

**T.C.
ATATÜRK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI**

İstemi ÇÖMLEKÇİ

**TURİZM İŞLETMELERİNİN FİNANSAL RİSKLERDEN
KORUNMA YÖNTEMLERİNDEN FAYDALANMA DÜZEYİ –
TÜRKİYE’DE FAALİYET GÖSTEREN 5 YILDIZLI OTEL
İŞLETMELERİNE YÖNELİK BİR ARAŞTIRMA**

DOKTORA TEZİ

TEZ YÖNETİCİSİ

Doç. Dr. Bener GÜNGÖR

ERZURUM – 2011



**T.C.
ATATÜRK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**



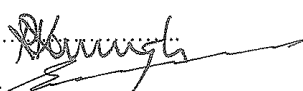
TEZ KABUL TUTANAĞI

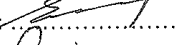
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

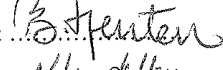
Doç. Dr. Bener GÜNGÖR danışmanlığında, İstemi ÇÖMLEKÇİ tarafından hazırlanan bu çalışma 15 / 04 / 2011 tarihinde aşağıdaki jüri tarafından. İşletme Anabilim Dalı'nda Doktora Tezi olarak kabul edilmiştir.

Başkan : Doç. Dr. Bener GÜNGÖR
Jüri Üyesi : Prof. Dr. Reşat KARCIOĞLU
Jüri Üyesi : Prof. Dr. Erhan BİRGİLİ
Jüri Üyesi : Yrd. Doç. Dr. O. Berna İPEKTEN
Jüri Üyesi : Yrd. Doç. Dr. Hayati AKSU

İmza: 

İmza: 

İmza: 

İmza: 

İmza: 

Yukarıdaki imzalar adı geçen öğretim üyelerine aittir. / /

Prof. Dr. Mustafa YILDIRIM
Enstitü Müdürü

İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	VII
ABSTRACT	VIII
TABLOLAR LİSTESİ.....	IX
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	XI
GRAFİKLER LİSTESİ.....	XII
TEŞEKKÜR	XIII
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

RİSK KAVRAMI

1.1. TANIM	4
1.2. RİSK VE BELİRSİZLİK İLİŞKİSİ.....	5
1.3. RİSKİN SINIFLANDIRILMASI	6
1.3.1. Firma Dışı – Firma İçi Riskler	6
1.3.2. Yönetilebilir Riskler – Yönetilemez Riskler	6
1.3.3. Sistematik Risk – Sistematik Olmayan Risk	6
1.3.4. Finansal Risk – Finansal Olmayan Risk	7
1.3.5. Doğal Riskler – İmal Edilmiş Riskler	8
1.4. RİSK ÇEŞİTLERİ	8
1.4.1. Piyasa Riski.....	12
1.4.2. Faiz Oranı Riski	13
1.4.2.1. Nakit Akış Riski	14
1.4.2.2. Portföy Riski.....	15
1.4.2.3. Ekonomik Risk	15
1.4.2.4. Kredi Riski.....	15
1.4.3. Döviz Kuru Riski.....	16
1.4.3.1. Çevirme Riski	17
1.4.3.2. Ekonomik Risk	17
1.4.3.3. İşlem Riski	17
1.4.4. Hisse Senedi Fiyat Riski.....	18

1.4.5. Enflasyon Riski.....	18
1.4.6. Mal Fiyatı Riski	19
1.4.7. Ürün Piyasasındaki Riskler.....	19
1.4.8. Likidite Riski	19
1.4.9. Kredi Riski.....	20
1.4.10. Operasyonel Riskler	21
1.4.11. Faaliyet Riski.....	22
1.4.12. Yönetim riski.....	22
1.4.13. Yatırım Riski.....	22
1.4.14. Sektör Riski	23
1.4.15. Hukuki Riskler	23
1.4.16. Ülke Riski.....	23
1.4.17. Politik Riskler.....	23
1.5. FİNANSAL RİSKTEN KORUNMA (HEDGING) YÖNTEMLERİ	24
1.5.1. Riskten Korunma (Hedging) Kavramı.....	24
1.5.2. Hedging Politikası	25
1.5.3. Hedge Büyüklüğü	28
1.5.4. Hedge Etkinliği ve Ürün Seçimi.....	29
1.5.5. Hedge Maliyeti.....	29
1.5.6. Riskten Korunma Yöntemleri.....	29
1.5.6.1. Firma içi Riskten Korunma Yöntemleri.....	30
1.5.6.1.1. Döviz Kuru Riski - Firma İçi Riskten Korunma Yöntemleri	30
1.5.6.1.2. Firma Dışı Riskten Korunma Yöntemleri.....	34
1.6. TURİZM İŞLETMELERİ VE TURİZM İŞLETMELERİNİN MARUZ OLDUKLARI RİSK TÜRLERİ	34
1.6.1. Turizm İşletmeleri.....	35
1.6.2. Konaklama İşletmeleri.....	35
1.6.2.1. Otel İşletmeleri	35
1.6.2.1.1. Beş Yıldızlı Otel İşletmelerinin Özellikleri	36

İKİNCİ BÖLÜM

RİSKTEN KORUNMA YÖNTEMİ OLARAK TÜREV ÜRÜNLER

2.1. FORWARD SÖZLEŞMELERİ	40
2.1.1. Forward Sözleşmelerinin Amacı.....	41
2.1.2. Forward Sözleşmelerin Özellikleri	42
2.1.3. Forward İşlemlerin Çeşitleri.....	45
2.1.3.1. Forward Döviz Sözleşmeleri	45
2.1.3.2. Forward Faiz Sözleşmeleri.....	48
2.1.3.3. Ticari Mal Forward Sözleşmeleri	49
2.1.4. Forward Sözleşmelerinin Avantajları	50
2.1.5. Forward Sözleşmelerinin Dezavantajları.....	50
2.2. FUTURES SÖZLEŞMELERİ	51
2.2.1. Futures Sözleşmelerinin Özellikleri.....	52
2.2.1.1. Futures Sözleşmelerinde Taraflar ve Pozisyonlar	52
2.2.1.2. Standart Sözleşmeler	53
2.2.1.3. Organize Borsalar	54
2.2.1.4. Takas Merkezi	54
2.2.1.5. İkincil Piyasa İşlevi	55
2.2.1.6. Marjin Sistemi	55
2.2.2. Fiyat Değişimi ve Hesaplanması	56
2.2.3. Futures İşlemlerin Kullanım Amaçları	57
2.2.3.1. Korunma (Hedging).....	57
2.2.3.2. Spekülasyon	58
2.2.3.3. Arbitraj	58
2.2.4. Futures Sözleşmelerinin Avantajları ve Dezavantajları.....	59
2.2.5. Forward ve Futures Sözleşmeleri Arasındaki Farklar	60
2.2.6. Futures Sözleşmelerinin Türleri	62
2.2.6.1. Döviz Futures Sözleşmeleri	62
2.2.6.1.1. Döviz Futures Sözleşmelerinin Fiyatlaması	63
2.2.6.2. Faiz Futures Sözleşmeleri.....	64
2.2.6.3. Endeks Futures Sözleşmeleri	65
2.2.6.4. Ticari Mal Futures Sözleşmeleri.....	66

2.3. OPSİYON SÖZLEŞMELERİ.....	66
2.3.1. Opsiyon ile İlgili Temel Kavramlar	68
2.3.2. Opsiyon Sözleşmeleri Türleri.....	69
2.3.2.1. Kazanılan Hakkın Türüne Göre Opsiyon Sözleşmeleri	69
2.3.2.1.1. Alım Opsiyonu (Call Option)	69
2.3.2.1.2. Satım Opsiyonu (Put Option).....	71
2.3.2.2. Kârlılık Durumuna Göre Opsiyon Sözleşmeleri	72
2.3.2.3. Kullanım Zamanına Göre Opsiyonlar	74
2.3.2.3.1. Avrupa Tipi Opsiyonlar	74
2.3.2.3.2. Amerikan Tipi Opsiyonlar	74
2.3.2.4. İşlem Gördüğü Piyasalara Göre Opsiyon Türleri	74
2.3.2.4.1. Organize Borsalarda İşlem Gören Opsiyonlar	74
2.3.2.4.2. Organize Olmamış Piyasalarda İşlem Gören Opsiyonlar	75
2.3.2.5. Konusuna Göre Opsiyonlar	76
2.3.2.5.1. Döviz Opsiyonları	76
2.3.2.5.2. Faiz Opsiyonları	76
2.3.2.5.3. Hisse Senedi Opsiyonları	77
2.3.2.5.4. Hisse Senedi Endeks Opsiyonları.....	77
2.3.2.5.5. Futures Opsiyonları	77
2.3.2.5.6. Ticari Ürün Opsiyonları	77
2.3.3. Opsiyon Fiyatlarına Etki Eden Unsurlar.....	78
2.3.4. Opsiyon Fiyatlaması.....	79
2.3.4.1. Black – Scholes Yöntemi ile Opsiyon Fiyatlaması	79
2.3.4.2. Binomial Model ile Opsiyon Fiyatlaması	81
2.3.5. Opsiyon Fiyatlarının Duyarlılığı.....	81
2.3.6. Opsiyon Stratejileri	83
2.3.6.1. Spread (Yayılma) Stratejileri.....	83
2.3.6.1.1. Boğa Spreadi	83
2.3.6.1.2. Ayı Spreadi.....	84
2.3.6.1.3. Kelebek Spreadi.....	84
2.3.6.2. Straddle (Kombinasyon).....	84
2.3.6.3. Straps and Strips	85

2.3.6.4. Strangles.....	85
2.3.7. Opsiyon Sözleşmeleri ile Futures Sözleşmeleri Arasındaki Farklar	85
2.3.8. Opsiyon Sözleşmelerinin Avantajları ve Dezavantajları.....	86
2.4. SWAP SÖZLEŞMELERİ	87
2.4.1. Swap İşlemlerinin Özellikleri.....	88
2.4.2. Swap Sözleşmelerinin Türleri	89
2.4.2.1. Faiz Swapları	89
2.4.2.2. Para Swapları	91
2.4.3. Swap İşlemlerinin Avantajları ve Dezavantajları.....	93
2.4.4. Swap İşlemleri ile Diğer Türev Ürünler Arasındaki Farklılıklar.....	93

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

3.1. ARAŞTIRMA SÜRECİNİN BELİRLENMESİ.....	96
3.2. ARAŞTIRMANIN AMACI.....	96
3.3. ARAŞTIRMANIN ÖNEMİ.....	97
3.4. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ	97
3.5. ARAŞTIRMANIN MODELİ	98
3.5.1. Hipotezler	99
3.5.2. Araştırma Değişkenlerinin Belirlenmesi.....	101
3.6. ARAŞTIRMANIN EVRENİ VE ÖRNEKLEMİ	101
3.7. ARAŞTIRMA VERİLERİNİN TOPLANMASI.....	103
3.7.1. Ön Uygulama	104
3.7.2. Uygulama	105
3.7.3. Araştırma Sürecinde Elde Edilen Verilerin Analizi	105
3.7.3.1. Verilerin Geçerliliği	106
3.7.3.2. Verilerin Güvenilirliği	106
3.8. BULGULAR	107
3.8.1. Demografik Bulgular	107
3.8.2. Otel İşletmelerinin Gelirleri ve Giderleri İle İlgili Bulgular	109
3.8.3. Riskten Korunmanın Farkındalığına İlişkin Frekans Analizi.....	113
3.8.4. Verilerin Dağılımına İlişkin Normallik Testi	115

3.8.5. İlişki İncelemeye Yönelik Analizler	116
3.8.5.1. Faktör Analizi.....	116
3.8.5.1.1. Riski Etkileyen Faktörlere İlişkin Analizler	116
3.8.5.1.2. Riskten Korunma Yöntemlerine İlişkin Faktör Analizi.....	121
3.8.6. Risk Algısına Yönelik Frekans Analizi	125
3.8.7. Firma İçi Riskten Korunma Yöntemlerine İlişkin Frekans Analizi....	127
3.8.8. Otel İşletmelerinin Türev Ürün Algılarını Belirlemeye Yönelik Frekans Analizi	129
3.8.9. Türev Ürünler ile ilgili Olumsuz Algıların Belirlenmesine Yönelik Frekans Analizi	130
3.8.10. Korelasyon Analizi.....	132
3.8.11. Regresyon Analizi	134
3.8.12. İlişki İncelemeye Yönelik Analizler.....	139
3.8.12.1. Risk Algısına Etki Eden Faktörler ve Riskten Korunma Yöntemlerine İlişkin Tek Yönlü Anova Testleri	139
3.8.12.2. Risk Algısına Etki Eden Faktörler ve Riskten Korunma Yöntemlerine İlişkin T Testleri.....	149
SONUÇ.....	152
KAYNAKÇA	162
ÖZGEÇMİŞ.....	175

ÖZET
DOKTORA TEZİ

**TURİZM İŞLETMELERİNİN FİNANSAL RİSKLERDEN KORUNMA
YÖNTEMLERİNDEN FAYDALANMA DÜZEYİ – TÜRKİYE’DE FAALİYET
GÖSTEREN 5 YILDIZLI OTEL İŞLETMELERİNE YÖNELİK BİR
ARAŞTIRMA**

İSTEMİ ÇÖMLEKÇİ

Danışman: Doç. Dr. Bener GÜNGÖR

2011 – SAYFA: 175 + XIII

Jüri : Doç. Dr. Bener GÜNGÖR

Prof. Dr. Reşat KARCIOĞLU

Prof. Dr. Erhan BİRGİLİ

Yrd. Doç. Dr. O. Berna İPEKTEN

Yrd. Doç. Dr. Hayati AKSU

Bu tez çalışmasının amacı, turizm işletmelerinin, finansal risklerden korunmasına yönelik geliştirilen yöntemlerden faydalanma düzeylerini tespit etmek ve korunma yöntemleri hakkında önerilerde bulunmaktır.

Araştırmada, otel işletmelerinin mevcut finansal risklerden korunma yöntemlerinden faydalanma düzeylerini belirlemek için anket tekniğinden yararlanılmıştır. Araştırma evrenini, Türkiye’de faaliyet gösteren 5 yıldızlı otel işletmeleri oluşturmaktadır. Araştırma evreninin tamamına ulaşmak zaman ve maliyet açılarından mümkün olmadığı için evreni daha iyi temsil edebileceği tahmin edilen örnekleme tekniklerinden kotalı örnekleme yöntemi tercih edilmiştir.

