Mart olarak yeni marka vardı.

Belki sonunda, Çin, Almanya ve Güney Kore ile kıyaslandığında BK’da Wal Mart’ın başarısı finansallardan ziyade iki ülkenin benzer kültürleri ile yapacak daha fazla şeyin olmasıdır .

**\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_**

**Son Bir Söz**

Bir çok biçimde, MNC’ler 1980’lerden bu yana dünya ekonomisine egemen olmuş olan neoliberal küresel ortamın kaçınılmaz sonuçlarıdır. Neoliberalleşme ve küreselleşme eleştirildikçe MNC’ler de eleştirilmiştir.

Bazı MNC’ler tüketicilere aşırı fiyatlar uygulayarak aşırı kârlar elde etmek için tekel güçlerini veya pazardaki güçlerini kullanmakla eleştirilmişlerdir. Bazıları ise çevresel faktörleri çok az dikkate alma, kirlilik yaratma ve yenilenemez kaynakları tüketmenin yanı sıra çocuk işgücü kullanma veya çalışanlara çok düşük ücret ödeme gibi diğer etik olmayan uygulamalarla suçlanmışlardır.

**Özet**

Bütün MNC’ler başka ülkelerdeki varlıklara yatırım yaparlar ve bir noktada yabancı işletmelere doğrudan yatırım yaparlar. Bu bölüme, şirketlerin neden başka ülkelere yatırım yaptıklarını açıklamaya çalışan ekonomik teorileri inceleyerek başladık. Daha sonra MNC olma sürecine daha ayrıntılı baktık ve organik büyüme ile satın alarak büyümeyi kıyasladık. Wal Mart örnek olayı dahil, modern-dönem MNC’lerine ayrıntılı bir bakış yaparak bölümü tamamladık.

**Sorular**

**Soru 1**

Wal Mart gibi Tesco da satın alma, iş ortaklığı ve organik büyüme gibi değişik stratejiler kullanarak uluslararası genişlemeyi aktif bir biçimde kullanmıştır. Ve Wal Mart gibi Tesco da değişik sonuçlar yaşamıştır; örneğin ABD’inden çekilmeye zorlanmıştır. Tesco’nun başarılı bir biçimde bulunduğu bir veya daha fazla ülkeyi seçin ve bunları başarılı bir yerel iş kurmada başarısız olduktan sonra çekilmek zorunda kaldığı bir veya daha fazla ülkeler ile kıyaslayın. Bu projelerin başarı ve başarısızlık nedenlerini belirleyebilir misiniz? Tesco’nun deneyimi Wal Mart’a benzer mi yoksa farklı mıdır?

**Soru 2**

Wal Mart örnek olayı ile Soru 1’deki çalışmanızı referans alarak bölümdeki FDI teorilerinin eleştirel bir değerlendirmesini yapınız.

**Bölüm 11 EKİ**

**Bu bölüme, kitapta yer almayan Forbes ve Fortune tarafından her yapılan dünyanın büyük şirketlerine ilişkin sıralamaların eklenmesinin uygun olacağı düşünülmüştür (ç.n.)**

**FORBES 2019 WORLD’S LARGEST PUBLİC COMPANİES**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Sıra** | **Şirket** | **Ülke** |
| 1 | ICBC | Çin |
| 2 | JP Morgan Chase | ABD |
| 3 | China Construction Bank | Çin |
| 4 | Agricultural Bank of China | Çin |
| 5 | Bank of America | ABD |
| 6 | Apple | ABD |
| 7 | Ping An Insurance Group | Çin |
| 8 | Bank of China | Çin |
| 9 | Royal Dutch Shell | Hollanda |
| 10 | Wells Fargo | ABD |
| 11 | Exxon Mobil | ABD |
| 12 | AT&T | ABD |
| 13 | Samsung Electronics | Güney Kore |
| 14 | Citigrup | ABD |
| 15 | Toyota | Japonya |
| 16 | Microsoft | ABD |
| 17 | Alphabet | ABD |
| 18 | Volkswagen Grup | Almanya |
| 19 | Chevron | ABD |
| 20 | Verizon | ABD |

İlk 10 içerisinde Çinin “Dört Büyük Banka”sı yer almaktadır. Yine 3 büyük ABD Bankası da ilk 10 içerisindedir. Böylece ilk 10 kuruluşun 7 tanesi bankadır. Diğer üçü ise bir petrol şirketi, bir sigorta şirketi ve bir teknoloji şirketidir.

İlk 20 içerisinde 8 banka grubu, 3 petrol, 2 otomotiv, 4 bilgi işlem ve teknoloji 1 sigorta grubu yer almaktadır.

İlk 10 içinde 5 Çin, 4 ABD ve 1 Hollanda şirketi yer almaktadır. İlk 20 de ise 11 ABD, 5 Çin, 1 er şirketle Almanya, Güney Kore, Hollanda, Japonya yer almaktadır.

Listede 61 ülkenin şirketi bulunmaktadır. ABD’nin 575, Çin ve Hong Kong’un 309 şirketi listede yer almaktadır. Listedeki Japon şirketi sayısı 223’tür. 2003’de yayımlanan ilk listede ABD’nin 776 şirketi ile Çin ve Hong Kong’un 43 şirketi vardır. Bu olgu da dünya ekonomisi içinde ABD’nin payının ve ekisinin küçülüp Çin’in payının ve etkisinin büyümesinin bir başka göstergesidir.

Türkiye’den Listeye 8 şirket dahil edilmiştir. Bunlar ve sıralamadaki yerleri; 663. T. İş Bankası; 744. Koç Holding; 777. Garanti Bankası; 849. Sabancı Holding; 896. T. Halk Bankası; 908. T. Vakıflar Bankası; 1034. Türk Hava Yolları; 1661. Erdemir

**FORTUNE GLOBAL 500, 2019**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Sıra** | **Şirket** | **Ülke** | **Sektör** |
| 1 | Walmart | ABD | Perakende |
| 2 | Sinopec | Çin | Enerji & Kimya |
| 3 | Shell | Hollanda |  |
| 4 | CNPC | Çin | Enerji & Kimya |
| 5 | State Grid | Çin | Enerji & Kimya |
| 6 | Saudi Aramco | Suudi Arabistan | Enerji& Kimya |
| 7 | BP | ABD | Enerji& Kimya |
| 8 | Exxon Mobil | ABD | Enerji& Kimya |
| 9 | Wolkswagen | Almanya | Otomotiv |
| 10 | Toyota | Japonya | Otomotiv |
| 11 | Apple | ABD | Telekom & IT |
| 12 | Berkshire Hathaway | ABD | Finansal Hizmetler & Sigorta, Telekom &IT |
| 13 | Amazon | ABD | Perakende |
| 14 | United Health Group | ABD | İlaç & hayat, Teknoloji Genel |
| 15 | Samsung | Güney Kore | Teknoloji |
| 16 | Glencore | İsviçre | Sanayi ürünleri ve hizmetleri |
| 17 | McKesson | ABD | İlaç ve hayat |
|  |  |  |  |
| 19 | CVS Health | ABD | Perakende |
| 20 | Total | Fransa | Enerji & Kimya |

Fortune 500 listesine Türkiye’den sadece 423. Sırada Koç Holding girmiştir.

**12**

**ÜLKE RİSKİ ANALİZİ**

**Bu bölümün sonunda;**

* **Ülke riskini oluşturan riskleri açıklayabileceksiniz;**
* **Tek bir ülke için bu risklerin ölçeğine ilişkin veri kaynaklarını bulabileceksiniz;**
* **Kendi ana ülkeleri dışında faaliyette bulunan şirketlerin uygulamada karşılaştıkları güçlükleri tartışabilecek ve bu riskleri azaltmak için kullanılabilecek bazı stratejilerin ana hatlarını belirleyebileceksiniz.**

**Giriş**

***Ülke riski analizi (country risk analysis)***, şirketin yurtdışındaki bir operasyonundan ana ülkeye geri gönderilen nakit akımlarının bu ülkeye yatırım yapmanın doğasında olan risklere dayanarak beklenen nakit akımlarından az olması riskini değerlendirmek için yapılır.

Buna karşılık ***devlet riski analizi (sovereign risk analysis)***, devletin vadesi geldiğinde borçlarını ödeyebilme kabiliyetinin bir analizidir. Kredi derecelendirme kuruluşları, Moody’s, Standart & Poor ve Fitch, her ülke hükümetinin riskinin bir ölçütü olarak ülkelerin kredi derecelemelerini yayımlamaktadırlar.

Yerel bir ülkenin ekonomisinden veya politikasından bir şirketin ters bir biçimde etkilenebilmesinin, savaştan sermaye akımlarının ülke dışına çıkarılması kurallarına kadar değişen, birçok yolu vardır.

Ülke risk analizi, yeni yavru şirketlerinin yerleşim yerlerini belirlemek veya hammaddeleri ve üretim unsurlarını şirket dışında yaptırmak (outsourcing) veya ihraç etmek gibi mevcut olan yavru şirketlerini korumak için MNC’ler tarafından sürekli gözden geçirilmesi gereken dinamik bir analizdir.

Göreceğimiz gibi tahmin yapmaya güvenilemediğinden MNC’ler esnekliğe değer veririrler ve değişen politik, ekonomik ve finansal ortamlara çabucak tepki vermek için üretimin yerini çabucak değiştirmeye hazırdırlar. Örneğin Brexit’in belirsizliği ve anlaşmasız Brexit’in potansiyel sonuçları nedeniyle 2016’da BK şirketi Smiffys merkezini AB’inde bir ülkeye taşımaya karar verdi.

Bu bölümde riskin birçok değişik türlerini ele alacağız ve esas itibariyle her zaman temel ilgimiz fiilen geri alınan nakidin beklenenden az olması olacaktır.

**Politik Risk- İlk Bakış**

Politik risk birincil olarak, yerel veya ulusal bir kamu yönetiminin, bir MNC’nin veya onun iştiraklerinden birisinin nakit akımları üzerinde sahip olabileceği etkiye ilişkindir. En uç durumda, bir şirket ev sahibi (host) ülke hükümeti tarafından devletleştirme ile tehdit edilebilir. Örneğin 2015 sonunda, ulusal güvenliği korumak amacıyla Rolls-Royce Engines ve BAE Engines arasındaki birleşmeyi zorlamak için Rolls-Royce Engines’i millileştirmeyi değerlendirmeye aldı. Sonunda hükümet Rolss-Royce’ı millileştirmedi ama o sırada bu risk gerçekten vardı.

Politik risklerin hepsi Rolls-Royce örneği kadar dramatik değildir ama nakit akımları üzerindeki etkisi önemli olabilir.

Örneğin, Brexit gibi uluslararası ticaret anlaşmalarındaki değişmeler şirketlerin FDI için planlarını değiştirmelerine hatta üretimi bir ülkeden başka bir ülkeye kaydırmalarına neden olabilir.

Bölüm 14’de göreceğimiz gibi MNC’ler kârlarını daha yüksek vergi oranlarından koruyacak önlemleri alabilmelerine rağmen vergi oranlarındaki, özellikle kurumlar vergisi oranındaki değişmeler de nakit akımları üzerinde etki yapabilir.

***Mikro riskler***

Politik riskler***, mikro riskler*** olarak nitelenen bir firmaya has veya firma-spesifik (firm-spesific) riskler olabilirler. Bunlar çoklukla şirket ile yerel veya ev sahibi ülke yönetimi arasında bir amaç çatışması olan yönetim riski biçimini alabilirler. Bunu yukarıda açıkladığımız 2015’deki Rolls- Royce olayında gördük. Çoğu hükümet askeri malzemeleri yerel bir firmadan veya yakın olduğu bir ülkeden almayı ister ve ana şirketi bir başka ülkede bulunan bir şirketi kullanmak istemez.

***Makro riskler***

Politik riskler ülkeye has veya ***makro riskler*** olabilir: riskler ülke çapındadır ama MNC’yi de etkileyebilir. Bunun açık bir örneği Brexit oylamasıdır. BK’dan faaliyette bulunan bütün işletmeler poundun değerinde bir düşüş ile karşılaştı ve halen BK ve diğer AB ülkeleri arasındaki görüşmelerin belirsizliği ile uğraşmaktadırlar.

Fonların ülkeden ayrılmasını önleyen bir hükümetin varlığı, yolsuzluk ve korumacılığın olması ülke-spesifik politik riskin diğer örnekleridir. Mevcut ve gelecekteki makro riskleri değerlendirmek isteyen bir MNC hem politik hem de finansal faktörleri değerlendirmeye gerek duyacaktır.

Politik faktörler, yerel hükümetlerin MNC’lere davranışlarını da içerir. Birçoğu ülkesine para yatıran ve topluma iş ve eğitim sağlayan olarak MNC’leri hoş görmektedirler. Yerel ülke hükümetleri ile ulusal hükümet arasındaki ilişkiler de önemlidir. Örneğin, ikisi arasındaki yaptırımlar bir MNC için de çok yıkıcı olabilir. Yerel idarenin istikrarı, komşuları ile olan ilişkileri ve terörist saldırılara karşı duyarlılığı diğer önemli faktörlerdir. Ekonomik büyüme, faiz oranları, kambiyo kurları, enflasyon, kamu sektörü açıkları, işsizlik ve ticaret dengesi göz önüne alınacak finansal faktörler arasında yer almaktadırlar.

Nihayet politik riskler siber suçlar, iç savaş çıkması ve sığınmacı krizi ile iklim değişikliği gibi küresel riskler de olabilir.

Bir MNC mümkün olduğunda önceden hareket edebilmek amacıyla artan politik riskleri belirleyebilmek için küresel verileri sürekli gözden geçirmeli ve sürekli uyanık durumda olmalıdır.

**Ekonomik Faktörler**

MNC’ler yatırım yapmak istedikleri bir ülkenin ekonomik ortamını da gözlemek isterler. Ekonomik büyümenin anahtar faktörleri faiz oranları, kambiyo kurları ve enflasyondur.

Düşük faiz oranları harcamaların artmasına ve tasarruların düşmesine yol açağından faiz oranları daha düşük ise bir ekonominin büyümesi daha olası olacaktır.

Düşük faiz oranları, bu sayede ürünlerini uluslararası piyasalarda daha ucuza satabilecek olan ihracatçılara yarar sağlama eğilimindedir. Zayıf bir para ithalat talebini düşüreceğinden bundan yerel üreticiler yararlanabilir. Buna karşılık güçlü bir para, uluslararası satışların maliyetini artırırken ithalatçılara yarar sağlar. Ekonomilerin istikrarlı kambiyo kurlarından yararlandığı görüşü yaygın bir görüştür.

%2-2.5 civarındaki enflasyon modern bir ekonomi için genellikle ideal olarak görülmekle birlikte yüksek enflasyon faiz oranlarında bir artışa, kambiyo kurlarında düşüşe ve tüketiciler satın alma gücünü yitirdikçe de talebin zayıflamasına yol açar. Bu baskılar birlikte bir ekonomide büyümeyi azaltabilir.

Politik risk ve ekonomik faktörler arasında açıkçası bir bağlantı vardır. Örneğin ekonomiyi canlandırmak isteyen bir hükümet faiz oranlarını önemli ölçüde indirmelidir; bu talep artışına yol açarak enflasyonda artış yaratır. Ayrıca, bu ekonomik faktörlerin gelecekteki yönünü tahmin etmek bilindiği gibi güçtür.

**Kültürel Riskler**

Bir MNC için, yerel pazardaki kültür nedeniyle nakit akımları kaybından zarar görmesinin basit bazı nedenleri vardır. Wal Mart’ın Almanya, BK, Çin Güney Kore’deki faaliyetlerine baktığımızda bunların bir kısmını Bölüm 11’de ele almıştık. Bu bölümde birçok MNC’nin karşılaştığı kültürel riskleri belirleyeceğiz.

Karşılaştıkları ilk engel kültürel olarak yerel malları alma tercihidir. Halen ABD’de “Made in America” mallarını alma yönünde bir itki vardır ve birçok ülke kendi malları hakkında benzer düşüncelere sahiptir.

İlk risk MNC’lerin işlerini yerel tercihlere ve hatta bir ülke içindeki bölgesel tercihlere göre bile başarılı bir biçimde değiştirmeyi başaramamalarıdır. Diğer şeyler arasında fiyatlara karşı davranış ve kaliteli ürünler arzusu dahil olmak üzere içinde yaşadıkları kültür, kişilerin tercihlerini etkiler. Hiçbir MNC, bir ülkenin kültürünü önemli bir biçimde değiştirebilme gücüne sahip değildir ve bu nedenle MNC’ler yerel zevkleri benimsemelidirler.

Küreselleşme, yerel piyasalara standartlaştırılmış, dünya çapında kaliteli (world-class) ürünleri getirmektir. Örneğin bir iPhone satıldığı her pazarda tamamen aynıdır. Ama MNC’ler yerelleşmeye, ürünlerini müşterilerine uydurmaya (tailoring) ve yerel piyasaların gereksinmelerini karşılayacak hizmetlere para ve zaman yatırımı da yapmalıdırlar. Apple bunu müşterilere uygunlaştırılmış olan (tailored) apps sunarak App Store ile çözmektedir.

Diğer küresel şirketlerin, örneğin McDonald’s, dünyanın her tarafındaki mağazalarında benzeri ürün ve hizmetler gamını sunan bir küresel mevcudiyetleri olmakla birlikte ülkede bulunan şirket yerel pazarın gereksinmelerini karşılamak için sunumlarını adapte ederler. Örneğin, Hindistan’daki menüde diğer her McDonald’s da yapıldığı gibi burgerler, dürümler, chipsler ve içecekler sunulur ama yerel tüketicilerin zevklerini karşılamak için tavuk ve vejeteryan yiyecekler üzerine de odaklanır. [[59]](#footnote-59)

Ancak bir ülke içinde tek bir külütürü benimsemek yeterli değidir; uygulamada bir ülke içinde bulunan tüketiciler değişik nüfus guruplarından meydana gelir ve başarılı bir MNC, toplam pazarın birçok sektörüne hitap etmek için uygun bir biçimde pazarlanmış değişik sunumları sağlamalıdır.

Başka şirketlerin yanı sıra Visa ve Disney’i de temsil eden Culture Plus Consultants, bunu küresel düşüncelerin yerel özelliklerle bütünleşmesi olarak tanımlamaktadır.

Başarılı olmak için yerel tüketicilere olan sunumlarını adapte etme ihitiyacı olan bir MNC, iş uygulamalarını da yerel iş yapma uygulamaları ile uyumlu bir hale getirmelidir: bu yerel çalışma saatlerini benimseme de olduğu üzere basit olabileceği gibi ekonomik, politik ve düzenleyici etkileri hesaba katmayı da gerektirebilir. Bir MNC açıkçası, içinde faaliyette bulunduğu yasal ortamı, örneğin markalar veya patentler için hangi koruma önlemlerinin sağlandığını ve kabul etmek zorunda olduğu yasal yükümlerin neler olduğunu, anlamalıdır. Aynı şekilde bir MNC’nin yönetim uygulamaları üzerinde yerel kültürün etkisini değerlendirmesi ve zorunlu değişmeleri yapması gerekir. Wal Mart’ın Almanya’da çalışanlarına olan davranışını ve buna karşı sonuçlanan dava örneğini tartıştığımızda bu konuyu düşünmüştük.

Bir MNC ‘nin ayrıca yerel bir ülkenin etik ortamını da anlamaya ihtiyacı vardır.

**ÖRNEK OLAY** Çin’de iş yapmak – kültürel farklar

Çin’de ticari iş, bir ilişki veya *guanxi* çerçevesinde üstlenilir. İlişki, bazan hediyeler dahil sosyal değiş-tokuşlar (social exchanges) ve iltimaslar (favours) yolu ile mütekabil yükümlülükler dizisi yaratarak zaman içinde oluşturulur. Bunun anlamı Çinlilerin zaten ilişkisi olan kişilerle iş yapmayı tercih edecekleridir. Sonuç olarak bir MNC, iş yapmak istediği bir şirkete doğrudan yaklaşma yerine bir başlangıç sağlamak için iş yapmak istediği bu şirket ile halen bir ilişkisi olan üçüncü tarafı kullanması yararlı olacaktır. Kuşkusuz üçüncü taraf tanıştırmayı gerçekleştirmede *guanxi* harcamak zorunda kalacak ve MNC’nin bir iltimas ile ona geri ödemesini bekleyecektir.

Çin’deki iş ortakları arasındaki güvenin bu biçimi fiyat kadar güvene de değer veren şirket müşterilerine doğru uzanmaktadır. Örneğin yiyecek perakendecisi akıllıca fiyatlar önermesinin yanı sıra ürünlerinin kalitesi konusunda kamunun güvenine sahip olmaya da gereksinim duyacaktır.

Böylesi bir sistemin, Çin’de normal ticari uygulama olan ama ABD ve İngiltere’de *arm’s-length işlemler* kültüründe kabul edilemeyecek şekilde MNC’deki kişilerin yerel işletmelere borçlu olmalarına yol açması kaçınılmazdır.

İlaveten, böylesi bir etik ortamda faaliyette bulunan bireyler ve işletmeler bir suç yaratmaktan veya yüklenmek istemeyecekleri bir yüküme girmekten kaçınmak için diğerleri ile olan ilişkileri konusunda duyarlı olmaları gerekmektedir. Belki bir hediye alındığında, hediye alan ileride bir yükümden kaçınmak için onlara kendileri bir hediye vermek isteyebilirler.

MNC’lerin insan kaynakları departmanının faaliyetlerinde kültürel bakımdan hassas olmaları gerekir. MNC’lerin çalaşanlardan en iyisini alabilmelerini sağlamak için sadece işe alma değil ayrıca motivasyon, geri dönme ve ödüller konusunda da yerel kültürü iyi anlamları gerekmektedir. Ana-ülke yöneticileri yavru şirkette geçici olarak görevlendirildiklerinde açılmanın önemli bir yıkılma riski vardır. Nedenler, aile güçlükleri ve adaptosyandan isole olmaya kadar uzanır. Basiretli bir MNC, geçici olarak atanmış yöneticinin dikkatli bir biçimde seçilmesini ve görevi için hazırlanmasını ve böylece hem yöneticiler hem de aileleri için güçlü bir ağ desteğinin olmasını sağlayacaktır.

**ÖRNEK OLAY** Çin’de tüketici davranışı değişimi

Çin’de Wal Mart’ın faaliyetlerini tartışmış idik. 2104’de ülkede kozmetik pazarı %10’un üzerinde büyümesine rağmen hem Revlon hem de L’Oreal Garnier, satışları düştüğü için Çin’den çıkmaya karar verdiler. Çinli tüketiciler giderek daha basiretli oluyorlar idi ve yerel olarak üretilmiş mallara göre açık bir avantaja sahip olmadıkça da yabancı markalara bir prim ödemeyeceklerdi. Çinli markalar daha rekabetçi oldukça yabancı markalar da pazar paylarını korumakta artan ölçüde güçlükle karşılaşacaklar idi. Çinli tüketiciler, yüksek kaliteli malları arayışlarını artırıyorlar idi ve yabancı logolardan ziyade markalar ile ilgileniyorlardı. Batılı malları alanlar, büyük ölçüde, hızlı büyüyen grup olup 2022’ye kadar Çinin toplam nüfusunun yaklaşık yarısını oluşturması beklenen şehirli üst orta sınıf idi. Çin medyası yabancı markalar ile ilgili problemleri açıklama konusunda çok çabuktur. Anketler, belki de Çin hükümetinin Apple, Nike ve Protector and Gamble gibi firmaları Çinli tüketicilere tatmin edici bir hizmet sunmada başarısız oldukları yönünde eleştirmesi nedeniyle Çinli tüketicilerin yabancı markalardan geçmişe kıyasla daha az etkilendiğini göstermiştir.

Bütün markalar aynı baskıdan şikayetçi değildir. Görünüşte değer markaları nerde olurlarsa olsunlar fiyat bilinci olan tüketiciler nezdinde popüler kalırken lüks markalar tüketicilerin değişen algılarına ve taleplerine karşı çok duyarlıdır.

Japaon şirketlerinin Çin’de karışık bir kaderleri olmuştur. İki ülke arasındaki Diaoyu adaları ve Senkakus üzerindeki hakimiyet tartışması Japon araba üreticilerinin önemli bir pazar payı kaybetmelerine yol açmıştır. Ancak diğer Japon şirketleri, örneğin giyim perakendecisi Uniqlo, ürünlerini revise etme konusunda ve hükümet propagandasına ebeveynlerine kıyasla da az tabi olan genç nesillere pazarlamakta başarılı olmuştur.

Tüketici davranış ve zevklerindeki önemli kaymalar yükselen pazarlar ile sınırlı değildir. Japon tüketicilerin kısaca bakalım.

**ÖRNEK OLAY** Japon tüketici davranışı

Geçen yüzyılın ortasından beri Japon tüketicileri, özellikle ABD olmak üzere zengin Batı tarafından üretilen ve tüketilen mallara ilgi duymuşlardır. Japonya 1990’ların başına kadar yüksek ekonomik büyüme gerçekleştirmiş başlangıçta televizyon, bulaşık makinası buzdolabı ve zaman içinde arabalar dahil Batı teknolojisini satın almaya çalışmıştır. Japonlar artan bir ölçüde Batılı malları tüketmek isterken Batılı yaşam sitili olarak gördüklerini de istemiş ve kadınlar arzuladıkları Batılı mallara olan taleplerini artırarak çocuklarını büyütmek için evde kalmaya başlamışlardır.

1970’lerde odaklanma aldıkları malların kalitesine kaymıştır ve 1980’lere kadar Japonya’ya ithal edilmiş Amerikan mallarına Avrupalı malların da katılmasıyla gösteriş tüketimi esastı.

1990’lar ekonomik büyümenin sonunu getirdi ve alışveriş merkezleri ile “pound” ve “dolar” mağazalarının gelmesinin yardımıyla tüketiciler fiyata karşı bilinçli oldular. Kadın iş yerine yeniden girdikçe 2000’ler daha fazla parası olan “yeni zenginler” yarattı ve bunlar uygunluk ve kaliteli mallar için ödeme yapmaya istekli idiler. Ama küresel finansal kriz Japonya’da talebin azalmasına ve fiyat ile değer bilincinin geri dönüşüne yol açtı.

Bugün Japon tüketicisi indirim yapan perakendecileri ve online alışverişi kullanarak, maliyetlerini düşürmek için çok miktarda satın alarak ve (belki de çevre dostu olmak için daha fazla ödemeye isteksiz olmasına rağmen) çevreye olan ilgisi artarak daha çok Batılı bir tüketiciye benzemektedir. Japon tüketici evde daha fazla zaman harcamakta ve işe paketlenmiş öğle yemeği götürse bile dışarıda yemek yerine evde pişirmektedirler. Önceki gibi zamandan kazanmak için para harcamaya istekli olmak yerine artık odaklanma para tasarruf etmek için zaman harcama üzerinedir. Rekabet ettikleri markalı mallardan daha ucuz olan “kendi markaları” veya “özel etiketli markalara” artan bir ilgi vardır. Departmanlı mağazalar, alışveriş merkezlerine ve özel mallara karşı satış kaybetmektedir. Geçmişte olduğu gibi bütün tüketicilerin genel kabulünün yönlendirilmesi yerine, satın alma konusunda online alışveriş tüketicilerin kendi kararlarını vermesini sağlamaktadır.

Bunlar, tüketici davranışında büyük kaymalardır ve başarılı MNC’ler tüketici kültürünü sürekli izler ve değişen davranışlara çabuk bir biçimde reaksiyon gösterirler. Diğerleri adapte olma ile uğraşırken McDonald’s, Wal Mart, Amazon ve Ikea gibi şirketler başarılı bir şekilde büyümüşlerdir.

Başarılı olmak için, yabancı şirketlerin ihracat yaptıkları ülkelerin kültürlerini giderek daha çok anlamaları gerekmektedir.

**Politik Risk: Bazı Örnekler ve Yararlı Kaynaklar**

Politik riskin önemli kaynaklarından birisi ***yönetim (governance)*** riskidir: bu risk, yerel ülkenin yasal ve politik ortamı nedeniyle ana şirketin yavru şirketi üzerinde etkili bir kontrol uygulayamamasıdır.

Temel güçlük, yerel hükümet ile yavru şirket arasında amaçları arasındaki hedef çatışmasıdır. Bazı durumlarda, hükümetin yavru şirketin faaliyetlerinin sonuçlarını kendi amaçları ile çatışır görmesi olasıdır. Örnekler şunları içerebilir: savunma gibi anahtar sektörlerin yabancı kontrolü; yerel yönetimin ekonomik kalkınması üzerindeki etki; ödemeler dengesi; her düzeyde yabancı veya yerel işçilerin kullanımı; doğal kaynakların istismarı.

Hükümetler bir yavru şirketin nakit yaratma kabiliyetini ciddi bir biçimde etkileyecek düzenlemeler çıkarabilir. Bu çevreye ilişkin olabilir: örneğin BK’da dizel arabalar vergi avantajından yaralanıyorlardı ama bunların çevresel etkilerine karşı veriler çoğaldıkça hükümet dizel yakıt üzerindeki vergiyi artırdı ve Şubat 2017’de dizel araba satışları % 9 düştü. Araba yapımcıları ve etkilenen diğer işletmelerin, işlerini korumak ve yeni fırsatlar yaratmak için duyarlık ve düzenlemelerdeki bu değişmelere karşı etkili bir biçimde tepki göstermeleri gerekecektir.

İdeal olarak, potansiyel güçlükler çatışmadan önce görülmeli ve çözülmelidirler.

Çoğunlukla yerel hükümetler ve şirketler temel konuları belirlemede resmi uzlaşılar içine girerler. Bunlar şunları içerir:

* Ana şirkete gönderilecek paranın (remittances) niteliği, miktarı ve zamanlaması;
* Transfer fiyatlarının hesaplanmasının esasları;
* Gelir vergisi, satış vergisi, servet vergisi ve harcama vergileri dahil yavru şirkete uygulanacak olan vergiler
* Ana şirket ve yavru şirketin yerel sermaye piyasalarına ulaşımı;
* Örneğin yollar veya okullar gibi yerel alt yapı inşaatı veya emeklilik fonlarına katkı yapmak gibi yavru şirketin yerel ekonomiye katkı yapması yükümleri;
* Hangi yerel ham maddelerin kullanılabileceği;
* Yerel ülkedeki işe ana ülkeden getirilebilecek olan personelin kapsamı ve ülkeye çalışan getirmenin şirkete olan maliyeti;
* Ana şirketin projeden çıkma stratejisi.

Kâr payı ödemenin güçlüklerini Bölüm 14’de ayrıntılı bir biçimde tartışacağız. Burada, bazı yerel hükümetlerin ana şirkete yapılan komisyon, royalti ve mallar için yapılan ödemeleri kâr payı ödemelerinden daha tartışmalı gördüklerini söylemek yeterli olacaktır.

2017’de Financial Times’deki makalede Roger Blitz dünyanın önemli reverz paraları olan dolar, pound ve Euro üzerindeki politik riskin etkisini değerlendirmiştir.

Blitz, Brexit oylaması nedeniyle daha düşük fiyatla işlem gören pound benzeri bir risk gibi Fransa’daki başkanlık seçimi ve Fransa’nın AB’den ayrılma oylaması yapacağı riski nedeniyle Euro’nun diğer paralara karşı değer kaybettiği sonucuna ulaşmıştır. Euro 2017’de yapılacak Alman seçimlerinden de ters biçimde etkilenmiştir. BK’daki referandum ve ABD Başkanlık seçimlerinin şok sonuçlarından sonra piyasalar bir başka politik alt üst oluş olmasının olası olmadığını düşünse bile gelecekte yapılacak seçimlere reaksiyon göstermektedirler.

**Ülke Riski Analizini Yapma Metodolojisi**

Ülke riski analizi yapmanın çok sayıda farklı yöntemleri vardır. Finansal ve ekonomik verilerin yer aldığı kategori gibi bazı verileri elde etmek ucuz ve analiz etmek kolaydır. Diğer verileri toplamak pahalıdır ve bunları analiz etmek sübjektif ve güç olma eğilimindedir. Verilerin doğruluğu ve zamanlılığı da göz önünde tutulmalıdır.

Verilerin ve tekniklerin neler olduğu veri iken ülke riski analizi yapmada kullanılabilecek çok sayıda metodolojilerin olduğunu görmek sizin için sürpriz olmayacaktır. Ana yöntemler maliyet sıralaması ile verilmiştir.

***Sayısal Yöntemler***

Regresyon analizi dahil değişik istatiksel teknikler değişkenler arasındaki ilişkileri belirlemek için kullanılabilir ve bundan belirli bir endüstrideki şirket üzerinde ülkenin riskinin bir analizi yapılabilir. Böylesi teknikler bize sadece belirli bir değişmenin olası sonuçlarını söyler; meydana gelecek bu değişmenin nasıl olacağı hakkında bize bir şey söylemez. Sayısal teknikler diğer yandan subjektif verileri de içermeme eğilimindedir.

***Bir Kontrol Listesi***

Şirket, ilgili görülen politik ve finansal tüm faktörlerin bir kontrol listesini (checklist) yapabilir ve daha sonra faktöre ilişkin objektif veriye veya sübjektif yargıya dayanarak her faktöre bir sıralama (ranking) değeri özgüleyebilir. Daha sonra sıralamalar ülkenin risk düzeyini değerlemede kullanılabilecek sayısal bir derecelemeye (rating) dönüştürülür. Sayısal derecelemenin tam bir hesaplaması subjektif olacaktır.

***Delphi Tekniği***

Bu geleceğe ilişkin senaryoları tahmin etmede kullanılan popüler bir tekniktir. Panelist olarak isimlendirilen bir uzmanlar grubuna, diyelim ki bir ülke hakkında, görüşleri bir anket formu ile sorulur. İlk anketin sonuçları kullanılarak aynı panelistler ile ikinci bir anket tamamlanır. Kullanılan metodoloji değişebilir ve ürecin bir parçası olarak anketin kendisini değerlendirmelerine uzatılabilir. Aynı şekilde, her ikisi de sübjektif olsalar bile süreçten çıkan sorular cevaplar kadar yararlıdır.

***Kontrol Ziyareti***

Bir MNC politikacılar, iş dünyası liderleri ve tüketiciler ile buluşmak için ülkeye bir ekip göndermeyi düzenleyebilir. Bu muhtemelen bir başka yolla yapılamayacak biçimde ülkenin değerlendirmesini sağlayabilir ama kaçınılmaz olarak hikayesel ve sübjektiftir.

Bir MNC, politik ve finansal bulguların bir araya getirilmesinden oluşturulan tek bir sayı olabilen bir ülkenin risk derecelemesinin çıkarılmasından önce bu stratejilerin birçoğunu kullanabilir. Birçok şekilde nihai dereceleme, MNC’nin ülke hakkındaki bilgisini ve anlayışını kuşkusuz iyileştirecek olan gerçekleştirilmiş süreçten daha az önemlidir.

**Üçüncü- Taraf Veri Sağlayıcıları ve Analiz**

Risk analizini gerçekleştiren şirketler bazısı bedelsiz ve bazısı bedelli çok sayıda hizmete ulaşabilirler. Bunların her birinin riskleri nasıl değerlendirdiklerini görmek aydınlatıcı olacağından bedelsiz olan bazılarına kısaca göz atmak istiyoruz. İlgilendiğiniz herhangi bir ülke hakkında daha fazla bilgi edinmek için bunları kullanabilirsiniz. Öğrencilerimin çoğu bunları cazip bulmuştur.

Analizlerin bazılarına göz atmadan önce biraz terminolojiyi açıklamak yararlı olacaktır.

Ekonominin ***yapısı,*** birincil sektörler (tarım, balıkçılık, madencilik), ikincil sektörler (imalat ve inşaat) ve üçüncü ekonomik sektörlerden (turizm, bankacılık ve yazılım gibi) gelen çıktı, ticaret gelirleri ve istihdamın değişen dengesinin bir ölçütüdür. Ekonomik yapıdaki değişmeler normal iken bir sektörden diğerine kaymalar yapısal işsizlik yaratabilir. Bir örnek, ABD’inde ulusal işsizlik oranı %10’dan az iken Colorado’da inşaat sektörü çalışanları arasındaki işsizlik oranının %15 olmasıdır.

Ticaret açığı veya fazlası bir ülkenin ihracatı ile ithalatı arasındaki farkı gösterir. Sonuç pozitif ise ülke fazlaya sahiptir. ABD 2017’de toplam USD 7 trilyon civarındaki açıkla, tarihsel olarak en büyük ticaret açığını yaşamaktadır. Büyük ticaret açığı olan diğer ülkeler Avustralya, BK, İspanya ve Meksika’dır. Büyük bir ticaret açığı olan ülke, üretimi düştükçe yüksek-nitelikli işler dahil iş kaybına uğradığını ve yerel olarak üretilen mallar bulunmaz oldukça da ithalat yapmaya mecbur kaldığını görecektir.

***The Economist Intelligence Unit***

The Economist Intelligence Unit haftalık dergi formatında bir gazete olan yüksek itibara sahip *Economist’*i üreten bir grup tarafından yönetilen bedelli bir hizmettir. Ülke riski analizini yaparken dikkate aldıkları faktörler ile ilgileniyoruz.

Economist’in operasyonel risk modeli aşağıdaki 10 riskin özelliklerini dikkate almaktadır:

* Güvenlik;
* Politik istikrar;
* Kamu yönetiminin etkinliği;
* Yasal ve düzenleyici ortam;
* Makroekonomik riskler;
* Dış ticaret ve ödeme konuları;
* İş gücü piyasaları;
* Finansal riskler;
* Vergi politikası;
* Yerel altyapının standardı.

Bu risk özellikleri, değişik iş sektörleri üzerindeki etkisine göre alt bölümlere ayrılmıştır.

Modelin tahmin kabiliyetini iyileştireceğine inanıldığı için model, hükümetin değişik kriz senaryolarına olası reaksiyonu gibi niteliksel değişkenleri de kullanmaktadır. Sayısal risk faktörlerinin her birisine 0 ve 100 arasında değişen risk derecesi verilmiştir; daha düşük sayı daha düşük risk anlamına gelmektedir. Veriler bir kez toplanıp modele girdi olarak verildiğinde EIU modeli analiz etmek ve her ülkenin riskinin bir değerlendirmesini çıkarmak için bir uzmanlar kurulu kullanmaktadır. Kullandıkları risk faktörleri hakkında daha fazla bilgi edinmek ister iseniz EIU internet sitesinde açıklama bulabilirsiniz ***(EIU, 2010).***

***Euler Hermes***

Euler Hermes, ülke riski analizi üzerine çok sayıda rapor üreten küresel bir danışmanlık şirketidir. Şirketin internet sitesinde renklerle kodlanmış bir küresel harita, her ülkenin politika ve ekonomisi hakkında kısa bir rapor ve her ülke hakkında indirme seçeneği olan uzun bir rapor bulursunuz. [[60]](#footnote-60)Ayrıca Euler Hermes, ülkeler itibariyle çok sayıda iş sektörünün risklerinin de değerlendirmesini yapmaktadır. Haritadan ülkelerin komşu ülkeleri ile benzer risk derecelerine sahip olduklarının görmek ilginçtir.

Euler Hermes’in temel odaklandığı konu bir şirketin borçlusundan ödemeleri alamaması riski olan temerrüt riskidir. Euler Hermes, ekonominin yapısı, bütçe ve para politikası, borçluluğu, ticari dengesi açığı veya fazlası, bankacılık sisteminin istikrarı, düzenleyici ve yasal ortam hakkındaki algı, yolsuzluğun kontrolü, politik istikrar, sosyal bağlılık ve uluslararası ilişkiler hakkındaki verileri kullanır.

***OECD***

OECD dünyada insanların ekonomik ve sosyal refahının iyileştirecek politikaların geliştirilmesi için hükümetlerle çalışan bir ulus-üstü organizasyondur. IMF ve Dünya Bankası gibi diğer ulus-üstü organizasyonlarla ortak olarak OECD ülke riski değerlendirmesi dahil birçok ülkeden verileri toplar ve analiz eder.

Ülke ve kurumsal risk sınıflaması iki riske odaklanır. Birincisi, yerel nakit akımlarının ana ülkeye gönderilmesini önlemek veya gönderilen yerel nakit akımlarından alınacak ana ülke parası miktarını azaltmak amacıyla hükümetin eylem bulunabilme riskidir. Ülke riskinin ikinci unsuru, depremler veya olağanüstü hava gibi öngörülemeyen olaylar riskinden ve savaş veya iç karışıklıklar gibi olağanüstü olaylar riskinden kaynaklanan risktir. OECD, risk sınıflamasını belirlemek için sübjektif stratejiler kullanmaktadır.[[61]](#footnote-61)

***Transparency International***

TI kendisini, kamu sektöründe yolsuzluğa küresel ölçekte karşı koymak misyonu olan bir küresel koalisyon olarak tanımlamaktadır. İşinin bir parçası olarak dünya ölçeğinde ülkelerin yolsuzluk düzeylerinin yıllık değerlendirmesini yayımlamaktadır. 2016 sıralamaları belki de tahmin edilebileceği gibi en az yolsuzluk olan kamu sektörünün Yeni Zelanda’da; diğer en tepedeki yerlerin de Batı Avrupa ve Kuzey Amerika’da olduğudur. Belki de ne önemlisi, TI yolsuzluğun küresel olarak arttığını ve hepsinin en ilginci yolsuzluğun düzeyi ile ülkedeki eşitsizliğin düzeyi arasında güçlü bir korelasyon olduğunu bulmuştur. TI’nın bütün verilerini ve analizlerini internet sitesinde ( [www.transparency.org](http://www.transparency.org) ) bulabilirisiniz.[[62]](#footnote-62)

Uygulamada kısa dönemde faiz oranları ve enflasyon gibi bazı trendleri tahmin etmek olası olmakla birlikte meydana gelen birçok olayı kimse tahmin edemezdi. Bunların birkaçını verebiliriz:

* Dünya Ticaret Merkezine terörist atakları;
* Brexit
* ABD’de Başkan Trump’ın seçilmesi.

Bir ülkenin talihini değiştirebilen sadece dramatik olaylar değildir. Nüfüsun yarısı fakirlik çizgisinin altında yaşamasına rağmen Venezuela dünyanın en zengin petrol yatakları ile 2000’de Güney Amerika’daki en zengin ülkesi idi. Venezuela bugün borç ödemelerinde temerrüde düşmüş ve ekonomik olarak çökebilecek bir ülkedir. [[63]](#footnote-63) Burası, bunun nedenlerini incelemenin yeri değildir ama bu bize bir ülkenin talihinin ne kadar çabuk değişebileceğini göstermektedir.

Uygulamada, MNC’lerin yatırım yapabilecekleri veya ihracat yapmak istedikleri ya da ithalat yaptıkları ülkeleri izlemeleri gerekmekle birlikte sürekli değişen dünyaya çabuk bir biçimde tepki verebilmek veya uygun kambiyo kurları gibi fırsatları değerlendirmeye hazır olmak ve kendilerini tehditlerden koruyabilmek için esnek olarak kalmaları daha önemlidir.

**Çok Uluslu Şirket Maruz Olduğu Ülke Riskini Nasıl Azaltabilir?**

Bir MNC’nin yerel bir ülkede faaliyetinin risklerini sınırlayabileceği birçok yol vardır:

Yavru şirketin gereksinimi olan sermayeyi ana şirketin sağlaması yerine yerel olarak borçlanmak. Yavru şirkete sermaye sağlamak için bir veya daha fazla yerel bankayı kullanmak MNC’nin iş için gereksinme duyduğu sermayenin tamamı için bir riske sahip olmadığı ve yerel bankaların fiilen yavru şirket ile birlikte ülke riskini paylaştıkları anlamına gelmektedir.

Ayrı bir yavru şirket kurmaktan ziyade iş ortaklığını kullanmak ve öylece diğer işletmelerin de işin yaşamasını yüklenmelerini sağlamak.

Yerel insanları istihdam etmek yerel toplumunda MNC’nin ülkedeki faaliyetlerine yatırım yapmalarını sağlar.

**Yatırım Değerlemesi**

Bir ülkede yatırım projesini değerlendirme kararı alınır ise daha sonra ülke riski derecelemesi ülkeye yatırım yapma ya da yapmama kararı verilmesinde kullanılabilir. Ama kullanılabilecek başka yollar da vardır.

Birincisi, bir yatırım değerlemesinin yapılmasında net şimdiki değeri hesaplarken kullanılacak iskonto oranını belirlemeye yardımcı olması için ülke riskini kullanabiliriz. Şimdiye kadar şirketin sermaye maliyetini iskonto etmede kullanmıştık ama çok riskli olduğu düşünülen bir ülkede yapılması değerlendirilen yatırıma karşı risk ve getiri arasındaki temel ilişkinin yansıtılmasını ileriye sürebiliriz. Diğer yandan, çeşitlendirme bir MNC’nin sistematik riskini uzaklaştırılmasını sağladığından çeşitlendirilmiş olmanın bir MNC için çok avantajlı olduğunu ileriye sürmüştük. Bu nedenle bir MNC, yüksek risk derecelemesine sahip olan bir ülkeye yatırım yapmanın faaliyette bulunduğu diğer ülkelerde karşılaştığı faktörlerden farklı risk faktörleri sağlaması nedeniyle yapmaya değer olduğu sonucuna ulaşabilir.

**Özet**

Ülke riski analizi, birçok alana ayırılabilir: politik risk, ekonomik risk ve kültürel risk. Son yıllarda ülke riski analizi daha analitik ve karmaşık olmuştur; aynı zamanda, belki de en sürpriz olanları ABD ve BK olmak üzere değişik ülkelerde çok sayıda şok olmuştur. Bu da MNC’nin ilgilendiği ülkeleri dikkatli ve sürekli analiz etme gereğinin önemini artırmaktadır. Ayrıca, ülkeler hakkında devasa boyutta verinin olduğu ve birçok kuruluşun verileri yorumladığı bir dönemde yaşıyoruz. Bu nedenle ülke riski analizini yapma olanakları boldur.

**Sorular**

**Soru 1**

Bir ölçüde iyi bildiğiniz bir ülkeyi seçin ve bir ülke risk analizi yapmak için online veri ve analiz kaynaklarını kullanın. Bulgularınızı ülkeye ilişkin kişisel bilgileriniz çerçevesinde yansıtınız: online analizler ile aynı görüşte misiniz; herhangi bir sürpriz var mı?

**Soru 2**

İlgilendiğiniz ama hakkında çok şey bilmediğiniz bir ülkeyi seçin. Soru 1’de belirtilen ile aynı online veri ve analiz kaynaklarını kullanarak bir ülke riski değerlendirmesi yapın. Yaptığınız analize göre ülkenin FDI almak için ne kadar çekici olduğu konusunda bir sonuç çıkarın. Soru 1’deki bulgularınızı yansıtarak, ülkenin FDI’ne uygunluğu hakkında güvenilir bir sonuç çıkarmak için ihtiyacınız olan ilave bilgiyi belirleyin.

**EKLER:**

1. **Euler Hermes Metodolojileri**

Euler-Hermes ülke riski derecelmesi iki tür metodolojiye dayanmaktadır.

***Ülke Risk Metodolojisi***

Bir ülkede şirketlerin ödeme yapmama risklerini ölçen Ülke Risk Derecelemesi belirlenirken genel olarak değerlendirme iki unsura dayanmaktadır.

Birincisi ***Ülke Derecesi (Country Grade)*** olup ülkeler orta-vadede AA’dan D’ye doğru sıralanmaktadırlar. Sıralama AA, A, BB, B, C, D şeklindedir. AA’dan D’ye doğru gittikçe ülkenin risk düzeyi artmaktadır. AA en risksiz ülke iken D en riskli ülke sayılmaktadır. Bu üç ölçütün birleşimi olan bir derecelemedir: Makroekonomik dereceleme, Yapısal iş Ortamı Derecelemesi, Politik Risk Derecelemesi

İkincisi Ülke Risk Düzeyi (Country Risk Level), 1-4 arasında değişen ve 1 (düşük), 2 (orta),3 (duyarlı), 4 (yüksek) şeklinde yapılan kısa süreli bir derecelemeyi göstermektedir. 1 en düşük risk düzeyini 4 ise en yüksek risk düzeyini göstermektedir. Kısa süreli dereceleme iki göstergenin bileşimidir: Finansal akımlar göstergesi, Döngüsel (cyclical) risk göstergesi.

Mart 2020 sıralamalarına göre Türkiye’nin orta dereceli notunu gösteren Country Grade notu C; Kısa süreli notunu gösteren Country Risk Level notu ise duyarlı (sensitive) olup 3’tür.

***Sektör Risk Metodolojisi***

Bir ülkede şirketlerin ödeme yapmam riskleri şirketler 18 sektöre ayrılarak değerlendirilmektedir. Değerleme 1’den 4’e doğru yapılmakta ve 1 en risksiz iken 4 en riskli sektör olarak kabul edilmektedir.

Sektör risk derecelemesi 4 temel faktöre dayanmaktadır: talep, kârlılık, likidite, iş ortamı. Rakamsal veriler uzman değerlendirmeleri ile birleştirilerek nihai dereceleme belirlenmektedir.

2020’nin ilk çeyreğinde yapılan değerlendirmelere göre 70 ülkede 126 sektörün derecelemeleri düşürülmüştür. Ülkemizde ulaştırma (transportation) sektörünün puanı en kötü risk düzeyine indirilmiştir.

1. **OECD Ülke Risk Sınıflaması**

**Ülke Risk Primi Hesaplama ile İlgili Açıklamalar Ülke Risk Kategorisi (Türk Eximbank notu)**

OECD ülke riski uzmanları tarafından 3 ayda bir ülkelerin riskliliği 0 ile 7 kategorileri arasında değerlendirilerek OECD ülke risk kategorisi listesi oluşturulur. Söz konusu listeye OECD’nin “Country Risk Classification” sayfasının en altında yer alan “Current Country Risk Classifications” bölümündeki “Prevailing Country Risk Classification (PDF)” linkinden ulaşılabilmektedir. İlgilendiğiniz ülkenin risk kategorisi bu listeden bulunabilir.

**Alıcı Risk Kategorisi**

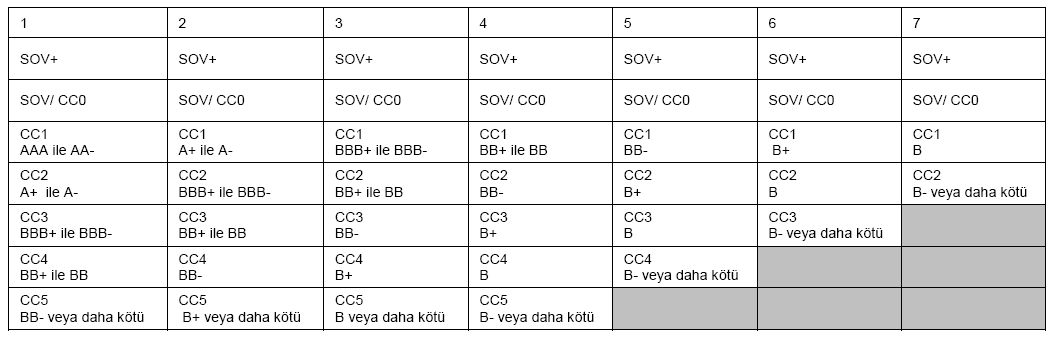
İlgilenilen ülkedeki alıcının niteliğine ve/veya kredi notuna bağlı olarak risk primi farklılık göstermektedir. Bu aşamada alıcının durumu aşağıdaki kriterleri göre tespit edilerek seçilir.

BTS: İlgili ülkenin kredi notundan daha iyi nota sahip alıcıları kapsamaktadır. Alıcıların bu kategoride önerilebilmesi için uluslararası derecelendirme kuruluşlarınca da bu durumun onaylanmış olması gerekmekte ve konu OECD nezdinde incelenmektedir. Devlet kuruluşları, eyaletler, belediyeler bu kapsamda değerlendirilemez.

SOV/CCO: Bu kategori, ilgili ülkede devlet adına borçlama yetkisi olan kurluşlara (Maliye veya Ekonomi Bakanlıkları, Hazine vb) açılan krediler ile devlet garantisi verilmesi durumunda seçilmektedir.

CC1, CC2, CC3, CC4, CC5 sınıflandırmaları: Söz konusu sınıflandırmalar aşağıdaki tabloya bağlı olarak seçilecektir. Tablo, 1 ile 7 arasındaki ülke riski kategorileri için hazırlanmış olup CC1, CC2, CC3, CC4, CC5 sınıflandırmalarının alıcının derecelendirme kuruluşlarından aldığı notlara göre yapılmasını sağlamaktadır.

Örneğin, ülke riski 2 olan bir ülkede kredi notu BB+ ile BB arası olan bir alıcı CC3 olarak seçilmelidir. Kredi notu olmayan alıcıların hangi CC sınıflamasından yer alacağına, ülke kredileri bölümü tarafından alıcı incelenerek karar verilecektir.



**Kullandırım Dönemi**

Kredinin çekilişlerinin yapılacağı dönemi “ay” olarak belirtmektedir. Projelerde yatırım dönemi, mal ihracatında ise sevkiyat dönemi olarak alınabilir.

**Geri Ödeme Dönemi**

Kredinin geri ödeme dönemini “ay” olarak ifade etmektedir.

**Finansal Destek Tipi**

İşlemle ilgili talebin ülke kredisi veya orta vadeli sigorta olması duruma göre seçilecektir.

**13**

**YÜKSELEN PİYASALAR**

**Bu bölümün sonunda;**

* **Yükselen piyasaların temel özelliklerini tartışabileceksiniz;**
* **Yükselen piyasaların karşılaştığı bazı güçlükleri belirleyeceksiniz;**
* **Yükselen ekonomilerde yatırım yapmanın MNC’ler için yararını tartışabileceksiniz;**
* **Günümüzde küresel ekonomi üzerinde yükselen piyasaların etkisini tartışabileceksiniz**

**Giriş**

Küresel finansal krizden bu yana Batının gelişmiş piyasaları göreli olarak düşük büyüme oranları sağlamışlar ve bütün gözler dünyanın gereksinme duyduğu büyüme ve yani pazarları sağlayan Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin’den oluşan BRIC ülkelerinin yeni heyecan verici yükselen piyasalarına çevrilmiştir.

Bu bölümde yükselen bir piyasanın ne olduğunu ele alacak ve bunların ikisinin ***talihini*** izleyeceğiz. Son olarak yükselen piyasaların bugünkü durumunu değerlendireceğiz.

**Yükselen Piyasa Nedir?**

***Yükselen piyasalar (emerging markets***) kavramı 20. Yüzyılın sonlarına doğru ortaya çıkmış ve terim 1980’de kullanılmıştır; o zamana kadar böylesi ekonomiler AGÜ- az gelişmiş ülkeler (LCDs -less developed countries) olarak nitelenmişlerdir. Terimin bugün artık yararı olmadığı düşüncesi vardır, ama yerine yenisi bulunmadığından onu kullanmaya devam edeceğiz.

Bir yükselen piyasayı nelerin oluşturduğu konusunda resmi bir görüş birliği yoktur ve çok sayıda birbiri ile yarışan tanımlamalar vardır. Örneğin yatırım araştırma firması MSCI tanımlamasını, pazarın yabancı sahipliğe ve sermaye açıklığı yanı sıra büyük şirketlerin sayısına ve kamuya sunulan payların oranına dayandırmaktadır. Buna karşılık FTSE hangi şirketlerin kabul edilebilir nitelikte olduğunu belirlemek için sayısal bir puan sistemi kullanmaktadır. Bu farklı ölçülerin sonucu olarak MSCI Güney Kore’yi dahil ederken FTSE’nin eşdeğer endeksi etmemektedir. Bir yükselen piyasanın ne olduğu konusunda pragmatik bir genel görüş birliğini kabul edeceğiz.

Geniş anlamda konuşur isek yükselen piyasa, gelişmiş bir ekonominin bazı özelliklerini gösteren ama güçlü bir yasal sistem, sağlam sermaye piyasaları gibi gelişmiş bir ülkenin düzenleyici alt yapı eksikliği olan bir ülkedir.

Yükselen piyasaların çoğunluğu gelişmiş bir ülke olmaya doğru giderken, gelişmiş ülke olana kadar küçük gelişmiş bir ülkenin bozularak yükselen piyasa olması mümkündür. Küresel finansal kriz ve ardından Euro krizi ile ciddi biçimde zayıflayan Yunanistan böyle bir ülkedir ve şimdi yükselen bir piyasanın kriterlerini karşılamaktadır.

BRIC terimi ilk kez 2001’de Dünya Bankası’nda Jim O’Neill tarafından dünyanın en büyük yükselen piyasalarını tanımlamak için kullanıldı: Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin. Büyüklük bakımından sonraki büyük piyasalar Güney Kore, Meksika, Türkiye ve Suudi Arabistan’dır. Suudi Arabistan, istikrarlı altyapı yetersizliği, yüksek yolsuzluk düzeyi ve göreli olarak yüksek petrol rezervleri ve petrol gelirine rağmen eşitsizlik nedeniyle genellikle gelişmiş bir ülke olarak görülmemektedir.

Birçok yatırım bankası yatırımcıların yükselen piyasalara yatırım için dolaylı olarak kullanabilecekleri yükselen piyasa endeksi ile çalıştıkları için yükselen piyasaların tanımlaması gereklidir.

Yükselen piyasa olarak nitelenecek kadar yeterince gelişmemiş olan ülkeler ise çoğunlukla “sınır ülkeleri” (frontier countries) olarak isimlendirilmektedir.

**Yükselen Piyasaların Özellikleri**

Yükselen piyasalar, düşük orta kişi başına gelire sahip olma eğilimindedirler. Genellikle kapalı bir ekonomi olmaktan açık pazar ekonomisi olmaya doğru geçiş içindeki ekonomilerdir. Hükümetler, ne üretileceği ve hangi fiyata satılacağını belirlemeyi piyasalara bırakmak yerine iş yaşamını düzenlemeye meyillidirler. Yabancıların şirketler ve pay sahibi olması ve kâr payı biçiminde, kredi geri ödemeleri hatta ana şirkete faiz ödenmesi biçiminde sermaye transferi konusunda hükümetin kısıtlamaları olabilir. Aynı zamanda, yükselen piyasalar, modern bir ekonomide gerek duyulan hesap verebilirliği kendilerinin yaratmak durumunda olabilirler.

Tipik olarak, genç nüfusları, şirketlere ve yatırımcılara yüksek getiri teşviği sunma ile yükselen ekonomiler hızlı büyüyen ekonomilerdir. Ama bildiğimiz gibi bu yüksek getirilerin nedeni bu ekonomilerin çok riskli yatırımlar olmaları ve uygulamada çoğunlukla beklenen getirileri vermemelerdir.

**Ekonomik Sistemler**

Ekonomik sistemleri analiz etmenin bir yolu, ekonomileri bir uçta kumanda ekonomileri ve merkezden planmış sistemler ve diğer uçta da serbest piyasa ekonomileri olan kesintisiz bir sürem (continuum) olarak düşünmektir. Merkezden planlanmış bir sistemde, hükümet ülkenin ekonomik kaynaklarına sahiptir ve devlet üretimi planlar. Bir serbest piyasa ekonomisinde, fertler ve işletmeler ekonomik kaynaklara sahiptiler ve pazar güçleri üretimi yönetir. Uygulamada, bu iki uç durumdan birisinde olan bir ülke yoktur. Bu iki uç durum arasındaki bir ekonomi, üretim kaynaklarının sahipliğinin devlet ve kişiler arasında bölündüğü bir karma ekonomi olarak tanımlanmıştır.

Dünya Bankası ülkelerin GSYİH’nın hükümetler tarafından harcanma oranlarını yayımlamaktadır. Bu bazen “devletin büyüklüğü / kamu kesiminin büyüklüğü- size of government” terimi ile ifade edilmektedir. Beklediğiniz gibi bu veriyi elde etmek güçtür ve en son açıklanan 2014 verileri aşağıdadır. [[64]](#footnote-64)

**Tablo: 13.1. Devletin Nihaî Tüketim Harcamaları (GSYİH’nın % si)**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Ülke** | **2014** | **2018** |
| **Gelişmiş Ülkeler** |  |  |
| ABD | 14.4 | 14.1 |
| Almanya | 19.2 | 19.9 |
| BK | 19,4 | 18.5 |
| Fransa | 23.9 | 23.4 |
| Kanada | 21.2 | 2.10 |
|  |  |  |
| **Yükselen Ekonomiler** |  |  |
| Brezilya | 20.2 | 19.7 |
| Çin | 13.8 | 14.7 |
| Hindistan | 10.6 | 11.2 |
| Rusya | 19.1 | 17.4 |
| Türkiye | 13.8 | 14.8 |

Yukarıdaki tablodan görebileceğimiz gibi gelişmiş ekonomilerin çoğu; Fransa gibi, göreli olarak yüksek kamu harcamaları düzeyine sahiptirler. Bu sosyal refah harcamaları ile eğitim, sağlık, savunma ve polis, çöp toplama gibi diğer hizmetleri kapsamaktadır. ABD’nin harcama yüzdesi çok daha düşüktür ve muhtemelen Kanada ve diğer Batı Avrupa ülkelerinden çok daha küçük refah devletine sahip olan bir ülkeden bunu bekleyebiliriz.

BRIC ülkeleri arasında gerçek bir bölünme vardır; Çin ve Hindistan önemli ölçüde düşük yüzdelere sahipken Brezilya ve Rusya gelişmiş ülkeler ile aynı yüzdelere sahiptirler. Brezilya, 2016’nın sonunda, 2037 yılına kadar kamu harcamalarının artışına yalnızca enflasyon oranı kadar artış sınırı koyan bir yasayı kabul etmiştir. Hükümet tarafından harcanacak GSYİH’nın yüzdesi oranında bir düşüş ile gelecek 20 yıl boyunca ekonominin büyümesi sağlanacaktır.

Askeri harcamaları yüksek olmasına rağmen Rusya da kamu harcamalarını düşürmektedir.

Kamu harcamaları bir ülkeden diğerine büyük ölçüde değişmesine rağmen ele aldığımız ülkelerin hepsi karma ekonomiye sahiptir.