Çalışma sonuçlarına göre otel işletmeleri finansal riske etki eden unsurları; makro ekonomik değişkenler, döviz kuru riski, girdi fiyat riski, faiz oranı riski ve yatırım riski olarak algılamaktadır. Finansal risklerden korunmak amacıyla türev ürünleri; forward, futures, opsiyon ve swap sözleşmelerini kullanmaktadırlar. Ayrıca çalışma sonucunda, otel işletmelerinin riskten korunma yöntemleri arasında en fazla forward sözleşmeleri tercih ettikleri tespit edilmiştir.

ABSTRACT

Ph. D. DISSERTATION

**THE LEVEL OF BENEFITING FROM FINANCIAL RISK HEDGING
METHODS OF TOURISM COMPANIES - A RESEARCH ON FIVE-STAR
HOTELS IN TURKEY**

İSTEMİ ÇÖMLEKÇİ

Advisor: Assoc. Prof. Dr. Bener GÜNGÖR

2011 – Page: 175 + XIII

Jury : Assoc. Prof. Dr. Bener GÜNGÖR

Prof. Dr. Reşat KARCIOĞLU

Prof. Dr. Erhan BİRGİLİ

Assis. Prof. Dr. O.Berna İPEKTEN

Assis. Prof. Dr. Hayati AKSU

The aim of this dissertation study is to determine the level of benefiting from the methods developed for the hedging from financial risk and make recommendations about hedging methods of tourism companies.

In this study, survey technique was used to determine the level of benefiting from the existing methods of hedging from financial risks. The population of the research consists of five-star hotels in Turkey. As it was not possible to reach the whole of the research population in terms of time and cost, quota sampling method, which is expected to represent the population better was preferred.

According the result of the study, hotel companies' perceived the elements that affecting financial risk are macro economic variables, exchange rate risk, input price risk, interest rate risk and investment risk. In order to hedge financial risk derivatives have used which are forwards, futures, option and swap contracts. Also at the end of the study, it is concluded that hotel companies prefer forward contracts within methods of hedging.

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 2.1.	Değişim Marjini Örnek Tablosu.....	56
Tablo 2.2.	Forward ve Futures Sözleşmeleri Arasındaki Farklar	60
Tablo 2.3.	Opsiyon Alım ve Satımlarında Tarafların Hak ve Sorumlulukları	72
Tablo 2.4.	Borsada İşlem Gören Opsiyonların ve Tezgah Üstü Opsiyonların Karşılaştırılması.....	75
Tablo 2.5.	Opsiyon Fiyatlarını Etkileyen Faktörler	79
Tablo 2.6.	Futures Sözleşmeleri ile Opsiyonlar Arası Farklar Tablosu	86
Tablo 2.7.	Türev Ürünlerin Karşılaştırılması.....	95
Tablo 3.1.	Bölgelere Göre 5 Yıldızlı Otel İşletmeleri	103
Tablo 3.2.	Güvenilirlik Analizi.....	107
Tablo 3.3.	Otel İşletmelerinin Demografik Yapılarına İlişkin Sonuçlar	108
Tablo 3.4.	Otel İşletmelerinin Yıllık Gelir ve Giderleri	110
Tablo 3.5.	Otel İşletmelerinin Gelir ve Gider Özelliklerine İlişkin Bulgular.....	111
Tablo 3.6.	Otel İşletmelerinin Riskten Korunma Farkındalığına İlişkin Frekans Analizi	114
Tablo 3.7.	Sürekli Değişkenlere İlişkin Normallik Varsayımı Tablosu	115
Tablo 3.8.	Finansal Riski Etkileyen Faktörlerin Soru Sayıları ve Güvenilirlik (α) Değerleri	117
Tablo 3.9.	Finansal Riski Etkileyen Faktörler - Dönüştürülmüş Bileşenler Matrisi.....	117
Tablo 3.10.	Riskten Korunma Yöntemlerine İlişkin Faktörlerin Soru Sayıları ve Güvenilirlik (α) Değerleri	121
Tablo 3.11.	Riskten Korunma Yöntemlerine İlişkin Faktörler – Dönüştürülmüş Bileşenler Matrisi	122
Tablo 3.12.	Otel İşletmelerinin Risk Algısına Yönelik Frekans Analizi.....	126
Tablo 3.13.	Otel İşletmelerinin Firma İçi Riskten Korunma Yöntemlerini Belirlemeye Yönelik Frekans Analizi	128
Tablo 3.14.	Otel İşletmelerinin Türev Ürün Algısı	129
Tablo 3.15.	Türev Ürünler ile ilgili Olumsuz Algılara İlişkin Frekans Analizi	130
Tablo 3.16.	Finansal Riske Etki Eden Faktörler ve Riskten Korunma Yöntemleri Arasındaki İlişkiye Yönelik Korelasyon Tablosu	133

Tablo 3.17.	Koreleasyon İlişki Düzeyleri ve Sayısı	133
Tablo 3.18.	Finansal Risk Algısını Etkileyen Unsurlar ile Futures Sözleşmelerine Yönelik Regresyon Tablosu	135
Tablo 3.19.	Finansal Risk Algısını Etkileyen Unsurlar ile Swap Sözleşmelerine Yönelik Regresyon Tablosu	136
Tablo 3.20.	Finansal Risk Algısını Etkileyen Unsurlar ile Opsiyon Sözleşmelerine Yönelik Regresyon Tablosu.....	137
Tablo 3.21.	Finansal Risk Algısını Etkileyen Unsurlar ile Forward Sözleşmelerine Yönelik Regresyon Tablosu.....	138
Tablo 3.22.	Otel İşletmelerinin Bulunduğu Bölge ile Risk Algısı ve Riskten Korunma Boyutlarına İlişkin Tek Yönlü Anova Testi	140
Tablo 3.23.	Otel İşletmelerinin Türü ile Risk Algısı ve Riskten Korunma Boyutlarına İlişkin Tek Yönlü Anova Testi	142
Tablo 3.24.	Otel İşletmelerinin Statüsü ile Risk Algısı ve Riskten Korunma Boyutlarına İlişkin Tek Yönlü Anova Testi	143
Tablo 3.25.	Otel İşletmelerinin Faaliyet Dönemi ile Risk Algısı ve Riskten Korunma Boyutlarına İlişkin Tek Yönlü Anova Testi.....	144
Tablo 3.26.	Otel İşletmelerinde Uygulanan Riskten Korunma Yöntemlerinin Esas Amaçları ile Risk Algısı ve Riskten Korunma Boyutlarına İlişkin Tek Yönlü Anova Testi	146
Tablo 3.27.	Otel İşletmelerinin Gelirleri ile Risk Algısı ve Riskten Korunma Boyutlarına İlişkin Tek Yönlü Anova Testi	147
Tablo 3.28.	Otel İşletmelerinin Giderleri ile Risk Algısı ve Riskten Korunma Boyutlarına İlişkin Tek Yönlü Anova Testi	148
Tablo 3.29.	Riskten Korunma Araçları Hakkında Bilgi Sahipliği ile Risk Algısı ve Riskten Korunma Yöntemlerine İlişkin T-Testi	150
Tablo 3.30.	Riskten Korunma Araçları Kullanımı ile Risk Algısına İlişkin T-Testi	151

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1. Riske Karşı Tutum.....	27
Şekil 2.1. Faiz Swaplarının İşleyişi	90
Şekil 2.2. Para Swaplarının İşleyişi	92
Şekil 3.1. Turizm İşletmelerinde Risk Unsurları ve Riskten Korunma Yöntemleri.....	99

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 2.1. Vadeli İşlem Kısa ve Uzun Pozisyonu	53
Grafik 2.2. Alım Opsiyonu (Alıcı Taraf Açısından).....	70
Grafik 2.3. Alım Opsiyonu (Satıcı Taraf Açısından).....	70
Grafik 2.4. Satım Opsiyonu (Alıcı Taraf Açısından).....	71
Grafik 2.5. Satım Opsiyonu (Satıcı Taraf Açısından).....	71
Grafik 2.6. Alım Opsiyonunun Kârda, Zararda ve Başabaşta Olma Durumu	73
Grafik 2.7. Alım Opsiyonunun Kârda, Zararda ve Başabaşta Olma Durumu	73

TEŞEKKÜR

“Türkiye’de Faaliyet Gösteren 5 Yıldızlı Turizm İşletmelerinin Riskten Korunma Yöntemleri ve Bir Uygulama” isimli bu çalışma Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe Finansman Bilim Dalı’nda Doktora tezi olarak hazırlanmıştır.

Turizm sektörüne etki eden finansal risk unsurlarını, otel işletmelerinin bu risklerin ne kadar farkında olduğunu ve korunmak için hangi yöntemleri tercih ettiklerini belirlemek amaçlarıyla yaptığım tez çalışmamda; konunun belirlenmesinde katkısı olan ve belirli süre danışmanlığımı sürdüren eski danışmanım Emekli Öğr. Üyesi Prof.Dr. R. Metin TURKO’ya, daha sonra tez danışmanlığımı üstlenen, tez çalışmam boyunca bilgi ve tecrübeleri ile yoluma ışık tutan danışman hocam Doç.Dr. Bener GÜNGÖR’e, tez izleme komitemde yer alan ve fikirleriyle çalışmama yön veren Prof.Dr. Reşat KARCIOĞLU ve Yrd. Doç. Dr. Hayati AKSU’ya ve tez çalışmam boyunca desteklerini ve yardımlarını esirgemeyen Yrd. Doç.Dr. M. Akif ÖNCÜ, Öğr. Gör. Yunus Emre TAŞGİT ve Arş. Gör. Süleyman AĞRAŞ’a, tüm içtenliğimle şükranlarımı sunarım. Aynı zamanda tez çalışmam hakkında fikir beyan ederek çalışmanın olgunlaşmasına katkı sağlayan herkese teşekkürlerimi sunarım.

Ayrıca hayatım boyunca yanımda olan aileme, sundukları tüm güzellikler için minnettarım.

Erzurum -2011

İstemi ÇÖMLEKÇİ

GİRİŞ

Son çeyrek yüzyılda yaşanan ekonomik ve siyasi bütünleşmeler işletmeler arası rekabet düzeyini artırmış ve piyasalarda hızlı bir şekilde gelişmeye neden olmuştur. Özellikle, mal ve hizmet alım-satımı, finansman ve yatırım kararları uluslararası boyut kazanmıştır. Ekonomik gelişmeler dünyanın tek ve ortak bir pazara doğru ilerlemesini beraberinde getirirken, finans piyasaları da bu değişime ayak uydurmaya çalışmıştır. Uluslararası finansal ilişkilerin artması, bilgi iletişim ve bilgi işlem teknolojisindeki gelişmeler dünya finansal piyasalarını birbirine bağlayıp bütünleştirmiştir. Giderek uluslar arası boyut kazanan bu durum piyasalarda yeni risk unsurlarını da beraberinde getirmiştir.

Özellikle turizm endüstrisi gibi hizmet kalitesi, müşteri memnuniyeti ve benzeri kavramların önem arz ettiği sektörlerde küreselleşme, rekabet, teknoloji, vergi ve yasal düzenlemelerdeki değişiklikler de sektör oyuncuları için finansal yönetimin önemini daha da artırmıştır. Etkin bir finansal yönetim ise geleceğe yönelik belirsizliklerin azaltılması ile gerçekleştirilebilmektedir. Fakat faiz oranları, döviz kurları ve ürün fiyatlarındaki değişimler, işletmeler için belirsizlikleri artırmakta ve etkin bir finansal yönetim uygulamasını engellemektedir. Bu belirsizliklerin giderilmesi için gelişen ve küreselleşen piyasalarda yaşanan gelişmelere paralel olarak finansal piyasalarda yeni araçlar geliştirilmektedir. Finansal piyasalarda, girdi fiyat artışı, döviz kuru, faiz oranı, yatırım ve vb. risklerin belli bir bedel karşılığında üçüncü kişilere devredilmesine yönelik olarak araçlar geliştirilmiştir. Aynı zamanda işletmeler kendi bünyelerinde de çeşitli yöntemler geliştirerek, bu riskleri azaltmaya çalışmaktadırlar.

Riskten korunma yöntemleri aslında çok eskilere dayanmaktadır. Özellikle tarımsal risklere karşı geliştirilmeye başlanan türev ürünler, zamanla diğer risklere yönelik olarak da düzenlenmiştir. Günümüz dünyasında ise, Bretton Woods Sisteminin çökmesi ve yaşanan ekonomik krizlerden dolayı önem kazanan risk yönetimi; döviz kurlarında oluşan fiyat dalgalanmaları sonucu riskten korunma yöntemlerinin kullanımını kaçınılmaz kılmıştır. Finansal risklerden kaçınmak veya bu riskleri minimize edebilmek için geliştirilen yeni finansal araçların en önemlileri forward, futures, opsiyon ve swap sözleşmeleridir. İlk başlarda tarımsal ürünlere yönelik olarak düzenlenen bu sözleşmeler bugün tüm varlıklara yönelik olarak yapılmaktadır. Bu

sözleşmelerin daha yaygın kullanılması ve tarafların güven içinde olmaları için sözleşmeler standart hale getirilmiş ve gerekli yasal alt yapı düzenlenmiştir.

İşletmeler, riskten korunma yöntemleri ile mevcut riskleri azaltma, hizmet-ürün giderlerini daha sağlıklı olarak hesaplama ve etkin bir nakit yönetimi için fırsat yakalamışlardır. Ekonomik açıdan bakıldığında ise, riskten korunma yöntemleri türev piyasalar aracılığıyla kaynakların etkin dağılımına, fiyat keşif mekanizmasına ve etkin piyasaların oluşturulmasına katkıda bulunmaktadır. Türev ürünler, mevcut risklerin yok edilmesi veya azaltılmasına, riski transfer etmek için katlanılması gereken maliyetin belirlenmesine ve bu risklerin devredilmesine olanak sağladıkları için finansal piyasaların vazgeçilmez araçları haline gelmişlerdir.