Merkezden planlanmış bir ekonomide odaklanma, grubun refahı üzerinedir ve amaç grup içinde eşitlik yaratmaktır. Bunlar alkışlanabilecek amaçlar olsa da uygulamada böylesi sistemler ekonomik büyüme yaratamadı ve insanlar için değer yaratma müşevviği sağlayamadı, hiçbiri tüketicilerinin gereksinmelerini karşılamadı. Nihayetinde, 20. Yüzyılın sonunda Rusya gibi ülkelerdeki komünist sistemin çökmesinin bir nedeni budur.

Bir karma ekonomide odaklanma, servetin hakkaniyetli bir biçimde dağılımıyla paralel olarak istikrarlı büyüme ve düşük işsizlik oranları sağlayacak ekonomik istikrar üzerinedir. Bunu gerçekleştirmeyen hükümetler kendilerini muhalefet partilerinin, medyanın ve vatandaşlarının baskısı altında bulurlar. Ama uygulamada, devlet-sahipliğindeki endüstriler özel sahiplikteki endüstrilerden daha az etkindirler ve fiyatlar ile vergiler daha yüksek olma eğilimindedir. 1980’lerde BK ve ABD tarafından öncülük edilen birçok ekonomi çok sayıda devlet-sahipliğindeki kuruluşları özelleştirdi, bu büyüme ve kârlılıkta bir artış ile sonuçlandı. Özelleştirilmiş endüstriler yatırım yapmak için hükümet kısıtlamaları olmaksızın borçlanabilme olanağına sahip oldu ve tüketicilere daha fazla seçenek vererek daha fazla kârlı faaliyetlere yatırım yapmak için kârlı olmayan işlerini tasfiye edebildiler. Arz ve talep yasası bir serbest piyasa ekonomisinde temel olmakla birlikte hükümetler önemli bir rol üstlenmeyi korudular:

* İşletmelerin dürüst bir biçimde davranmalarını ve tüketicilerin çıkarlarının korunmasını sağlayacak güçlü bir yasal sistem sağlamak. Tekelleri önleyecek yasalar bunun bir örneğidir.
* İşletmelerin mülkiyet haklarını korumak, örneğin markaların korunmasını sağlayacak yasaları uygulamak gibi.
* İş dünyası ve tüketiciler için istikrarlı bir ortam sağlamak. Bunun anlamı politik istikrar yanı sıra ekonomik istikrar, finansal istikrar ve parasal istikrardır.

Dünyadaki ekonomiler üzerine yapılan çalışmalar serbest piyasa ekonomilerinin bu ülkelerin zenginliğinin artmasına neden olduğunu kesinlikle göstermektedir.

2017 Ekonomik Özgürlük Endeksi, dünyada en fazla ekonomik özgürlüğü olan beş ülkeyi Hong Kong, Singapur, Yeni Zelanda, İsviçre ve Avustralya olarak listelemektedir (Miller ve Kim, 2017).

Endeks dört temel ölçüte dayanmaktadır: hukukun üstünlüğü, kamu kesiminin büyüklüğü, işletmelerin, emeğin ve sermayenin serbest olmasını sağlayan düzenlemelerin kapsamı, ülkenin pazarlarının açıklığı.

BK’ın 12nci sırada, ABD’nin 17nci ve Almanya’nın 23üncü olmalarını bilmek ilginç olabilir. Buna karşılık Çin 111nci, Rusya 114üncü, Brezilya 140ncı ve Hindistan 143üncü sıradadır. [[65]](#footnote-65)

Buradan yüksek ekonomik özgürlük derecesine sahip olan gelişmiş ülkeler ile çok daha düşük düzeylerde dereceye sahip yükselen piyasalar arasındaki farkı açık bir biçimde görebiliriz.

Gelişmiş piyasalar ile yükselen piyasalar arasındaki farkların bir kısmını açık biçimde belirledik. Şimdi, yükselen ekonomilerin hükümetlerinin geleneksel ve merkezden planlanmış bir ekonomiden vatandaşlarının zenginliğini artıracak olan serbest piyasa ekonomisine geçiş için kullanmaları gereken stratejileri ele alabiliriz.

Hükümetler, bütçe açıklarını düşürmek için vergi tahsilatı ve harcamalarını yönetmeleri gerekir. Bu iş çok kolay değildir, özellikle de ülke yaşlanan bir nüfusa ve düşen bir çalışan yaştaki insan oranına sahip ise. Hükümetlerin, ekonomik faaliyetlerin düzeyinin ve fiyatların oluşmasını belirlemede arz ve talep kanununun kullanımına doğru yönelmesi gerekir. Devlet-mülkiyetindeki işletmeler özelleştirilmeli ve özel işletmelerin faaliyette bulunmaları sağlanmalıdır. Son olarak ticaret ve yatırımın önündeki engeller kaldırılmalı ve kambiyo kontrollerinin ise ilga edilmelidir. Gerçekte Bölüm 4’de eleştirdiğimiz IMF ve Dünya Bankası tarafından desteklenen neo-liberalizmi tanımlıyoruz. Belki de temel konu, reformların uygulamaya konuş biçimidir. Muhtemelen getirilen reformların sıralaması önemlidir.

Yükselen bir ekonominin, yukarıda tanımladığımız bir serbest piyasayı yaratması için gerekli adımları atmasını kısıtlayan birçok faktör vardır:

* Yükselen piyasa vatandaşlarının dünya çapında (World-class) bir şirketi geliştirmeleri için gereken yönetimsel becerileri yetersizdir. Doğrudan yabancı sermayenin (FDI) önemli bir yararı MNC’nin kıdemli yöneticilerini ülkeye göndermesi ve işin başarılı olması için yerel kişilere uygun eğitim sağlaması olasılığıdır.
* Gelişmemiş olduğu ve ülkede yatırım için fon yetersizliği olduğundan yerel sermaye piyasasında yerel bir işletmenin sermaye bulabilmesi muhtemelen olası olmayabilir. FDI münferit bir işletme için gerekli başlangıç sermayesi sağlamaya ve sermaye piyasalarının gelişmesine de katkıda bulunarak yardımcı olabilir.
* Dünya çapında bir şirketin gereksinmelerini sağlamak için gerekli kültürel değişme bir ülkenin çalışanlarının öğleden sonra iki saat siesta yapmalarının ve iş gününü saat 7 civarında sonlamanın geleneksel olduğu İspanya açıklamaktadır. Bu, okul çağı çocuğu olan ve ebeveynlerin her ikisi de çalışan aileler için halletmeleri güç bir durum yaratmaktadır. İspanya’nın, saatlerin geri alınması dahil komşuları ve ticari ortakları ile aynı çalışma saatlerine geçebilmesini sağlayacak değişik öneriler yapılmıştır. Böylesi bir değişim zaman alır ve bazıları istekli olsalar da bazılarının hoşuna gitmez.
* Ülkeye gelen bir MNC veya yerli bir firma çevre üzerinde ters bir etkiye neden olabilir. Yetersiz yasal altyapı nedeniyle yükselen bir piyasanın çevresini başarılı bir biçimde koruması güç olabilir. 2014’de Coca Cola, Hindistan Varanasi’deki tesisini, yüksek düzeydeki su tüketiminin bölgedeki suyu azaltması ve yerel çiftçileri etkilemesi nedeniyle 2006’daki açlık grevi dahil yerel halkın on yılı aşkın protestolarından sonra kapatmaya zorlandı. Ayrıca, şirket hakkında dışarıya akıtılan kirlilik nedeniyle cezalandırılması konusunda şikayetler vardı. Sorunu azaltmak amacıyla dizayn edilen düzenlemelere rağmen Çin kirlilikten kötü biçimde etkilenmektedir. 2011’de çıkarılan hava kirliliğini önleyen yasaya rağmen Ocak2017’de 32 şehirdeki hava kirliliği kırmızı alarm ile tüm zamanların en yükseği olmuştur. Artış oranı yavaşlamaya başlamakla birlikte CO2 salınımları artmaya devam etmektedir.

Yükselen ekonomi ortamını, yükselen piyasalarda MNC’lerin yatırım yapmasının yararlarını ve risklerini belirlememizi sağlayacak bir ayrıntıda ele aldık.

Yükselen bir piyasada yatırımın MNC için en büyük faydası çeşitlendirme yararıdır. Küresel olarak ülkeler bir diğeri ile giderek artan bir ölçüde pozitif olarak ilişkili olmaktadırlar, ancak yükselen ekonomiler gelişmiş ekonomiler ile pozitif olarak ilişkili olmakla birlikte, gelişmiş ülkelerin diğer bir gelişmiş ülke ile olduğundan daha az ilişkilidirler (correlated). Bölüm1’de çeşitlendirmenin yararlarını ele almaya başlamıştık. Çeşitlendirme bu kitabın ana temasıdır. Çeşitlendirme, riskin düşürülmesi anlamına gelmektedir ve yükselen piyasalar doğası gereği gelişmiş ülkelerden daha riskli olmalarına rağmen çeşitlendirmenin yararları riskten daha fazladır.

Yükselen piyasalarda yatırım yapmanın diğer önemli yararları şunlardır: MNC’ler birçoğu hızlı bir biçimde büyüyen yeni piyasalara ulaşabilmeleri; FDI’nin yararlarını arayan hükümetler tarafından sağlanan ucuz finansmana ulaşmak; ucuz emeğe ulaşmak; pay sahiplerinin küresel çeşitlendirme olanaklarını artırmak.

Şimdi bir Hint şirketi tarafından sahip olunan bir BK şirketi olan Jaguar Land Rover ile onun Çin’deki faaliyetleri örnek olarak ele alalım.

**ÖRNEK OLAY** Jaguar Land Rover

Jaguar Land Rover (JLR), 2008 yılında bir Hint MNC’si olan Tata Motors tarafından satın alınan bir BK MNC’sidir. JLR lüks arabalar ve SUVs (sports utılity vehivles) üretmektedir. JLR ve Çin’li bir araba üreticisi olan Chery, Çin’de JLR araçları ve motorlarımı üretmek için bir iş ortaklığı olan JLR China’yı kurmak için anlamışlardır. Anlaşma Çin’de yeni bir araştırma ve geliştirme tesisini de içermektedir. JLR, hem büyük ölçüde rekabetçi hem de büyüyen bir piyasa olan Çin araba pazarının lüks kesimini hedeflemişti. 2016’da Çin JLR arabalarının en büyük pazarı idi.

2016 sonunda JLR China, doğrudan BK’daki CEO’ya raporlama yapan ilk Çinli yöneticisini atadı ve aynı zamanda Çin’deki yıllık üretimi 70,000’e ve toplam üretimini 200,000 araca çıkaracağını açıkladı.

JLR’nin 2015/16 Yıllık Raporundan bir alıntı aşağıdadır.

**Şekil 13.1 Jaguar Landrover’ın Yıllık Raporundan Alıntı, 2015/2016 (GBP milyon)**

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | **BK** | **ABD** | **Çin** | **Avrupa’nın Kalanı** | **Dünyanın Kalanı** | **Toplam** |
| **31 Mart 2016** |  |  |  |  |  |  |
| **Gelir** | 4,529 | 4,344 | 4,930 | 4,109 | 4,296 | 22,208 |
| **Cari Olmayan Varlıklar** | 10,745 | 18 | 16 | 26 | 137 | 10,672 |
|  |  |  |  |  |  |  |
| **31 Mart 2015** |  |  |  |  |  |  |
| **Gelir** | 3,564 | 3,112 | 7,595 | 3,200 | 4,395 | 21,866 |
| **Cari Olmayan Varlıklar** | 9,357 | 16 | 11 | 10 | 32 | 9,426 |
|  |  |  |  |  |  |  |
| **31 Mart 2014** |  |  |  |  |  |  |
| **Gelir** | 2.989 | 2,683 | 6,687 | 2,978 | 4,049 | 10,386 |
| **Cari Olmayan Varlıklar** | 7,376 | 13 | 8 | 10 | 17 | 7,424 |
|  |  |  |  |  |  |  |

Yukarıdaki tabloda yer alan cari olmayan varlıklar kalemi gayrımenkul, fabrika ve ekipman ile gayrı-maddi varlıklardan oluşmaktadır.

31 Mart 2016 rakamlarına bakarak başlar isek, Çin satışların büyük bir kısmını yaratmamasına rağmen şirketin satışlarının beş coğrafi alana (BK, ABD, Çin, Avrupa’nın kalan kısmı, dünyanın kalan kısmı) oldukça düzgün bir biçimde dağıldığını görebiliriz. Ama, 2014 ve 2015 satışlarını dikkate alırsak daha ilginç bir resim görürüz. 2015/2016’da JLR’nin satışları gelişmiş ülkelerde (BK, ABD ve Avrupa’nın kalanında) önemli ölçüde yükselmiş iken Çin’de sert bir biçimde düşmüştür. 2015/16’da Çin’de önemli satış kayıplarına rağmen şirketin toplam satışları çok az da olsa artmıştır. Bu tablo, Çin gibi yükselen bir piyasada risk düzeyini örnek olarak verip pazarlarından birisindeki ekonomik bir düşüşe karşı çeşitlendirmenin bir MNC’yi nasıl koruduğunu açıkça göstermektedir. Tablo ayrıca Çin ile gelişmiş dünya arasında bir ilişki (korelasyon) azlığını da açığa vurmaktadır.

**Ekonomik Faaliyetlerde Küresel Kayma**

Yükselen bir piyasanın ne olduğu ele alarak ve bunların bazılarına biraz daha detaylı bakarak zaman harcadık. Şimdi ise hangi yükselen piyasaların, özellikle de BRIC ülkelerinin gelişen ülkeler ile kıyaslandığında ne ölçüde büyüdüklerini değerlendirmek için ise ülkelerin küresel sıralamalarına bakacağız.[[66]](#footnote-66)

**Tablo 13.2** Satın Alma Gücüne Göre Düzeltilmiş GSYİH Bakımından Dünyadaki En Büyük Ülkeler

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Sıra** | **Ülke** | **GSYİH-2016**  **Trilyon USD** | **GSYİH-1990**  **Trilyon USD** | **1990-2106 Arası Yıllık Ortalama Büyüme Oranı**  **%** | **GSYİH-2019**  **Trilyon USD ve**  **(sıralamadaki yeri)** |
| 1 | ABD | 18.5 | 9.2 | 2.7 | 21.4 (2) |
| 2 | Çin | 18.0 | 2.0 | 8.8 | 27.3 (1) |
| 3 | Japonya | 4.5 | 3.8 | 0.7 | 5.7 (4) |
| 4 | Almanya | 3.5 | 2.6 | 1.1 | 4.4 (5) |
| 5 | BK | 2.4 | 1.4 | 2.1 | 3.1 (9) |
| 6 | Fransa | 2.4 | 1.7 | 1.3 | 3.0 (10) |
| 7 | Hindistan | 7.7 | 1.7 | 6.0 | 11.3 (3) |
| 8 | İtalya | 1.9 | 1.7 | 0.4 | 2.4 (12) |
| 9 | Brezilya | 2.9 | 1.6 | 2.3 | 3.4 (8) |
| 10 | Kanada | 1.5 | 0.8 | 2.4 | 1.9 (16) |
| 11 | Rusya | 3.4 | 2.4 | 1.3 | 4.3 (6) |
| 12 | Türkiye |  |  |  | 2.3 (13) |

Kaynak: IMF

Ülkeleri GSYİH’ları ile zaman içinde kıyaslamak çok güçtür. Kambiyo kurlarındaki değişmeler farklı ülkelerdeki performansı kıyaslamayı çok zorlaştırmaktadır. Satın alma gücü paritesine göre düzeltilmiş rakamlar ortalama yıllık büyümeyi hesaplamamıza olanak vermektedir. Tabloda ülkeler, ABD Doları cinsinden ifade edilmiş mutlak GSYİH rakamları ile sıralanarak gösterilmiştir. Bu nedenle 2016’da bazı ülkelerin sıralaması ile GSYİH’ları arasında farklılık vardır.

Bu sınırlılıklarına rağmen bu tablo bize, şimdi hepsi dünyanın en büyük ekonomileri arasında yer alan BRIC ülkelerinin büyük bir başarı hikayesini söylemektedir.

Gördüğümüz gibi, ABD dünyada en büyük ekonomi olmasına rağmen Forbes 2108’de Çin’in ekonomisinin daha büyük olacağını tahmin etmektedir. Küresel ekonomik gücün gelişmiş dünyadan yükselen ekonomilere kayarken bir geçiş döneminde yaşıyoruz. PwC, 2050’ye kadar yükselen ekonomilerin büyüklüğünün gelişmiş dünyayı aşacağını tahmin etmektedir.

Aynı ülkelere yeniden ama kişi başına GSYİH rakamını dikkate alarak bakar isek bu ülkelerin çok farklı bir görüntüsünü elde ederiz.[[67]](#footnote-67)

Çin’in ikinci en büyük ekonomi olmasına rağmen vatandaşlarının ancak ABD vatandaşlarının yarattığı GSYİH’nın dörtte biri kadar yarattığını görebiliriz. Bu ikinci tablo, ülkenin nüfusunu da dikkate alarak gelişmiş ekonomiler ile yükselen piyasalar arasındaki ayırımı birincinin yaptığından daha açık bir biçimde yapmaktadır.

**Tablo 13.3** Kişi Başına GSYİH Bakımından Dünyadaki En Büyük Ülkeler, 2015 (000 USD)

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Sıra** | **Ülke** | **PPP İle**  **2015** | **PPP İle**  **2018** | **Cari fiyatlar İle**  **2018** |
| 1 | ABD | 56 | 62,8 | 62,8 |
| 2 | Çin | 14 | 18,2 | 9,7 |
| 3 | Japonya | 38 | 42,8 | 39,3 |
| 4 | Almanya | 47 | 53,1 | 47,6 |
| 5 | BK | 41 | 45,9 | 42,9 |
| 6 | Fransa | 41 | 45,3 | 41,4 |
| 7 | Hindistan | 6 | 7,7 | 2,0 |
| 8 | İtalya | 36 | 41,8 | 34,4 |
| 9 | Brezilya | 16 | 16,1 | 8,9 |
| 10 | Kanada | 46 | 48,1 | 46,2 |
| 11 | Rusya | 26 | 27,6 | 11,3 |
| 12 | Türkiye |  | 28,1 | 9,4 |

Kaynak: IMF

|  |
| --- |
| **Faaliyet**  Yükselen piyasalar üzerine olan çalışmalarımıza ilaveten yukarıdaki analizimizde bazı çok ilginç sonuçlar vardır. Yeniden bakın ve bulabileceğinizin ne olduğunu görün.  İpucu: kendinize bazı sorular sormayı deneyin. Birincisi, yükselen piyasalardaki büyümenin gelişmiş dünyadaki GSYİH’daki büyümeden açık ara daha yüksek olmasını teyit etmektir. Şimdi Kuzey Amerika ülkeleri olan ABD ve Kanada’daki büyümeye yeniden bakın ve bunu Avrupa Birliği ülkeleri Almanya, Fransa, İtalya ve BK’daki büyüme ile kıyaslayın. |

***Destek***

*Son 26 yıl içinde Çin ve Hindistan’da ortalama yıllık büyüme oranı sırasıyla %8.8 ve %6 iken BRIC ülkelerindeki ağırlıksız ortalama (average unweigted mean) büyüme %4.6’dır. Aynı dönemde büyük gelişmiş ülkelerin ağırlıksız ortalama büyüme oranları sadece %1.5’tir ve büyük yükselen piyasalardaki büyümenin üçte birinden bile düşüktür.*

*Kuzey Amerika’da ortalama büyüme % 2.55 idi ve büyük AB ülkelerinin büyüme oranı olan %1.2’nin iki katıdır. Bunu daha fazla araştırmak isteyebilirsiniz.*

*Aynı dönemde Japonya’nın ortalama büyüme oranının sadece %0.7 olduğuna dikkat ediniz. Analistler, İkinci Dünya Savaşının ardından gelen 45 yıldaki büyüme oranından çok daha küçük büyüme oranı olan 1990’lı yıllara yollama yaparak buna Japonya’nın* ***“kayıp on yılı” (lost decade****) demektedirler.*

**İnsani Gelişme Endeksi**

GSYİH bir ekonominin başarısının önemli bir ölçütü olmakla birlikte önemli olan başka faktörler de vardır.

İnsani Gelişme Endeksi (Human Development Index), ömür beklentisi, eğitim ve kişi başına gelirin bir bileşimidir ve her yıl BM tarafından yayımlanır.[[68]](#footnote-68) Bu ölçütü kullanırsak Norveç, Avustralya, İsviçre ve Almanya en yüksek puanları kazanmakta ve ABD ve BK’ın sırasıyla 10 uncu ve 16 ncı sıralarıyla ülke sıralamaları çok farklı olmaktadır. Buna karşılık Rusya 49 uncu, Brezilya 79 uncu, Çin 90 ıncı sıralarda ve Hindistan 131 inci sırada zayıf bir haldedir. BRIC ülkelerinin tüm vatandaşlarının gelişmiş ülkelerin alışkın oldukları yaşam standardından yararlanabilmeleri için gidecekleri uzun bir yol vardır.

**Yükselen Piyasaların Geleceği**

Yıl ilerledikçe işler iyileşmesine rağmen 2016, kısmen Çin’in büyüme oranının ve petrol fiyatlarının düşmesi nedeniyle yükselen ekonomiler için genellikle zor bir yıl olarak görülmüştür.

2017 için, doların değerinin artması ve emtia fiyatları istikrarlı olması yükselen ekonomiler için muhtemelen iyi haberlerdir, ama Başkan Trump’ın koruyucu politikaları ABD pazarını ihracat yapmak için zor bir pazar haline getirmekte ve yükselen piyasalarda reel varlıklara yatırılacak dolar rakamını düşürmektedir. Yeni yönetim ve Çin arasındaki ilişki henüz açık değildir ve 2016’da Renminbi’nin düşen değeri onların anlaşmazlığını büyütecektir. Trump’ın seçilmesinin yükselen piyasalar üzerindeki baskıyı artırmasından sonra düşen yükselen piyasa tahvil fiyatları borçlanma maliyetlerinde bir artışa neden olmaktadır. Sorunlarına rağmen 2017’de yükselen piyasalardaki büyümenin, gelişmiş dünya ülkeleri için tahmin edilen büyümeden çok daha yüksek olarak gerçekleşeceği ve %4’ün üzerinde olacağı tahmin edilmektedir. Merrill Lynch cari hesap açığının iyileşmesine rağmen Brezilya ile düşen petrol fiyatlarından kötü etkilenen Venezuela hakkında daha kaygılı olduğunu açıklamıştır.

**Özet**

Yükselen ekonomiler yakın zamanlara kadar, gelişmiş dünyanın gerçekleştiremediği büyümeyi yaratarak dünyanın ekonomik enerji santralleri idiler.

Bu bölümde, yükselen piyasaların temel özelliklerini tartıştık ve MNC’lerin yükselen piyasalarda nasıl faaliyette bulunabileceklerini araştırdık. Son olarak, bazı yükselen piyasalara daha yakından baktık ve gelişmiş ülkelerin vatandaşlarına verilmiş olan bazı olanaklardan (sağlık, eğitim, konut ve diğerleri) yararlanabilmeleri için gidecekleri uzun bir yol olduğunu gördük.

**Sorular**

**Soru 1**

Brezilya ve Çin gibi, iki zıt yükselen ekonomi seçin ve günümüzdeki ekonomik performanslarını araştırın.

**Soru 2**

Büyük bir yükselen piyasa için, ülkede FDI üstlenen MNC’lerin başarı ve başarısızlıklarını değerlendirin ve tartışın. Başarıyı ve başarısızlığı daha olası yapan bazı faktörler görebiliyor musunuz?

**EK:**

**Sektörler İtibariyle Yükselen Ekonomilerden Gelen Global Liderler (ç.n.)**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Firma** | **Ülke** | **Endüstri** | **Küresel Pozisyon** |
| Arcor | Arjantin | Şekerleme | 1.sıra |
| Bimbo | Meksika | Yiyecek işleme | Ekmek ve pasta 1. sıra |
| JBS | Brezilya | Yiyecek işleme | Ette 1. sıra |
| Modelo | Meksika | İçecek | İthal birada 1. sıra |
| Vale | Brezilya | Madencilik | 3. sıra |
| Tenaris | Arjantin | Çelik | Boruda 1. sıra |
| Bharat Forge | Hindistan | Metal | Demir 2. sıra |
| POSCO | Güney Kore | Çelik | 4. sıra |
| Cemex | Meksika | Çimento | Hazır beton 1. sıra |
| Braskem | Brezilya | Biplastikler | 1. sıra |
| Acer | Tayvan | Bilgisayar | 2.sıra |
| Lenovo | Çin | Bilgisayar | 4.sıra |
| BYD | Çin | Elektronik | Ni-cd pilde 1. sıra |
| Haier | Çin | Ev araçları | 1.sıra |
| Samsung | Güney Kore | Elektronik | 1.sıra |
| Embrear | Brezilya | Uçak | Bölgesel jetlerde 1.sıra |
| Gazprom | Rusya | Enerji (petrol hariç ) | 1.sıra |
| Cosan | Brezilya | Bio yakıt | 1.sıra |
| DP World | Dubai | Liman işletmesi | 4. sıra |
| Infosys | Hindistan | Enformasyon | Top 5 |
| Wipro | Hindistan | Outsourcing | Top 5 |

**Kaynak:** M.Guillen – E.Garcia-Canal , Emerging Markets Rule – Growth Strategies of the New Global Giants , Mc Graw Hill , 2013

**14**

**ULUSLARARASI NAKİT YÖNETİMİ**

**Bu bölümün sonunda;**

* **Bir uluslararası grubun mensupları arasındaki nakit akımları ve reel akımları tanımlayabileceksiniz;**
* **Merkezileştirilmiş ya da merkezkaç nakit yönetim sistemlerini eleştirisel olarak değerlendireceksiniz.**

**Giriş**

Nakit çoğunlukla bir şirkete yaşam veren şey (life blood) olarak tanımlanmıştır. Bir şirkete tüm faaliyetlerinden akan nakit akımı nakit satışlarından doğrudan veya ticari borçlular ise hesaplarını ifa ettiklerinde sonradan olmak üzere şirketin satışlarından ödenir ve daha sonra şirket tarafından borçlarını ve masraflarını ödemek veya gelecek için varlıklara yatırım yapmak için kullanılır.

Akademisyenler, iflas etmiş şirketlerin % 80’inin batmalarından hemen önce nakit akımı güçlüklerinin olduğunu düşünmektedirler. Uygulamada, şirketler ekonomik daralmadan ziyade büyüdükleri, yani aşırı alım satım olarak ifade edilen zamanlarda kendilerini nakit akımı güçlüğü içinde bulmaları daha olasıdır. Daha ziyade bankacılık krizlerinin ekonomik daralmadan ziyade ekonominin aşırı genişlediği (booming) zaman ortaya çıkması gerçeği bunun kanıtıdır.

MNC’ler daha karmaşık sistemlere sahip olsalar ve nakitlerini yönetmede çoklukla daha fazla olanakları olsa bile bu tek bir tacir için olduğu kadar en büyük çok uluslu şirketler için de geçerlidir.

Uygulamada, nakde bağlanmış sermaye genellikle kâr yaratmadığından nakit sağlayan likidite ile kârlılık arasında çoğunlukla bir gerilim vardır. Aşırı nakit firmanın varlıklarının getirisinin düşmesidir; aşırı ölçüde az nakit ise firma artan maliyetlerden zarar görmesi ve en kötüsü iflastır.

Şirketler nakitlerinin kontrolünü elde etmeyi ve onu en iyi biçimde kullanmayı amaçlarlar. Ayrıca ne kadar nakit tutulacağına karar vermek için bir MNC’nin sahip olduğu nakdi nasıl yöneteceğine karar vermesi gerekir; nakit, onu yaratan yavru şirketlere mi bırakılmalıdır yoksa grubun nakdi ana ana şirket tarafından mı yönetilmelidir? Daha sonra araştıracağımız gibi, bu sürpriz bir şekilde karmaşık bir karardır ve orada göreceğimiz gibi de doğru veya yanlış cevap yoktur.

**Yavru Şirketin Pozisyonu**

Başarılı bir nakit yönetimi, bir yavru şirketin işletme sermayesi yönetiminin önemli bir unsurudur. Yerli şirketler ile kıyaslandığında bir MNC’nin yerel bir yavru şirketi bazı ilave sorunlarla karşılaşırlar.

Bu yavru şirketlerin hammadde maliyetlerinin daha büyük kısmının, yönetim giderleri ve patentlerinin yabancı para ile yapılması olasıdır. Kambiyo kurunun oynaklığı gelecekte yapılacak ödemelerin tahminini daha fazla zorlaştırır. Bu duruma karşı yavru şirket daha fazla hammadde stoku bulundurabilir ve kambiyo kurunun daha kötü olduğu durumlarda daha az alım yapabilir. İthal edilmiş mallarda daha fazla olası olan, arz zincirinde herhangi bir risk var ise daha yüksek düzeyde stok tutulması gerekebilir. Sonuç olarak yerel bir yavru şirketin yerli bir şirketten daha fazla nakit rezervi sahibi olması daha olasıdır.

Eğer yavru şirket ihracatçı ise kambiyo kurlarındaki dalgalanmaların sonucu olarak ihracat hacminin dalgalanmasıyla karşılaşabilir. Bu, yavru şirketin daha fazla nakit tutmasına yol açabilir ve şirket satışlarını artırmak için kredi koşullarını gevşettikçe ticari alacaklarında da bir artışa neden olabilir.

Nihayet, yavru şirketin nakit fazlalarını yatırarak, nakit açıklarını da kısa-süreli borçlanmalar ayarlayarak yönetmesi gerekecektir.

**Merkezî veya Merkezkaç Nakit Yönetimi[[69]](#footnote-69)**

Her yavru şirket, işletme sermayesi ve nakit pozisyonunu ele aldığında kendi koşullarına odaklanıyordur. Ama, bu kararlarını grubun en fazla yararına olacak şekilde almayabileceği anlamına gelebilir. Örneğin, bir yavru şirketin nakit açığı var iken bir diğerinin nakit fazlası olabilir. Bir yavru şirket üçüncü kişilerle ikili pozisyonlar gerçekleştirmede kullanmak yerine bir başka yavru şirkete borç verir ise grup daha iyi durumda olabilir. Çoğunlukla bir yavru şirket gruptaki diğer yavru şirketlere hammadde, yedek parça veya nihai mallar tedarik sunacaktır. İki yavru şirket arasındaki kambiyo kuru oynak ise yukarıda açıklanan nedenler ile her ikisi de daha fazla stok tutmayı tercih etmiş olabilirler. Bu her yavru şirketin kendisi için anlamlı olabilir ama stok tutmak genellikle kârlılık üzerinde negatif bir etkiye sahip olduğundan bir bütün olarak grubun en fazla çıkarına olan bir durum değildir.

Merkezileştirilmiş bir nakit yönetim sisteminde bütün grubun nakdi ana şirketteki az sayıda yönetici tarafından kullanılır.

|  |
| --- |
| **Aktivite**    Top Dog, bir şirketler grubunun ana şirketidir. Grupta yer alan şirketlerden ikisi Kenya’da kurulu Tiny ile Hindistan’da kurulu olan Titch’dir.  Şirketler aşağıdaki faiz oranları ile borç alıp vermektedirler.  **Şirket Borçlanma Borç Verme**  Top Dog %6 %3.5  Tiny %8 %5.5  Titch %7 %5     1. Tiny’ye altı aylık üretim ihtiyacını karşılayacak olan yedek parçaları %15 iskonto ile alma fırsatı teklif edilmiştir. Tiny’nin nakit fazlası yoktur ve işlem için gereksinme duyduğu 11 milyon Kenyon şilingi borç alacaktır. 2. Titch, Top Dog’a üç ay içinde yönetim ücreti ödeyecek olup gerekir ise onu hemen ödeyecek yeterli nakde sahiptir.   Top Dog’ın halen bir nakit fazlası bulunmamaktadır.  Yukarıdaki her iki durumun her biri için hem yavru şirket hem de grup için optimal kararı belirleyin. |

***Destek***

*Tiny, altı ay yetecek yedek parçaları için %15 iskonto alabilir. Tiny’nin altı ay için yıllık %8’den ya da toplam %4’den para borçlanma gereksineceğini varsayalım. Tiny %15 iskontoyu almak için borçlanmayı ve faizle borçlandığı miktara %4 ödemeyi yararlı olarak değerlendirebilecektir. Top Dog, Tiny’nin borç alabileceği miktar üzerinde kısıtlamalar koymuş olabilir ve bu nedenle borçlanabilmek için Tiny’nin ana şirket olan Top Dog’dan izin alması gerekir.*

*Top Dog açısından da işlem iyi görünmektedir ama Tiny’nin %4 maliyet ile borçlanması yerine %6 veya 6 ay için %3 ile borçlanarak o daha büyük tasarruf sağlayabilir.*

*Bu nedenle (a) durumunda Tiny ve Top Dog aynı kararı vermelidirler ama merkezi nakit yönetim sisteminde borçlanmanın maliyeti merkezkaç olan bir sistemdekinden daha ucuz olabilir.*

*İkinci örnekte Titch parayı Top Dog’a hemen ödemek yerine nakdi tutma ve yıllık %5 getiri sağlamayı tercih etmelidir.*

*Diğer yandan Top Dog nakde hemen şimdi sahip olmayı tercih eder ve Titch’in fonlarından kazanabileceği faiz daha daha düşük olduğu için, %6’dan olan borçlanmasını düşürür.*

*Bu nedenle (b) durumunda Titch ve Top farklı kararlar alırlar idi. Eğer kararı Top Dog almış olsa idi grubun faiz masrafları daha düşük olacaktı. Bu nedenle bir kez daha merkezi bir sistem daha iyi olacaktı.*

Merkezileştirilmiş bir nakit yönetim sistemini çalıştırmanın bir yolu bütün grubun nakit fazlalarının yatırıldığı bir banka hesabını kullanmaktır. Her yavru şirket için minimum faaliyet gerekleri belirlenmek zorunda olup bu en az miktarın üzerindeki herhangi bir fazlalık merkeze transfer edilebilir. İhtiyat amacıyla para merkezi olarak tutulur. Merkezdeki yöneticiler grubun nakdi hakkındaki temel kararları alırlar ve bu kararları, onlara uyacak olan yerel yöneticilere iletirler.

Bu fiilen grup için fazla nakdi yatırabilecek ve ayrıca ilave nakdi olan yavru şirketlere nakit borç verebilecek olan bir finans merkezi yaratır.

Grubun, yavru şirketlerine uygulayacağı ve ödeyeceği faiz oranı ile nakit açığı içindeki bir üye tarafından uyulması gereken geri ödeme koşullarını belirlemesi gerekir.

Merkezileştirilmiş bir nakit yönetim sisteminin çalışması için grubun her yavru şirketinin gelecekteki nakit akımlarını ana şirket doğru bir biçimde tahmin edebilmelidir. Bu grubun nakit giriş ve çıkışları ile ilgilenen ve raporlama yapan güvenilir ve hızlı bir sistemi gerektirir. Yavru şirketler, nakit akımlarını ve tahmin edilmiş gereksinmelerini geçmişte olduğundan daha hızlı bir biçimde raporlamak zorundadırlar. Bu sistemlerin bazılarını daha sonra bu bölümde ele alacağız.

Bir MNC’nin mükemmel bankacılık hizmetlerine ulaşımının olması da önemlidir. Bankaları ile iyi bir ilişkisi olmaksızın MNC’nin faiz geliri kaybı, yüksek komisyonlar ve yetersiz veya uygunsuz hizmetler riski vardır. Bazı MNC’ler çok sayıda banka ile iş yapar. Bu, bakiyelerin etkisi en iyi olacak şekilde netleştirilmemesi, bakiyelerin en iyi işlemlerin yapılmasını sağlayamayacak kadar düşük olması ve bankacılık ilişkilerini yönetmenin maliyetlerinin aşırı yüksek olması anlamına gelmektedir. Bir MNC, olası en düşük miktarı ödemeyi sağlamak ve aynı zamanda olası en iyi hizmeti elde etmek için bankaları tarafından kendisine uygulanmış olan maliyetlerin gözetimini yapmalıdır. Bankaların işlemler konusunda hızlı ve doğru bilgi sağlamaları esastır ve böylece fazla fonlar çabuk bir biçimde yeniden yatırılabilir. Bir MNC, olabildiğince iyi bir biçimde kullanabilmelerini sağlaması için fonların olabildiğince çabuk bir biçimde takasının yapılmasını sağlamalıdır.

Böylesi bir merkezileştirmenin bazı önemli yararları vardır:

* Muhtemelen, yerel yöneticilere kıyasla genel merkez yöneticisi, maliyetlerin düşmesini ve daha iyi kararları almasını sağlayacak olan daha fazla deneyim ve yeteneğe sahiptir.
* Bütün grubun ihtiyat ve spekülasyon amacıyla nakit tutma gereği münferit yavru şirketlerden daha az olacağından grup, daha az nakde gereksinme duyacaktır. Bunun büyük bir örneğini, BK’da Local Education Authority (LEA)’de tutulmak yerine okulların bütçelerinin kendilerine devredildiğinde gördük.

|  |
| --- |
| **Örnek**  LEA’lar çok sayıda okul ve yüzlerce öğretmenlerden sorumlu idiler ve bu nedenle, örneğin, yıl içinde kaç öğretmenin görevden ayrılacağını tahmin edebilmeleri ve boş bir görevi doldurmanın ortalama ne kadar süre aldığını bilebilmeleri onların öğretim personeli maaşları bütçesini azaltmalarını sağlıyordu. Münferit okullar kendi bütçelerini yönetince daha az personeli olduğundan aynı tür kabulleri yapmadılar ve kısa sürede toplam olarak okullarda, önceleri LEA tarafından tutulandan çok daha yüksek nakit rezervleri oluştu. |

* Daha düşük miktarda nakit tutmak kârlılığın artmasına ve finansman maliyetlerinin düşmesine neden olmalıdır.
* Genel merkez yöneticileri “büyük resmi” görme açısından daha iyi konumlanmışlardır ve grup hakkında bilgiye sınırlı ulaşımları olan yerel yöneticilere kıyasla grup için daha iyi kararlar alabilirler.
* Bölüm 8’de ele aldığımız gibi yavru şirketler arasındaki işlemlerin netleştirilmesi mümkündür. Bu hedge etme işlemlerine olan gereksinimi ve böylece de maliyetleri azaltır.
* Ana şirket grup için tüm hedge etme faaliyetlerini üstlenmesi nedeniyle muhtemelen daha ucuz ve daha etkili olur.
* Büyük rakamlarla pazarlık yapıldığı için döviz, kredi ve mevduatı grup daha iyi koşullarla pazarlık edebilecektir.
* Fazla nakit yerel ülkede yatırılmayacağı için politik risk azaltılacaktır.
* Kurumsal kimliği güçlendirerek ve müşterilerin grup içindeki farklı yavru şirketlerde farklı deneyimlerle karşılaşmasını önleyerek grubun farklı üyeleri arasında tutarlılığın artmasına neden olmalıdır.

Günümüzde MNC’lerin karşılaştığı daha yüksek döviz kuru ve faiz oranı oynaklığı ile kar güdüsünün artması MNC’lerin ağırlıklı olarak merkezileşmiş nakit yönetimini seçmelerine neden olmaktadır. Uygulamada, tümüyle merkezileştirilmiş bir nakit yönetim sistemine sahip olmak olası değildir. Bu konuda bazı sınırlamalar vardır:

* Küresel sistem her zaman her ülkede fonların hızlı transferini kolaylaştıramadığından yavru şirketler ihtiyat amacıyla hala biraz para tutacaktırlar.
* Yavru şirketlerin yerel müşteriler ve tedarikçilerin gereksinmelerini karşılamak ve yerel bankacılık ilişkilerini korumak için muhtemelen yerel bankalara para yatırmaları gerekmektedir.
* Birçok yerel yönetici, nakit kontrolü eksikliğini motivasyonsuzluk yaratıcı olarak görmektedir. Bu sorunu ele almanın bir yolu yerel yöneticilerin değerlendirilmesi ölçütlerini değiştirmektir. Bir başkası, bir yavru şirkete borç verme ve ondan borç alma için faiz oranları belirlemektir. O zaman yerel yöneticiler fazla fonları ile ne yapacakları hakkında karar alabileceklerdir. Faiz oranları bütün MNC ’yi dikkate alarak belirleneceğinden sadece yerel şirketten ziyade MNC için fonların gerçek sermaye maliyetini yansıtırlar.
* Yavru şirketler, sadece süregiden operasyonlarının gereksinimini karşılamaya yetecek kadar miktarda nakit tutarlarsa yerel fırsatların avantajlarından yararlanamazlar.
* Eğer merkezileştirilmiş nakit yönetim sistemi tek bir para kullanır ise o zaman yavru şirketler muamele riski ile karşılaşacaklardır. Seçilmiş olan para ile yavru şirketin yerel parası arasındaki likit bir forward piyasa hedge etmeyi kolaylaştırır.
* Ülkeden dışarıya nakit akımı üzerinde bazı yerel kısıtlamalar veya transfer edilebilecek nakit miktarını kısıtlayan vergi mülahazaları olabilir.
* Bir yavru şirket tamamen sahip olunan bir şirket değil ise tümüyle merkezileştirilmiş bir nakit yönetim sistemini önleyen diğer sahipler ile bazı çatışmalar yaşanabilir. MNC için tatmin edici bir nakit tutma sistemi yerel pay sahipleri için tatmin edici olmayabilir.

**Yeniden Faturalama Merkezi**

***Yeniden faturalama merkezi*** (reinvoicing centre) MNC’nin bir başka nakit yönetimini iyileştirme stratejisidir.

Yeniden faturalama merkezi, çoğunlukla çok aktif bir para ve döviz piyasası olan düşük-vergi yükümlerinin olduğu bir ülkede konuşlanmaktadır. Grupta yer alan bütün yavru şirketler ürünlerini kendi yerel paraları üzerinden malların yasal sahipliğini alacak olan yeniden faturalama merkezine satarlar. Daha sonra, yeniden faturalama merkezi, malları grubun müşterilerine satar ve ayrıca alan yavru şirketin parası ile faturalanan grup içinde yapılan bir satışı da faturalar.

Bunun anlamı bütün döviz kuru riskinin yeniden faturalama merkezinde olmasıdır ve merkez riski olabildiğince en etkili bir biçimde hedge edebilir.

Yeniden faturalama merkezi nakdi nakit-zengini olan yavru şirketlerden nakit açığı olan yavru şirketlere kaydırarak nakit ödemeleri önceden ve hızlandırarak (sözleşme tarihinden önce) yapabilir veya yavaşlatarak ve gecikmeyle (sözleşme tarihinden sonra) gerçekleştirebilir. Merkezileştirilmiş bir nakit yönetim sisteminde çoğunlukla bir yeniden faturalama merkezi bulunur.

**Fonların Tahsili ve Harcanması**

Uluslararası nakit yönetiminin önemli bir tarafı borçlulardan tahsilatları çabuklaştırma veya hızlandırma için adımlar atmasıdır. Ödemeleri tahsil etmedeki gecikmelerin iki ana nedeni vardır. Birincisi, belki da ileti (postal) sistemindeki gecikmelerden kaynaklanan ödemenin yapıldığı tarih ile tahsilatın alındığı tarih arasındaki gecikmedir. İkincisi, bankalarda fonların takasındaki gecikmelerdir. Bu iki gecikme birlikte ödemeleri 10 işgününe kadar geciktirebilir.

Nakdi tahsil etmeyi hızlandırmanın birçok yolu vardır.

***Lockboxes***

***Lockbox banking*** bir bankacılık hizmetidir. Lockbox’lar, banka tarafından müşterisi şirket için dünyanın her tarafında tutulmuş olan posta kutularıdır. Müşterilerin ödeme ve havale dökümanları doğrudan şirkete gönderilmek yerine postahanedeki kutuya ya da lockbox’a gönderilir. Banka hergün kutudan ödeme ve dökümanları alıp kurye ile işleme merkezine gönderir. Burada fonlar şirketin banka hesabına doğrudan kaydedilir ve havale dökümanları müşteriye elektronik ortamda iletilmek üzere scan edilir. Lockbox verileri günlük olarak yedeklenir. Lockbox’lar MNC’nin yavru şirketleri ve müşterileri için yereldir ve nakit ile çeklerin posta sisteminde geçen zamanı (the mail float) azaltırlar. Banka lockbox sistemi ile mevduat hesaplarını yönettiği ve muhasebe kayıtlarını yaptığından lockbox’lar aynı zamanda şirketin işlem maliyetlerini de azaltırlar. Bir MNC yüksek miktarda ödeme ve yüksek değerde çekler tahsil ediyor ise lockbox’lar özellikle yararlıdır. Bu lockbox’ları müşterinin ödemlerini yatırmasının etkili bir yöntemi haline getirir.

Ancak dolandırıcılık riski vardır; banka çalışanları lockbox’daki alınan bilgiyi bilirler ve bunu sahte çekler yapmak amacıyla kullanabilirler. MNC bunu kullanan bankların riski minimize etmek için yeterli kontrol sistemine sahip olmasını sağlamalıdır.

***Elektronik ödeme yöntemleri***

Borçlulardan ödemelerini değişik ödeme platformlarından birisi ile yapmaları istenir. Bu hizmeti kullanmak için genellikle bir komisyon ödenir. Ama, tahsilatın hızlandırmanın yararı maliyetlerinden daha çok olduğundan bu genellikle yeterince ucuzdur.

***Bloke fonlar***

Bazen hükümetler ülkeden dışarıya nakit akımını durdurabilirler. Ana şirket bu tehdite karşı değişik şekillerde tepki verebilir. Birincisi, araştırma ve geliştirmesini organize eder, böylece bloke edilmiş yavru şirket daha fazla alabilir. Bu fazla nakdin yerel ülkede kullanılabilmesini sağlar ve nihayet diğer ülkelerde yerleşik yavru şirketlerin gelirlerinin artmasına neden olur. İkincisi, ana şirket diğer yavru şirketlerin bloke edilmiş şirkete olan satışlarının maliyetini düzeltebilir ve böylece yerel ülkede daha az nakit fazlası olur. Bir yavru şirketten diğerine aktarılan mal maliyeti, transfer fiyatı olarak isimlendirilmektedir. Birçok hükümet transfer fiyatının iki ilişkisiz kişi arasında anlaşılmış bir fiyat olan “arm’s length” maliyet olmasını gerekli görmektedir. Ama uygulamada anlaşılmış bir arm’s length değerin mümkün olmadığı birçok durum vardır ve ana şirketin transfer fiyatını belirlemek için biraz serbest alanı bulunmaktadır. Bloke fonlar örneğinde, bloke edilmiş yavru şirkette doğan fazla nakdi minimize etmek için yavru şirkete satılan veya onun sattığı malların transfer fiyatını düzeltmek sorunu azaltabilir. Bu stratejinin aynısının yüksek vergiye sahip olan yerel bir ülkede ödenen vergi miktarını azaltmak için kullanılabileceğine dikkat edelim.

Son olarak, ülkeden dışarıya fon gönderme ihtiyacını sınırlamak için ana şirket bloke edilmiş yavru şirkete yerel olarak borçlanması yükümü getirebilir. Bu, şirkette paydaş olacağından, bloke şirketin haklarını savunmaya yerel bankanın eklenmesi yararını sağlayacaktır.

**Çok Uluslu Şirketin Finansal Sistemi**

Bu bölümün ikinci kısmında, MNC’ye nasıl değer katabileceğini görmek için MNC’nin finansal sistemini belirleyecek ve değerlendireceğiz.

Ana şirketin finansal yöneticileri yavru şirketlerinin her birisinin faaliyette bulunduğu finansal ortamı hesaba katmayı arzularlar. Örneğin, her ülkedeki efektif vergi oranlarına, kullanılan paraya ve yavru şirketten ana şirkete fonların gönderilmesinin kolaylığına bakarlar. Bu yapıldığında grubun vergi yükünü minimize etmek, döviz kuru riskini minimize etmek ve gerektiğinde nakit akımlarının kolaylıkla ana şirkete gönderilebilmesi amacıyla her yavru şirket için optimal kârları, nakit akımlarını ve sermayeyi belirlemek için ana şirket grup için bir finansal yönetim planı yapar. Ancak plancılar muhtemelen ilişkileri tamamen kendi istedikleri gibi düzenlemede özgür olmayacaklardır. Politik, mali, yabancı para ve likidite kısıtlamaları veya potansiyel sınırlamalar ile karşılaşacaklardır.

Ana şirketin yavru şirketleri ile birçok bağlantısı vardır. Bunlar finansal veya nakit akınmarı, mal ve hizmetlerin reel olarak akımı ile bu finansal ve reel akımlar hakkında alınabilecek kararlar olarak ayrılabilirler. Aynı şekilde, yavru şirketlerin de bir diğeri ile arasında çok sayıda aynı tür bağlantı ve karar vardır. Bu, değer yaratmak ve riski azaltmak için MNC’ye fırsatları sağlayan zengin bir akımlar ve kararlar ağı yaratır. Böylesi fırsatlar yerel şirketler için söz konusu değildir.

Bir grubun iki üyesi arasındaki finansal akımlar;

* ***Yavru şirketin pay sahiplerine ödediği kâr payları.*** Kâr payı politikası hakkında karar alındığında grubun birçok faktörü dikkate alması gerekir. Ödenen kâr paylarının değerini, yavru şirketin kârlılığı ile yavru şirketin elde edebileceği nakit miktarı sınırlayabilir. Önemli bir konu dışsal (yani grup dışı) pay sahipleridir; bazı paylara üçüncü kişiler sahip ise yüksek düzeyde kâr payı dağıtımı belki de gereksiz olarak nakdin grup dışına çıkmasına neden olur. Şirketin, kâr payı ödemelerinin yaratacağı herhangi bir vergi sonucunu da dikkate alması gerekir. Kâr payları vergi-sonrası kârdan ödendiğinden kâr payı nakdin ana şirkete gönderilmesinin vergi etkinliği daha az olan bir yolu olma eğilimindedir. Ülkelerin çoğunluğu kâr paylarında stopaj (ya da kesinti) yoluyla vergi uygularlar. Bu, kâr payı ödemenin gelecekte geri alınamayacak bir verginin ödenmesi anlamına gelmektedir. Grubun kontrolü altındaki herhangi bir ödemenin zamanlaması uygun bir döviz kurunun avantajından da yararlanmayı sağlar. Ancak, böylesi bir planlamayı önlemek için hükümetler, erken ve gecikmeli ödemelere ilişkin düzenlemeler yapabilirler. Nihayet bazı yerel ülke hükümetleri, yerel ekonomiden nakdin geri dönülemez biçimde dışarıya akıtılması olarak gördükleri ana şirkete yüksek kâr payı ödenmesine direnç gösterirler. Böylesi hükümetler kâr payı ödemelerini bloke edebilirler veya bunların üzerine çok yüksek vergi oranları koyabilirler. Ancak az sayıda hükümet, ana şirkete sermaye faizi ödemeleri ile ilgilenmektedir ve faiz ödemeleri de çoğunlukla elverişli vergi işlemine tabi tutulmaktadır. Ana şirketler bir yavru şirketin sermayesinin yapısını belirlerken bu konuların hepsinin farkındadır ve çoğunlukla öz sermaye sağlamanın üzerine yavru şirkete uygun şartlarla para borç verirler. Gidilen ev sahibi ülkenin (host country) hükümetleri sermayeyi aşan biçimde borçla finansmanın ana şirkete sağladığı yararların da farkındadırlar ve bir çoğunun ***“zayıf sermayelendirme” (thin capitalization)*** konusunda yavru şirketi fonlayan sermayenin belirli bir yüzdesinin öz kaynak olmasını arayan kuralları bulunmaktadır.
* ***Faiz ödemeleri ve sermaye geri ödemeleri***. Faiz ödemeleri yerel ülkede genellikle vergi indiriminden (tax relief) yararlanmaktadır ama ana ülkede vergiye tabidir. Muhtemelen resmi bir kredi sözleşmesi olması nedeniyle faiz ödemelerinin zamanı ve miktarı esnek değildir ama sermaye geri ödemeleri bir ölçüde esnek olabilir. Sermaye geri ödemeleri yerel (local) ülkedeki vergi indirimlerinden yararlanamaz iken yerli (domestic) ülkede vergilenebilir değildirler ve bir vergi cezası ile karşılaşmaksızın yavru şirketteki yatırımın geri alınması için hemen hemen özgün bir yöntem sunar. Genellikle yerel hükümetler faiz ödemeleri ve sermaye geri ödemeleri ile kâr paylarından daha fazla ilgilenirler. Bu da bu tür ödemeleri politik açıdan daha az duyarlı yapmaktadır.
* ***Royaltiler, hizmet masrafları ve ücretler gibi maddi olmayan varlıklar (intangibles) için ana şirkete yapılan ödemeler*** yavru şirketlerden ana şirkete para geri gönderebilmenin bir başka önemli yoludur. Bu ödemeler genellikle kâr payları gibi yerel hükümetlerin müdahalesine tabi değildir ve çoğunlukla bunlar için uygun bir arm’s length değer belirlemek olası değildir ve bu nedenle de ana şirketin, zamanlaması olmasa da, ödemelerin miktarını belirleme konusunda daha fazla özgürlüğü vardır.
* Ana şirket yavru şirkete pay veya özkaynak karşılığında daha fazla para yatırabilir veya yavru şirket ***pay geri alımı (share buyback)*** yapar ve ana şirkete özkaynağı geri verir. Pay geri alımı işlemleri genellikle vergiye tabi olmamakla birlikte ana şirket için sermaye kazancı (capital gain) yaratabilir ve bu kazanç da daha sonra vergi harcaması doğurabilir. Bir pay geri alımı, kâr paylarının karşılaştığı güçlüklerin aynısına tabi olabilir. Ancak gördüğümüz gibi sorunlu olacak olan gelecekte yapılacak kâr payı ödemesi gereksinimlerini artıracak yeni paylara yatırım muhtemelen daha az tartışmalıdır.
* ***Ana şirket yavru şirkete para borç verebilir***. Bunun güç olması pek olası değildir ve gördüğümüz gibi faiz ödemesi ve sermaye geri ödemeleri genellikle politik bakımdan hassas değildirler.

Uygulamada nakit akımlarını, yüksek kâr payı ödemelerinden ziyade yerel hükümetlere daha kabul edilebilir gelen idare masrafları, lisans ücret ve kiraları gibi ayrı akımlara bölmenin MNC’ye çoğunlukla yararları vardır. Ayırım, belirlenen maliyetleri doğrudan yavru şirketin gelir akımları ile eşleştirecek bir biçimde yapılmalıdır ve böylece maliyetler yarattıkları faydayla ilişkilendirilir. Böylesi bir ayırım vergi-öncesi-maliyetleri azamileştirerek grubun en yüksek düzeyde vergi indirimi talep etmesini sağlayabilmelidir.

Ana şirket ile yavru şirketleri arasında veya yavru şirketlerin kendileri arasındaki reel akımlar:

* Sermaye malları, hammaddeler ve yedek parçalar veya nihai mallar gibi maddi varlıklar (tangible assets). Uygulamada bu akımlar ana şirketten yavru şirkete, yavru şirketten ana şirkete veya yavru şirketlerin kendi aralarında birbirlerine olabilir. Önemli mülahazalar transfer fiyatları ve ödemelerin zamanlaması etrafındadır. Transfer fiyatlarına ilişkin düzenleme arm’s length değerini kullanıyor olabilir ama bunun mümkün olmaması halinde yerel ve yerli hükümetler bunun yerine sabit bir yüzde kar oranı ilavesi (mark-up) gibi diğer uygun yöntemlerin kullanılmasını gerekli görebilirler.
* Teknolojik gelişmeler, patentler, yönetim becerileri ve pazarlama deneyimi gibi varlıklar maddi olmayan varlıklardır (intangible assets). Bir MNCnin bu hizmetler ve lisanlar için uygulayacağı bedelin düzeyini ve ödemelerin zamanlamasını belirlemede daha fazla özgürlüğü vardır. Örneğin royaltiler tek bir büyük bir ödeme veya alternatif olarak aylık veya yıllık ödemeler serisi karşılığı satılabilir. Bu iki olasılığın önemli ölçüde farklı risk ve getiri özellikleri vardır ve yöneticiler hangisinin daha optimum strateji olduğuna karar vermek zorundadırlar.
* Son olarak, bir MNC’nin fatura ve diğer anlaşmaların hangi para birimi ile yapılacağını belirleme konusunda daha fazla özgürlüğü vardır. Bu karar, yavru şirketlerden ana şirkete transfer edilen değerde büyük bir fark yaratır. Bütün bu konularda karar alırken rehber ilke ana şirketin pay sahiplerinin varlığını azamileştirmek olmalıdır.

MNC’nin finansal sistemi birçok biçimde pazar farklılıklarından yararlanma fırsatları sağlayabilir:

* Ortaya çıkan maliyetleri ve kârları belirli biçimlerde düzenleyerek vergi arbitraj olanakları yaratmak mümkündür. En basit örnek, kârları yüksek-vergili bir ülkedeki yavru şirketten düşük-vergili ülkedeki yavru şirkete kaydırmak için transfer fiyatlamasını veya genel gider tahsisini kullanmaktır. Ancak başka birçok örnek de vardır. Yüksek araştırma ve geliştirme (R&D) maliyetleri olan bir şirketi ele alalım. Bütün R&D faaliyetini üstlenilmesi için yüksek-vergili bir ülkedeki yavru şirketini kullanmayı seçebilir ve gelir yaratacak bir ürün geliştirildiğinde ise düşük-vergili bir ülkede yerleşik olan yavru şirkete ürün transfer edilir. Bu maliyetler için yüksek bir vergi indirimi sağlar ve kârlar üzerindeki vergiyi düşürür. Hayal edebileceğiniz gibi, hükümetler böylesi stratejiler konusunda hevesli değildirler ama yüksek ölçüde akışkan olan MNC’lerin olduğu bir küresel ekonomide böylesi taktikleri elimine etmek güçtür.
* Çoğunlukla düzenlemeler tarafından yaratılmış olan finansal piyasa aksaklıkları MNC‘nin finansal sitemini kullanılarak istismar edilir. Örneğin, bir grup daha ucuz borçlanmak için veya daha yüksek, riske göre düzeltilmiş bir getiri kazanmak için yavru şirketleri arasında fonları transfer edebilir. Faiz oranı swaplarının nasıl çalıştığını Bölüm 7’de görmüştük ama şirketler daha da ileriye gidebilirler. Aşağıdaki örneği ele alalım.

|  |
| --- |
| **Örnek**  Bir BK ana şirketinin bir Alman yavru şirketi ve bir Alman ana şirketinin de BK yavru şirketi vardır. Yavru şirketlerin her ikisi de para borç almak istiyorlar ama büyüklükleri ve gençlikleri para borç almanın onlar için kendi ana şirketlerinden daha maliyetli olması anlamını taşımaktadır. Eğer iki ana şirket kredi alsalar ve diğer grubun yavru şirketleri ile swap yapsalar her iki yavru şirket de para değişimi yapmaya gerek kalmaksızın daha ucuz borçlanma olanağına sahip olabilirler. |

* BK’da ilaç şirketlerinin NHS’ye uygulayabileceği fiyatlar NHS yanısıra hükümetin departmanı ile pazarlık yapılmaktadır. Kârları yeniden dağıtarak, belki maliyetleri artırmak veya karları azaltmak için transfer fiyatlarını manipüle ederek şirketin kârlılığını düşük görünmesini sağlamak mümkündü. Böylece şirketin NHS ve BK hükümeti ile daha yüksek fiyatı pazarlık yapması sağlanabilir. Bu düzenleyici sistem arbitrajının bir örneğidir.
* Bazan hükümetler, belki de aşırı ısınan bir ekonomiyi soğutmaya çalışmak için, kredi kontrolleri koyarlar. Bir MNC, böylesi kredi kontrollerine tabi olan bir yavru şirketine finansal sistemi kullanarak nakit kaydırabilir.

Hükümetler ve düzenleyiciler MNC’ler tarafından kullanılan stratejilerin iyi farkındadırlar ve bir MNC engelleyici arbitraj olanaklarını istismar etme konusunda iyi biçimde bilgilendirilmiş olabilir. Son yıllarda, MNC’lerin yerel olarak çok az vergi ödeme düşünceleri toplumun üyelerinin protestoları ile karşılaşmıştır.

**Özet**

Bu bölümde, MNC’nin kendisinin içsel operasyonlarına geri döndük ve ana şirket ile yavru şirketler arasındaki ve ortak yavru şirketlerin arasındaki nakit akımları ile reel akımlarına odaklandık. Bu akımlar, değer yaratmak amacıyla pazar aksaklıklarını kullanmak için MNC’ye önemli bir fırsat sağlar.

MNC’yi hem ana şirket hem de yavru şirketler perspektifinden değerlendirdik ve hem merkezi hem de merkezkaç nakit yönetim sitemlerinin sınırlılıklarını ve yararlarını ele aldık. Hem yararlar hem de sorunları bakımından değerlendirildiğinde sonunda merkezi bir nakit yönetim sistemi, ana şirketin pay sahiplerinin varlığını maksimize etmek için daha iyi olacaktır.

**Sorular**

**Soru 1**

Mevcut kurumlar vergisi ABD’nde %38.9 iken Japonya’da sadece % 30’dur. ABD ve Japonya’daki böylesi bir farka bir MNC nasıl tepki verebilir?

Başkan Trump şirketlerin vergi oranını %15’e indireceğini ileriye sürmektedir. MNC böylesi bir indirime nasıl reaksiyon verebilir?

Trump’ın teklifi yasalaşırsa ABD’deki vergiye tabi olan MNC’nin kârlarının miktarının ne olacağını beklerdiniz?

**Soru 2**

Kurumlar vergisine ek olarak ABD belirli mallara ithalat tarifesi uygulmaktadır. Neoliberal politikalara uygun olarak, tarifeler çok düşük ve hatta North America Free Trade Agreement (NAFTA) gibi ticaret anlaşmasının tarafı olarak daha da düşüktür. Başkan Trump, ithalatı azaltmak ve ABD’nde imalat sanayiindeki iş sayısını artırmak için ithalat tarifelerini artırmak istemektedir. MNC’ler Başkan Trump’ın bu önerisine nasıl tepki vermelidirler? MNC’ler tarifelerdeki bir artışın etkisini minimize etmek için iç nakit akımı sistemlerini nasıl kullanabilir? Tarifelerdeki artışın ABD tüketicileri için anlamı ne olacaktır?

**SON BİR SÖZ**

Bu kitapta, çok uluslu bir şirketin finansal durumunu ve onun içerisinde faaliyette bulunduğu finansal ortamı inceledik.