Otel işletmeleri ülke riski, politik riskler, faaliyet riski, yönetim riski vb. risk türlerinin yanı sıra finansal risk unsurları ile de karşı karşıya kalmaktadır. Turizmin görünmeyen ihracat yönü olduğu için otel işletmeleri her zaman döviz kuru riskine maruz kalmaktadır. Bunun yanı sıra otel işletmelerinin yüksek miktarda duran varlık yatırımı gerektirmesi yatırım riskini doğurmaktadır. Gerek duran varlık yatırımlarının finansmanı, gerekse işletme sermayesi ihtiyaçlarının karşılanması için yabancı kaynak kullanımı beraberinde faiz oranı riskini getirmektedir. Ayrıca tüm işletmeler için geçerli olan girdi fiyat artış riski otel işletmelerini de etkilemektedir. Özellikle finansal riskleri yönetmek için otel işletmelerinin hem firma içi hem de firma dışı riskten korunma yöntemlerini etkin olarak kullanması gerekmektedir. Bu çalışmada da esas olarak otel işletmelerinin finansal riski algıları ve riskten korunma yöntemlerini kullanımları irdelenmiştir.

Çalışma, başlıca dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde, riskin tanımı yapılmış, risk ve belirsizlik ilişkisi ortaya konularak risk sınıflandırmaları tartışılmış, risk türleri irdelenmiş ve otel işletmelerine etki eden risk türlerine değinilmiştir. İşletmelerin riskten korunma yöntemini seçerken dikkat etmeleri gereken hususlar belirlenerek, finansal risklere karşı izledikleri tutum ortaya konulmuştur. Ayrıca firma içi riskten korunma yöntemleri sıralanarak işletmelerin bu yöntemleri nasıl kullanacakları açıklanmıştır.

İkinci bölümde, firma dışı riskten korunma yöntemleri olan türev ürünler incelenmiştir. Forward, futures, opsiyon ve swap sözleşmelerinin tanımlarına,

çeşitlerine, özelliklerine, kullanım amaçlarına ve alanlarına, fiyat hesaplamalarına ayrıntılı olarak değinilmiş, bu ürünlerin avantajları ve dezavantajları karşılaştırılmıştır.

Üçüncü bölümde, araştırma metodolojisi tartışılmıştır. Bu kapsamda araştırmanın amacı, önemi, yaklaşımı, yöntemi, modeli, hipotezleri, değişkenleri, evreni, örnekleme, veri toplama süreci açıklanmıştır. Sonrasında analizlerden önce yapılan ön uygulama, geçerlilik ve güvenilirlik testlerine yer verilmiş, daha sonra yapılan analizler ve elde edilen bulgular sunulmuştur.

Son bölümde ise araştırma bulguları dikkate alınarak elde edilen sonuçlar ve öneriler tartışılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

RİSK KAVRAMI

1.1. TANIM

Risk, kelime olarak literatürde Latince “riziko”, Fransızca “risque”, İtalyanca “risco”, İngilizce “risk” kelimesinden gelmekte, sözlük anlamı olarak zarara uğrama tehlikesi veya bir olayın meydana gelme olasılığı olarak tanımlanmaktadır (Türk Dil Kurumu [TDK], 2009). Risk, bir zarar veya kayıp durumuna yol açabilecek bir olayın ortaya çıkma ihtimali şeklinde de ifade edilmektedir (Kayahan, 2007: 15). En geniş tanımı ile risk, objektif olasılıkla belirlenen kaybetme ihtimali (Akmüt, 1989: 8), istenilmeyen durumları yaşama olasılığı, kayıp olasılığı veya olması gerekenin olmaması olasılığı olarak tanımlanmaktadır (Özer, 2008: 4). Teorik olarak risk, beklenen değer ile gerçekleşen değer arasındaki hem olumlu hem de olumsuz sapmaları içermesine rağmen; genellikle risk kavramı olumsuz sapmalar olarak algılanmaktadır (Sayılğan, 1995: 324). Bolak (2004: 3)’a göre ise risk, planların başarısız olma ihtimali, hatalı karar alma tehlikesi, zarar etme veya kâr edememe gibi durumların genel adıdır. Taşpolat (2005: 85)’a göre risk, bugün görülemeyen fakat gelecekteki bir tarihte gerçekleşmesi muhtemel bir olay iken Gür (2007: 5)’e göre istenilen veya beklenen sonuçtan sapma olasılığıdır. Risk en temel tanımı ile beklenen yani gerçekleşmesi en muhtemel sonuç ile gerçekleşen yani fiili sonuç arasındaki sapmadır. Mikro ekonomide ve finans teorisinde, bireylerin riskten sakınan bir davranış tarzına sahip oldukları kabul edilir. Aslında bireylerin sakındıkları risk değil belirsizliktir (Bolgun ve Akçay, 2003: 111). Sonuç olarak belirsizliklerden kaynaklanan risk, ekonominin kaçınılmaz bir unsurudur (McDonald, 2006: 5).

Ceylan ve Korkmaz (2006: 472), riski gelecekte beklenmeyen bir durumun ortaya çıkma olasılığı olarak tanımlarken, finansal açıdan riski beklenen getirinin gerçekleşen getiriden sapma olasılığı olarak nitelendirmektedirler. Arman (1997: 2)’a göre ise, risk işletmelerde belirsizliği ifade etmektedir. Belirsizlik ise sonuçta olumlu ya da olumsuz etkileri olan durumu göstermektedir. Sarıkamış (2000: 163)’da riski, bir yatırımcının, yapacağı yatırımdan beklediği getiriden farklı bir getiri sağlaması veya yatırdığı sermayeyi kısmen veya tamamen kaybetme olasılığı olarak tanımlanmaktadır.

Yabancı literatürde ise risk kavramı psikolojik olarak algılama kontrolünün azlığı, olası olumsuz sonuçların görülmesi veya kaybetme korkusu olarak ifade

edilirken, riskin genel tanımı ise çoğunlukla olumsuz sonuçların veya şansın görülmesi ihtimallerinin birleşimi (Shadid, 2009:670), bazı şeylerin olumsuz gerçekleşme ihtimali veya kaybetme şansı olarak tanımlanmaktadır (Crocker, 2003: 10). Caplan (2000: 3) ise riski, şans ve güvensizliği azaltma ile alakadar olmanın sistematik bir yolu olarak tanımlamakta ve riskin dinamik bir kavram olduğuna vurgu yapmaktadır. Chorafas (2008-a: 5) ise kavrama finansal açıdan bakarak, riski genellikle pazar davranışlarındaki ve kredi itibarındaki değişimlerin veya bir pozisyonun gelecekteki değerinin esnekliği ile ilgili belirsiz olay ve beklenmeyen sonuç olarak tanımlamaktadır.

Yerli ve yabancı literatürde yapılan tanımlardan riskin genellikle olumsuzlukları ifade ettiği düşünülmesine rağmen risk beklenen sonuçun, gerçekleşen sonuçtan farklılık gösterme ihtimalidir. Finansal olarak beklenen sonuç ile gerçekleşen sonuç arasında olumlu fark kâr, gelir, getiri vb. olarak, olumsuz fark kayıp, zarar, gider vb. şeklinde ifade edilir.

1.2. RİSK VE BELİRSİZLİK İLİŞKİSİ

Riskin tüm tanımları incelendiğinde genel olarak fikir birliği olan konu riskin sonuçlardan olası sapma ihtimali olarak değerlendirildiği görülmektedir. Bu ihtimal gelecekteki belirsizlikten kaynaklanmaktadır. Erdem (2001: 44)'e göre, risk ve belirsizlik arasında sıkı bir ilişki vardır. Belirsizlik arttıkça riskte artmaktadır. Yalçinkaya (2004:9–10)'ya göre ise belirsizlik, riski kapsamaktadır ve bilgisizlik ve sürpriz şok olmak üzere iki boyuttan oluşmaktadır. Dolayısıyla belirsizlik kavramında öngörülemezlik vardır ve bu yüzden önlem alınmamaktadır. Fakat risk kavramında tehlike ve olasılık mevcut olduğu için öngörülebilirlik ve önlem alınabilirlik söz konusudur. Bu yüzden risk ex-ante, belirsizlik ex-post olarak değerlendirilmektedir.

İşletmeler, riskten korunma araçları yardımıyla, belirsizliklerden kaynaklanan riskleri azaltmaya veya yok etmeye çalışmaktadır (Lin and Chen, 2009). Ayrıca işletmeler belirsizlik düzeyinin farklı olduğu durumlar için farklı riskten korunma stratejileri izlemektedirler (Frey and Runggaldier, 1999)

Gelecek her zaman için belirsizlikle doludur. Genellikle zaman dilimi uzadıkça belirsizliklerin de fazlalaşması sonucu, beklentilerin farklı sonuçlanma ihtimalinin de artması kaçınılmazdır. Örneğin, bir işletmenin bir yıl sonra ki satışları için yapacağı tahmin 20 yıl sonra ki satışları için yapacağı tahminden daha tutarlı, daha gerçekçi

olabilmektedir. Yani süre arttıkça belirsizliğin ve beklenen sonuçların değişme olasılığının artması, riski de artırmaktadır.

1.3. RİSKİN SINIFLANDIRILMASI

Riskin genel kabul görmüş kesin bir tanımı yapılamakla beraber kesin bir sınıflandırılması da yapılamamaktadır. Bununla beraber risk ile ilgili olarak farklı yazarlar tarafından farklı gruplandırmalar yapılmaktadır.

1.3.1. Firma Dışı – Firma İçi Riskler

Firma dışı ya da çevresel unsurlar, işletmenin kontrolü dışında gerçekleşen ve sonuç olarak işletmenin genel risk seviyesini etkileyen unsurlar olarak tanımlanmaktadır. Hava koşulları, tabiat olayları, ülkeler arası anlaşmazlıklar firma dışı riskler olarak sayılabilir (Bolak, 2004:4).

Firma içi riskler ise firmaya özgü ve işletmenin kontrolü altında olduğu düşünülen risklerdir. Üretim teknolojilerinden, çalışanların eğitim ve beceri düzeyinden, işçi-işveren anlaşmazlıklarından kaynaklanan sorunlar firma içi risklere örnek olarak gösterilebilir (Bolak, 2004:4)

1.3.2. Yönetilebilir Riskler – Yönetilemez Riskler

Yönetilebilir risk işletmenin göreceli olarak kontrol edebileceği risklerdir. Yönetilemez riskler ise risk konusu üzerinde firmanın etkili olamadığı risklerdir.

Yönetilebilir – Yönetilemez risk ayrımı firma içi – firma dışı risk ile özdeşleşmiş görünse bile döviz kuru, faiz oranı gibi firma dışı risk unsurları türev araçlar ile doğal riskler sigorta sistemi ile bertaraf edilebilir (Bolak, 2004:5).

McDonald (2006: 6) ise benzer bir tanımlama ile riskleri çeşitlendirilebilir ve çeşitlendirilemez olarak ikiye ayırmıştır.

1.3.3. Sistemik Risk – Sistemik Olmayan Risk

Sistemik risk, sosyal, ekonomik ve politik çevredeki değişmelerden kaynaklanan, bütün firmaları aynı yönde etkileyen ve firmanın kontrol altına alma olanağı bulunmayan risktir (Parlakkaya, 2005:28). Pazarın taşıdığı ve pazarda işlem gören bütün finansal araçları etkileyen risk, sistemik risktir. Pazar riski olarak da

adlandırılmaktadır. Sistematik risk, ekonomik, politik ve sosyal koşulların ortaya çıkardığı ve verimliliği etkileyen, finansal araçların dışında meydana gelen risktir. Faiz haddi, enflasyon ve piyasa riski, sistematik risk türleridir (Sarıkamış; 2000:177). Sistematik risk, finansal varlık getirilerinde dalgalanmaların, pazardaki tüm finansal varlık fiyatlarını aynı zamanda etkileyen faktörlerden kaynaklanan kısımdır. Sistematik risk kaynaklarına örnek olarak faiz oranı riski, satın alma gücü riski, pazar riski gösterilebilir. Sistematik riskler portföyler için finansal varlık çeşitlendirmesi ile giderilemeyecek türde risk kaynaklarıdır (Brealey ve diğ., 1997).

Sistematik olmayan risk, şirketlerin özelliklerinden ve içinde bulundukları belli şartlardan kaynaklanmaktadır (Aksoy, 1988:45). Bir şirket veya endüstriye özgü olan sistematik olmayan risk, yönetimin hataları, reklam kampanyaları, pazarlama çalışmaları, grevler gibi nedenlerden ortaya çıkmaktadır. Sistematik olmayan riskin kaynakları genel olarak finansal destek riski, faaliyet riski, idari risk ve endüstri riskidir (Kanalıcı, 1997:6) İşçi grevleri, teknolojik buluşlar, tüketim eğilimlerindeki değişimler, yeni rakiplerin piyasaya girmesi gibi bir firmaya veya sektöre özgü olan ve firmanın etkin çeşitlendirme ile azaltılabileceği ve hatta yok edebileceği risklerdir (Parlakkaya, 2005:29). Sistematik olmayan risk; toplam riskin firmaya ya da firmanın içinde bulunduğu sektöre özgü kısmıdır ve portföyler için gerekli matematiksel metotlar kullanılarak finansal varlık farklılaştırması veya finansal varlık revizyonu ile farklılaştırılabilirler (Demirkan, 2006:3).

Sistematik risk, sistemden kaynaklanan risk olup sistemin içindeki tüm menkul kıymetleri etkileyebilen ve kontrol dışı olan risktir ve ancak portföy çeşitlendirilmesi yoluyla azaltılabilir (Fabozzi ve Modigliani, 1995: 194). Sistematik risk, bütün katılımcıların, grup olarak katlanmaları gereken, piyasalardaki kurumsal ve yapısal düzenlemelerden kaynaklanan risktir (Sermaye Piyasası Kurulu [SPK], 1997: 60).

Toplam riskin unsurlarından biri olan sistematik olmayan riskler, her işletmenin kendi özellikleriyle ilişkili olarak ortaya çıkan ve diğer pazarlara ve menkul kıymetler pazarına etki eden unsurlardan etkilenmeyen risklerdir (Özer, 2008: 7).

1.3.4. Finansal Risk – Finansal Olmayan Risk

Finansal olmayan riskler, firmaların üretim teknolojisi, işgücü gibi unsurlardan kaynaklanan ve kendi faaliyet alanları içerisinde mal ya da hizmet üretiminden

kaynaklanan risklerdir. Finansal riskler ise firmaların finansal faaliyetlerine, finansal piyasalarda meydana gelen dalgalanmalara veya ekonomik değişimlere bağlı olarak karşılaştıkları risklerdir (Bolak, 2004:8-9).