MNC’leri değerlendirmede kullandığımız iki temel finans düşüncesi vardır: “risk ile getiri arasındaki ilişki” ve “risk ile getiri üzerinde çeşitlendirmenin etkisi”.

Hem münferit işlemleri hem de gelecekteki nakit akımlarını hedge ederek döviz kuru riskini azaltmanın yollarını bulduk. Ama bir MNC olmanın belki de en önemli yararı getirileri önemli ölçüde azaltmaksızın riski azaltmanın bir yolu olmasıdır.

MNC’ler pür yerli şirketlerin karşılaşmadığı döviz riski, politik risk ve arz zinciri sorunları gibi ilave riskler ile karşılaşırlar ve rekabet ettikleri yerli şirketler MNC’lere göre önemli avantajlara sahip olabilirler. Bir MNC ilave riskler ile karşılaşsa bile çeşitlendirmenin yararları öylesine önemlidir ki bir MNC’nin karşılaştığı toplam risk bir yerli firmanın karşılaştığı toplam riskten genellikle daha düşüktür.

MNC’lerin faaliyette bulunduğu finansal ortama ilişkin tartışmamızda, özellikle Euro’nun karşılaştığı diğer bazı güçlüklerin yanı sıra küresel finansal kriz ve onu izleyen Euro krizi gibi zamanımızın birçok finansal ve ekonomik meselesini tartıştık. Tarihsel olarak düşük faiz oranları ve birçok ülkenin azaltmaya çalıştığı kamu borçlarının yüksek düzeyi gibi günümüz ekonomik ortamının diğer yönleri bu kitapta ele alınmamıştır. Umarım bu konular hakkında kendiniz daha fazla bir şeyler okumak için yeterince ilgilisinizdir.

Popülist seçimler dalgasının meydana geldiği, bazı çevrelerin düşünce olarak küreselleşme ve neoliberalizmden bıktığı ve gelecekte bazı hükümetlerin daha ulusalcı bir tutum alacak olması ile bir çeşit politik değişim içindeyiz. Bu kitabı okuyarak böylesi tartışmalar konusunda daha fazla bilgilenmiş bir ilgiye sahip olabileceğinizi umuyorum.

**KAYNAKLAR**

Bnak for International Settlements (2017), Triennial Central Bank Survey of foreign exchange and OTC derivatives markets in 2016,

Barth Jr., J.R., Caprio Jr., Levine R. (2013), Bamk regulation and supervision in 180 countries, Natioanal Bureau of Economic Research, NBER working papers 18733,

Blitz, Roger (2017), political risk returns as drivers of forex trading, Finacial Times, 7 February,

Brealey ve Myers (2003), Principles of Corporate Finance, 6th Edition, McGraw-Hill

Dunning John (1980), Toward an eclectic theory of international production: some empirical tests, Journal of International Business Studies, 11(1), ss.9-31,

Federal Reserve (2016) FR2420: Report on selected on Money market rates,

IEU (2010), World Risk: alert – guide to risk briefing methodology,

Malkiel B.G. (2003), The efficient market hypothesis and itiş critics, CEPS working paper No 91

Miller, T. Ve Kim, A.B. (2017), 2017 Index of economic freedom, IEA,

Rogof, Kenneth e.al. (2003),Evolution and performance of exchange rate regimes, IMF Working Paper, WP03243,

Stiglit, Joseph (2016), The Euro, How A Common Currency Threatens the Future of Europe, allen Lane (Türkçesi: Avrupa, Ortak Para Birimi Avrupa’nın Geleceğini Nasıl Tehdit Ediyor, Scala, 2018)

World Bnak (2013), Global Finacial Development Report: Bank regulation and supervision survey,

Worstall, P. (2016), Bank of England’s stress tests worse than useless- they’re dngerous, Forbes,2016/08/03

**15**

**ÖDEMELER DENGESİ [[70]](#footnote-70)**

**Uluslararası Ticaretin Esası**

**Ödemeler Dengesi ve Döviz Kurları**

**Ödemeler Dengesi Muhasebesi**

**Sorular**

Bir ülkenin ödemeler dengesi durumu , döviz kuru terimleriyle bir paranın gücünün geleceğini tahmin etmek isteyen herhangi bir kimse için önemli bir bilgi unsurudur. Bir cari hesap fazlasına genellikle ülkenin kambiyo kurunun güçlenmesi; buna karşılık sürekli bir açığa ise kambiyo kurunun zayıflaması eşlik eder. Cari hesap fazlası ihracatın ithalatı aşması nedeniyle ortaya çıkar. Bir ülkeden ihracatın ana ülke parası ile ifade edildiğini varsayalım. Bu ödemeler için bir yabancının yabancı para satması ve ana ülke parası alması gerekmektedir. Bu ana ülke parasının güçlenmesine neden olur. Bu nedenle fazla ile paranın güçlenmesi el ele gider . Buna karşılık açık ithalatın ihracatı aşması nedeniyle ortaya çıkar. Bu nedenle cari hesap açıkları ve kambiyo kurunun zayıflaması genellikle bağlantılıdır.

Yalnızca cari hesap sonuçlarına dayanan bir tahmin modelinde bazı sorunlar vardır. Cari hesap ödemeler dengesinin yanlızca bir kısımdır. Sermaye hesabının da dikkate alınması gereklidir. Kambiyo kurlarını tahmin etmek için ödemeler dengesini kulanmanın sorunlarını tartışmadan önce ödemeler dengesi ile ilişkili bazı kavramları gözönüne almalıyız. Bu bölümde , bu kavramları tanımlamaya ve ödemeler dengesi bilgilerini kullanarak kambiyo kurlarını tahminde sonuçlara dikkati çekmeye çalışacağız .

**Uluslararası Ticaretin Esası**

Uluslararası ticaretin esası ***kıyaslamalı üstünlükler ( comparative advantage )***  ile açıklanmaktadır Bir çok nedenle, bazı fertler ve bazı ülkeler bazı malları ve hizmetleri diğerlerinden daha etkin bir biçimde üretirler. Tek belirli bir ülke her ürünü diğer bir ülkeden daha etkin üretebilir. Böyle olsa bile, bu ülkenin avantajı bütün kaynak ve becerilerinin ona en büyük olanakları sağlayacak malların ve hizmetlerin üretilmesinde kullanılmalı ve en düşük olanağı sağlayacak mal ve hizmetler ise satın alınmalıdır. Kuşkusuz, belirli bir ülkenin bütün mal ve hizmetleri uluslararası rakiplerinden daha etkin bir biçimde üretebilmesi son derece güçtür. Ancak bir ülke belirli mal ve hizmetleri üretmede kıyaslamalı üstünlüğe, daha büyük bir avantaja sahip oldukça bu ülke bunların üretiminde ihtisaslaşıp bu mal ve hizmetleri ihraç edip diğer mal ve hizmetleri diğer ülkelerden ithal ederse bundan yararlanabilir. O zaman, kaynakların diğer ürünlere kaydırılması hasılayı düşüreceğinden bir ülke en büyük mukayeseli avantaja sahip olduğu ürünlerde ihtisaslaşarak kazançlı çıkar. Doğal olarak bir ülke, kıyaslamalı üsütnlüğü olduğu malları yalnız kendi gereksinmelerini karşılayacak kadar değil talebini karşılama gereksinimi duyduğu malların ithalini karşılamak için , yani ihracatı da gözönüne alarak üretmelidir.

Uluslararası ticaret genellikle malların ve hizmetleri karşılayacak paranın ödenmesi ile de ilgilidir. Genellikle kelimesi bilinçli olarak kullanılmıştır. Çünkü uluslararası ticaretin önemlice bir kısmı takas esasına dayanır. Döviz kıtlığı nedeniyle bir çok ülke ile yapılan işlerde ticaret büyük ölçüde takastır. Uluslararası ticaret yalnazca takas olmadıkça finanse edilmek durumundadır.

Döviz piyasalarının yerine getirdiği en değerli hizmetlerden birisi bir ülkenin parasının diğerinin parasına çevrilmesi mekanizmasını sağlamasıdır. Farklı paralar oldukça ve uluslararası ticaret takas dışında bir ödemeyle yapıldıkça yabancı para uluslararası ticaretin zorunlu bir yönüdür .

**Ödemeler Dengesi ve Döviz Kurları**

Döviz kuru bir paranın diğer bir para cinsinden fiyatıdır. Ödemeler dengesi belirli bir ülkede mukim olanlarla belirli zaman dilimi boyunca diğer ülkelerde mukim olanlar arasındaki ekonomik işlemler akımını özetler.

Ödemeler dengesi stokdan çok akım değerleri ölçer. Bu akımlar ödemeler ile tahsilatları temsil etmektedr. Ödemeler dengesi verileri yanlızca eldeki varlıkları ile yükümlülüklerdeki değişmeleri kaydeder; bu kalemlerin mutlak düzeylerini göstermez. Bu nedenle bir ülkenin ödemeler dengesi daha ziyade bir firmanın fon kaynak ve kullanım tablosuna benzer. Bir ülke için , fonların kaynakları dış satın alma gücünün elde edilmesidir, bir başka ülkede yatırım yapmak veya mal ve hizmet talep etme hakkıdır. Bir ülke için, ödemeler dengesi anlamında fonların kullanımı dış satın alma gücündeki bir azalmadır.

Ödemeler dengesi amaçları için, mukim , bir ülkede yasal olarak bulunan herhangi bir kişi , fert , ticari firma , hükümet organı veya diğer bir kurumdur. Bu nedenle bir yabancı şirketin ( örneğin bir Fransız şirketinin ) yasal olarak bir başka ülkede ( örneğin Türkiye'de ) kurulmuş yavru şirketi ödemeler bilançosu açısından kurulduğu ülkenin mukimi sayılır.

Ödemeler dengesi ülkeler arasındaki işlemleri ölçer. Yalnızca yerel mukimleri etkileyen ve yalnızca ulusal para ile ilgili muameleler ödemeler dengesine kaydedilmemektedir.

Ödemeler dengesi üç ayrı hesaptan oluşur ;

***\* Cari hesap***

***\* Sermaye hesabı***

***\* Resmi rezervler***

Tablo 1 20xx yılı için Ruritania 'nın basitliştirilmiş ödemeler dengesi tablosunu göstermektedir . Basitleştirilmiş diyoruz , çünkü IMF nın ***Internationla Financial Statistics***  isimli yayını 50 nin üzerinde kalem ihtiva ederken bu tablo yalnızca 23 sıra kalem ihtiva etmektedir. Kambiyo kurlarını tahmin amacıyla daha kolay yönetilebilir bir dizayn için verilerin daha karmaşık gösterimi yerine böylesi bir basit tablo tercih edilebilir.

Ödemeler dengesi bilgileri şirketler, bankalar , ihracat kurumları ve diğer organizasyonlar tarafından doldurulan formlar ile hükümetin yetkili bir birimi tarafından hazırlanır. Sermaye hesapları resmi finansmana eşitttir. Eğer toplanan bilgiler ile sağlanan rakamlar dengelenmezse o zaman " ***net hata ve noksan*** " başlıklı bir kalem kullanılır. Bu kalem ödemeler dengesi tablolarının sürekli bir kalemidir. Şimdi cari hesap , sermaye hesabı ve rezerv hesabın içeriğine dönebiliriz. Bu amaçla Tablo 1 in gösterimlerine atıf yapacağız.

Cari hesap mal ve hizmet ticareti ile karşılıksız ( gift - hediye , bağış ) kalemleri içeriri . Mal ticaretini ihracat ve ithalat oluşturur . Bir ülke yabancılara mal sattığında ihracatını artırır ; bu ise fon kaynağıdır . Yabancılardan mal alındığında ise ithalatını artırır ; bu fon kullanımıdır . İthalat ve ihracat arasındaki fark ***" ticaret dengesi "***  isimlendirilir . Tablo 1 e göre Ruritania 20XX yılında $1.000 milyon pozitif bir ticaret dengesine sahiptir . Dış satın alma gücü kaynakları kullanımları ticaret kanalıyla $1.000 mılyon aşmıştır .Hizmetlerdeki fark ***" görünmeyenler dengesi "***  olarak isimlendirilir . Ödemeler tengesi terminolojisiyle hizmetler faizleri , temettüleri , seyahat masraflarını , ulaştırma , gayrımenkul , bankacılık , mali ve diğer danışmanlık hizmetlerini içerir . Bu hizmetlerin yabancılara verilmesi bir fon kaynağıdır ve yabancılardan sağlanması ise bir fon kullanımıdır . Buna göre bunlar dış satın alma gücünü artırır veya azaltır . Tablo 1 e göre ülkenin 20XX yılında $500 milyon pozitif bir görünmeyenler dengesi vardır. Diğer bir deyişle dış satın alma gücü kaynakları kullanımları $500 milyon aşmaktadır.

**Tablo 1 Ruritania'nın basitleştirilmiş ödemeler dengesi , 20xx ( $ milyon )**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  |  |  |  |  |
| **A - CARİ HESAP** |  |  |  |  |
| **i)Ticaret Hesabı** |  |  |  |  |
| **Mal ihracı** | 2.500 |  |  |  |
| **Mal ithalatı** | -1.00 |  |  |  |
| ***Ticaret Dengesi*** |  | 1.000 |  |  |
| **ii) Görünmeyenler Hesabı** |  |  |  |  |
| **Faiz, temettü, seyahat ve taşıma,**  **gayrımenkul, bankacılık ve mali masraflar**  **gibi hizmetlerden tahsilatlar** | 1.000 |  |  |  |
| **Faiz, temettü, seyahat ve taşıma,**  **gayrımenkul, bankacılık ve mali masraflar**  **gibi hizmetler için ödemeler** | -500 |  |  |  |
| ***Görünmeyenler Dengesi*** |  | 500 |  |  |
| **ii) Tek Yanlı Transferler** |  |  |  |  |
| **Dışarıdan sağlanan bağışlar** | 200 |  |  |  |
| **Yabancı ülkelere bağış** | -600 |  |  |  |
| ***Tek Yanlı Transferler Dengesi*** |  | -400 |  |  |
| ***Cari Hesap Dengesi (A= i+ii+iii)*** |  |  | **1.100** |  |
|  |  |  |  |  |
| **B - SERMAYE HESABI** |  |  |  |  |
| **i) Uzun -süreli Sermaye Akımları** |  |  |  |  |
| **Direkt Yatırım** |  |  |  |  |
| **Finansal varlıkların satışı** | 1.000 |  |  |  |
| **Finansal varlıkların satın alınması** | -2.000 |  |  |  |
| **Net Direkt Yatırım** | -1.000 |  |  |  |
| **Portföy Yatırımı** |  |  |  |  |
| **Finansal varlıkların satışı** | 3.000 |  |  |  |
| **Finansal varlıkların satın alınması** | -1.500 |  |  |  |
| **Net Portföy Yatırımı** | 1.500 |  |  |  |
| ***Uzun-süreli Sermaye Dengesi*** |  | 500 |  |  |
| **ii) Özel Kısa -süreli Sermaye Akımları** |  |  |  |  |
| **Finansal varlıkların satışı** | 5.000 |  |  |  |
| **Finansal varlıkların satın alınması** | -2.000 |  |  |  |
| ***Kısa-süreli Özel Sermaye Dengesi*** |  | 3.000 |  |  |
| ***Sermaye Hesabı Dengesi (B= i+ii)*** |  |  | **3.500** |  |
|  |  |  |  |  |
| **GENEL DENGE (A+B)** |  |  |  | **4.600** |
|  |  |  |  |  |
| **RESMİ REZERVLER HESABI** |  |  |  |  |
| **Altın azalışı ( + ) veya altın artışı ( - )** |  |  | **-2.400** |  |
| **Yabancı para azalış ( + ) veya artışı ( -)** |  |  | **-2.000** |  |
| **TOPLAM RESMİ FİNANSMAN** |  |  |  | **-4.600** |

**NOT: fon kaynakları ( + ) , fon kullanımları ( - ) olarak verilmiştir . Toplam resmi finansman genel denge açığının nasıl finanse edildiğini ya da genel denge fazlasının nasıl kullanıldığını gösterir ve muhasebe denkliği olarak rakamsal bakımdan her zaman birbirine eşit olup ters eksi veya artı işareti taşırlar. Örnekte, genel denge fazla vermiş (+) ve bu ülkenin altın stoku ile yabancı para stokunda bir artışa (-) neden olmuştur (ç.n).**

Karşılıksız işlemler tek yanlı transferler hesabına kaydedilmiştir . Bu hesap çoğunlukla ***" remittances "*** veya ***" unrequited transfers "***  olarak isimlendirlir . Bu başka ülkede göçmen konumundaki ( özellikle işçiler ) kişilerin kendi ülkelerine gönderdikleri havaleler ile bir ülkenin diğerine yaptığı yardım ve bağşları içermektedir. Ruritania'nın negatif tek taraflı transferler dengesi $400 milyondur. Fonların kullanımı kaynakları bu miktar kadar aşmaktadır.

Ruritania'nın cari hesap dengesi genel olarak pozitif olup $1,1 milyardır ve bunu oluşturan kalemlerden ticaret ve görünmeyenler dengesi pozitif, tek taraflı transferler ise negatifdir.

Sermaye hesabı finansal varlıkların ve yükümlerin uluslararası hareketinin bir ayrıntısını vermektedir. Bunlar vade ile varlık ve yükümün sahibine göre tasnif edilirler. Bunun ayrıca direkt yatırım , portföy yatırımı ve özel ksa-süreli sermaye gibi çok sayıda alt bölümleri vardır. Direkt yatırm ve portföy yatırmı ilk ihraç edildiklerinde orjinal vadeleri bir yılı aşan finansal varlıklar ile ilgilidir. Kısa-süreli sermaye hareketleri orjinal vadeleri bir yıldan az süreli haklardır. Direkt yatırım ile portföy yatırmı arasındaki ayırım , yönetime katılmanın derecesi ile ilglidir. Direkt yatırım durumunda , önemli ölçüde yönetime katılma söz konusudur ; bu bir firmada en az yüzde 10 yatırım olarak yorumlanmaktadır. Portföy yatırımında yönetime katılma söz konusu değildir.

Ruritania'nın direkt yatırmıda $1.000 açığı vardır. Yabancılar ülkede $1.000 milyon yatırmışken Ruritania dışarıda $2.000 milyon yüzde 10 dan yukarı sahipliği temsil eden yatırımlar yapmıştır. Portföy yatırımında $3.000 milyon girişine karşılık $2.000 milyon çıkış vardır. Direkt yatırım bakiyesi ile birllikte uzun-süreli sermaye hareketi bakiyesi pozitif olup $500 milyondur. Kısa-süreli özel sermaye hesabında Ruritania yabancılara olan yükümlülüklerini yani borçlarını $5.000 milyon artırmış (ülke için bir fon kaynağı ) iken yabancılardan olan alacaklarını ( Ruritania için fon kullanımı ) $2.000 milyon artırmıştır.

Uzun -süreli ve kısa-süreli sermaye sermaye akımları toplamı sermaye hesabı bakiyesini oluşturur . Ruritania'nın $3.500 milyon pozitif bir sermaye hesabı bakiyesi vardır .

Cari hesap ile sermaye hesabı toplandığında genellikle ***"genel denge”***  dediğimiz rakama ulaşırız . Bu Ruritania için $4.600 milyondur . Diğer bir deyişle Ruritania bu miktarda net bir dış satın alma gücü elde etmiştir.

Resmi rezervler hesabı ödemeler dengesini dengeler. Bu belirli bir dönem boyunca , bir ülkenin parasal otoritelerinin elde ettiği veya kaybettiği uluslararası ödeme araçlarını gösterir.  ***" Uluslararası ödeme araçları "***  deyimi , altın ve konvertibl dövizleri içerir. Yani bir para eğer serbest bir şekilde konvertibil ise resmi rezervlerde yer alabilir. Gerçekte bunun anlamı çok az sayıda , iki elin parmakları kadar para türünün resmi rezerv hesaplarına dahil edildiğidir. Bir çok hükümet parasının serbest bir biçimde diğer ülkelerin paralarına konvertibil olmasına izin vermemektedir.

Eğer bir ülkenin ödemeler dengesinde genel dengede bir fazlalık varsa etki resmi rezervlere ilave olacağıdır. Ancak aklımızda ödemeler dengesi muhasebesinde kullanılan notasyonları tutmamız gerekir. Bu bölümde daha sonra göreceğimiz gibi, ödemeler dengesi çift-girişli muhasebenin bir diğer türüdür . Her alacak kaydı için bir borç kaydı vardır ; ödemeler dengesine giren her artı kalem için bunu karşılayacak bir eksi kalem vardır .Bu nedenle ödemeler dengesinin resmi rezervler bölümünde negatif bir giriş kaydı rezervlerde bir artış anlamına gelmektedir. Tablo 1 de Ruritania altın rezervlerini $2.400 milyon , döviz rezervlerini $.2.200 milyon büyütmüştür. Kayıt bilgilerinin karşıt özelliği nedeniyle resmi rezervlerin önündeki işaretin yorumlanmasında dikkatli olunmalıdır.

Resmi rezervlerdeki değişiklikler döviz piyasalarına merkez bankası tarafından yapılan doğrudan müdahalenin boyutununbir göstergesi olarak yorumlanabilir. Parasal otoriteler ulusal parayı ( veya müşterek bir dalgalanma olduğunda bu paraları ) desteklediklerinde bunu rezervleri satarak ve ulusal para alarak yaparlar; bu da resmi rezervleri azaltır. Karşıt olarak , ulusal paranın değerini düşürmek istediklerinde bunu konvertibil döviz alıp ulusal para satarak yaparlar; bu ise resmi rezervleri artırır .

**Ödemeler Dengesi Muhasebesi**

Ödemeler dengesi her zaman için dengenin olduğu bir tablodur. Cari hesaba, sermaye hesabına ve resmi rezervlere borç ve alacakların toplamı her zaman birbirine eşittir . Bunun nedeni ödemeler dengesinin çift-girişli muhasebeleştirme ilkesine göre düzenlenmesidir.

Tablo 2 de ödemeler dengesi muhasebesinde kullanılan hesaplar özetlenmektedir . Hesaplar daha sonra kullanılırken atıf kolaylığı olması amacıyla numaralanmışlardır. Ayrıca hesaplar tipik olarak borçlu , alacaklı veya her iki özelliğe sahip olma durumları dikkate alınarak sınıflanmışlardır .

Bazı örnekler ödemeler dengesi muhasebisinin anlaşılmasına yardımcı olabilir . Burada tipik muhasebe borç ( BR ) ve alacak (AL ) kayıtları da gösterilecektir .

**Tablo 2 Ödemeler dengesi muhasebesi**

|  |  |
| --- | --- |
| **Borç ( - )** | **Alacak ( + )** |
| **1. Malların ithalatı** |  |
|  | **2. Malların ihracı** |
| **3. Yabancılardan hizmet satın alınması** |  |
|  | **4. Yabancılara hizmet satılması** |
| **5.Yabancılara ödenen faiz, temettü, kira ve royalti ödemeleri** |  |
|  | **6. Yabancılardan faiz, temettü, kira ve royalti alınması** |
| **7. Yabancılara bağışlar** |  |
| **10. Portföy yatırımı**  **\* Mukimlerin yabancı ülkelerde** | **10. Portföy yatırımı**  **\* yabancıların ana ülkede** |
| **11.Yabancılardan uzun-dönemli alacak**  **\* artışlar** | **11.Yabancılardan uzun-dönemli alacak**  **\* azalışlar** |
| **12.Yabancılara uzun-dönemli borç**    **\* azalışlar** | **12.Yabancılara uzun-dönemli borç**    **\* artışlar** |
| **13. Yabancılardan kısa süreli alacak**  **\* Artışlar** | **13. Yabancılardan kısa süreli alacak**  **\* Azalışlar** |
| **14. Yabancılara kısa süreli borç**  **\* Azalış** | **14. Yabancılara kısa süreli borç**  **\* Artışlar** |
| **15 . Resmi altın rezervleri**  **\* Artış** | **15 . Resmi altın rezervleri**  **\* Azalışlar** |
| **16. Resmi yabancı para rezervleri**  **\* Artışlar** | **16. Resmi yabancı para rezervleri**  **\* Azalışlar** |

***Örnek 1***  X ülkesinin mukim olan birisi Y ülkesinde mukim olan birisine mal ihrac eder ve vadesi 90 gün içinde gelen Y ülkesinin parasının cinsinden düzenlenmiş bir poliçe imzalar. X ülkesinin ödemeler dengesinde ,bir ihracat olmuş ve yabancılardan kısa süreli bir alacak doğmuştur . Borç ve alacak durumları şöyledir :

**BR**  Yabancılardan kısa süreli alacak ( poliçe )

**AL** Malların ihracı

***Örnek 2***  Örnek 1 deki ihracatçı ödemeyi tahsil edene kadar poliçeyi elinde tutar . Poliçe tahsil edilip Y ülkesindeki bir banka hesabında tutulursa borç ve alacak kayıtları aynı hesapta yapılır .

**BR** Yabancılardan kısa süreli alacak ( Y ülkesi bankasında hesap )

**AL** Yabancılardan kısa süreli alacak ( poliçe )

***Örnek 3***  Önceki iki örnekteki ihracatçı Y parasını kendi ana ülkesinin parasına çevirmeye karar veriyor . Bunu kendi bankası yolu ile yapabilir. Burada banka yabancı parayı satın alır va ulusal parayı satar. Şimdi , X ülkesindeki banka Y parasına sahip olmuştur, yani şimdi banka yabancılardan kısa süreli bir alacağa sahiptir. İşlemlerle yabancılardan kısa süreli alacak alacak X ülkesinin bir mukiminden ( ihracatçı ) diğer bir mukumine ( banka ) aktarılmıştır . Ödemeler dengesi açısından her hangi bir kayda gerek yoktur .

***Örnek 4***  Önceki örnekteki yabancı paralı alacağa sahip olan banka ulusal para almak için yabancı parayı X ülkesinin merkez bankasına satsın. Varsayalım ki, Y parası döviz piyasalarında serbestçe işlem gören konvertibl bir paradır. Merkez bankası altın veya konvertibl bir dövizi satın aldığında bu resmi rezervleri artırır . Ödemeler dengesi kayıtları şöyle olacaktır ;

**BR** Resmi yabancı para rezervleri

**AL** Yabancılardan kısa süreli alacak

***Örnek 5 :*** Önceki örnek bir açıdan farklı olsa idi , yani Y ülkesinin parası konvertibil olmasaydı, resmi rezervlerde bir artış olmaz idi . Bu durumda muhasebe kaydına gerek yoktu , çünkü yabancılardan olan alacak yalnızca bankadan merkez bankasına devredilmekte ve kısa süreli alacağı temsil eden yabancı para konvertibl olmadığından resmi rezervlerin bir parçası sayılmamaktadır. Gerçekte yabancılardan kısa süreli alacak kalmaktadır ama bu bir ticari banka yerine merkez bankası tarafından tutulmaktadır .

***Örnek 6*** : Bir ABD vatandaşı X ülkesinde seyahat çeklerini havalanıdaki bir bankada X ülkesinin parasına çevirir ve bunun hepsini de tatilde harcar . Ödemeler dengesi kayıtları şöyledir ;

**BR**  Yabancılardan kısa süreli alacak ( seyahat çekleri )

**AL** Yabancılar seyahat hizmeti ( Tablo 7.2 de 4 nolu hesap )

***Örnek 7*** : Önceki örnekteki banka seyahat çeklerini merkez bankasına satsın. Bu resmi rezervleri artırır. Kayıtlar şöyle olacaktır ;

**BR** Resmi yabancı para rezervleri

**AL** Yabancılardan kısa süreli alacak

Bir ülke içinde konvertibil yabancı bir paranın alınması bu para merkez banaksına ulaşana kadar resmi rezervlerde bir değişmeye neden olmaz . Bu ödemeler dengesi muhasebesinin anlaşılması açısından son derecede önemlidir.

***Örnek 8***  ; X ülkesinde mukim olan birisi Y ülkesinde mukim olan bir akrabasına bir çek gönderirse kayıt şu şekilde olur ;

**BR** Yabancılara bağışlar

**AL** Yabancılara kısa süreli borçlar ( çek )

***Örnek 9 ;***  Yabancı bir banka X ülkesindeki o ülkenin ulusal parası cinsinden tutulan bir banka hesabını kullanarak X ülkesinin Hazine bonosunu satın alır. Bu işlem kısa süreli borçlarda bir azalış ( X parası cinsinden mevduat hesabı ) ile karşılanan yabancılara kısa süreli borçlarda bir artış ( hazine bonoları ) olarak tasnif edilebilir. Hazine bonoları kısa süreli bir yatırım olduğundan portföy yatırımı değildir. İşlem kayıtları ;

**BR** Yabancılara kısa süreli borç - azalış ( mevduat )

**AL** Yabancılara kısa süreli borç - artış ( hazine bonosu )

Ödemeler bilançosunda cari hesap ile sermaye hesabı hareketlerinin ödemeler bilançosu deyimiyle ***otonom (autonomous)*** olduklarını belirtmek gerekir. Bu hareketler ulusal paranın kambiyo kuru üzerindeki baskıların bir barometresi olarak görülebilir. Resmi rezervlerdeki hareketler ise ***telafi edici (compensating)*** veya ***yerleştiren***  ***(accomodating)***  olarak isimlendirilirler. Bazan ayırım ***çizgi üstü (above the line)*** veya ***çizgi altı (below the line)***  olarak da ifade edilmektedir .

***Çizgi üstü***  hesaplar ödemeler dengesinin açık mı yoksa fazla mı verdiğini belirleyen hesaplardır. ***Çizgi altı***  hesaplar ise ödemeler dengesi fazla veya açıklarının nasıl finanse edildiğini gösterir.

Ödemeler dengesi faza veriyor ise , ülkenin satın alma gücü ilgili dönemde artmıştır; yani otonom tahsilatlar otonom ödemeleri aşmıştır . Ödemeler dengesi açık veriyorsa ülkenin satın alma gücü dönemde zayıflamıştır; yani otonom ödemeler otonom tahsilatları aşmıştır. Otonom hesaplardaki bir artışa yabancı rezervlerde bir artış veya borçlarda bir azalış eşlik eder. Bu ulusal paranın dış değerinde yukarıya doğru bir baskı yaratır. Otonom hesaplardaki bir azalışa ise rezervlerdeki bir azalış ve yabancılara olan borçlardaki bir artış eşlik eder. Bu ulusal paranın değerinde aşağıya doğru bir baskı yaratır. Ödemeler dengesinde sürekli bir açık olan ülkeler paralarının uluslararası değerinde düşüş yaşarlar.

Uygulamada , ödemeler dengesi istatistikleri muhasebe kayıtları esası ile tutulmaz . Yanlızca belirli bir dönemin toplam büyüklükleri ölçülür. Gümrük idareleri ithalat ve ihracata ilişkin verilerin ana kaynağıdır. Mali kurumlar, kamu kurumları ve ticaret ve sanayi kuruluşları yabancı finansal varlıkları ile yabancılara olan borçlarındaki değişiklikleri raporlarlar. Bu nedenle kaynaklar ve kullanımlardaki hatalar nedeniyle ödemeler dengesinde tutarsızlık (net hata ve noksan ) ortaya çıkar .

**Kambiyo kurlarının tahmini ve ödemeler dengesi**

Ödemeler dengesi verilerini kullanarak kambiyo kurlarını tahmin etmek , bir ülkenin parasının, ülkenin ticaret ve görünmeyenler açısından başabaş olduğu durumu gösteren denge durumu varsayımına dayanmaktadır. Yukarıdaki formül ile her zaman uyumlu olmamakla birlikte bu sıklıkla cari hesapta bir terse dönüşe de muadil olarak yorumlanmıştır. Ödemeler dengesinden kambiyo kurlarını tahminde kullanılan diğer önemli varsayımlar düşük değerlenmiş paralar negatif cari hesap sonuçlarını yaratma etkisine sahip olacakken düşük değerlenmiş paraların pozitif cari hesaplar üzerinde tersine dönüş etkisi yaratacağıdır .

Bu varsayımlar ayrıca önemli bir değerli hammadde yokluğu veya Üçüncü Dünya ülkelerinin bir çoğunu karekterize eden eğitilmiş iş gücü yetersizliği gibi piyasa aksaklıklarının olmadığı varsayımına dayanmaktadır. Ödemeler dengesi verileri esası ile çoğu kez bir çok Üçüncü Dünya ülkesinin cari hesabının başabaş durumda olacağı kambiyo kurlarını tahmin etmek pek olası değildir.

Diğer yandan kafamızda tasarlayacağımız bir tahmin modelinin de bazı yetersizlikleri vardır. Bunlar esas itibariyle üç temel alana ilişkindir.

Bunlardan birincisi ihracatın bir üçüncü ülke parası ile ifade edilmesi ve ihracatçının söz konusu paradan bir ihracat satışı işlemlerini sürdürmeye devam etmesi hali ile ilgilidir . Bir örneği gözönüne alalım. Bir çok hammade ABD doları fiyatlandırılmaktadır. Bu petrol için de geçerlidir. Örneğin bir BK petrol ihracatçısı Avrupa'ya petrolü ABD doları ile ifade edilmiş bir fiyatla satacaktır. Avrupalı ithalatçı BK potrol şirketine ödemeyi USD ile yapacaktır. İhracat İngiliz ödemeler dengesinin cari hesabında pozitif artışı gösterecektir. Ama ihracatçı satış hasılatını bir USD banka hesabında tutmaya devam ederse bu poundu güçlendirmeyecektir. Ödemeler dengesi açısından dolar mevduatı yabancılardan kısa süreli alacak olarak görünecektir. Eğer BK petrol ihracatçısı bankası aracılığı ile pound almak için dolarları satarsa bu işlem pondu güçlendirme yönünde bir eğilime sahip olurdu. BK petrol şirketi dolarları bankasına satsa bile bu işlem ödemeler dengesi açısından hala yabancılardan kısa süreli alacak olarak görünmeye devam edecektir. Alacağın sahibi petrol şirketi yerine banka olacaktır. Açıkçası büyük bir güvenle kambiyo kurlarını tahmin etmek için ödemeler dengesi verilerini kullanmak açısından yetersiz bir yayınlanmış veriler paketine sahibiz.

İkinci yetersizlik bir ülkenin sermaye hesabı ile ilgilidir. Cari hesapta önemli açıklar olmasına karşın bir ülkeye çokuluslu şirketlerden önemli bir sermaye akımı olabilir. Bu sermaye akımı cari hesap açığını aşabilir ve negatif bir cari hesap bakıyesine rağmen genel eğilim ülkenin parasının güçlenmesi yönünde olabilir. 1970 lerin başında cari hesaptaki acığa rağmen petrol şirketlerinin arama faaliyetleri için sermaye gelince Meksika pezosu ve Endonezya rupiahı güçlenmiş ve her iki ülkenin hükümetlerinin satın alma gücü paritesinin gösterdiği devalüasyonları ertelemelerine olanak vermiştir.

Üçüncü yetersizlik de sermaye hasabı alanında ortaya çıkmaktadır. Diğer şeylerle birlikte sermaye hesabı bankalardan veya IMF den borçlanmayı da içermektedir. Bu yabancılara uzun süreli borçlar olarak görünür. Böylesi borçlanmaların, sözgelişi ABD dolarlarının ulusal paraya çevrilmesi kısa dönemde ulusal paranın güçlenmesine katkıda bulunur , ancak , çok kısa dönemde ülkenin cari hesabını etkilemezdi.

Cari hesap verilerini potansiyel döviz değişmelerinin bir göstergesi olarak kullanmak tuzaklarla doludur. Bu nedenle tahminciler çok ihtiyatlı davranmalıdırlar ama ellerinde faydalı bir araç vardır .

**Sorular**

**Soru 1**

Diğer şeyler aynı iken göreli olarak yüksek bir enflasyon oranı ana ülkenin cari hesabını nasıl etkiler?

**Soru 2**

Diğer şeyler aynı iken zayıflayan bir ana ülke parasının ana ülkenin cari hesabını nasıl etkilemesini beklersiniz?

**Soru 3**

Dalgalı bir kambiyo kurunun bazen cari hesap açığını azaltacağı veya düzelteceği ileriye sürülmektedir. Neden böyle düzeltmenin olduğunu açıklayınız. Kambiyo kuru bir cari hesap açığını neden her zaman düzeltmez?

**ÖĞRENCİLER İÇİN ULUSLARARASI FİNANS KAYNAK- OKUMA-İNCELEME-LİSTESİ**

**01 ÇOK ULUSLU ŞİRKETLERİN ORTAYA ÇIKIŞI VE ULUSLARARASI PARA SİSTEMİ**

# Yabancı Bankalar. Melek mi yoksa Şeytan mı ? Ali İhsan Karacan

# (Dünya Gazetesi, 19, 26 Temmuz, 2,9 Ağustos 2002 ve Mali Piyasalar Üzerine Denemeler, Creative Yayıncılık, 2002 içinde ss. 125-147)

**02 KÜRESEL FİNANSAL SİSTEMİ OLUŞTURAN KURUMLAR VE KATILIMCILAR**

**2.1 Cumhuriyet Döneminde Bankacılık Düzenlemelerinin Gelişimi- Ali İhsan Karacan**

**2.2 T.C. Merkez Bankası - Görev, Yetki Ve İşlevleri - Ali İhsan Karacan**

**2.3 Döviz Rezervlerinin Kullanımı- Ali İhsan Karacan (Gazeteport, 30/8/2013- Yaklaşırken Uzaklaşmak, Doğan Kitap, 2015 içinde ss. 165-169)**

**2.4 Bank of England's Bank Stress Tests Worse Than Useless - They're Dangerous – P. Worstall**

**2.5 The World Bank – Global Financial Development Report 2019/2020- Bank Regulation and Supervision a Decade after the Global Financial Crisis**

**03 DÖVİZ KURLARININ, IMF VE DÜNYA BANKASININ TARİHİ**

**3.1 IMF Fact Sheet – IMF Quotas**

**3.2 IMF Kararlarını Nasıl Alıyor**

**3.3 Uluslararası Döviz Sistemlerinin Geleceği: Bretton Woods’a Geri Dönülebilir mi? - Dilara Mumcu Akan (Sosyal Bilimler Dergisi 2010, (2), 108-115)**

**3.4 Uluslararası Para Fonu -Türkiye İlişkilerinin Gelişimi ve 19.Stand-By Anlaşması - Zeynep Erdinç (Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Sayı 18, Ağustos, 2007)**

**3.5 IMF’nin Değişen Rolü ve Gelişmekte Olan Ülke Ekonomilerine Etkileri – Nazım Öztürk (AnkaraÜniversitesi SBFDergisi. 57-4**

**3.6 IMF İstikrar Programlarının Temel Esasları ve Reform Gereksinimi – O. Okan Taşar**

**Selçuk Üniversitesi , İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi, 2009(18):105-144**

**3.7 Yapısal Uyum Proğramları ve Uygulamaların Değerlendirilmesi - Sevim Akdemir Ekonomik Yaklaşım Cilt 12(40),2001, ss. 45-72**

**04 KÜRESEL FİNANSAL KRİZ SONRASINDA KÜRESEL FİNANSAL ORTAM VE URO**

## **4.1 10 Soruda GSYH ile ilgili bilmek istedikleriniz - N. Emrah Aydınonat**

**4.2 Borç ve tehlike bölgesi - Ali İhsan Karacan (Gazeteport, 17/5/2013- Yaklaşırken Uzaklaşmak, Doğan Kitap, 2015 içinde ss. 145-149)**

**4.3 Euro Krizinin Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Bir İnceleme - Caner Övsan ÇAKAŞ (Alanya Akademik Bakış Yıl:2019, C:3, S:1, s.73-84**

**4.4 Avrupa Birliği’nin Yapısal Bir Krizi Olarak Euro Krizinin Nedenleri ve Etkileri Üzerine Bir Değerlendirme- Ömer Şanlıoğlu Kırıkkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi -Cilt 6 Sayı 2, 2016**

**4.5 CFER- Can the euro rival the dollar? - Adam Tooze and Christian Odendahl**

**4.6 CFER – Ditchley Coference Report-2016 – Has the Euro been a failure?**

**4.7 IMF Fact Sheet - The IMF and Europe**

**4.8 The Determinants of Equity Home Bias in Turkey- Arzu Şahin - Hatice Doğukanlı -Seda Şengül (Muhasebe ve Finansman Dergisi Ekim/2016 )**

**05 DÖVİZ KURU REJİMLERİ**

**5.1 IMF – AREAR - Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2018**

**5.2. Alternatif Döviz Kuru Sistemleri- Azim Özdemir**

**06 PARİTE KOŞULLARI VE DÖVİZ KURLARININ TAHMİN EDİLMESİ**

**6.1 Fisher Etkisi- Türkiye Üzerine Bir Uygulama – Erhan Öruç (astamonu Üniversitesi  
İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi Temmuz 2016, Sayi:13**

**6.2 Fisher Hipotezinin Alternatif Faiz Oranları İle Türkiye Ekonomisi Açısından Analizi - Fuat Lebe - Leyla Firuze Arda Özalp (Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi Cilt:31, Sayı:1, Yıl:2016, ss. 95-122)**

**6.3 TL’ nın Değerini Tahmin Etmek- Ali İhsan Karacan (Gazeteport 13/2/2012- Yaklaşırken Uzaklaşmak, Doğan Kitap, 2015 içinde ss. 139-144)**

**6.4 Big Maccurrencies- Ali İhsan Karacan (Dünya 18 Mayıs 1994)**

**6.5 Tek Fiyat Kanunu ve Satın Alma Gücü Paritesi Hipotezine İlişkin Ampirik Bulgular: Bir Literatür Taraması - Güray Gözgür (Sosyoekonomi, 2015, Vol. 23(24), ss. 23-37)**

**6.6 Fisher Etkisi Türkiye İçin Geçerli mi? Bir Zaman Serisi Analizi : 1980-2013- O. Cenk Kanca- Adem Üzümcü – Ahmet Deniz (2015, Verimlilik Dergisi, 3, ss. 1-18.**

**6.7. Fisher Hipotezi: Türkiye İçin Tahmini - Selim Başar - Kübra Karakuş (Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi, Cilt: 10 Sayı: 54 Yıl: 2017)**

**6.8. Döviz Kurunun belirlenmesine Yönelik Teorik Yaklaşımlar- Çağdaş Cengiz (Sakarya İktisat Dergisi, Cilt 7 Sayı 4, 2018, ss. 1-17**

**07 DÖVİZ PİYASALARI**

**7.1 BIS - Triennial Central Bank Survey , OTC interest rate derivatives turnover in April 2019, Monetary and Economic Department 16 September 2019**

**7.2 BIS - Triennial Central Bank Survey Foreign exchange turnover in April 2019 , Monetary and Economic Department 16 September 2019**

**08 DÖVİZ RİSKİNİ BELİRLEMEK VE YÖNETMEK**

**8.1 Türev Araçlar - Ali İhsan Karacan**

**09 ULUSLARARASI TİCARETİN FİNANSMANI**

**10 ULUSLARARASI YATIRIM DEĞERLEMESİ**

**11 YABANCI İŞLETMELERE DOĞRUDAN YATIRIM**

**11.1 Uluslararası Ticaret ve Yatırım Teorisi Olarak Eklektik Paradigma: Geçmişten Günümüze Bir Bakış - Aybegüm Güngördü - Kadri Gök (Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi Eylül 2016 20 (3): 1003-1020)**

**11.2 Küresel Bir Şirketimiz Var mı ? - Ali İhsan Karacan**

**Gazeteport 11 Şubat 2013- Yaklaşırken Uzaklaşmak, Doğan Kitap, 2015 içinde ss. 246-249)**

**11. 3 Forbes ve Fortune Global Şirketler Listesi**

**11.4 Kültürel Farklılıkların Uluslararası İşletmelere Etkisi – Çiğdem Sofyalıoğlu – Rabia Aktaş (Yönetim ve Ekonomi, 2001, Cilt 7, Sayı 1,ss. 75-92**

**11.5 Küresel Perakende zincirlerinin Stratejik Yayılımları: Antalya İli Örneği – Bilal Yalçın (ORGANİZASYON VE YÖNETİM BİLİMLERİ DERGİSİ Cilt 3, Sayı 2, 2011)**

**11.6 Wal-Mart Goes to Germany – Mathias Kaelberer (German Politics and Society, Issue 122 Vol. 35, No. 1 (Spring 2017): 1–18)**

**11.7 Developing the International Manager: WalMart’s Cross-Cultural Management in Germany - Huseynli Javid (International Journal of Scientific & Engineering Research, Volume 7, Issue 5, May-201)6**

**12 ÜLKE RİSKİ ANALİZİ**

**12.1 Çin ve Türk İşletmelerinde İnformel Sosyal Ağlar: Guanxi ve Torpil Üzerine Kavramsal Bir İnceleme - Semih Ergelen Yönetim ve Çalışma Dergisi , Yıl: 2017 / Cilt: 1 / Sayı: 2 / 58-75**

**12.2 Ülkeler arasındaki düşmanlıkların tüketicilere yansıması: Tüketici düşmanlığı kavramı üzerine kavramsal bir çalışma – Hakan Kiracı (Journal of Human Sciences, 2017, 14(2), 1711-1735)**

**12.3.Euler Hermes- Contry Risk Methodology**

**12.4 Euler Hermes- Sector Risk Methodology**

**12.5 Euler Hermes- Contry Risk Rating Q1 2020**

**12.6 Euler Hermes- Contry Risk Ratings – March 20 Review**

**12.7 Euler Hermes- Sector Risk Ratings Q1 2020**

**12.8 Tarnsparency International – Corruption Perceptions Index 2019**

**12.9. Uluslararsı Şeffaflık Derneği 2019 Yolsuzluk Algı Endeksi**

**12.10 OECD - Country Risk Classifications of the Participants to the Arrangement on Officially Supported Export Credits- 31 Ocak 2020**

**12.11 OECD - OPERATIONAL PROCEDURES FOR THE COUNTRY RISK EXPERTS GROUP - DECEMBER 2017 REVISION**

**12.12 The Economist Intelligent Unit - Country Report**

**12.13 EIU Country Risk Service - Risk ratings review**

**13 YÜKSELEN PİYASALAR**

**13.1 Calculating the human development indices—graphical presentation**

**13.2 Human Development Index and its components**

**13.3 Human Development Index trends, 1990–2018**

**13.4 What Makes an Emerging Market? – Templeton**

**13.5 Highlights of the 2020 Index of Economic Freedom**

**14 ULUSLARARASI NAKİT YÖNETİMİ**

**14.1 Factors to consider when centralising cash management - Christian Bartsch**

**14.2 Şirketler Topluluğunda Bazı Kurumsal Yönetim Sorunları - Ali İhsan Karacan**

**(Banka ve Finans Hukuku Dergisi, Cilt 4, Sayı 16, 2015, ss. 23-79)**

**14.3 Deloitte- 2019 Global Treasury Report**

**14.4 Centralization of Treasury Management in a Globalized World - Petr Polak (nternational Research Journal of Finance and Economics, Issue 56 (2010)**

**14.5 The centre holds’: From the decentralised treasury towards fully centralised cash and treasury management - Petr Polak (Journal of Corporate Treasury Mangement, Vol. 3,2 , ss. 109-112, 2010**

**14.6. Risks in Financial Group Structures – Stephen A. Lımpkin OECD Jornal, Finacial Market Trends, Vol. 2020, Issue, 2)**

**15 ÖDEMELER DENGESİ**

**15.1 TCMB Ödemeler Dengesi İstatistiklerine İlişkin Yöntemsel Açıklama**

**15.2. Ödemeler Dengesi, Aralık 2019**

**15.3 Net Hata ve Noksan Kalemi Bir Sır mı? - Ali İhsan Karacan**

**Gazeteport, 14 Eylül 2013, Yaklaşırken Uzaklaşmak, Doğan Kitap, 2015 içinde ss. 170-173)**

**ULUSLARARASI FİNANS KAYNAKÇSI**

**Uluslararası Finans Ders Kitapları – İngilizce**

# Adrian Buckley (2012), International Finance; A practical perspective, Financial Times/Prentice Hall

Adrian Buckley (2004), Multinational Finance, 5th Edition, Prentice Hall,

# Kirt C. Butler (2016), Multinational Finance: Evaluating Opportunities, Costs, and Risks of Operations, 6th Edition, Wiley

David K. Eiteman- Arthur I. Stonehill- Micheal A. Moffet (2018), Multinatinatioal Business Finance , 15th Edition, Pearson,

Cheol Eun - Bruce Resnick (2017) International Financial Management, 8td Edition, McGraw Hill

Robert Hodrick – Geert Bekaert (2018), International Financial Management, 3rd Edition, Cambridge University Press,

Laurent L. Jacque (2020), International Corporate Finance - Value Creation with Currency Derivatives in Global Capital Markets , Second Edition , Wiley

Paul R. Krugman - Maurice Obstfeld - Marc J. Melitz (2018), International Finance- Theory and Policy, 11th Edition, Global Edition,

Jeff Madura (2020), International Finacial Management, 14th Edition, Cengage

Alan C. Shapiro – Paul Hanouna (2019), Multinational Financial Management, 11th Edition , John Wiley

**Uluslararası Finans Ders Kitapları - Türkçe**

# Güven Delice – İlhan Ege (Editörler) (2018) Uluslararası Finans Teori, Politika ve Uygulama, Gazi Kitabevi

# Hatice Doğukanlı (2015), Uluslararası Finans, 3. Baskı, Karahan Kitabevi

# Nadir Eroğlu – Hasan Dinçer – Umit Hacıoğlu (Editörler) (2016), Uluslararası Finans Teori ve Politika, Orion

# Abdurrahman Fettahoğlu (2014), İşletmelerde Uluslararası Finans Yönetimi, Kocatepe Yyaınları

# Michael Melvin – Stefan C. Norbin (2016), Uluslararası Para ve Finans, Nobel

# İlker Parasız- Nazım Ekren (2016), Uluslararası Finans ve Küresel Finansal Kriz, Ezgi Kitabevi

# Halil Seyidoğlu (2016), Uluslararası Finans, 6. Baskı,

# Kürşat Yalçıner (2005), Uluslararası Finansman, Detay Yayıncılık

**Uluslararası Para, Döviz ve Kur Sistemleri**

Robert Z. Aliber (2011), The New International Money Game, Seventh Edition, Palgrave Macmillan

Robert Z. Aliber (1978) , Exchange Risk and Corporate International Finance, Macmillan

# Ernst Baltensperger -Hans-Werner Sinn (1992), Exchange-Rate Regimes and Currency Unions, Macmillan

Tamim Bayoumi - Barry Eichengreen – Mark P. Taylor (1996), Moderm Perspectives on Gold Standard, Cambridge University Press

John O. F. Bilson – RichardC. Marstono, Editors, (1984), Exchange Rate Theory and Practice ,University of Chicago Press

Michael D. Bordo - Ronald MacDonald (2012), Credibility and the International Monetary Regime: A Historical Perspective, Cambridge: Cambridge University Press.

Michael D. Bordo – Anna J. Schwartz (1984), A Retrospective on the Classical Gold Standard, 1821-1931, The University of Chicago Press,

Michael D. Bordo – John B. Taylor (2017), Rules for International Monetary Stability- Past, Present and Future, Hoover Institution Press

# Yuanzheng Cao (2018), Strategies for Internationalizing the Renminbi, Springer

Youssef Cassis (2009), Capitals of Capital: The Rise and Fall of International Financial Centres 1780–2009,: Cambridge University Press

# Matilde Chatin - Gulio M. Gallarotti (2017), Emerging Powers in International Politics: The BRICS and Soft Power, Routledge

# Benjamin J. Cohen (2019), Currency Statecraft - Monetary Rivalry and Geopolitical Ambition , The University of Chicago Press,

Benjamin J. Cohen (2015), Currency Power: Understanding Monetary Rivalry, Princeton, NJ: Princeton University Press

Benjamin J. Cohen (2011), The Future of Global Currency - The euro versus the dollar, Routledge

Benjamin J. Cohen (2008), Global Monetary Governance, Routledge

Benjamin J. Cohen (1998), The Geography of Money, Cornell University Press

Benjamin J. Cohen (1971), The Future of Sterling as an International Currency, New York: Macmillan and St. Martin’s Press.

Marcello De Cecco (1984), The International Gold Standard: Money and Empire, London: Frances Pinter.

Barry Eichengreen (2019), Globalizing Capital – A History of the Finacnial System, Third Edition,

Barry Eichengreen (2011), Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System, Oxford: Oxford University Press.

Barry Eichengreen (2007), Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods, MIT Press

Barry Eichengreen - Marc Flandreau, Edt., (1997), The Gold Standard in Theory and History, Routledge,

Barry Eichengreen – Arnaud Mehl – Livia Chitu (2018), How Global Currencies Work- Past, Present, and Future, Princeton University Press,

Paul Einzig (1970), The History of Foreign Exchange, Second Edition, Macmillan.

Paul Einzig (1970), Foreign Exchange Crsisis, Second Edition, Macmillan

Paul Einzig (1970), The Case Against Floating Exchanges, Macmillan

Paul Einzig (1970), The History of Foreign Exchange, Second Edition, Macmillan.

Paul Einzing (1967), A Dynamic Theory of Forward Exchange, Second Edition, Macmillan

Paul Einzing (1969), A Textbook on Foreign Exchange, Second Edition, Macmillan

Paul Einzing (1967), A Dynamic Theory of Forward Exchange, Second Edition, Macmillan

Gulio M. Gallarotti (1995), The Anatomy of an International Monetary Regime: The Classical Gold Standard, 1880– 1914, Oxford University Press

Atish R. Ghosh - Anne-Marie Gulde - Holger C. Wolf (2002), Exchange Rate Regimes: Choices and Consequences (The MIT Press)

Atish R. Ghosh – Mahvash S. Qureshi, Edt. (2017) From Great Depression to Great Recession, IMF

John T. Harvey (2009), Currencies, Capital Flows and Crises - A Post Keynesian analysis of exchange rate determination, Routledge,

Takashi Ito – Anne O. Krueger (1999), Changes in Exchange Rates in Rapidly Developing Countries, The University of Chicago Press

# Jessica James – Ian W. Marsh – Lucio Sarno (2012), Handbook of Exchange Rates, Wiley

Håkan Jankensgård -Alf Alviniussen- Lars Oxelheim (2020), Corporate Foreign Exchange Risk Management , John Wiley

R. B. Johnston (1983) , The Economics of the Euro-Market – History, Theory and Policiy, Macmillan,

Eelke de Jong (1991), Exchange Rate Determination and Optimal Economic Policy Under Various Exchange Rate Regimes, Springer

Steven Kettell (2004), The Political Economy of Exchange Rate Policy-Making - From the Gold Standard to the Euro, Palgrave

Charles Kindleberger, Charles (1970), Power and Money: The Politics of International Economics and the Economics of International Politics, New York: Basic Books.

Charles Kindleberger,1973), The World in Depression, 1929–1939, Berkeley: University of California Press.

Charles Kindleberger, (1988), The International Economic Order: Essays on Financial Crisis and International Public Goods, Cambridge, MA: MIT Press.

# Michael W. Klein – J. Sambaugh (2009), Exchange Rate Regimes in the Modern Era, The MIT Press,

# Anne O. Krueger (1983), Exchange Rate Determination, Cambridge University Press

Paul Krugman, Edt. (2000), Currency Crisis, The University of Chicago Press

# Elli Louka (2020), The Global Economic Order: The International Law and Politics of the Financial and Monetary System, Edwar Elgar

# David Lubin (2018), Dance of the Trillions: Developing Countries and Global Finance, Brookings

# Ronald Macdonald (2007), Exchange Rate Economics: Theories and Evidence, Routledge,

# Ronald Macdonald (1998), Floating Exchange Rates- Theories and Evidence, Routledge

Jorge Braga de Macedo- Barry Eichengreen - Jaime Reis, Edt. (1996), Currency Convertibility - The Gold Standard and Beyond , Routledge,

Ronald I. McKinnon (2013), The Unloved Dolar Standard- From Bretton Woods to the Rise of China , Oxford University Press,

Ronald I. McKinnon (1996), The Rules of the Game: International Money and Exchange Rates, Cambridge, MA: MIT Press.

James Meade (1951), The Balance of Payments. New York: Oxford University Press.

# Hisayuki Mitsou, Edt. (2007), New Developments of the Exchange Rate Regimes in Developing Countries; Palgrave macmillan

Imad A. Moosa (2005), Exchange Rate Regimes Fixed, flexible or something in-between? , Palgrave macmillan

Imad A. Moosa - Razzaque H Bhatti (2009), The Theory and Empirics of Exchange Rates, World Scientific Publishing Company,

# Imad A. Moosa - Razzaque H Bhatti (1997), International Parity Conditions: Theory, Econometric Testing and Empirical Evidence, Palgrave macmillan

# Imad A. Moosa, Nisreen Moosa (2019), Eliminating the IMF: An Analysis of the Debate to Keep, Reform or Abolish the Fund, Palgrave macmillan

Li Lian Ong (2003), The Big Mac Index Applications of Purchasing Power Parity, Palgrave Macmillan

# Eswar S. Prasad (2016) Gaining Currency: The Rise of the Renminbi, Oxford University Press

Giorgio Radaelli (1995), Exchange Rate Determination and Control, Reoutledge

Raghuram Rajan (2010), Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy. Princeton, N.J.: Princeton University Press.

Lucio Sarno - Mark P. Taylor (2002), The Economics of Exchange Rates , Cambridge University Press,

Catherine Schenk (2010), The Decline of Sterling: Managing the Retreat of an International Currency 1945–1992, Cambridge: Cambridge University Press.

Jerome L. Stein - Polly Reynolds Allen, (1997), Fundamental Determinants of Exchange Rates, Oxford University Press

Robert Triffin (1965), Gold and the Dollar Crisis: The Future of Convertibility, Yale University Press.