Finansal olmayan riskler, şirketlerin ticari faaliyetlerinde karşılaştıkları ve şirket yöneticilerinin sektörel deneyim ve becerileri ile çözebilecekleri türden risklerdir. Örneğin, üretim sürecinde ortaya çıkan problemler, kullanılan teknolojinin eskimesi, dağıtım kanalları ile ilgili sorunlar, rakip malların piyasada öne geçmesi, ikame malların yüksek piyasa payına sahip olmaları bu risk türünün örnekleri olarak verilebilir. Finansal risk ise şirket tarafından sürekli izlenmesi ve kontrol edilmesi gereken ve şirket üzerinde etkilerinin ölçülmesini gerektiren risk türüdür. Finansal riskte parasal bir kayba maruz kalma olasılığı vardır. Finansal risk de beklentilerdeki farklılığa ve denetime bağlı olarak kişiden kişiye, kurumdan kuruma farklılık gösterebilmektedir (Demirkan, 2006:2).

1.3.5. Doğal Riskler – İmal Edilmiş Riskler

Doğal riskler, deprem, fırtına, sel, kuraklık gibi doğa koşullarındaki değişimlerden kaynaklanan riskler olarak tarif edilirken imal edilmiş riskler ise insanların sebep oldukları risklerdir. Bu ayrımда kastedilen, bilinçli olarak riske sebep olunması değil bilim teknoloji vb. unsurlarda meydana gelen gelişmelerin doğal sonucu olarak ortaya çıkan risklerdir. Örneğin, genetik biliminde iki dişi fareden üremeyi mümkün kılan gelişmelerin insanlar üzerinde uygulanması sonucu ortaya çıkacak ahlaki riskler imal edilmiş riskler olarak nitelendirilebilir (Yalçınkaya, 2004:11)

1.4. RİSK ÇEŞİTLERİ

Taleb (1997) çalışmasında küresel risk yönetiminin önemine değinmiş ve riski, makro pazar riskleri, mikro pazar riskleri ve diğer riskler olmak üzere üç grupta incelemiştir. Makro ve mikro pazar risklerini birincil ve ikincil pazar riski olarak gruplandırmış ve bu risklere karşı izlenecek riskten korunma yöntemlerinin dinamik riskten korunma olduğunu ifade etmiştir. Yazar, diğer riskleri ise kredi riski, teknoloji riski, yolsuzluk riski, operasyonel risk ve yasal risk olmak üzere 5 grupta incelemiştir.

Yıldırım (2003: 14–28), risk konusunu ihracat yapan işletmeler açısından ele almış ve riski tabii risk, sosyo-kültürel risk, politik risk, ekonomik risk ve döviz kuru

riski olarak 5 gruba ayırmıştır. Tabii riskleri ülkelerin çevre kirliliği sebebiyle koydukları engeller ve ihracat işlemini zorlaştıran tabii olaylar olarak, sosyo-kültürel riskleri sosyal ve kültürel riskler olarak, politik riskleri transfer riski, işlem riski, mülkiyet-kontrol riski, genel istikrar riskleri olarak, ekonomik riskleri ise ticari ve mali riskler olarak sınıflandırmıştır. Ayrıca yazar mali riskleri, enflasyon riski, faiz oranı riski ve döviz kuru riskinin oluşturduğunu ve döviz kuru riskinin ise dönüşüm riski, işlem riski ve ekonomik risk unsurlarından meydana geldiğini belirtmiştir.

Fidan (2005: 3–5), çalışmasında finansal riskleri piyasa riski, kredi riski, likidite riski, yasal risk ve operasyonel risk olarak 5 grupta incelemiştir. Yazar, piyasa risklerinin, finansal değişkenlerdeki hareketlerin yönündeki değişimi içeren ve temel olarak faiz oranı riski, döviz kuru riski, öz sermaye riski, hisse senedi fiyatı ve ürün riskinden oluşan yönlü riskler ve yönlü risklerin dışında kalan, doğrusal olmayan değişimlerin sonucu oluşan risk ile riskten korunmak için alınan pozisyonların riski olarak ifade edilen yönsüz risklerden oluştuğunu belirtmiştir.

Sevil (2001: 9–13), çalışmasında riskleri sistematik ve sistematik olmayan riskler olarak ikiye ayırarak, sistematik riskleri piyasa riski, faiz oranı riski ve enflasyon riski, sistematik olmayan riskleri ise finansal risk, iş riski ve yönetim riski alt başlıklarında incelemiştir. Risk yönetimi açısından finansal riski, sistematik ve sistematik olmayan riskleri kapsayacak şekilde ele almış ve piyasa riski (döviz kuru riski, faiz oranı riski, hisse senedi fiyat riski), kredi riski, likidite riski, faaliyet riski ve yasal risk olmak üzere 5 başlık altında toplamıştır.

Demirkan (2006: 2–9), riskin finansal risk ve finansal olmayan risk olarak ikiye ayrıldığını ve finansal riskin de sistematik risk (piyasa riski) ve sistematik olmayan risk (özel risk) olmak üzere iki grupta incelendiğini belirtmiştir. Ayrıca firmaların karşılaştığı risk tiplerinin belirlenmesi gerektiği görüşünü savunmuş ve riski temel olarak kredi riski, likidite riski, piyasa riski ve operasyon riski olarak sınıflandırmıştır. Bu sınıflandırmaya göre kredi riski potansiyel ve cari kredi riskinden, piyasa riski kur riski ve faiz oranı riskinden, likidite riski piyasa likidite riski ve fonlama likidite riskinden oluşmaktadır.

Erturan (2003: 96-100) riski sistematik risk ve sistematik olmayan risk olarak ikiye ayırmış sistematik riskin faiz haddi, enflasyon ve piyasa riskinden, buna karşılık sistematik olmayan riskin ise finansal destek riski, faaliyet riski, idari risk ve endüstri

riskinden meydana geldiğini belirtmiştir. Yazar, özellikle yatırım riski üzerinde durmuş ve yatırım riskinin faiz oranı riski, enflasyon riski, finansal risk, iş riski ve yönetim riskini içerdiğini vurgulamış ve finansal yatırımlarla ilgili olarak faaliyet riski, faiz riski, fiyat riski ve ödenememe riski söz konusu olduğuna değinmiştir.

Özer (2008: 4-11), finansal risklerin sistematik riskler, sistematik olmayan riskler ve diğer riskler olarak üçe ayrıldığını belirtmiştir. Sistematik riskleri, pazar riski, enflasyon (satın alma gücü) riski, faiz oranı riski ve kur riski, sistematik olmayan riskleri finansal risk, faaliyet riski, yönetim riski ve sektör riski, diğer riskleri ise kredi riski, likidite riski, hukuki risk, operasyon riski, rayiç değer riski, nakit akış riski ve yabancı paralı net yatırım riski olarak sınıflandırmıştır.

Kepçe'ye (2007: 7-13) göre, finansal riskler, çeşitli kriterler dikkate alınarak farklı şekillerde sınıflandırılmaktadır. Temel olarak finansal riskler döviz kuru riski, faiz oranı riski, likidite riski ve mal fiyatı riskinden oluşmaktadır. Döviz kuru riski ekonomik risk ve çevirme riski olarak ikiye ayrılırken faiz oranı riski nakit akış riski, portföy riski, ekonomik risk ve kredi riski olmak üzere dört alt grupta incelenmektedir.

Sarıkaya (2006: 6-19), "Bankaların İç Denetim ve Risk Yönetimi Sistemleri Hakkında Yönetmelik"e göre risk türlerini kredi riski, ülke riski, transfer riski, likidite riski, operasyonel risk, mevzuata ilişkin yetersiz bilgi riski, itibar riski ve düzenlemelere uyulmama riski olarak tanımlamıştır. Piyasa riskini spesifik piyasa riski ve genel piyasa riski olarak gruplandırmıştır. Genel piyasa riskinin kur riski, hisse senedi pozisyon riski ve yeniden fiyatlama riski, veri eğrisi riski ve baz faiz riski unsurlarını içeren faiz oranı riskinden meydana geldiğini belirtmiştir.

Tütüncübaşı (2006: 9-15), uluslararası sahada yatırım yapan ve vadeli işlemler ile korunma sağlayan bir finansal kuruluşun teknoloji riski, baz riski, politik risk, personel riski, yoğunlaşma riski, sözleşme riski, sistem riski, limit riski gibi bazı risklerle karşı karşıya kaldığını belirtmiş ve riski, kredi riski, piyasa riski, likidite riski, hukuki risk ve operasyon riski olarak 5 grupta incelemiştir.

Cebe (2006: 9-35), kaynaklarına göre riski, satın alma gücü riski, faiz oranı riski, piyasa riski, politik risk ve kur riskinden oluşan sistematik risk; finansal risk, yönetim riski, iş ve endüstri riskinden meydana gelen sistematik olmayan risk olmak üzere iki grupta incelemiştir. Piyasa riskini temel ve istatistiksel yapılar doğrultusunda herhangi bir döviz kuru cinsinde mutlak sayılarla belirtilen mutlak risk ve genellikle yüzde bağlı

değerlerle ifade edilen ve değişik finansal piyasa endeksleriyle karakterize edilen bağıl risk olmak üzere mutlak risk – bağıl risk olarak bir ayrıma tabii tutmuştur. Ayrıca çoğunluk durumundaki finansal değişkenlerin hareket doğrultusunu gösteren birinci ya da ikinci mertebeden doğrusal nitelik gösteren yöneltili riskler ve yöneltili risk türleri dışında kalan ve genel olarak değişimlere ve koruma pozisyonlarına dayalı doğrusal nitelikte olmayan dolayısıyla ikinci mertebe veya kuadratik nitelikte bir yapı göstermeyen yöneltili olmayan riskler olarak sınıflandırmaktadır. Finansal riski ise piyasa riski, kredi riski, likidite riski, operasyonel risk, yasal düzenlemelerden ve ilkelerden kaynaklanan risk ve insan kaynakları riski şeklinde gruplandırmaktadır. Piyasa riskinin öz sermaye riski, faiz oranı riski döviz kuru riski ve hammadde maliyet riskinden meydana geldiğini belirtmiştir.

Kayahan (2006:18–26), reel sektörde faaliyet gösteren ve uluslararası ticaret veya uluslararası ticaretin finansmanı ile uğraşan firmaların karşılaşılabilecekleri riskleri operasyonel riskler, regülasyon riski, ürün piyasasındaki riskler, karşı taraf riski ve finansal risk olarak beş başlık altında incelemiştir. Ürün piyasasındaki riskleri ihracatçı ve ithalatçı açısından ele almıştır. Karşı taraf riskinin ise ticari riski, transfer riskini, dokümantasyon riskini, politik riski ve ülke riskini kapsadığını belirtmiştir. Finansal riski ise fiyat riski, faiz riski, kur riski ve diğer riskler olarak kategorize etmiştir. Diğer riskler ise kredi riski, itibar riski, yasal risk ve taşıma riskinden oluşmaktadır.

Atan (2002: 12–41), riski; finansal risk, faaliyet riski, iş riski ve diğer riskler olarak dört ana grup altında incelemiştir. Yazar, finansal riskleri bilanço riski, kârlılık riski, sermaye yeterliliği riski, kredi riski, piyasa riski ve faiz oranı riski, likidite riski, kur riski, işlemsel risk, menkul kıymet spekülasyonu riski olarak 10 alt başlığa ayırmıştır. Faaliyet riski, iş stratejisi, teknoloji, yönetim risklerinden, iş riskleri ise yasal düzenleme riski, politik risk ve ülke riskinden oluşmaktadır. Diğer risk unsuru içinde ise genel işletme riskleri, pazarlama riskleri, hisse senedi fiyat değişim riski, karşı taraf riski, takas ya da temlik riski ve yoğunlaşma riski bulunmaktadır.

Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği [TUSİAD] (2000), benzer bir sınıflandırma ile finansal risk, ürün piyasası riskleri, karşı taraf riski, operasyonel riskler ve regülasyon riski olarak belirtmiş ve maruz kalınan riskleri aşağıdaki gibi sınıflandırmıştır.

- **Finansal Riskler:** borçlanma maliyetindeki, kurlardaki, enflasyon ve likidite yapısındaki değişimler
- **Ürün piyasası riskleri:** müşteri riski, rekabet riski, ürün talep riski
- **Karşı taraf riski:** ülke riski, karşı taraf riski
- **Operasyonel riskler:** makine-ekipman, insan kaynakları ve sistem problemleri
- **Regulasyon riski:** mevzuat, iş kanunu, vergi kanunu ve çevre kanunu değişiklikleri

Bielecki ve Rutkowski (2002), risk türlerinin kendi aralarında benzer özellikler gösterdiklerini belirtmiş ve bu nedenle kesin bir sınıflama yapılmasının güçlüğüne değinmişlerdir.

1.4.1. Piyasa Riski

Piyasa riski, fiyatlar değiştiğinde veya volatilité arttığında şirket portföyünün değer kaybına uğraması olarak ifade edilmektedir (Demirkan, 2006:5). Dönmez vd. ise (2002: 14) piyasa riskini, şirket portföyünde yer alan kıymetlerin piyasada meydana gelen fiyat dalgalanmaları sonucu portföyün değer kaybetmesi olarak tanımlamaktadırlar.

Piyasa riskini oluşturan risk faktörlerini, Spesifik Risk ve Genel Piyasa Riski ve olmak üzere ikiye ayırmak mümkündür.

Spesifik Risk; Getirisi faiz oranı ile ilişkilendirilmiş finansal araçlardan veya hisse senetlerinden oluşan pozisyonlarda, piyasa hareketleri dışında, bu pozisyonları oluşturan finansal araçları ihraç veya garanti eden ve ödeme yükümlülüğünü üstlenen kuruluşların yönetimlerinden ve mali bünyelerinden kaynaklanabilecek sorunlar nedeniyle meydana gelebilecek zarar riskidir (Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurulu [BDDK], 2001).