Holger C. Wolf- Atish R. Ghosh- Helge Berger - Anne-Marie Gulde (2008), Currency Boards in Retrospect and Prospect , The MIT Press,

# FDI ve MNC

# Shahid Ahmed (2012) Foreign Direct Investment, Trade and Economic Growth: Challenges and Opportunities, , Routledge

# Ulf Andersson - Ulf Holm (2010), Managing the Contemporary Multinational: The Role of Headquarters, Edward Elgar

# Tina C. Ambos – Bjorn Ambos – Julian Birkinshaw (2016), Perspectives on Headquarters-Subsidiary Relationships in the Contemporary MNC: volume 17 (Research in Global Strategic Management), Emerald

Yuksel Ayden - Mehmet Demirbag - Ekrem Tatoglu (2018), Turkish Multinationals Market Entry and Post Acquisition Strategy

# Nina Bandelj (2008), From Communists to Foreign Capitalists: The Social Foundations of Foreign Direct Investment in Postsocialist Europe, Princeton University Press,

Julian Birkinshaw- Sumantra Ghoshal -Constantinos Markides-John Stopford-George Yip , Edtrs., (2003), The Future of the Multinational Company, Wiley

# Aristidis Bitzenis - Vasileios A. Vlachos - Pyrros Papadimitriou, Ed. (2012), Mergers and Acquisitions as the Pillar of Foreign Direct Investment, Palgrave macmillan

# Steven Brakman – Harry Garretsen (2009), Foreign Direct Investment and the Multinational Enterprise, MIT Press

Steven Brakman- Harry Garretsen - Charles van Marrewijk - Arjen van Witteloostuijn (2006), Nations and Firms in the Global Economy - An Introduction to International Economics and Business , Cambridge university Press

Stanley D. Brunn, Edt. Wal-Mart World- The World’s Biggest Corporation in the Global Economy, Routledge

John Cantwell, Edt., (2015), The Eclectic Paradigm - A Framework for Synthesizing and Comparing Theories of International Business from Different Disciplines or Perspectives , Palgrave macmillan

John Cantwell \_ Rajneesh Narula Edt., (2005), International Business and the Eclectic Paradigm - Developing the OLI framework, Routledge,

# Alvaro-Cuervo-Cazurra (2018) State-Owned Multinationals: Governments in Global Business, Palgrave macmillan

# Serbajit Chaudhuri -Ujjaini Mukhopadhyay (2014), Foreign Direct Investment in Developing Countries: A Theoretical Evaluation, Springer

# Amanda Ciafone (2019), Counter-Cola, California University Press

# Stephen D. Cohen (2007), Multinational Corporations and Foreign Direct Investment, Oxford University Press

# Asim Erdilek (2017), Multinationals as Mutual Invaders: Intra-industry Direct Foreign Investment, Routledge,

# Jack Ewing (2017), Faster, Higher, Farther: The Inside Story of the Volkswagen Scandal, Bantam Press

# Robert Fitzgerald – Chris Rowley (2015), Multinational Companies from Japan: Capabilities, Competitiveness, and Challenges, Routledge

Mats Forsgren- Ulf Holm-Jan Johanson (2005), Managing the Embedded Multinational - A Business Network View, Edward Elgar

# Kenneth A. Froot (1993), Foreign Direct Investment, The University of Chicago Press

# Ulf Holm – Torben Pedersen (2000), The Emergence and Impact of Mnc Centres of Excellence: A Subsidiary Perspective, Palgrave Macmillan

# Nathan M. Jensen (2006), Nation-States and the Multinational Corporation: A Political Economy of Foreign Direct Investment, Princeton University Press

# Nicolas Lohr (2014), Foreign Market Subsidiary Mandates: A Select and Temporary MNC Phenomenon?, Springer

# Ashoka Mody (2007), Foreign Direct Investment and the World Economy, Routledge

# Hwy-Chang Moon (2018), Foreign Direct Investment: A Global Perspective, World Scientific Publishing ,

# Imad A. Moosa (2002) Foreign Direct Investment: Theory, Evidence and Practice, Palgrave macmillan

# Danile Nicholls (2012), Foreign Direct Investment: Smart Approaches to Differentiation and Engagement , Gower

# Lar Oxelheim, Ed., (1993), The Global Race for Foreign Direct Investment: Prospects for the Future, Springer

# Laura Paez (2011), Liberalizing Financial Services and Foreign Direct Investment, Palgrave macmillan

# Assaf Razin – Efraim Sadka (2007), Foreign Direct Investment: Analysis of Aggregate Flows, Princeton University Press

**Yükselen Piyasalar**

# Atanu Adhikari – Sanjit Kumar Bay (2017), Strategic Marketing Cases in Emerging Markets, Springer

# İlias Alami (2019), Money Power and Financial Capital in Emerging Markets: Facing the Liquidity Tsunami, Routledge

# Glyn Atwal – Douglas Bryson (2014), Luxury Brands in Emerging Markets, Palgrave macmillan

# Rajiv Biswas (2018), Emerging Markets Megatrends, Palgrave

# Jerome Booth (2014), Emerging Markets in an Upside Down World: Challenging Perceptions in Asset Allocation and Investment, Wiley

# Fred Burton -Malcolm Chapman – Adam Cross (1999), International Business Organization: Subsidiary Management, Entry Strategies and Emerging Markets, Palgrave

# Dilip K. Das (2004) Financial Globalization and the Emerging Market Economies, Routledge

# Gaston Fornes (2009), Foreign Exchange Exposure in Emerging Markets: How Companies Can Minimize it, Palgrave

Gaston Fornes - Alvaro Mendez (2018), The China-Latin America Axis Emerging Markets and their Role in an Increasingly Globalised World , Second Edition , Palgrave

# Robert Grosse (2015), Emerging Markets: Strategies for Competing in the Global Value Chain, Kogan Page,

# Robert Grosse (2005), International Business and Government Relations in the 21st Century, Cambridge University Pres

# Robert Grosse – Klaus E. Meyer (2019), The Oxford Handbook of Management in Emerging Markets, Oxford University Press

M.Guillen – E.Garcia-Canal (2013), Emerging Markets Rule – Growth Strategies of the New Global Giants , Mc Graw Hill ,

# G. Andrew Karolyi (2015), Cracking the Emerging Markets Enigma, Oxford University Press

# Curt G. Laird (2018), The Culture Key: Successful Investing and Entrepreneurship in Frontier and Emerging Markets , Xana Publishing

# Franco Malerba – Sunil Mani – Pamela Adams (2017), The Rise to Market Leadership – New Leading Firms from Emerging Markets, Edward Elgar

# Kazuyuki Motohashi (2015), Gobal Business Strategy: Multinational Corporations Venturing into Emerging Markets, Springer

# Carl Olsson (2002), Risk Management in Emerging Markets: How to Survive and Prosper, Pearson

# Jagdish N. Sheth – Mona Sihna – Reshma Shah (2016), Breakout Strategies for Emerging Markets: Business and Marketing Tactics for Achieving Growth, Emerald

# Leonardo E. Stanley (2018), Emerging Market Economies and Financial Globalization: Argentina, Brazil, China, India and South Korea, Anthem

# Krassimir Todorov – Yusah H. Akbar (2018), Strategic Management in Emerging Markets: Aligning Business and Corporate Strategy, Emerald

**Eurobond**

Chris O’Malley (2015), Bonds without Borders – A History of the Eurobond Market, Wiley

**Euro Krizi:**

**Euro’nun Ortaya Çıkışı ve Euro Krizi:**

Philip Arestis - Malcolm Sawyer (2012), The Euro Crisis , Palgrave Macmillan,

Markus K. Brunnermeier - Harold James - Jean-Pierre Landau (2016), The Euro and the Battle of Ideas , Princeteon University Press

Nazare ́ da Costa Cabral - Jose ́ Renato Gonzalves - Nuno Cunha Rodrigues , Editors , (2017), The Euro and the Crisis - Perspectives for the Eurozone as a Monetary and Budgetary Union, Palgrave,

Michael Heise (2013), Emerging from the Euro Debt Crisis - Making the Single Currency Work , Springer

Otmar Issing (2008), The Birth of the Euro, Cambridge University Press

Jesper Jespersen (2016), The Euro Why it Failed , Palgrave Macmillan

Paul-Jacques Lehmann (2019), The Future of the Euro Currency, Wiley

Bill Lucarelli (2013), Endgame for the Euro: A Critical History, Palgrave Macmillan

Roderick Macdonald (2018), Eurocritical - A Crisis of the Euro Currency, Palgrave Macmillan

Enrico Marelli - Marcello Signorelli (2017), Europe and the Euro - Integration, Crisis and Policies, Palgrave Macmillan

David Marsh (2013), Eurpo’s Deadlock - How the Euro Crisis Could Be Solved – and Why It Won’t Happen, Yale University Press

Matthias Matthijs – Mark Blyth, Editors, (2015), The Future of the Euro, Oxford University Press

Franz-Josef Meiers (2015), Germany’s Role in the Euro Crisis - Berlin’s Quest for a More Perfect Monetary Union, Springer

Ashoka Mody (2018), Euro Tragedy – A Drama in Nine Acts, Oxford University Press

Chris Mulhearn - Howard R. Vane (2008), The Euro - Its Origins, Development and Prospects , Edward Elgar,

Owen Parker - Dimitris Tsarouhas , Editors, (2018), Crisis in the Eurozone Periphery The Political Economies of Greece, Spain, Ireland and Portugal, Palgrave Macmillan

Sabrina Ragone, Editor, (2017), Managing the Euro Crisis - National EU Policiy Coordination in Debtor Countries, Rotledge

Waltraud Schelkle (2017), The Political Economy of Monetary Solidarity - Understanding the Euro Experiment , Oxford University Press

Joseph E. Stiglitz (2016), The Euro, How A Common Currency Threatens the Future of Europe, W.W. Norton (Türkçesi: Avrupa, Ortak Para Birimi Avrupa’nın Geleceğini Nasıl Tehdit Ediyor, Scala, 2018)

Efthymios G. Tsionas (2014) The Euro and International Financial Stability, Springer

**İrlanda**

Ciarán Michael Casey (2018), Policy Failures and the Irish Economic Crisis, Palgrave Macmillan

Donal Donovan – Antoin E. Murphy (2013), The Fall of the Celtic Tiger: Ireland and the Euro Debt Crisis, Oxford University Press

**İspanya**

Juan Pablo Mateo Tomé (2019), The Theory of Crisis and the Great Recession in Spain, Palgrave Macmillan,

Greig Charnock - Thomas Purcell - Ramon Ribera-Fumaz (2014), The Limits to Capitalin Spain - Crisis and Revolt in the European South, Palgrave Macmillan

**İtalya**

Stefano Cosma – Elisabetta Gualandri (2012), The Italian Banking System - Impact of the Crisis and Future Perspectives, Palgrave Macmilla

Leila Simona Talani (2017), The Political Economy of Italy in the Euro - Between Credibility and Competitiveness, Palgrave Macmillan

**Yunanistan**

Georgios Karyotis - Roman Gerodimos, Editors (2015), The Politics of Extreme Austerity: Greece in the Eurozone Crisis, Palgrave Macmillan

Mustafa Kutlay (2019), The Political Economies of Turkey and Greece - Crisis and Change , Palgrave Macmillan

Michael Mitsopoulos - Theodore Pelagidis (2011), Understanding the Crisis in Greece - From Boom to Bust

Spyros Sakellaropoulos (2019), Greece’s (un) Competitive Capitalism and the Economic Crisis - How the Memoranda Changed Society, Politics, and the Economy, Palgrave Macmillan

Claudia Sternberg Kira Gartzou-Katsouyanni Kalypso Nicolaidis (2018), The Greco-German Affair in the Euro Crisis Mutual Recognition Lost?, Palgrave Macmillan

**Ülke Riski**

Michel Henry Bouchet - Charles A. Fishkin Amaury Goguel (2018) Managing Country Risk in an Age of Globalization A Practical Guide to Overcoming Challenges in a Complex World, Palgrave Macmillan

Michel Henry Bouchet - Ephraim Clark - Bertrand Groslambert (2003 )Country Risk Assessment - A Guide to Global Investment Strategy, Wiley

Kyriaki Kosmidou – Micheal Doumpos – Constatntin Zopounidis , Edt., (2008), Country Risk Evaluation- Methods and Applications, Springer

Thomas E. Krayenbuehl (2001), Cross-border exposures and country risk - Assessment and monitoring, Woodhead Publishing

Ronald L. Solberg, Edt., (1992); Country-Risk Analysis A Handbook, Routledge,

Bengü Vuran (2019), Ülke Riski, Çağlayan

Daniel Wagner (2012), Managing Country Risk, A Practitioner’s Guide to Effective Cross-Borde Risk Analysis, CRC Press,

1. Tata ve Alman ThyssenKrup arasındaki birleşme Haziran 2019’da Avrpa Komisyonu tarafından engellenmiştir. Tata BK’daki çalışanlarının yarısı olan yaklaşık 4.000 kişi Port Tablot’ta, çalışmaktadır. Tata Grup 2019’da GBP 370 milyon zarar etmiş ve Kasım 2019’da Avrupa’da 3.000 kişiyi işten çıkarmayı planladığını, bunun1.000 kişisinin Port Tablot’ta olduğunu açıklamıştır (ç.n.). [↑](#footnote-ref-1)
2. Sistematik risk bazen “***pazar riski”*** (market risk) veya ***“çeşitlendirilemez risk***” (undiversifiable risk) olarak isimlendirilir iken spesifik riske ise “***sistematik olmayan risk”*** (unsystematic risk***), “artık risk”*** (residual risk), ***“özgün risk”*** (unique risk) veya “***çeşitlendirilebilir risk”*** (diversifiable risk) denilmektedir. (ç.n.) [↑](#footnote-ref-2)
3. Para birimlerini ifade etmede paranın “sembolü” olarak kullanılan işaret yerine paranın “kodu”nu oluşturan kısaltmalar kullanılmıştır. ABD Doları için $ yerine USD; BK Pound Sterlingi için ise £ yerine GBP; Euro’yu ifade etmek için de EUR kısaltmaları kullanılmıştır (ç.n.). [↑](#footnote-ref-3)
4. Dunning başlangıçta “Teori” olarak nitelediği yaklaşımı daha sonra “paradigma” olarak ifade etmiştir. Bu nedenle ***“Eclectic Paradigma”*** olarak da isimlendirilen yaklaşım genelde dilimize ***“eklektik teori”*** veya ***“eklektik paradigma”*** şeklinde çevrilmiş ve kullanılmıştır . TDK Sözlüğü paradigmayı “belirli bir alanda çalışan bilim adamlarının paylaştığı ortak değerler ve anlayışlar dizisi”, olarak tanımlamaktadır (ç.n). [↑](#footnote-ref-4)
5. Ülkemizde kamu borçlanması ile ilgili kurallar ile izlenecek süreçler “***4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun*** (RG 9/4/2002-24721)” ile belirlenmiştir. Devlet borçlanması konusunda yetkili ***Hazine ve Maliye Bakanlığ***ı olup işlemler “***Borçlanma Genel Müdürlüğü”*** tarafından yürütülmektedir. (ç.n) [↑](#footnote-ref-5)
6. Ülkemizde de kamu yabancı para (Dolar ve Euro) üzerinden ve yabancı paraya endeksli borçlanma aracı ihraç etmektedir (ç.n.) [↑](#footnote-ref-6)
7. ABD’inde CDOs ve benzerleri ***“varlık dayanaklı menkul kıymetler (asset-backed security)”*** arasında sayılmıştır. (Securites Exchange Act of 1934, Sec.3(a)(79)). Ülkemizde ise sermaye piyasası düzenlemeleri tarafından ***“sermaye piyasası aracı”*** olup bunun bir türü olan ***“türev”*** araç olarak kabul edilmektedir. (ç.n.). [↑](#footnote-ref-7)
8. “***Underlying assets”*** veya ***“underlying securities***” kavramıyla CDO’nun dayanağı, dayandığı ya da arkasındaki varlık ya da varlıklar havuzunu oluşturan finansal araçlar ve varlıklar ifade edilmektedir. (ç.n.) [↑](#footnote-ref-8)
9. *“Why do we need to inhibit the pollinating bees of Wall Street?”* [↑](#footnote-ref-9)
10. Ülkeler itibariyle düzenleyici otoriteler için “regulatory authorities and supervisory agencies” bkz [www.bis.org](http://www.bis.org) ve “List of financial regulatory auhorities by country” [www.dfsobservatory.com](http://www.dfsobservatory.com)

    Ülkemizde finansal piyasaların sektörel düzenlenmesinde “çoklu düzenleyici kurum” modeli benimsenmiştir. Bankacılık için BDDK, sermaye piyasaları için SPK, sigortacılık için ise SDDK (halen Hazine ve Maliye Bakanlığı) özel sektörel düzenleyici kurumlardır. Bu özel kurumların yanı sıra hem Hazine ve Maliye Bakanlığı hem de T.C. Merkez Bankası finansal piyasalara ilişkin düzenleyici ve denetleyici görev ile yetkiye sahiptirler. (ç.n.). [↑](#footnote-ref-10)
11. Bu Raporun yenisi ve 5incisi 2019/2020 yılı için yayımlanmıştır***. “Global Financial Development Report 2019/2020: Bank Regulation and Supervision a Decade after the Global Financial Crisis***“ başlıklı Rapora Dünya Bankasının internet sitesinden ([www.worldbank.org](http://www.worldbank.org) ) ulaşılabilir (ç.n.). [↑](#footnote-ref-11)
12. Arasında T.C. Merkez Bankası’nın da olduğu 60 merkez bankasının yanı sıra iki para otoritesi de (Hong Kong Monetary Authority ve Saudi Arabian Monetary Authority) BIS’de ortak olarak sermaye sahibidir ve bankanın her yıl yapılan genel kuruluna katılarak oy kullanma hakkına sahiptirler. Daha fazla bilgi için BIS’in internet sitesine ([www.bis.org](http://www.bis.org) ) bakılabilir (ç.n.). [↑](#footnote-ref-12)
13. BK’da bazıları 1970’lere kadar gitmekle birlikte çoğunluğu 1990-2010 arasında olmak üzere yaklaşık 64 milyon adet PPI poliçesi satılmıştır. Bankaya borçlanan kişinin belirli koşullar nedeniyle borcunu ödeyememesi halinde bu borcun ödenmesini sağlayan; kredi kartı müşterileri yanı sıra ipotekli kredi, araba kredisi gibi değişik kredilerin verilmesi nedeni ile ve onlarla birlikte satılan bu sigorta poliçelerinin banka müşterilerine hatalı ve yanlış satıldıkları (mis-selling) FCA tarafından ortaya çıkarılmıştır. FCA birçok bankaya bu nedenle para cezası vermiştir. Bunların en büyüğü Clysdale Bank’a verilen GBP29 milyon tutarındaki cezadır. Ekim 2019 tarihi itibariyle bankalar bu sigorta poliçeleri nedeniyle fazladan aldıkları yüksek primleri geri iade amacıyla müşterilerine GBP36 milyar geri ödeme yapmışlardır. 2010-2019 arasında bankalar bu nedenle bilançolarında GBP48.5 milyar karşılık ayırmışlardır. Banka müşterilerinin talepleri halinde ödenen bu parayı talep süresi Ağustos 2019’da dolmuştur. Bu BK bankacılık sistemi için çok yüksek maliyetli bir iş yapma skandalı olmuştur. Ülkemizde benzeri bir para iadesi sorunu yıllık kredi kartı ücretlerinde yaşanmaktadır. (ç.n.). [↑](#footnote-ref-13)
14. ***NHS- National Health System***, denildiğinde genellikle NHS-England kastedilmekte olup İngiltere’de kamu tarafından finanse edilen ulusal sağlık sistemini ifade etmektedir. 2019 yılındaki bütçesi GBP134 milyardır. BK’da İskoçya’da NHS Scotland, Gallerde NHSWales, İrlandad’da ise Health and Social Care in Northern Ireland kamu tarafından finanse edilen ancak göreli olarak daha küçük bütçeleri olan diğer sağlık sistemleridir (ç.n.) [↑](#footnote-ref-14)
15. Bankalarda mevduatın belirli bir parasal sınıra kadar sigortalanması ve bu amaçla bir kamu kurumu kurulması yaklaşımı 1934 yılında ABD’inde Federal Deposit Insurance Corporation-FDIC’nin kurulmasnın ardından yaygın bir biçimde benimsenmiş olup ülkemizde bu işlev Tasarruf Mevduatı Sigorta Kurumu Tarafından yerine getirilmektedir. Uluslararası Mevduat Sigortacıları Birliği-IADI’ne üye olan ülke ve kurumlarının bir listesi için bkz. “IADI Üye listesi” [www.tmsf.org.tr](http://www.tmsf.org.tr) ve ayrıca [www.iadi.org](http://www.iadi.org) (ç.n.) [↑](#footnote-ref-15)
16. Ülkelerin altın standardını benimseme yılları: İngiltere 1816; Almanya 1871; İsveç, Norveç, Danimarka 1873; Fransa, Belçika, İsviçre, İtalya, Yunanistan 1874; Hollanda 1875; Uruguay 1876; ABD 1879; Avusturya 1892; Şili 1895;Japonya 1897; Rusya 1898; Panama 1904; Meksika 1905 (ç.n.) [↑](#footnote-ref-16)
17. Altın standardı iktisatta “klasik teorinin” uluslararası ticaret dengesinin kilit taşıdır. Altın standardındaki ülkelerin parası sabit bir kurdan serbestçe altına çevrilebilirdi ve bu da bütün uluslararası ticarette borç ödemelerinin altın ile yapılabilmesine olanak sağlamıştır. Bir ödemeler dengesi fazlası merkez bankasına altın girişine neden olur. Bu ise yetersiz altın nedeniyle yükümlülükleri karşılama konusunda bir korku olmaksızın içeride para arzının genişlemesine olanak vermiştir. Para miktarındaki artış fiyatları yükseltir, bu ise ihracat talebinde bir düşmeye ve ödemeler dengesi fazlasında bir azalmaya yol açar. Ödemeler dengesinde bir açık olması halinde ise tersi durum söz konusudur. Altın çıkışı göreli bir para arzı daralmasına yol açar ve ihracatta ülke daha rekabetçi bir konuma geçer ve açık da otomatik olarak düzelir. (ç.n) [↑](#footnote-ref-17)
18. BK 1914 de altın standardını sona erdirdi ve 1925 yılında bunun tadil edilmiş bir şekli olan ***altın külçe standardı* (gold bullion standard)’**na geri döndü. Münferit banknotların artık altına konvertibilitesi yoktu, ancak, 400 onsluk altın külçe çubukları Bank of England tarafından alınıp satılıyordu. Diğer ülkeler bu sistemi veya merkez bankalarının kendi paralarını altının kendisi yerine altın standardındaki diğer ülkelerin paraları ile değiştirdikleri ***altın değişim standardı* (gold exchange standard)** nı benimsemişlerdir. İngiltere 1931 de altın standardını terketmek zorunda kalmıştır. (ç.n.) [↑](#footnote-ref-18)
19. 1931 krizi Avusturyada'ki ***Kredit-Anstalt*** isimli çok şubeli bir bankanın ödeyebilirliğini yitirmesi ile başladı. Bu iflas bankanın büyüklüğü ile orantılı olmayan bir güven kaybı doğurdu. Bu, fonların önce Avusturya'dan çekilmesine ve daha sonra ise Alman bankalarının Avusturya bankalarından mevduatlarını çekmelerine neden oldu. Fransız ve Amerikan bankaları birlikte hareket ederek Avusturya'ya kredi açabilirlerdi ve panığin yayılmasını önleyebilirlerdi. Ancak Fransız bankaları, Fransa'nın eski düşmanı Almanya ile olan gümrük birliği nedeniyle Avusturya'ya yardım ve işbirliğinden kaçındılar. Panik yayıldı.

    Fonların geri çekilmesini durdurmak için yapılan anlaşmalar işlemedi. 1930 ların başındaki baskıların aynısının bankacılık sistemine yöneleceği kaygısı vardı. İngiltere'den para çekilmeleri başladı ve pound ağır bir baskı altında kaldı. Fransız Merkez Bankası poundun en büyük satıcısı idi ve BK poundun değerini artık desteklememe kararı aldı. Bu 20 Eylül 1931 de altın standardının kaldırılması ile sonuçlandı. Yeni sistemde poundun dolara ve altına karşı sabit bir değeri yoktu. Uluslararası rezerv varlığı olarak poundun temel avantajlarından birisi kaybolmuştu.

    1931 bankacılık krizinin arkasından önce Avusturya'da ve ardından bankalardaki fonların çekilmesini önlemek için Almanya'da kambiyo kontrolü getirildi. Kontrollerden kaçınmaya çabalamalar başladı ve buna tepki olarak kontroller de giderek daha fazla sıkılaştırıldı. Bu kontrollerin 1930 larda dünya ticaretinin daralmasında önemli bir etkisi olmuştur .

    1931 krizinin arkasından ortaya çıkan ekonomik ve politik belirsizlikler altının Avrupa'dan ABD ye gitmesine neden olmuştur. Yıllık 1 milyar dolar gidiş normal hale gelmişti ve bazı yıllarda da bu miktarı önemli ölçüde aşmıştır. **Golden avalanche ( altın çığı )** terimi bu dönemi ve olguyu ifade etmek için kullanılmıştı. 1930 larda bir an gelmiş ve bu gelişim ABD nin dünya parasal altınının yüzde 80 ine sahip olmasına yol açmıştır. Altın ve diğer varlıkların sahipleri bunları ABD ye gönderip karşısında dolar finansal varlıklarını satın alarak varlıkları için emniyet aramışlardır. Bu dönemde dolar güvenli ve altına karşı değeri büyük ölçüde sabit görülmüştür. Gerçekte ise dolar 1933 de altının bir onsu $20.67 den $35 e çıkarılarak devalüe edilmişti. Devalüasyondan sonra doların değerinde daha fazla düşüş için çok az neden olduğu görülmüştür. Ons başına $35 fiyat ABD de altın satışlarını çekici hale getirmiştir. (ç.n.) [↑](#footnote-ref-19)
20. Ülkemizde para ve döviz ya da kambiyo sistemi açısından önemli olan ve halen yürürlükte bulunan ***“1567 Sayılı Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında Kanun”*** (RG 25/2/1930 – 1433’nun bu dönemde çıkarılmış olması bir tesadüf değildir. Kambiyo, nukut, esham ve tahvilat alım satımının ve memleketten ihracının tanzim ve tadidi ve Türk Parasının kıymetinin korunması zımnında kararlar ittihazına İcra Vekilleri Heyeti salâhiyetlidir.” diyerek Türk ekonomisi ile para sitemi ve finansal kesimde uzun yıllar etkili olan ve değişikliklerle hala yürürlü olan bir uygulamayı başlatıyordu.(ç.n.) [↑](#footnote-ref-20)
21. İngiliz ölçüm sisteminde normal olarak 1ons=28.34 gramdır. Ancak altın, gümüş, platin gibi değerli maden ve taşların ölçümünde kullanılan “troy ons” bu ölçüden farklıdır. Bu ölçüm sisteminde 1 ons saf altın 31.10 gram ağırlıkta altına karşılık gelmekte olup altın fiyatları dünya piyasalarında ons üzerinden kote edilmektedir.

    Ülkemizde 1 Gram altının TL fiyatını hesaplamak için iki aşamalı bir işlem yapılası gerekir; Önce altının Cari Ons fiyatının 31.10’a bölünüp 1gramın USD fiyatının bulunması ve daha sonra bunun cari döviz kuru ile çarpılması gerekir: (i) [Altın Ons Fiyatı (USD) / 1 Ons (31.10 Gram ) = 1 Gram altının USD Fiyatı]. (ii) [1 Gram altının Dolar Fiyatı x Cari USD/TL kuru = 1 Gram altının TL Fiyatı] (ç.n.) [↑](#footnote-ref-21)
22. Doların uluslararası ticaret ve finansta artan rolü parasal ilişkilerde yeni sorunların ortaya çıkmasına neden olmuştur. ***Robert Triffin*** (Gold and the Dollar Crisis-The Future of Convertibility, Yale University Press, 1960 ) bunun üzerine dikkatini yogunlaştırdıktan sonra bu ilişki **Triffin ikilemi**  olarak isimlendirilmiştir. USD bir rezerv para rolünü oynadığından uluslararası likiditeyi artırmak için ABD’nin ödemeler dengesi açığı vermesi zorunluydu. Ama, yabancı merkez bankalarına karşı ABD nin yükümlülükleri arttıkça doların altına dönüştürülmesindeki güven de tereddüt yaratmıştır. ABD altın rezervleri, giderek yabancı yükümlülüklerin azalan bir oranı haline geliyordu. Uluslararası likidite sağlamanın bu yöntemi, merkez bankası ABD altın rezervlerini bitirmedikçe sürebilirdi. Bu ikilem IMF tarafından yönetilen yeni bir uluslararası rezervin getirilmesine yol açtı. Bu varlık 1969 yılında önerilen ve onaylanan özel çekme hakkı ( SDR ) idi. (ç.n.) [↑](#footnote-ref-22)
23. Kota formülü esas itibariyle şu ağırlıklara dayanmaktadır: GDP % 50; açıklık % 30; ekonomik değişkenlik % 15; uluslararası rezervler % 5 (ç.n.) [↑](#footnote-ref-23)
24. # Güncel verilerle (22/4/2020 itibariyle) ABD’nin kotası toplam kotanın % 16.51’i; Japonya, Çin, Almanya ve BK’ın kotası ise sırasıyla toplam kotanın %6.15’i; %6.08’i; %5,32’si ve % 4,03’üdür. Türkiye’nin kotası halen 4.6 milyar SDR olup toplam kotanın % 0,98’idir. IMF üyelerinin güncel kotalarının parasal tutar ve oy hakları oranı için bk. “IMF Members' Quotas and Voting Power, and IMF Board of Governors” [www.imf.org](http://www.imf.org) (ç.n. )

    [↑](#footnote-ref-24)
25. IMF tarafından yayımlanan “Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restriction-2018” e göre 13 ülkenin kendisi tarafından ihraç edilen bir parası ve para birimi yoktur. Bunlarda 7 tanesi ABD Dolarını 3 tanesi ise Euro’yu resmi para olarak kullanmaktadır. Euro, yasal para ya da resmi para birimi olarak Kosova, Karadağ ve San Marino tarafından kullanılmaktadır. (ç.n.) [↑](#footnote-ref-25)
26. Yatırımcıların portföylerini ağırlıklı olarak kendi ülkesinin sermaye piyasası araçlarına yatırmaları ve portföylerinde yabancı araçların göreli olarak az yer tutması olgusuna finans teorisinde **“*home bias****”* veya ***“home country bias”*** denilmektedir. Bu bazan ***“home bias puzzle”*** olarak da ifade edilmektedir. İlk kez Kenneth French ve James Poterba tarafından 1991 yılında (Investor Diversification and International Equity Markets", American Economic Review, 81 (2)) ileriye sürülmüştür. Daha sonra bu olgunun sadece ulusal/yabancı yatırım araçları arasında söz konusu olmadığı ülke içi yatırım araçlarının seçiminde de bulunulan bölge, yerel yakınlık gibi faktörlerin etkisinin olduğu gözlemlenmiştir (Coval, J. D.; Moskowitz, T. J. (1999). "Home Bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios", Journal of Finance.,54 (6)).(ç.n.)

    [↑](#footnote-ref-26)
27. ***“Döviz kuru”, “kambiyo kuru”, “yabancı para kuru”*** ve hatta bazan sadece ***“kur”*** terimi bile anlamdaş terimlerdir ve bu çeviride bazan birbirlerinin yerine kullanılmışlardır. İngilizce de ***“exchange rate”, “foreign exchance rate”, “foreign currency rate”, “currency rate”*** terimleri de anlamdaş terimlerdir. Ancak ***“kur sistemi”*** ve ***“kambiyo sistemi”*** anlamdaş terimler değildirler. ***Kur sistemi*** esas itibariyle bir ülkenin ulusal parasının değerinin yabancı paralara karşı nasıl ve kim tarafından belirlendiğini ifade etmektedir. ***Kambiyo sistemi*** bir ülkede yaşan kişilerin yabancı para ile olan ilişkisini belirleyen ve yabancı paralı işlemlerin nasıl yapılacağı konusundaki kurallardan oluşan sistemi ifade etmektedir. Dövize dayalı işlemlerin yapılması, dövizlerin üzerinde tasarruf edilmesi konusunda devlet otoritesinin ve onun idari kararlarının sınırları ve kapsamı ile etkisi kambiyo sisteminin yapısını belirler. Bu sistem “kambiyo kontrolü sistemi” veya “serbest kambiyo sistemi” gibi iki uç sistem arasında bir yerde olablir. Kambiyo kontrol sistemi ise “sıkı kontrol” sistemi veya “gevşetilmiş bir kontrollü sistem” şeklinde olabilir. Hangi sistemin nasıl uygulanacağı ülkenin sadece ekonomik yapısına değil bazan politik yapısına ve politik ilişkilerine de bağlı olabilir.

    Ülkemizde kur sistemi ve kambiyo sistemi ***1567 Sayılı Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında Kanun* (**RG 25/2/1930-1433)ve bu Kanun çerçevesinde çıkarılan yürütmenin ikincil düzenlemeleri ile belirlenmiştir. Sistem güncel olarak esas itibariyle ***32 Sayılı Karar*** (BKK Karar No: 89/14391 Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar; RG 11/8/1989 – 20249; güncel metni için [www.hmb.gov.tr](http://www.hmb.gov.tr) ) ile buna dayanılarak çıkarılan yönetmelik, tebliğ ve genelgeler ile düzenlenmiş bulunmaktadır.

    32 sayılı Kararda 1993 yılında yapılan değişiklik ile “Yabancı paraların Türk parası karşısındaki değeri, Merkez Bankası'nca tesbit edilen usuller çerçevesinde belirlenir. Döviz alım ve satımları işlem tarihinde geçerli kurlar üzerinden yapılır. “ kuralı getirilmiştir (32 s.Karar. m.5).