Genel Piyasa Riski; Bankanın alım-satım hesapları içinde yer alan; getirisi faiz oranı ile ilişkilendirilmiş borçlanmayı temsil eden finansal araçlara, hisse senetlerine, diğer menkul kıymetlere, bankanın bilanço içi veya bilanço dışı kalemlerinde yer alan, farklı döviz cinslerindeki tüm döviz varlıkları ve yükümlülüklerine, yukarıda belirtilen

araçlara dayalı türev sözleşmelere, ilişkin pozisyonların değerinde faiz oranları, hisse senedi fiyatları ve döviz kurlarındaki dalgalanmalar nedeniyle meydana gelebilecek ve “faiz oranı riski”, “hisse senedi pozisyon riski” ve “kur riski” unsurlarından oluşan zarar riski olarak tanımlanmaktadır (Sarıkaya, 2006: 17).

Sevil (2001:10), piyasa risklerinin fiyat seviyesi ve değişimlerinden kaynaklandığını ve döviz kuru riski, faiz riski ve hisse senedi fiyat riskinden oluştuğunu belirtmiştir.

1.4.2. Faiz Oranı Riski

Hull (2009: 73) faizin, ödünç alanın ödünç verene ödemeyi taahhüt ettiği para miktarı olduğunu belirtmektedir. Daha teknik bir ifade ile faiz, “üretim faktörlerinden sermayenin elde ettiği getiri” ya da “paranın belli bir süre alıkonulması ya da kullanılması nedeniyle alınacak ya da verilecek tutar” olarak tanımlanmaktadır (Kepçe, 2007: 10–11). Yazar, faiz oranını ise “kredi işlemlerinin kısa, orta ve uzun vadeli olmasına, kredi tiplerine ve sermaye piyasası, para piyasası vb. piyasa biçimlerine bağlı olarak farklılık gösteren ve para sahibinin üretimden aldığı pay oranı” olarak ifade etmektedir.

Faiz riski, ileri bir vadedeki faiz oranlarının beklenen değerlerinden sapma riski olarak tanımlanmaktadır (Eyyüboğlu Aksel, 1995: 19). Parasız (2000: 89) ise, faiz oranı riskini, faizlerde meydana gelen değişimlerin, kullanılan finansal araçlara olan etkisi olarak tanımlamıştır. Faiz oranı riski ise, en genel ifade ile faiz oranlarında meydana gelen değişimler sonucu oluşan risk olarak tanımlanabilir.

Faiz oranı riski, yatırımcının piyasa faiz oranlarındaki değişimlere bağlı olarak daha önceki faiz oranlarından ihraç edilmiş finansal varlıkları üzerinden aşınmayı ifade etmektedir (Teker, 1999: 5). Doğukanlı (2001: 307)’e göre ise faiz oranı riski, yatırım yapılan kıymetin fiyatının piyasadaki faiz oranlarından olumsuz olarak etkilenmesi durumunda oluşan risktir. Faiz oranı riski başta bankacılık sektörü olmak üzere tüm sektörlerde önemli bir etkiye sahiptir (Purnanandam, 2007).

Geniş bir tanımlama ile faiz oranı riski, faiz oranlarında meydana gelen değişimler sebebiyle finansal araçların değerlerinde ortaya çıkardığı değişimlerin firmaların nakit akımları, bilançolarının aktif ve pasif yapıları üzerinde meydana gelen

olumsuz etkiler olarak tanımlanabilir. Faiz oranı riskini beş grupta incelemek mümkündür (Eken, 1992: 48)

- **Gelir Riski:** Faiz oranlarındaki değişime karşı çok duyarlı olan bir aktifin ya da pasifin getirisinde meydana gelen değişimdir.
- **Fiyat Riski:** fiyat riski işletme bilançosunun net bugünkü değeridir.
- **Yeniden Yatırım Riski:** Aktiflerden elde edilen faiz gelirlerinin farklı faiz oranlarından yeniden yatırıma dönüştürülmesidir. Elde edilen gelirlerin daha yüksek ya da düşük faiz oranlarından yeniden yatırıma dönüştürülmesine bağlı olarak işletmenin lehine bir kazanç ya da aleyhine bir kayba dönüşebilir.
- **Önceden Ödenme Riski:** Uzun vadeli olarak yüksek faiz oranı ile verilmiş bir aktifin, kredi faiz oranlarının düşmesi sebebiyle vadesinden önce geri ödenmesi riskidir. Bu bankanın aleyhine kayba dönüşen bir risktir.
- **Temel Risk:** Kredi ve mevduat faiz oranları gibi faiz oranlarında meydana gelen değişimlerin, spot ve gelecek işlemlerin faiz oranlarına da aynı oranda yansımaması riskidir.

Öte yandan, faiz oranı riski genel olarak, nakit akış riski, portföy riski, ekonomik risk ve kredi riski olarak dört grupta incelenmektedir (Kepçe, 2007: 10–11).

1.4.2.1. Nakit Akış Riski

Nakit akış riski, faiz oranlarındaki dalgalanmaların, hem borç veren hem de borç alan açısından yaratmış olduğu belirsizliklerin, işletmelerin daha önce yapmış oldukları planlarında sapmalar yaratması sonucunda işletmelerin nakit akışlarının da değişikliğe uğrama riski olarak tanımlanmaktadır (Redhead ve Hughes, 1988:9)

Özer (2008: 10–11), nakit akış riskini, mevcut bir varlık veya borç ya da belirli bir riskle ilişkisi kurulabilen gelecekteki olası işlemlerin nakit akışları üzerinde meydana getireceği etkilerden kaynaklanan değişimler olduğunu belirtmektedir.

1.4.2.2. Portföy Riski

Portföy riski, özellikle portföylerinde menkul kıymet bulunduran şirketlerin, faiz oranlarındaki dalgalanmalarla birlikte maruz kaldıkları risk olarak tanımlanmaktadır (Kaygusuz, 1998:8).

Başka bir ifade ile portföylerinde menkul kıymet bulunduran şirketlerin, ellerinde bulunan menkul kıymetlerin piyasadaki faiz oranı değişimlerine bağlı olarak değişmesi ihtimali portföy riskidir.

1.4.2.3. Ekonomik Risk

Ekonomik risk, işletmenin içinde bulunduğu ekonomik koşulların piyasadaki faiz oranlarını etkilemesi sonucunda işletmenin karşı karşıya kalacağı risk türü olarak ifade edilmektedir (Gümüseli, 1994:50).

1.4.2.4. Kredi Riski

Kredi riski, borçlu durumdaki tarafın sözleşme vade ve şartlarına uymayıp karşı tarafı zarara uğratması riskidir. Özellikle karşılıklı güvene dayanan anlaşmalarda, taraflardan birinin anlaşma koşullarına uymaması durumunda hiçbir yaptırımın olmaması nedeniyle anlaşma tarafları yüksek bir kredi riski ile karşı karşıya kalmaktadırlar (Kepçe, 2007: 12).

Konuya bankacılık sektörü açısından bakıldığında, faiz oranı riski, faiz oranlarındaki değişimlere bağlı olarak banka bilançosunun piyasa değerinin ve bu bilançodan beklenen getirinin değişmesi olarak tanımlanabilir (Eken, 1992: 48). Kısa (1997: 10) ise, faiz oranı riskini, bankaların faiz vade ve oranlarındaki değişimler nedeni ile zarara uğrama olasılığı olarak tanımlanmıştır.

Sarıkaya (2006: 17–18)’e göre, bankacılığın yapısından ve normal fonksiyonlarından kaynaklanan, faiz oranı riski, faiz oranlarındaki istenmeyen hareketler sonucu bir bankanın mali durumunun etkilenmesidir. Yazar, bankaların karşı karşıya kaldıkları faiz oranı risklerini 3 grupta sınıflandırmaktadır.

- **Yeniden Fiyatlama Riski:** Bilanço içi ve dışı aktif ve pasif kalemlerin vade ve yeniden fiyatlama zamanlarının farklılaşmasından kaynaklanmaktadır.

- **Verim Eğrisi (Yield Curve) Riski:** Verim eğrisinde beklenmeyen kaymalar olması durumunda ortaya çıkmaktadır. Yeniden fiyatlama riski taşıyan bir banka, verim eğrisinin eğim ve şekil değiştirmesi sonucunda beklemediği zararlarla karşılaşabilmektedir.

- **Baz Faiz Riski (Basis Risk):** Birbiriyle bağlantılı fakat aynı olmayan piyasalarda farklı pozisyonlar taşınmasından kaynaklanan zarar olasılığıdır.

1.4.3. Döviz Kuru Riski

Döviz kuru riski ya da kısaca kur riski, döviz kurlarında beklenmedik bir değişimin işletmenin gelir ve giderlerinde ya da genel olarak nakit akımlarında yol açtığı değişiklik olarak tanımlanmaktadır (Seyidoğlu, 1997:177). Peker (1997: 48) ise, kur riskini, kur oranlarında beklenen ve beklenmeyen değişimlere bağlı olarak finansal araçların değerinde meydana gelen oynamalar ve bunların genel bir sonucu olarak da işletmelerin finansal pozisyonlarında meydana gelen olumsuz değişimler olarak tanımlamaktadır. Kaval (2000: 28)'e göre ise döviz kuru riski, ülke parasının diğer yabancı paralar karşısında değer yitirmesi veya kurumun döviz pozisyonunda mevcut yabancı paraların birbirleri arasındaki değerlerinde meydana gelen değişimler sonucunda uğranılacak zarar olarak tanımlanabilir.

Popov ve Stutzmann (2003: 7), kur riskini, uluslararası firmaların dünyanın çeşitli yerlerinden oluşturulmuş kazançlarında, beklenmeyen kur değişimleri sonucu meydana gelen ek değişiklikler şeklinde tanımlamışlardır. BDDK (2001)'ya göre ise kur riski, yabancı para cinsinden alacak ve borçların Türk Lirası karşısında muhtemel değer değişmesinden doğabilecek zarardır. Bankaların bilanço içi ve dışı toplam döviz bazındaki varlık ve yükümlülüklerinin eşit olmaması durumunda ortaya çıkan bir risk türüdür. Döviz kurlarında geleceğe yönelik belirsizliklerin arttığı dönemlerde, döviz kuru riski yükselmektedir (Moosa, 2003).

Uluslararası çerçevede faaliyet gösteren işletmelerin karşılaştığı üç türlü kur riski bulunmaktadır (Yıldıran ve Tanyeri, 2006: 39). Bunlar;

- Dönüşüm (Çevirme) Riski,
- Ekonomik Risk,
- İşlem Riski

1.4.3.1. Çevirme Riski

Dönüşüm veya muhasebe riski olarak da ifade edilen çevirme riski, aktif ve pasiflerini farklı döviz kurları ile tutmak zorunluluğundan ötürü ortaya çıkan ve döviz kurlarının birbirine çevrilmesi sırasında meydana gelen risk olarak tanımlanmaktadır (Yıldıran ve Tanyeri, 2006: 40). Çelikoğlu (1994:5) ise muhasebe ya da bilânço riski olarak da ifade edildiğini belirterek çevirme riskini, yabancı döviz cinsinden varlık ve borçlarının yerel para cinsinden değerlerinin bir muhasebe döneminden diğerine kadar geçen süre içerisinde herhangi bir fiziki işlem olmaksızın değişme riski olduğunu belirtmiştir.

1.4.3.2. Ekonomik Risk

Ekonomik risk, bir işletmenin yaptığı ihracat, ithalat, döviz borç ve alacakları gibi dövizle bağlı sözleşmeler dolayısıyla döviz kurlarında meydana gelebilecek beklenmedik bir değişme sonucunda, işletmenin beklenen veya bütçelenen nakit akışında olumlu ya da olumsuz yönde değişiklik olma riski olarak ifade edilmektedir (Kepçe, 2007: 9–10).

Demirdağ ve Goddard (1994:113) ise ekonomik riski, döviz kurunun uzun dönemli etkilerini içerdiğini belirterek döviz kurlarındaki değişimin sonucu olarak, işletmenin ekonomik değeri üzerindeki etkisi olarak tanımlayarak ekonomik riskin işlem etkisi (transaction exposure) ve işletme etkisi (real operating exposure) olarak iki farklı çeşidinin olduğunu belirtmiştir.

Ekonomik risk farklı döviz cinsinden gelirleri ve giderleri olan işletmeler üzerinde etkili olmakla beraber döviz kurundaki artış veya azalışlar, lehte veya aleyhte sonuçlar meydana getirerek nakit akımları üzerinde sapmalara neden olabilmektedir. Bu durum işletmeler için önemli bir risk teşkil etmektedir.

1.4.3.3. İşlem Riski

Redhead ve Hughes (1988)'e göre işlem riski, beklenen nakit akımları üzerine döviz kuru dalgalanmalarının etkisiyle oluşan kayıp ve kazanç ihtimali olarak tanımlanmaktadır. Ayrıca yazara göre işlem riski aynı zamanda, farklı para birimlerinin birbirleri ile değişimini gerekli kılan nakit akımları üzerinde yoğunlaşmakta ve

işletmelerin döviz bazlı nakit akımı alma taahhütleri ile tahsilâtlarının gerçekleşmesi arasındaki zaman farkından kaynaklanmaktadır.

1.4.4. Hisse Senedi Fiyat Riski

Hisse senedi fiyat riski, hisse senedi fiyatlarındaki dalgalanmaları sonucu ortaya çıkan risktir (Parlakkaya, 2005: 26). Atan (2002: 40) ise hisse senetleri fiyat değışim riskini, şirkete ortaklık hakkı sağlayan veya kârından pay alma hakkı tanıyan menkul kıymetlerin şirketin dağıttığı temettü veya benzeri gelirlerin azalması nedeniyle ya da genel ekonomik durumda meydana gelen olumsuz gelişmeler sonucu oluşan fiyat düşüşleri nedeniyle doğan zarar olasılığı olarak tanımlamıştır. Sevil (2001: 10), hisse senedi fiyat riskini hisse senedi fiyatlarındaki dalgalanmalardan kaynaklanan risk olarak tanımlamış ve hisse senedi piyasalarının her zaman sabit getirili menkul kıymet piyasaları ya da döviz piyasalarına göre daha fazla dalgalanma gösterdiğini ve dolayısıyla hisse senetlerinin en riskli yatırım aracı olarak kabul edildiğini belirtmiş ve piyasa riskleri içinde üzerinde önemle durulması gerektiğini vurgulamıştır. Sarıkaya (2006: 19) ise hisse senedi pozisyon riskini, hisse senetlerine ilişkin tutulan pozisyonların senet fiyatlarının istenmeyen hareketleri sonucu değer yitirmesi olarak tanımlamıştır.

1.4.5. Enflasyon Riski

Yıldıran (2003: 21) enflasyon riskini, fiyatlar genel seviyesinin sürekli değışmesinin işletme varlık ve kaynakları üzerine olan olumsuz etkisi olarak belirtmiş, enflasyon oranlarının yüksek olması ihracatçı açısından kısa dönemde, yerli paranın yabancı paralar karşısında, daha düşük değerli olmasını sağladığı için, faydalı olabileceğini savunmuştur.

Sarıkamış (2000:178) ise enflasyon riskini, satın alma gücü riski olarak ifade etmiş, yatırım tahsis edilmiş paranın enflasyon etkisiyle satın alma gücünün azalması şeklinde kendini göstermesi sonucu satın alma gücündeki azalmanın, dolaylı olarak sabit para birimi ile hesaplanan finansal varlık verimini azalttığını belirtmiştir.

1.4.6. Mal Fiyatı Riski

Mal fiyatı riski, genel olarak dünyada alım-satımı yapılan malların fiyat hareketlerinden ve fiyatlarının hızlı değişiminden kaynaklanan, hem mal üreticilerinin hem de mal tüketicilerinin karşı karşıya kaldığı risk olarak tanımlanmaktadır (Kepçe, 2007: 12). Yazar ayrıca, mal fiyatlarındaki hızlı değişimlerin hem farklı ekonomik olaylardan, hem de finansal açıdan istikrarsızlığa neden olacak uluslararası olaylardan kaynaklanabileceğini vurgulamıştır.

Parlakaya (2005: 25) ise mal fiyatı riskini ticari ürün fiyat riski olarak ifade etmiş ve ticari ürün fiyatlarındaki dalgalanmalar sonucu ortaya çıktığını belirtmiştir. Yazar ayrıca, ticari ürün fiyatlarındaki artış sonucu daha fazla nakit çıkışı olması veya ticari ürün fiyatlarında düşüş nedeni ile daha az nakit girişi olması sonucu ortaya çıkan nakit akışı riski ve ticari ürün fiyatlarındaki artışın firmanın satış hacmi ve kârlılığı üzerinde gösterdiği ekonomik risk olmak üzere iki çeşidi bulunduğunu vurgulamıştır.

1.4.7. Ürün Piyasasındaki Riskler

Onursal (2003: 46), ürün piyasasındaki riskleri, piyasalarda yaşanan rekabet sonucu meydana gelebilecek riskler, müşteri ilişkilerinden kaynaklanan riskler, ürün talep yapısından kaynaklanan riskler ve ürün piyasası riskleri olarak ifade etmiştir. İhracatçı açısından riski, yapılan anlaşma hükümlerine göre malın teslim noktasına kadar meydana gelebilecek hasar ve zararlar olarak, ithalatçı açısından ise, teslim noktasından sonraki hasar ve zararlar olarak belirtmiştir.

1.4.8. Likidite Riski

Likidite, işletmeler açısından ödeme gücünü temsil olarak ifade edilmektedir. Bir başka deyişle, bir işletmenin vadesi geldiğinde borcunu ödeyebilme gücü olarak tanımlanmaktadır. Likidite riski ise, bir işletmenin vadesi geldiğinde yükümlülüklerini yerine getirememesi riski, yani bir işletmenin nakit girişleri ile nakit çıkışları arasındaki dengenin gerçekleşmemesinin getirdiği risktir (Gümüşeli, 1994: 50–90).

Parasız (1999: 369) ise likidite riskini, sahip olunan kıymetin, istenildiğinde nakde çevrilememesi ya da bu işlem gerçekleştirilirken bazı zorluklarla karşılaşılması sonucu, kıymetin cari piyasa değeri altında elden çıkarılması olarak tanımlamıştır.

Likidite riski yatırım yapılan kıymetin ikinci el piyasasının olmaması halinde karşılaşılabilecek ve yatırım yapılan kıymetin nakde dönüştürülmesi sırasında zarar etme olasılığı yüksek kıymetlere ait özel bir risk olup iki temel türe ayrılmaktadır (Peker, 1997: 48).

- **Piyasa Likidite Riski:** Piyasanın derinliğine bağlı olarak, bir pozisyonun likidite edilemeyerek veya ters işlem ile netleştirilemeyerek elimine edilememesi riskidir.
- **Fonlama Likidite Riski:** Ters fonlama sağlayan ve kuruluş üzerinde nakit akımı baskısı oluşturan işletmelerin meydana getirdiği risktir. Başka bir ifadeyle, fonlama riski, fon giriş ve çıkışlarının zamanlamasını ayarlayamamasından dolayı yerine getirememesi riskidir.

Tevfik (1997: 241), konuyu bankacılık sektörü açısından ele almış ve likidite riskini, mevduat sahiplerinin yasal talepleri ile kredi müşterisinin talep ettikleri fonların karşılanması düzeyinin, ticari bankanın kârlılığında yaptığı değişiklikler olarak tanımlamıştır. Bolgün ve Akçay (2004: 107) ise likidite riskinin bankanın yükümlülüklerindeki azalmayı iyi düzenleyememesi ya da aktiflerindeki artışı karşılayacak şekilde yeterli kaynak bulunduramaması nedeniyle ortaya çıktığını savunmuşlardır.

1.4.9. Kredi Riski

Jorion (2000: 16)'e göre kredi riski, ticari işlemlerde karşı tarafın yükümlülüklerini yerine getirmemesi veya getirememesi sonucu ortaya çıkmaktadır. Bu durumda yerine konacak paranın maliyeti ise kredi riskini oluşturmaktadır ve bu kayıp riskteki miktarı ve telafi etme oranını da içermektedir.

Genel bir ifade ile bir borç ilişkisinde borç veren, bir ürün ya da hizmetin alınması anında bedelini alamadığında ise ürün ya da hizmeti satan kişi ve kurumlar açısından kredi riski söz konusu olmaktadır (Kaval, 2000:28). İstanbul Ticaret Odası [İTO], (2006: 16) da benzer bir tanımla, kredi riskini şirketin alacaklı olduğu taraflardan birinin ödememe veya ödeyememe durumuna karşılaştığı risk olarak tanımlamıştır.

Eyyüboğlu Aksel (1995: 23) kredi riskini, borçlunun yapılan sözleşme gereklerine uymayarak yükümlülüğünü kısmen veya tamamen zamanında yerine

getirememesinden doğan risk olarak tanımlamaktadır. Yazar ayrıca çalışmasında, para piyasası işlemlerinde bir fonun kredi olarak kullanılması durumunda kredi alan açısından herhangi bir riskin söz konusu olmadığını fakat, kredi veren taraf için her zaman borçlunun borçlarını ödememe riski olduğunu belirtmiştir.

Basel Committee (1998:8–9) kredi riskini tezgah üstü piyasalar açısından ele almış ve kredi riskini, karşı tarafın finansal yükümlülüğü tamamıyla yerine getiremeyebilme riski olarak tanımlamıştır. Bunun yanı sıra tezgah üstü piyasa sözleşmelerinde oluşan kredi riskini cari kredi ve potansiyel kredi riski olarak iki gruba ayırmıştır.

- **Cari Kredi Riski:** Sözleşmenin karşı tarafının yükümlülüğünü yerine getirmemesi durumunda, sözleşmelerden beklenen nakit akımın pozitif piyasa değeri ile yerine konulması maliyeti (replacement cost) olarak ifade edilmektedir.
- **Potansiyel Kredi Riski:** Vadeye kalan dönem içinde sözleşmenin dayandığı oranlar veya fiyatlardaki hareketler nedeniyle kredi riskinin miktarında ortaya çıkabilecek değişiklik olarak tanımlanmaktadır.

“Bankaların İç Denetim ve Risk Yönetimi Sistemleri Hakkında Yönetmelik”e göre, kredi riski, banka müşterisinin yapılan sözleşme gereklerine uymayarak yükümlülüğünü kısmen veya tamamen zamanında yerine getirememesinden dolayı bankanın karşılaştığı durum olarak tanımlanmaktadır. (BDDK, 2001).

1.4.10. Operasyonel Riskler

Geiger (2000: 4) operasyonel riskleri en genel tanımı ile kredi veya piyasa riskleri altında sınıflandırılmayan diğer tüm riskler olarak ifade etmiştir. Akçay ve Bolgün (2005: 202) ise operasyonel riskleri, finansal sektörde yaşanan teknolojik gelişmeler, piyasadaki dalgalanmalar, uygun olmayan ya da işlemeyen iş süreçleri, insanlar, sistemler ya da dış etkenler nedenleriyle ortaya çıkabilecek zarara uğrama risklerinin toplamı olarak tanımlamışlardır.

Dowd (1998: 4) operasyonel riskin en geniş risk kategorisi olduğunu ve bir bankada sonuçlanabilecek bütün parasal kayıpların riskinden oluştuğunu belirtmiştir.

Bankaların İç Denetimi ve Risk Yönetimi Hakkında Yönetmelik’inde operasyonel risk “Banka içi kontrollerdeki aksamalar sonucu hata ve usulsüzlüklerin gözden kaçmasından, banka yönetimi ve personeli tarafından zaman ve koşullara uygun hareket edilmemesinden, banka yönetimindeki hatalardan, bilgi teknolojisi sistemlerindeki hata ve aksamalar ile deprem, yangın, sel gibi felaketlerden kaynaklanabilecek kayıplara ya da zarara uğrama ihtimali” şeklinde tanımlanmıştır.

Basel Committee (1998: 14) operasyonel riski, bilgi sağlayan sistemlerdeki ya da iç denetimdeki sistemdeki yetersizlikler nedeniyle ortaya çıkabilecek beklenmedik zararlara ilişkin riskler olarak ifade etmiştir. İnsan hatasının, sistem yetersizliğinin veya yetersiz prosedürlerin ve kontrollerin olduğu durumlardan kaynaklandığını belirtmiştir.

1.4.11. Faaliyet Riski

İşletmenin aktif yapısı ile ilgili olan faaliyet riski, sabit giderler ile toplam giderler arasındaki riskin yüksek olması olarak ifade edilmektedir Sabit Varlıklar / Toplam Aktif oranının yüksek olması, maliyetlerin oluşumunda sabit maliyetlerin değişken maliyetlere göre oranını artırır ve işletmenin başabaş noktasını yukarı çeker. Bu durumda faaliyet riski oluşturmaktadır. (Sarıkamış, 2000: 180).

1.4.12. Yönetim riski

Yönetim riski, işletme sahiplerinin veya yöneticilerinin aldığı kararların ve uyguladıkları politikaların sonucunda ortaya çıkan hataların finansal varlıklar üzerindeki etkisinden kaynaklanan risk olarak tanımlanmaktadır. Günümüzde işletmeler bu risk faktörünü minimize etmek için profesyonel yöneticilerle çalışmayı tercih etmektedirler (Özer, 2008: 8).

1.4.13. Yatırım Riski

Yatırım riski, yatırımdan beklenen getirinin gerçekleşen getiriden farklı olma ihtimalidir. (Dargahi-Noubary ve Smith, 2001: 81-82). Elde edilen kazanç ile beklenen kazanç arasındaki fark arttıkça, yatırım riski yükselmektedir.

1.4.14. Sektör Riski

Sektör riski, bir sektörde, ekonomik, sosyal ve davranışsal değişmeler sonucu o sektörde çalışan tüm firmaların etkilenmesi olarak tanımlanmaktadır. Sektör riski firmaların kârlarının, dolayısıyla finansal varlıkların pazar fiyatlarının değişme ihtimalini artırmaktadır (Zaimoğlu, 2001:102).

1.4.15. Hukuki Riskler

Hukuki risk, bir sözleşmenin yasal olarak uygulanamamasından kaynaklanan zarar riskidir. Bu risk belgelerle ispatın mümkün olmadığı ve karşı tarafın yetkisinin yetersiz olduğu veya mevzuatın yeterince açık ve yönlendirici olmadığı durumları da kapsamaktadır (Uyar, 2004: 5).

Economist Intelligence Units [EIU] (2005: 3) hukuki riski regülasyon riski olarak ifade etmiş ve reel sektörde faaliyet gösteren firmaların, sürekli değişen yasal mevzuat, çevre koruma kanunu çevresinde oluşturulan çeşitli düzenlemeler, iş kanunlarında yapılan değişiklikler ve vergi kanunlarında getirilen değişiklikler vb. düzenlemelerden dolayı karşılaştıkları riskler olarak tanımlamıştır.

Hukuki risk yerine yasal risk ifadesini kullanan BDDK (2001), bu riski alım-satım faaliyetlerinin ve buna bağlı sözleşmelerin, ilgili organize menkul kıymetler piyasası ya da borsası kural ve şartlarına göre gerçekleştirilmediğinde veya sözleşmeler anılan kural ve şartlara göre temin edilmediğinde ortaya çıkan riskler olarak tanımlamıştır.

1.4.16. Ülke Riski

Yabancı bir ülkenin ekonomik, politik ve sosyal şartlarından kaynaklanan, uluslararası borçlanmalarla ilgili bir kavram olan ülke riski, borçlu ülkenin, borç yükümlülüğünü yerine getirmemesi veya getirememesi nedeniyle doğan risktir (Emir, 2004: 74-75).

1.4.17. Politik Riskler

Politik riskler, ülkedeki ya da diğer ülkelerdeki hükümet değişikliklerine ve siyasal kararlara bağlı olarak finansal kurumların veya diğer işletmelerin değerindeki dalgalanmalar olarak ifade edilmektedir (Parasız, 2000: 90).

Morales ve diğ. (2009), politik riskin kaynaklarını, rejim değişimi, hükümetlerin ekonomiye müdahalesi, mülkiyet haklarındaki değişiklikler ve bürokratik engeller olarak ifade etmişlerdir.