    TCMB halen Türk Parasının değerinin belirlenmesi konusunda “serbest kur” sistemini benimsemiştir. Bu konuda esaslar TCMB Genelgesi (I-M m.5) ile belirlenmiş bulunmaktadır. Düzenlemeye göre, “Ticari ve gayriticari işlemlerle ilgili olarak yapılan döviz ve efektif alım ve satım işlemlerinde uygulanacak döviz kurları; bankalar, yetkili müesseseler, PTT, kıymetli maden aracı kuruluşları ve aracı kurumlarca piyasa kuralları dahilinde serbestçe belirlenir.”. Yine aynı üzenlemeye göre, “Merkez Bankasınca her iş günü sonunda ilan edilecek günlük kurlar, uluslararası ve iç piyasalardaki gelişmeler dikkate alınarak serbestçe belirlenir.”.TCMB bu çerçevede her gün efektif ve dözi alım ve satım kurları ile çapraz kurları yayımlamaktadır. TCMB tarafından yayımanan ***gösterge niteliğindeki kurlar*** piyasalarda pusula işlevi gördüğü gibi yapılan bir çok işlem ve sözleşmede de TCMB tarafından belirlenen döviz kurlarına yollama yapıldığı için belirlenen kurlar ekonomik bakımdan uygulamada oldukça önemli bir etkiye ve önem sahiptir.(ç.n.) [↑](#footnote-ref-27)
28. Uygulamada ***“Euro,” “BK Poundu” ve “Kuveyt Dinar”*** ve IMF’in hesap birimi ***“SDR***” endirekt, dolaylı kotasyon sistemi kullanılarak kote edilmektedir.(ç.n.) [↑](#footnote-ref-28)
29. ***Dünyada baskın olan ve ülkemizde uygulanan kur kotasyon ya da kurun belirlenip açıklanması sistemi direkt kotasyon sistemidir***. Ülkemizde T.C. Merkez Bankası tarafından yayımlanan ve bankalar ile yetkili müesseseler (döviz büroları) tarafından müşterilerine açıklanan kurlarda direkt kotasyon sistemi kullanılmaktadır. Bir başka deyişle kullanılan kur belirleme sisteminde bir birim yabancı paranın (Japon Yeni ve İran Riyali’nde 100 birim) karşılığının ne kadar Türk Lirası olduğu açıklanmaktadır. (ç.n.) [↑](#footnote-ref-29)
30. En son yayımlanan 2018 yılına ilişkin rapor olup 2019 yılında yayımlanmıştır ([www.imf.org](http://www.imf.org) ). [↑](#footnote-ref-30)
31. Crawling peg,  ***“Yönlendirilmiş sabit parite”*** ya da ***“sürünen parite”*** olarak da ifade edilmektedir (ç.n.) [↑](#footnote-ref-31)
32. Dirty Float ***Kirli Dalgalanma***; Managed Float ise ***“yönetilen dalgalanma”, “yönetimli dalgalanma”, “gözetimli dalgalanma”*** olarak dilimize çevrilmektedir (ç.n) [↑](#footnote-ref-32)
33. Bu BK’da uygulanan ***dolaylı ya da endirekt kotasyon*** usulünde verilen fiyatlardır; yani ulusal paranın (Pound) bir biriminden almak için kaç birim yabancı para gerektiğini bize söyler*.* Ülkemizde (ve ABD ile Avrupa’da) ise tersi yani ***direkt kotasyon*** uygulanmaktadır. Yani 1 birim yabancı para alabilmek için gerekli olan ulusal para miktarı gösterilir.(ç.n.) [↑](#footnote-ref-33)
34. Aynı tabloda yer alan Türk Lirası-TRY’nin spreadinin de %4,2 (4.75-4.55/4.75) olduğu görülmektedir (ç.n) [↑](#footnote-ref-34)
35. Ülkemizde 1981’de yayımlanan 2499 sayılı ilk Sermaye Piyasası Kanunu bu konuda bir kural içermemekle birlikte 1992 yılında 3794 sayılı Kanun ile yapılan değişiklik ile içerden öğrenenler ticareti suç olarak tanımlanmış ve hapis ve para cezası öngören yaptırıma bağlanmıştır. Halen yürürlü olan 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu içerden öğrenenler ticaretini ***“bilgi suiistimali”*** adı ile suç olarak nitelemiş ve ceza yaptırımına bağlamıştır (SPKn. m.106).(ç.n.) [↑](#footnote-ref-35)
36. Son güncel Rapor Aralık 2019’da yayımlanmıştır. ( ç.n) [↑](#footnote-ref-36)
37. Nisan 2019’da yapılan araştırmada günlük işlem hacmi USD6,6 trilyon olmuştur. Artışın önemli nedeni FX türev, özellikle FX swap işlemleridir. (ç.n.) [↑](#footnote-ref-37)
38. “***Foreign exchange risk”, “foreign currency risk”, “currency risk”*** gibi terimleri dilimizde karşılamak amacıyla ***“döviz riski”, “döviz kuru riski”, “yabancı para riski”, “yabacı para kuru riski”, “kur riski***” gibi terimler kullanılmaktadır. Bu terimler birbirlerinin yerine kullanılmaktadır (ç.n). [↑](#footnote-ref-38)
39. ***“Hedge”, “hedging”*** dilimizde çoğu kez ***“korunma”, “koruma” ,”riskten korunma”, “riski dengeleme”*** gibi terimlerle çevrilmektedir. Hedging anlamında korunma işlemi ile genel olarak kullanılan koruma, korunma terimlerinin arasındaki farkın bulanıklaştığı yerlerde “hedge/hedging/hedge etmek” terimleri de kullanılmıştır (ç.n) [↑](#footnote-ref-39)
40. Burada kitapta ***“poundun euroya karşı zayıflaması. . ..*** “ ve ***“poundun değer yitirmesinden sonra...”*** denilmekle birlikte döviz kuru GBP1=EUR1.20’den GBP1=EUR1.30 gelmesi poundun değer yitirmesi değil tam tersine poundun değer kazanmasını ifade eden bir değişimi göstermektedir. 1 pound ile şimdi daha fazla Euro alınabilmekte ya da bir kişi pound almak istediğinde daha fazla miktarda Euro gerekmektedir. Bu nedenle bir baskı hatası olabileceği düşünülerek ifadeler düzeltilmiştir. Diğer yandan poundun değer kazanması nedeniyle Euro ile alınmış olan borçların ve Euro ile ifade edilen varlıkların değerinin pounda dönüştürülesi halinde bunların pound değerlerinin düşeceği açıktır. (ç.n) [↑](#footnote-ref-40)
41. Kitapta ***“ Zayıflamak yerine poundun güçlenmesi ..”*** denilmektedir. Gerçekte döviz kurunun GBP1=EUR1.20’de iken değişerek GBP1=EUR1.1 olması halinde 1 pound ile daha az Euro alınabileceği yada 1 pound almak için daha az Euro gerekeceği için Pound güçlenmek yerine zayıflamış olacaktır. Bu nedenle bir baskı hatası olabileceği düşünülerek ifadeler düzeltilmiştir. (ç.n.) [↑](#footnote-ref-41)
42. Kitapta “***Bu kez pound güçlenmiştir ve varlıkların raporlanan değeri artmıştır***. ***Ama yükümlülüklerin değeri de tam olarak aynı miktarda artmıştır.”*** denilmektedir. Yukarıda belirttiğimiz gibi döviz kurunun GBP1=EUR1.2 iken değişerek GBP1=€1.1 olması poundun zayıflamasıdır. Burada başlangıç noktası olarak alınması gereken şirketin Fransa’daki yavru şirketi için aldığı borcun tutarının 100’den 109’a çıkmasıdır. Ancak yabancı bir para ile aldığınız borcun ulusal paraya çevrildiğinde ulusal para miktarının artabilmesi ulusal paranın değer yitirmesi ile mümkündür. Bu borç bütünüyle bir Euro varlığına yatırıldığı için de bu varlık değerini korumuştur. Bunun bir basım hatası olacağı düşünülmüş ve düzeltilmiştir.(ç.n.) [↑](#footnote-ref-42)
43. Tabloyu şöyle okumalıyız: Yatay okuma- Kanada şirketi sırasıyla ABD’ye 50; Almanya’ya 100; Türkiye’ye 30 ve Japonya’ya 50 bin borçludur. Yani yatay sıra o ülkedeki yavru şirketin diğer ülkelere olan borçlarını gösterir. Buna karşılık dikey okuma da Kanada şirketi ABD’den 70; Almanya’dan 110; Türkiye’den 20; Japonya’dan 20 bin alacaklıdır. Dikey sütün o ülkenin hangi ülkelerden alacaklı olduğunu ve alacaklı olduğu miktarlarını göstermektedir. (ç.n)

    [↑](#footnote-ref-43)
44. Metallgeselschaft AG risk yönetiminin klasik örneklerinden ve 1990’lı yılların en büyük birkaç batma olayından birisi olarak olarak işletme/finans yazınında yer almaktadır. Bu stratejinin ilk uygulandığı yıl olan 1992’de petrolün spot fiyatları vadeli fiyatlarından (future prices) düşük idi. Söz konusu uzun vadeli satış sözleşmeleri dönemde geçerli olan yüksek spot fiyatlardan yapılmıştı. Bu nedenle o tarihte yakın tarihli future sözleşmeleri alarak işlemleri hedge etmek kârlı olabilir idi. Ancak buradaki sorun future sözleşmelerin vadeleri geldikçe yenilenmesinde idi. Bu sözleşmeler ancak yenilenmeleri gerektiği tarihte geçerli olan fiyatlarla yenilenebilirlerdi. 10 yıl boyunca bu işlemin sürdürülebilmesinin güçlüğü açıktır. 1993’de durum terine döndü ve şirket 1.5 milyar dolar zarar yazdı. Bankalar tarafından kurtarılamadı ve birçok faaliyetini ve bölümünü satmak zorunda kaldı ve sonunda bir rakibi tarafından satın alındı. 1994’de Almanya’nın 14. Büyük şirketi olan ve Fortune Global 500 listesinde 1995 yılında 279. sırada olan ve ABD’indeki yavru şirketinin operasyonları nedeniyle batan şirket artık bugün yoktur. (ç.n) [↑](#footnote-ref-44)
45. Kitabın 126-128. sayfalarında yer alan ve Poundun değişik para türlerine karşı spot ve forward kurlarını listeleyen, Figure 8.2 başlığı ile yer alan tabloya gereksiz olduğu için çeviride yer vermedik. (ç.n.) [↑](#footnote-ref-45)
46. Avrupa’nın ikinci büyük borsası olan Alman Borsası’nın Avrupa’nın en büyük borsası olan LSE ile birleşmek veya LSE’yi satın almak için teklifte bulunması değişik tarihlerde hep gündeme gelmiştir. 2000, 2001, 2004, 2005 de çeşitli kez yinelenen ve başarısızlığa uğrayan satın alma tekliflerinin ardından Mart 2016’da iki borsa birleşmek için anlaştıklarını açıklamışlardı. Ancak Mart 2017’de AB Komisyonu, birleşmenin sabit getirili araçlarının takasında *de facto* bir tekel yaratacağı savıyla Avrupa’nın en büyük iki borsasının birleşmesini bloke etmiştir. Alman Borsası Kasım 2008’de NYSE Euronext ile de birleşme görüşmesi yaptığını açıklamıştı. Alman Borsası ile NYSE’nin birleşme teşebbüsleri 2009 ve 2011’de de yinelendi. Ancak Şubat 2012’de Avrupa Komisyonu dünyanın en büyük borsasını yaratacak birleşmenin tekele yakın bir kurum yaratacağı savıyla birleşmeyi bloke etmiştir. (ç.n.)

    [↑](#footnote-ref-46)
47. ***High Street***- BK’da çok şubeli büyük bankalar ***“High Street Banks”*** olarak isimlendirilmişlerdir. ( ç.n.) [↑](#footnote-ref-47)
48. Bu iktisat derslerinden bildiğimiz ***“mevduat çarpanı”*** (deposit multiplier) kavramı olup bazan “kredi çarpanı”, “para çarpanı”, “kaydi para çarpanı” olarak ta nitelenmektedir. .(ç.n.) [↑](#footnote-ref-48)
49. İlk Eurobond ihracının Temmuz 1963’de İtalyan otoyol kuruluşu Autostrade tarafından yapılan 15 yıl vadeli USD15 milyon tutarındaki yıllık kupon kupon oranı %5,5 olan sabit faiz oranlı tahvil ihracı olduğu kabul edilmektedir. Bu ihraç S G Warburg’un liderliğinde eş liderler (co-managers ) Banquede Bruxelles, Deutsche Bank ve Rotterdamsche Bank tarafından gerçekleştirilmiştir. İhraç İtalyan kamu sanayi ve finansal holding kuruluşu olan IRI tarafından garanti edildi. İhraç Londra ve Brüksel piyasalarına kote edildi. (ç.n.) [↑](#footnote-ref-49)
50. Yabancı sermaye piyasası araçlarının ülkemizde ihracı Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanan VII-128.4 sayılı “Yabancı Sermaye Piyasası Araçları ve Depo Sertifikaları İle Yabancı Yatırım Fonu Payları Tebliği (RG 23/10/2013 – 28800)” ile düzenlenmiş bulunmaktadır. (ç.n.) [↑](#footnote-ref-50)
51. Ülkemizde yabancı kuruluşların ihraç ettiği sermaye piyasası araçlarının borsa kotuna alınması ile ilgili kurallar Borsa İstanbul A.Ş. taraf tarafından çıkarılmış olan ***“Kotasyon Yönergesi***” ile düzenlenmiştir (ç.n.). Bu Yönetmelik için bkz. [www.borsaistanbul.com](http://www.borsaistanbul.com) [↑](#footnote-ref-51)
52. *“A Project Is Not a Black Box.”* [↑](#footnote-ref-52)
53. ***Forbes t***arafından yayımlanan dünyanın en büyük 2.000 halka açık (public) şirketinin yer aldığı 2019 listesi ile ***Fortune5 00*** listelerine ilişkin bilgi bölüm sonunda verilniştir. (ç.n.) [↑](#footnote-ref-53)
54. Konunun daha önce Bölüm1’de de ele alınmış olduğunu hatırlamalıyız (ç.n.) [↑](#footnote-ref-54)
55. Bölüm 1’de yaşam döngüsünün sadece dört aşaması sıralanmış ve “doygunluk” aşaması ayrı bir aşama olarak belirtilmemiş idi (ç.n.) [↑](#footnote-ref-55)
56. ***Volkswagen*** otomotiv firmasının karşılaştığı emisyon sorunu aslında tarihin en önemli şirket skandallarından birisi olup sadece firma değil Almanya ve diğer Alman firmalarının iş yapma biçim ve kültürü üzerinde bir repütasyon ve güven sorununa yol açmıştır.

    2014 yılında Uluslararası Çevre Vakfı tarafından Peter Mock, Volkswagen'in açıkladığı "toksik madde emisyonlarının" gerçeği yansıtmadığından şüphelendi. Uluslararası Çevre Vakfı’ tarafından yapılan araştırmalarla Volkswagen’ın; toksik Azot-Oksit yayınım değerlerini, gerçek değerlerinin çok daha altında gösterdiği keşfedildi. 2014’ün Mayıs ayında yayınlanan rapora göre otomobillerin gerçek emisyon değeri, yasal sınırın nerdeyse 40 katıydı.

    Bu ciddi iddiayı dikkate alan ABD Çevre Koruma Ajansı - EPA, yaptığı araştırmalar sonucu 18 Eylül 2015’te bir rapor yayınladı. Yayınlanan raporda 2009 ve 2015 yılları arasında üretilmiş Volkswagen ve Audi dizel araçlarında, emisyon oranlarını düşük gösteren hileli cihazlar kullanıldığı ortaya çıkarıldı. Küresel otomotiv piyasasında büyük yankı uyandıran bu raporla Volkswagen, tepkilerin odak noktası haline geldi. Volkswagen, bir süre sessizliğini koruduktan sonra iddiaları kabul etti. 22 Eylül 2015’te otomotiv devi tarafından yapılan açıklamada, dünya genelinde 11 milyon dizel araçta emisyon değerlerini düşük gösteren hileli cihazların kullanıldığı belirtildi. Yaşanan bu gelişme sonrası, otomotiv tarihinin en büyük skandallarından birisi resmen kabul edilmiş oldu.

    Şirket, 29 Eylül 2015 tarihinde 11 milyon aracın kademeli olarak geri çağrılacağını açıkladı. Bu süreçte Volkswagen, için en büyük sorunu geri çağrılan araçların toplanacağı yerleri belirlemede yaşadı. Hatta ABD’deki tesisleri yetersiz kalınca, ek olarak birçok arsa kiraladı.

    Volkswagen’ın itirafından sonra konunun peşini bırakmayan Çevre Koruma Ajansı EPA, 2 Kasım 2015 tarihinde ikinci bir rapor daha yayınladı. Bu raporda geçen “Volkswagen, Audi ve Porsche markalarının ürettiği 3.0 litre dizel araçların 2014, 2015 ve 2016 modellerinde, emisyon oranlarında benzer bir ihlal tespit edilmiştir.” ifadesi, Alman araba üreticisinin başını iyice derde soktu.

    Yayınlanan ikinci rapordan sonra ABD federal hükümeti, Volkswagen’ın ABD yasalarındaki emisyon için belirlenmiş yasal sınırı ihlal ettiği gerekçesiyle bir tazminat davası açtı. Açılan davada Alman otomobil üreticisinden istenen tazminat, tam olarak ***46 milyar dolardı***. Uzlaşma yoluna gitmek isteyen Volkswagen; 25 Ekim 2016 tarihinde, ABD federal hükümeti ile 2.0 litrelik dizel araçların yaptığı ihlali kapsayan bir anlaşma imzaladı. Yapılan anlaşmaya göre Volkswagen, ABD’nin kirliliği azaltma çalışmalarında kullanılmak üzere ***4.7 milyar dolarlık bir ödem***e yapacaktı. EPA’nın ilk raporunda belirtilen araçlar için anlaşma yapılmış olsa da ikinci rapordaki 3.0 litrelik dizel araçların ihlali hala büyük bir sorun teşkil ediyordu. Çok geçmeden bu sorunu da ortadan kaldırmak isteyen şirket yetkilileri, 20 Aralık 2016 tarihinde ABD federal hükümeti ile yeni bir anlaşma daha yaptı. 3.0 litrelik dizel araçların yaptığı ihlali kapsayan bu anlaşma gereğince Volkswagen, EPA’nın çalışmalarında kullanılmak üzere ***225 milyon dolar ödeme*** yapmayı kabul etti.

    Volkswagen, 11 Ocak 2017’de suçunu kabul etti ve mahkeme tarafından para cezalarına çarptırıldı. İhlaller için ***2.8 milyar dolar ceza ödeyen*** Volkswagen, ortaya çıkan çevre sorunları için ***de 1.5 milyar dolarlık ek bir ceza ödemeye*** mahkum oldu. Mahkeme, anlaşmaların dışında ***Volkswagen’ın 4.3 milyar dolarlık bir cezaya çarptırdı***.1 Nisan 2017’de görülen tüketici davasında ise Volkswagen, emisyon skandalından etkilenen araç sahiplerine ödenmek üzere ***2.1 milyar dolar cezay***a mahkum edildi.25 Ağustos tarihinde ABD’de görülen davada, emisyon skandalından dolayı ilk tutuklama geldi. Volkswagen’da mühendis olarak çalışan James Liang, 40 ay hapis cezasına çarptırıldı. 6 Aralık 2017 tarihinde, mahkeme tarafından suçlu bulunan Volkswagen eski üst düzey yöneticisi Oliver Schmidt, yaşanan skandal nedeniyle sorumlu tutularak 7 yıl hapis ile cezalandırıldı.

    13 Haziran 2018’de Almanya’da görülen davada, Volkswagen 11 milyon araçta işlediği bu suç sebebiyle 1 milyar Euro para cezasına çarptırıldı. 18 Haziran 2018’de görülen davada Audi’nin CEO’su Rupert Stadler tutuklandı.  (ç.n.) (Kaynak Tüm Detaylarıyla Otomotiv Tarihinin En Kara Lekesi: Volkswagen Emisyon Skandalı, [www.webtekno.com](http://www.webtekno.com) ) [↑](#footnote-ref-56)
57. Ülkemizde Wal-Mart tarzı bir MNC perakende zinciri olarak halen Carrefour ve Metro faaliyetlerini sürdürmektedirler. Tesco ülkemizde sahip olduğu Kipa’yı Migros’a satarak pazardan çıkmıştır. Wal-Mart, 2013’de Dubai ofisini Türkiye’ye taşımış idi. Bu ofis hem dünyanın değişik yörelerindeki Wal-Mart’lara ürün tedariki için satın almalar yapıyor hem de perakende sektörünün gelişimini izliyordu. Ancak Eylül 2017’de bu ofis kapatılmıştır. Ancak Wal-Mart’ın sahip olduğu BK’daki Asda’nın bir giyim markası kolu olan George, ülkemizde üretim faaliyetini sürdürmektedir. George ülkemizde Türkmen Gruba ait tekstil şirketi GAAT’ı 2012 yılında satın almıştır (ç.n) [↑](#footnote-ref-57)
58. Wal-Mart 85 mağazasını Metro’ya satarak ve yaklaşık USD1 milyar kayıpla Alman pazarından çekilmiştir. Wal-Mart Almanya yaklaşık 11.000 çalışanıyla uluslararası operasyonun sadece %4’ünü oluşturuyor idi (ç.n.) [↑](#footnote-ref-58)
59. Örneğin ülkemizde McDonald’s tarafından menüye “köfteburger” ve “ayran” eklenmesi gibi (ç.n.) [↑](#footnote-ref-59)
60. Euler Hermes’in kullandığı metodolojiyi bölüme ek olarak ve kısaca verdik (ç.n) [↑](#footnote-ref-60)
61. ECD ülke riski uzmanları tarafından 3 ayda bir ülkelerin riskliliği 0 ile 7 kategorileri arasında değerlendirilerek OECD ülke risk kategorisi (OECD Country Risk Classification) listesi oluşturulur. OECD yüksek gelir düzeyine sahip olan OECD ülkleri ve yüksek gelir düzeyine sahip AB üyesi ülkelerin risk sınıflandırmasını yapmamaktadır. Risk sınıflandırılması yapılmayan bu ülkeler ABD, Almanya, Avustralya, Avusturya, Belçika, BK, Çekya, Danimarka, Estonya, Finlandiya, Fransa, Güney Kore,Hollanda, İspanya, İsrail, İsveç, İsviçre, İtalya, İzlanda, Japonya, Letonya, Litvanya, Lüksemburg, Kanada, Macaristan, Norveç, Polonya, Portekiz, Slovakya, Slovenya, Şili, Yeni Zelanda, Yunanistan şeklinde sıralanabilir. OEC tarafından yapılan risk sınıflamasına göre Türkiye’nin yer aldığı risk sınıfı daha önce 6 iken Ocak 2020 itibarıyla artarak 7 olmuştur. OECD risk sınıflamasına ilişkin Türk Eximbank notu Bölüm ekinde verilmiştir.(ç.n.) [↑](#footnote-ref-61)
62. Yolsuzlukla mücadelede dünyanın önde gelen sivil toplum kuruluşlarından olan ve 100’ün üzerinde ülkede faaliyet gösteren Uluslararası Şeffaflık Örgütü (Transparency International), 1995’ten bu yana her yıl Yolsuzluk Algı Endeksi (Corruption Perception Index) yayınlamaktadır. Puan0-100 arasında değişmektedir. Puan düştükçe de yolsuzluk artmaktadır. 2019 yılı açıklamasına göre, Türkiye **39 puan** ile **180 ülke arasında 91. sıraya** gerilemiştir. Önceki yıla göre 2 puan daha kaybeden Türkiye, sıralamada **bir yıl içinde 13 basamak düşmüştür. 2013 -2019** yılları arasında en çok düşüş yaşayan 3 ülkeden biri olan Türkiye, bu sürede 11 puan kaybederek 38 sıra gerilemiştir. 2019 sıralamasında 87’şer puanla Danimarka ve yeni Zelanda, 86 puanla Finlandiya en tepede il 3 sırayı paylaşarak en az yolsuzluğun ülkler olarak yer almaktadırlar. ABD 69 puanla 23. Sırada; Almanya 80 puanla 9. Sırada Birleşik Krallık 77 puanla 12. Sırada; Rusya 28 puanla 137. Sırada yer almaktadırlar (ç.n.). [↑](#footnote-ref-62)
63. Venezuaela 2019’da TI Yolsızluk Algı Endeksinde 16 puanla 173. sırada yer almaktadır. OECD tarafından yapılan risk sınıflandırmasında grubu 7’dir. Euler Hermes tarafından yapılan derecelemede Country Grade notu D, ShorTerm Rating’i 4’tür. [↑](#footnote-ref-63)
64. Tabloya 2018 yılı verileri rakamları güncelleştirmek amacı ile Dünya Bankasının sitesinden (data.worldbank.org) alınarak eklenmiştir. Diğer yandan tabloya Türkiye de eklenmiştir.

    ***Devletin Nihaî Tüketim Harcamalarını (General Government Final Consumption Expenditure)*** ve bunların GSYİH’nın % oranını ifade etmektedir. Dünya Bankası tarafından yapılan tanımlamaya göre kavramı devletin tüm mal ve hizmet alımları için yaptığı harcamaları (çalışanlara yapılan ödemeler dahil) içermektedir. Yapılan savunma harcamalarının çoğu kapsam içindedir. Devletin sermaye birikiminin bir parçası olan askeri harcamalar kapsama dahil değildirler. Dünya Bnakası verileri cari USD değerleridir. ***Harcamalar açısından GSYİH (Gross Domestic Product-GDP***) ise hane halklarının (hoseholds) nihai tüketim harcamaları, devletin nihai tüketim harcamalarını, brüt sermaye birkimini (özel ve kamu kesiminin sabit varlıklara yatırımı, stoklardaki değişme, değerli şeylerdeki net edinimler), malların ve hizmetlerin net ihracını (ihracat eksi ithalat) kapsamaktadır. Böylesi harcamalar satınalıcıların ödediği fiyatlar üzerinden (purchaser prices) kaydedilmekte olup mallar üzerine konulmuş olan vergileri de kapsamaktadır. (ç.n.) [↑](#footnote-ref-64)
65. Özgürlük Endeksi (Economic Freedom Index) ABD’de kurulu bir sivil toplum kuruluşu olan ve muhafazakar eğilimli The Heritage Foundation tarafından hazırlanmakta ve yayımlanmaktadır ([www.heritage.org](http://www.heritage.org) ).

    Endekse göre 80-100 puan alan ülkeler özgür olarak kabul edilir iken 70-79.9 arasındakiler büyük ölçüde özgür (mostly free); 60-69.9 arasındakilerkısmen ya da bir ölçüde özgür (moderately free); 50-59.9 arasındakiler büyük ölçüde özgür olmayan (mostly unfree) ve 0-49.9 arasındakilerde baskı aldındaki (repressed) ülkler olarak sınıflandırılmaktadırlar Ekonomik.

    2020 yılı için yayımalnan son endekse göre lk beş sıra’da Singapur (89.4), Hong Kong (89.1), Yeni Zelanda (84.1), Avustralya (82.6), İsviçre (82.0) yer almıştır. BK 7inci (79.3); ABD 17nci (76.6); Almanya’nın 27inci (73.5) sırada yer alırlar iken Rusya 94üncü (61.1); Çin 103üncü (59.5); Brezilya 144üncü (53.7) ve Hindistan 120 inci (56.5) sırada yer almaktadırlar. 56.5). Son üç sırada ise Küba (26.9); Venezuela (25.2); ve Kuzey Kore (4.2) yer almaktadır.

    Türki’ye ise 64.4 puan ile 71inci sıradadır. 2008 yılında 74 üncü (60.8) 2010 yılında 67inci (63.8); 2015’de 70 inci (63.2) sırada yer almıştır. (ç.n.) [↑](#footnote-ref-65)
66. Verileri güncellemek amacı ile 2019 yılına ilişkin veriler de eklenmiştir. Ayrıca tabloya Türkiye verisi de eklenmiştir. 2019 yılı verilerinin yanında parantez içinde ülkelerin sıralaması da gösterilmiştir.

    Çin satın alma gücü paritesine göre düzeltilmiş olan veri ile en büyük ekonomi olmuştur. Sıralamada üçüncü sırda yer alan Hindistan’ın yakın gelecekte ABD’yi geçerek dünyanın ikinci büyük ekonomisi olması tahmin edilmektedir.

    2019’daki cari fiyatlarla GSYİH rakamları ABD’nin 21.4 trilyon USD; Çin’in ise 14.1 trilyon USD olup ABD en büyük ekonomi olma konumunu cari fiyatlarla bakıldığında açık ara korumaktadır. Ülkemizin GSYİH’sı cari fiyatlar ile 2019’da 744 milyar USD olup büyüklük itibariyle 19. Sırada yer almaktadır.(ç.n) [↑](#footnote-ref-66)
67. Tabloya Dünya Bankasının sitesindeki (data.worldbank.org) veriler kullanılarak 2018 yılına ilişkin PPP ve Cari Fiyatla açıklanmış veriler ile Türkiye verileri eklenmiştir. (ç.n.) [↑](#footnote-ref-67)
68. Birleşmiş Milletler tarafından hazırlatılan endeks ile ülkeler “çok yüksek-very high”,”yüksek-high”, “orta-medium”, “düşük-low” insani gelişmeye sahip ülkeler olarak sınıflandırılmaktadır. Bu endeksin son olarak 2018 yılı verilerini esas alanı yayımlanmıştır. Birinci sırada 0.954 puan ile Norveç; 2. Sırada 0.946 puanı ile İsviçre yer almaktadır. 2018 yılına ilişkin endekste 0.806 HDI puanı ile Türkiye 59. Sırada yer almaktadır. Ülkemizin doğumda ömür beklentisi 77.4 yıl; 16.4 yıl olarak beklenen okulda geçme beklentisi uygulamada 7.7 yıl olarak gerçekleşmektedir. 1990 yılında 0.579 olan HDI puanımız artmıştır ve 2013-2018 arasında ülkemiz 5 basamak yükselmiştir. 1990 yılında HDI puanı bizden daha yüksek olan Malezya, Sırbistan, Brezilya, Sri Lanka, Kolombiya, Ermenistan, Peru, Ukrayna, Tunus, Venezuela, Ürdün, Güney Afrika, Mısır gibi ülkeler 2018’de ülkemizin gerisine düşmüşlerdir. 1990-2018 arasında ülkemiz HDI endeksinde yıllık ortalama %1.19 büyüme göstermiştir. Bu oran 2000-2010 arasında %1.26 iken 2010-2018 arasında 1.03’e düşmüştür. Bu endekse ilişkin bilgi ve veriler için [www.hdr.undp.org](http://www.hdr.undp.org) sitesine bakılabilir (ç.n.) [↑](#footnote-ref-68)
69. Centralization ve decenralization terimleri ve bunlardan türetilen kavramlar hem kamu yönetiminin hem de şirketler dahil diğer kurumların ve organizasyonların örgütlenme ile yönetim tarz ve modelleri ile ilgili olarak kullanılmaktadır. Ancak, ***“decentralization”***  ve/veya ***“decentralized”*** teriminin dilimizde uygun bir karşılığının nasıl ifade edileceği biraz sorunlu gibi görünmektedir. Osmanlıca’da ***“adem-i merkeziyet”*** terimi ile ifade edilen kavram için bugün kamu yönetiminde daha çok ***“mahalli idare”*** teriminin karşılığı olarak ***“yerinden yönetim”, “yerel yönetim”*** gibi terimler kullanılmaktadır. Terimin yönetim /finans disiplininde karşılığı değişik terimlerle ifade edilebilir***: merkezileşmeme, merkezi olmayan, merkeziyetsiz, özeksiz/özeksizleştirme, dağıtılmış, yerelleştirme, yerindenleştirme, yerinden yönetim*** gibi. Fizik’te ise ***“centrifugal”*** karşılığı olarak ***“merkezkaç”*** terimi bazan yönetim disiplininde kullanılmaktadır. Kripto paralar ile ilgili kullanılan ***Defi (decentralized finance***) terimi ise dilimizde ***“Merkeziyetsiz Finans”*** ile karşılanmaktadır. Bir yönetim ve örgütlenme yaklaşımı olarak ***“merkezî/merkezileştirilmiş-centralized“*** teriminin karşıtı olan ”decentralized” terimini konumuz açısından en iyi ***“merkezkaç”*** veya ***“yerindenleştirilmiş”*** terimlerinin ifade edeceğini düşünüyoruz. Bu nedenle ***“centralized or decentralized cash management”*** başlığını karşılamak için ***“Merkezî veya Merkezkaç Nakit Yönetimi”*** ibaresini kullandık. Bunu ***“Merkezileştirilmiş veya Yerindenleştirilmiş Nakit Yönetimi”*** diye de ifade edebilir idik. (ç.n) [↑](#footnote-ref-69)
70. Adrian Buckley, Multinational Finance, 5th Edition, 2004, FT Prentice Hall, Chp. 6i’dan adapte edilmiştir [↑](#footnote-ref-70)