Abaum ve diğ. (1998: 266) politik riskin çok boyutlu olduğunu ve 4 farklı risk türünü kapsadığını belirtmişlerdir. Bunlar;

- **Transfer riski:** Bir ülkenin dışındaki veya içindeki kişilerin, teknolojinin, ürünlerin, ödemelerin ve sermayenin transferleri sırasında politik uygulamalardan doğan risklerdir.
- **İşlem riski:** İşletmelerin üretim, pazarlama, finans ve diğer fonksiyonlarına, ülkenin performansına, ülke yönetiminin doğrudan yeni düzenlemelerine, politikalarına ve idari kararlarına bağlı oluşan risklerdir.
- **Mülkiyet - Kontrol Riski:** Uluslar arası işletmelere ülkenin içindeki kararlar ve işlemlerle mülkiyet ve kontrol haklarına yapılan müdahalelerin getirdiği risklerdir.
- **Genel İstikrar Riskleri:** Ülkenin siyasi sisteminin geleceği ile ilgili olarak ortaya çıkabilecek riskleri kapsar.

1.5. FİNANSAL RİSKTEN KORUNMA (HEDGING) YÖNTEMLERİ

Bu bölümde işletmelerin finansal risklerden korunmak için başvurabileceği yöntemler irdelenmiştir. Ayrıca çalışmanın bundan sonraki bölümlerinde, aynı sözcüklerin sürekli yinelenmesini önlemek amacıyla “risk” kelimesi, “finansal risk” kelimesinin yerine kullanılmıştır.

1.5.1. Riskten Korunma (Hedging) Kavramı

Hedge, olası finansal kayıplara karşı anlaşma yapma veya varlıkları koruma işlemidir (Oxford Dictionaries, 2010). Hedging veya hedge işlemi Erdoğan (1995: 131) tarafından belirli bir riske karşı koruyucu önlem alma anlamına gelen İngilizce bir terim olarak ifade edilmiş ve hedging’in, yapılmış bir işlemin muhtemel zararının, aynı değerde fakat ters yönde ikinci bir işlem ile kapatılması işlemi olduğu belirtilmiştir. Ertürk (1994: 23) başka bir tanımla hedging’i, gelecekteki döviz kuru dalgalanmalarından kaynaklanabilecek kayıplara bağlı riskin, kârı en az etkileyecek

şekilde azaltılmasını sağlayacak korunma yöntemleri olarak belirtmiştir. Parlakkaya (2005: 96) ise finans literatüründe hedging'in, üstlenilen bir riski elimine edecek karşıt bir işlemin yapılması faaliyeti olarak tanımlamıştır.

Moosa (2003) hedgingin, riski azaltmaya veya risk ve getiri arasında optimal bir denge sağlamaya çalışmak olduğunu belirtmiştir. Heaney ve Winata (2005) çalışmalarında işletmelerin riske karşı tutumunu yorumlamış ve bazı işletmelerin riskten tamamen, bazı işletmelerin ise kısmen korunmaya çalıştıklarını belirtmişlerdir. Yazarlar ayrıca firmaların bazende riskten korunma yöntemlerine hiç başvurmadıklarını vurgulamışlardır. Eyyüboğlu Aksel (1995: 26) işletmelerin risklerini hiç hedge etmemesinin iki nedeni olduğunu belirtmiştir. Bunlardan birincisi, işletmenin aldığı risklerin farkında olmayışı veya riski azaltıcı tekniklerin varlığından haberdar olmayışı; ikincisinin ise, işletmenin fiyatların, faizlerin veya kurların kendi lehine değişeceği ya da mevcut seviyelerinde kalacağı yönünde bir görüşü olduğundan spekülasyon yapmasıdır. Benzer bir görüşe göre de firmaların riskten korunma yöntemlerine başvuramamalarında, nakit akımları ile gelecekteki yatırım fırsatları arasında güçlü bir ilişki olduğunu düşünmeleri etkili olmaktadır (Froot ve diğ. 1993).

Hedging işlemlerinin amacı, kâr elde etmek değil, kur dalgalanmaları sonucu meydana gelecek olası riski minimize etmektir (Ceylan, 2003: 376).

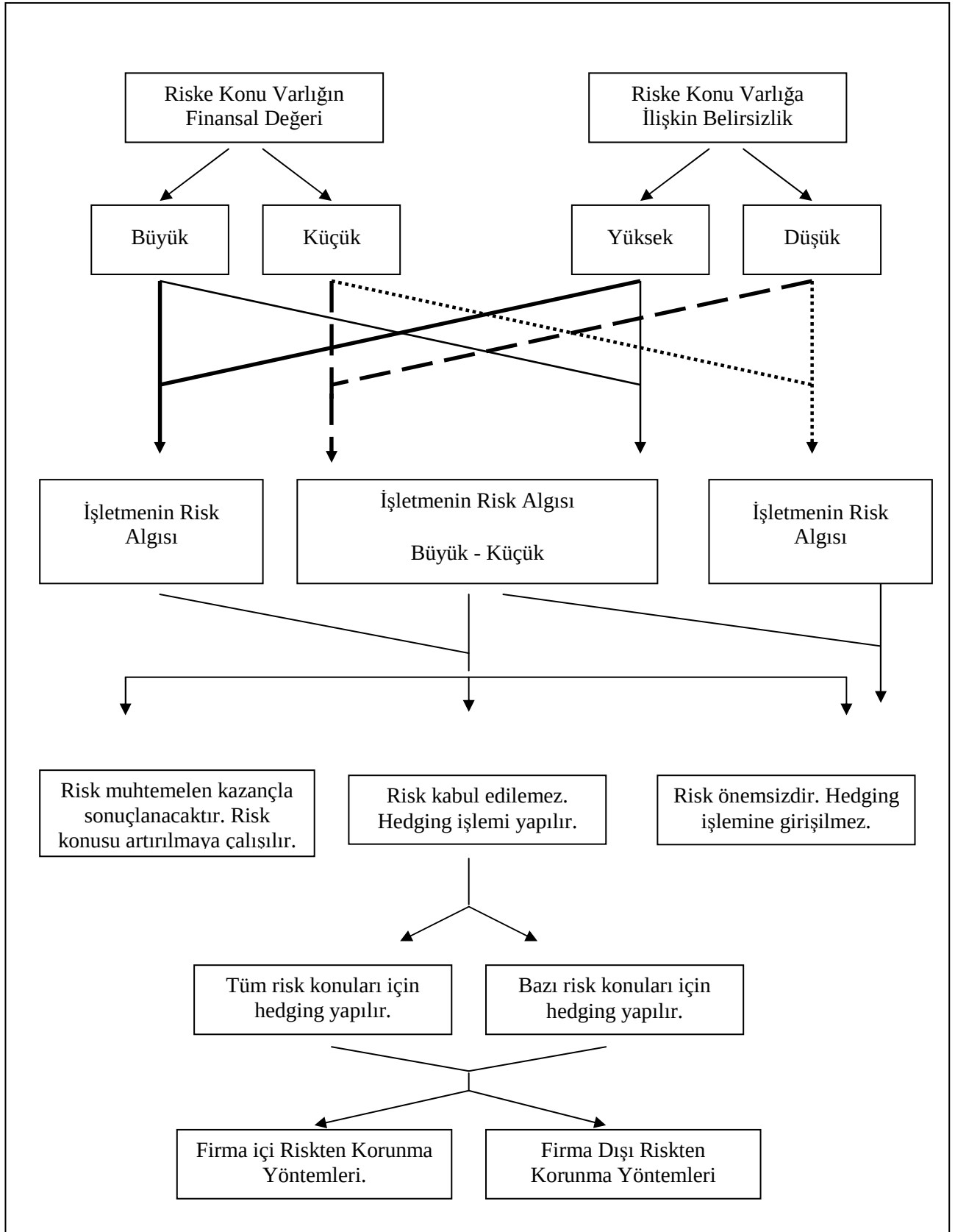
Guay ve Kothari (2003) risk yönetiminin işletmelerin genel stratejilerinin önemli bir parçası olduğunu belirtmişlerdir. Bu bağlamda döviz kuru riskini yönetebilmek için hedging yapmaya karar veren işletmelerin, hedging yöntemini seçmeden önce hedge büyüklüğü, hedge etkinliği ve ürün seçimi ile hedge maliyeti hususlarına dikkat etmeleri gerekmektedir (Özdemir Mühsürler, 2005: 30)

1.5.2. Hedging Politikası

Parlakaya (2005: 95) Şekil 1.1'de gösterildiği üzere firmaların ve bireylerin riske karşı farklı tutumlar içinde olduklarını, bazılarının riskten yararlanmak için açık pozisyon bıraktıklarını (risk seeking), bazılarının riskten korunmak için bütün pozisyonları kapatmaya çalıştıklarını (risk averse), bazılarının ise riske karşı kayıtsız olduklarını (risk neutral) belirtmiştir. Yazar ayrıca işletmelerin riske karşı izleyecekleri tutumun, risk konusunun büyüklüğü ile yakından ilgili olduğunu dile getirmiştir. Riskin

küçük olması ile büyük olması riske karşı izlenecek tutumu ve risk yönetimini değiştirmektedir.

Moosa (2003), hedging politikasının, geleceğe yönelik öngörülerde bulunulması, bu öngörüler ışığında stratejik planının oluşturulması, riskten korunma veya korunmama kararının verilmesi, riskten korunma aracının seçilmesi ve riskten korunma programının uygulanması olarak beş aşamadan oluştuğunu ifade etmiştir.



Şekil 1.1. İşletmelerin Finansal Riske Karşı Tutumları

1.5.3. Hedge Büyüklüğü

Fabozzi (1995:299), bir hedging işlemi yapmak için sadece hangi sözleşmenin kullanılacağını bilmenin yetmeyeceğini belirtmiş, kaç tane sözleşme alınacağını ya da satılacağını da belirlenmesi gerektiğini vurgulamış ve bunun hedge edilecek portföyün getirilerinin volatilitesine ve sözleşme getirilerinin volatilitesine bağlı olduğunu belirtmiştir.

Eyyüboğlu Aksel (1995: 28), hedge büyüklüğünü, bir birim spot pozisyonu hedge etmek için gerekli olacak hedging ürünü sayısı olarak tanımlamış ve bu sayıya hedging oranı adı verildiğini belirtmiştir. Parlakkaya (2005: 98-99) hedge oranını bir birim spot pozisyonu hedge etmek için gerekli enstrüman sayısı olarak ifade etmiştir. Yazar ayrıca, hedge oranının ve uygun hedge büyüklüğünü belirlemek için spot ve vadeli piyasalardaki fiyat değişimleri arasındaki ilişkinin aşağıdaki formüller yardımıyla hesaplanacağını belirtmiştir. McDonald (2006: 113-114) benzer bir ifade ile hedge oranını vadeli piyasada alınan pozisyonunun, hedge konusu varlığın spot fiyatına oranı olarak ifade etmiştir.

$$\text{Hedge Oranı} \quad \Longrightarrow \quad H_o = Q(f) / Q(c)$$

$$\text{Hedge Büyüklüğü} \quad \Longrightarrow \quad Q(f) = Q(c) \cdot P_{ij} \cdot \frac{O(c)}{O(f)}$$

H_o : Hedge Oranı

$Q(f)$ vadeli piyasada alınan pozisyon miktarı

$Q(c)$ spot piyasada alınan pozisyon miktarı

P_{ij} Vadeli fiyatlar ile spot fiyatlar arasındaki korelasyon

$O(c)$ Spot fiyatların standart sapması

$O(f)$ Vadeli fiyatların standart sapması

Berkman ve diğ. (1997) ve Mallin ve diğ. (2001) çalışmalarında, riske maruz değerin küçük olduğu durumlarda, firmaların riskten korunmaya çalışmadıkları sonucuna ulaşmışlardır.

1.5.4. Hedge Etkinliği ve Ürün Seçimi

Piyasalardaki farklı hedging ürünleri arasında seçim yapılırken öncelikle, spot pozisyonlardaki ürünün fiyatı ile fiyatı en yakın biçimde hareket eden, başka bir deyişle fiyatları arasındaki korelasyonun en yüksek olduğu ürünün seçilmesi gerekmektedir. (Eyyüboğlu Aksel, 1995: 28). Erdoğan (1995: 134)'da piyasalarda riski bazen %100 hedge etmenin mümkün olmayacağını ve “*basis risk*” denilen, belli bir oranda risk kaldığını belirtmiştir. Bu risk genellikle spot piyasa riskinden daha az olduğundan hedging ürünleri tercih edildiğini ve hedging etkinliğinin ölçülmesinde genellikle korelasyon derecesi kullanıldığını belirtmektedir.

Riskten korunma da kullanılacak hedge ürünün seçimi optimal korunma stratejisinin belirleyici olmakta ve etkinliğinde önemli bir rol oynamaktadır (Liu and Pan, 2003)

1.5.5. Hedge Maliyeti

Ankrom (1989: 173), hedging maliyetini, cari spot fiyat ile vadeli spot fiyat arasındaki fark ile ilgili olarak spot fiyatın belli bir yüzdesinin hesaplanarak vadeli işlem primi veya iskonto adıyla katılan bir maliyet olarak tanımlamıştır.

Eyyüboğlu Aksel (1995: 28-29), hedging'in bir anlamının da risk transferi olduğunu ve bu riski üstlenen tarafın buna karşılık alım-satım farkı, komisyon gibi risk primi adı verilen ödemeler talep edeceğini ve bu ödemelerinde hedge maliyetini oluşturduğunu belirtmiş ve hedge ürünü seçimi yapılırken maliyeti en düşük olan ürünün tercih edileceğini savunmuştur.

1.5.6. Riskten Korunma Yöntemleri

Marshall (2000: 186) riskten korunma yöntemlerini, işletme içi ve işletme dışı yöntemler olmak üzere iki grupta incelemektedir. İşletme içi yöntemler; işletmenin kendi kaynaklarını kullanarak riskten korunmaya çalıştığı yöntemler iken işletme dışı yöntemler ise işletmenin riskten korunmak için işletme dışı kaynaklardan faydalanmasıdır.

1.5.6.1. Firma içi Riskten Korunma Yöntemleri

Firma içi riskten korunma yöntemleri, işletmenin kendi bünyesindeki kaynaklardan faydalanarak nakit akımları, varlıklar ve borç yönetimi ile işletmenin bilanço yapısını kontrol ederek mali riskleri (özellikle döviz kuru ve faiz oranı riskleri) yok etmekte veya azaltmakta kullanıldığı yöntemlerdir (Parlakkaya, 2005: 100).

1.5.6.1.1. Döviz Kuru Riski - Firma İçi Riskten Korunma Yöntemleri

1.5.6.1.1.1. Çakıştırma (Matching)

Çakıştırma yabancı bir para cinsinden olan nakit akımlarının, aynı para cinsinden ve aynı zamanda yapılacak nakit ödemeleri ile çakıştırılması ile döviz kuru riskinin azaltılmasıdır (Parlakkaya, 2005: 101). Parasız ve Yıldırım (1994: 352) ise çakıştırmayı, bir işletmenin aynı veya paralel dövizden, aynı miktar ve aynı zamanda ters bir nakit akımı meydana getirmesi olarak tanımlamışlar ve böylelikle kur riskinden korunabileceğini belirtmişlerdir.

Tunaboğlu (2008:99) ise çakıştırma kavramını karşılaştırma olarak ifade etmiş ve işletmelerin en çok kullandıkları yöntem olduğunu belirterek kur riskinden korunmak için borç ve alacaklarının zaman ve miktara göre düzenlenmesi süreci olarak tanımlamıştır.

1.5.6.1.1.2. Eşleştirme (Offsetting)

Eşleştirme, bilançodaki bir aktifi, bu aktifin özelliklerini yansıtan bir pasif ile eşleştirme işlemi olarak tanımlanmaktadır (Tunaboğlu, 2008: 94). Yavrutürk (2008: 57)'e göre ise, eşleştirme, işletmenin tahmini olarak aynı zaman ve miktarda yabancı para ile olacak nakit girişine ilişkin akışları ile yabancı para ile olacak nakit çıkışlarına ilişkin akışların eşleştirildiği yöntemdir. Parlakkaya (2005: 102-103) eşleştirmeyi riskli dövizlerden korunmak için, o döviz cinsine ilişkili olarak aynı zaman ve miktarda zıt bir akım oluşturma çabası olarak tanımlamış ve üçüncü para birimi ile yapılabilmesinin çakıştırma yönteminden farkı olarak belirtmiştir.

Eyyüboğlu Aksel (1995: 29) bu yöntemde işletmelerin döviz cinsini belirleyememe, alacak ve borç vadelerini tam olarak uyuşturamama ve miktar konusunda tam eşleşme yapamama gibi sorunlarla karşı karşıya olduklarını belirtmiştir.

1.5.6.1.1.3. Alacak ve Borçların Netleştirilmesi (Netting)

Mcrae (1996: 79) alacak ve borçların netleştirilmesini, bağlı işletmelerin kendi aralarında aynı veya paralel dövizlerdeki borçlarının belirli dönemlerde önceden belirlenip, net tutar üzerinden riske maruz kalma ve korunma yapılması için karşılıklı olarak kapatılması olarak tanımlamıştır.

Yavrutürk (2008: 54) ise en basit şekliyle netleştirmeyi, birbirleriyle ticaret yapan bağlı şirketlerin grup içi borçlarında sadece net miktarları ödeme veya tahsil etmeleri olarak ifade etmiştir. Tunaboğlu (2008: 98)'a göre ise netleştirme, işletmelerin çeşitli birimlerinin farklı paralar üzerinden alacaklı ve borçlu işlemlere sahip olduğu durumlarda aynı işletme bünyesindeki her birim veya bağlı şirket, kur riskine karşı vadeli piyasada, birinin alacağı ile diğerinin borcunu eşleştirerek netleştirme yapılması esasına dayanmaktadır. Ayrıca yazar, işletmelerin bu yöntemle kısa süreli eksik ve fazla pozisyonların denkleştirilerek kur riskine karşı korunma sağlamanın maliyetini azaltmayı amaçladıklarını vurgulamıştır.

1.5.6.1.1.4. Nakit Akışlarının Zamanlaması (Leading ve Lagging)

Nakit akışlarının zamanlaması, döviz kurları ile ilgili olarak ileriye yönelik yapılan tahminlere göre dövizli borçların ya da alacakların öne alınması veya ertelenmesi ile uygulanan korunma stratejileridir (Erdoğan, 1995: 137).

Parlakkaya (2005: 103) ise nakit akışlarının zamanlamasını hızlandırma ve geciktirme olarak ifade etmiş ve anlaşma şartlarının, ticari uygulamaların ve yasaların imkan verdiği ölçüde ileriye yönelik beklentiler çerçevesinde dövizli borçların veya alacakların öne alınması ya da ertelenmesi olarak tanımlamıştır.

Eyyüboğlu Aksel (1995: 30) hedging'in, bir spot pozisyonunun tersi bir pozisyon almak sureti ile riski azaltmak, spekülasyonun ise, beklentiler üzerine oynayarak herhangi bir pozisyonu açık bırakmak olduğunu belirterek bu stratejinin beklentiler üzerine pozisyon aldığı için gerçek anlamda bir hedging stratejisi olmadığını ve spekülasyon olarak kabul edilmesi gerektiği görüşünü savunmuştur.

Yavrutürk (2008: 57) önceleme ve erteleme (geciktirme) terimlerini kullanarak kavramı, borçların ödenmesini ve alacakların tahsilatlarını, döviz kurları üzerindeki tahminlere dayanarak kasıtlı olarak hızlandırma veya geciktirme ilkesine dayanan bir korunma yöntemi olarak açıklamıştır.

1.5.6.1.1.5. Döviz Sepetleri (Currency Baskets)

Erdoğan'a (1995: 137) göre bilanço içi döviz kuru riskini azaltmada kullanılabilecek tekniklerden biri de aktif ve pasifleri, belirli sayıda dövizin değerlerinin ağırlıklı ortalaması olarak belirlenen bileşik para birimlerinden oluşan döviz sepetleri cinsinden belirlemektir.

Eyyüboğlu Aksel (1995: 30) döviz sepetlerinde riski birden fazla ürüne yayarak, aralarında yüksek korelasyon olmayan ürünlerin fiyat değişimlerinde ki toplam fiyat riskini azaltmayı hedefleyen portföy yaklaşımı fikrinin benimsendiğini belirtmiş ve döviz sepetlerinin de birer döviz portföyü olduklarını ve sepetin fiyatının dalgalanmasının, içindeki tüm dövizlerin dalgalanmalarının ortalaması olacağını vurgulamıştır. Kadioğlu (2003: 11) işletmelerin varlık ve kaynaklarını döviz sepeti cinsinden ve vadeli işlemleri para sepeti üzerinden gerçekleştirdiklerinde, kur dalgalanmaları sonucu işletme bilançosunda oluşacak mali zararı asgari düzeye indirmiş olacaklarını ifade etmiştir.

1.5.6.1.1.6. Ulusal Para ile Faturalandırma

Uluslararası pazarlarda faaliyet gösteren işletmeler, her zaman mümkün olmasa bile, işlemlerini kendi ulusal parası ile faturalayıp kur riskinden korunmayı hedeflemektedirler. Fakat faturalandırmada kullanılacak para birimi genellikle, ticari hayatın koşulları ile belirlenir ve rekabet gücü yüksek olan firmanın ulusal para ile faturalandırma yöntemini uygulayabilme ihtimali daha yüksektir (Seyidoğlu, 1997: 197). Önemli olan hususun ulusal para ile faturalandırma değil, satışların ve maliyetlerin aynı para cinsinden olması ve o para cinsinden faturalandırmanın gerekliliğini savunan Parlakkaya (2005: 103) faturalama ile döviz kuru riskinden korunma sağlanabileceği görüşünü savunmuştur.

Tunatürk (2008: 100)'e göre, ulusal para ile faturalandırma yöntemi riski bir taraftan diğer tarafa aktarır ve bir taraf için kur riskinden korunma, diğer taraf için kur riskine açık olma durumu söz konusu olur.

Aynı zamanda Seyidoğlu (1997: 197) işletmelerin ulusal para ile faturalandırma yapsalar bile risk probleminin yalnızca bir kısmını yok edebileceklerini kur değişimden etkilenen satış hacmi, satış fiyatı gibi unsurların da etkisi ile ekonomik riske maruz kalacaklarını belirtmiştir.

1.5.6.1.1.7. Para Piyasaları Yoluyla Korunma Yöntemleri (Money Market Hedge)

Erdoğan'a (1995: 137–138) göre para piyasaları yoluyla hedging, vadeye kadar yerel paranın faiz getirisinin, döviz devalüasyon ve faiz getirisinden düşük olduğu dönemlerde, işletmenin elinde bulundurduğu yerel fonlarla, değer kazanacağı düşünülen yabancı bir dövizin spot piyasadan satın alınarak, borcun ödeme vadesine kadar dövizli bir hesaba yatırılması esasına dayanan bir korunma yöntemidir.

1.5.6.1.1.8. Faiz Oranı Riski - Firma İçi Korunma Yöntemleri

İşletmenin faaliyetlerine bağlı olarak şekillenen nakit akımları, varlık ve borç dağılımı vb. konularda düzenleme yolu ile riskten korunma çabaları firma içi riskten korunma yöntemleri olarak adlandırılmaktadır.

1.5.6.1.1.9. Çakıştırma

Parlakkaya (2005: 104) çakıştırmayı fon ihtiyacının vadesi ve finansmanın vadesinin ayarlanması ile varlık ve borç faiz bazlarının uyumlaştırılması olarak tanımlamıştır. Faiz oranı riskinin borçlanılan fon vadeleri ile finanse edilen varlık vadeleri arasındaki uyumsuzluktan kaynaklandığını belirtmiş ve fon ihtiyacı olduğu zaman, fon ihtiyacı kadar ve uygun bir vadede borçlanma ile fon ihtiyacı ile finansman vadesi uyumlaştırılarak faiz oranı riskinden korunma sağlanabileceğini savunmuştur.

1.5.6.1.1.10. Hesaplar Arası Aktarma

Parlakkaya (2005: 105) hesapları arası aktarma yöntemini nakit girişleri ile nakit çıkışlarını eşleştirme yolu ile fon ihtiyacını azaltarak fon kullanımı sonucu oluşacak faiz maliyetlerinden korunmak olarak açıklamıştır.

1.5.6.1.1.11. Ticari Ürün Fiyat Riski - Firma İçi Riskten Korunma Yöntemleri

Ticari ürün fiyat değişimlerinden kaynaklanmaktadır. Özellikle mevsimsel fiyat değişimlerinden korunabilmek için işletmeler müşterileri ve tedarikçileri ile iyi ticari ilişkiler kurmalıdırlar. Böylelikle tedarikçilerin mevsimsel değişimlerden kaynaklı fiyat farklılıklarını asgari derecede yansıtmalarını sağlayabilir. Benzer şekilde müşteri

sadakati ile kısa süreli fiyat farklılıklarından kaynaklanan satışların düşmesi engellenebilir.

1.5.6.1.2. Firma Dışı Riskten Korunma Yöntemleri

İkinci Dünya Savaşı sonrası Bretton Woods anlaşması, finansal piyasaların yeniden yapılanmasını sağladı. Bu anlaşmaya taraf ülkeler, döviz kurlarını sabitlemeyi veya belirlenen nominal kurdan azami $\pm$ % 1 değişimi kabul etmişlerdi. 1971 yılında Bretton Woods anlaşmasının bozulması ile finans dünyası, döviz kuru ve faiz oranı başta olmak üzere çeşitli risklerle karşı karşıya kaldı. Bu riskleri yok etmek veya azaltmak amacıyla yeni finansal araçlar geliştirilmiştir. Bu araçlar arasında en önemlileri, değerleri diğer bazı temel varlıklara bağlı olan türev ürünler (forward, futures, opsiyon ve swap sözleşmeleri) olarak kabul edilmektedir (Chambers, 2007:1). Türev ürünlerin risk çeşitlenme yoluyla risk azaltması bugün genel kabul görmektedir (Hirtle, 2009). Türev ürünler ayrıca, faaliyet giderlerinin azaltılması, risk yönetimi, spekülasyon, arbitraj amaçları içinde kullanılmaktadır (McDonald, 2006: 2).

Türev piyasalarda bu ürünler kullanılarak firmalar, kendi dışındaki piyasalardan faydalanarak finansal risklerden korunmaktadırlar. Bu piyasalar genel anlamda mal, hizmet ve finansal varlıkların ileri bir tarihte teslimine ilişkin bugünden alım satımının yapılması olarak nitelendirilmektedir (Parlakkaya, 2005: 106). Türev piyasalarda işlem gören türev ürünler firma dışı riskten korunma yöntemleri olarak kabul edilmektedir ve forward, futures, opsiyon ve swap sözleşmeleri olarak 4 ana başlık altında incelenmektedir (Heaney and Winata, 2005). Çalışma kapsamında firma dışı riskten korunma yöntemi olan türev ürünler 2. Bölüm’de ayrıntılı olarak ele alınmıştır.

1.6. TURİZM İŞLETMELERİ VE TURİZM İŞLETMELERİNİN MARUZ OLDUKLARI RİSK TÜRLERİ

Bu kısımda turizm işletmeleri ve turizm endüstrisinin alt kollarından olan konaklama işletmeleri hakkında bilgi verilmiş, 5 yıldızlı otel işletmelerinin özellikleri sıralanmış ve turizm işletmelerine ait risk unsurlarına ilişkin çalışmalara değinilmiştir.

1.6.1. Turizm İşletmeleri

Turizm, kazanç sağlama unsuru içermeyen ve daimi ikamete dönüşmeyen seyahat ve konaklama ile ilişkili olaylar bütünü olarak ifade edilmektedir (Holloway, 1983: 2). Dünya Turizm Örgütü (WTO) ise bu tanımı daha da genişleterek turizmi; kişilerin, bir yılı aşmayan ve yaşadıkları çevre dışında gerçekleşen, eğlence veya iş amaçlı seyahat ve konaklama faaliyetleri olarak tanımlamıştır (Chuck, 1997).

Kozak vd. (2001: 8-48), turizmin işletme ve ekonomi ile ilişkisine değinmiş ve turizm endüstrisinde faaliyet gösteren işletmeleri;

- Ulaştırma işletmeleri
- Konaklama işletmeleri
- Yiyecek – içecek işletmeleri
- Seyahat işletmeleri
- Rekreasyon işletmeleri
- Hediyeelik eşya işletmeleri
- Yan hizmet işletmeleri

olarak sınıflandırmıştır.

1.6.2. Konaklama İşletmeleri

Kişilerin konaklama, beslenme ve diğer ihtiyaçlarını karşılayan, birinci derece turizm işletmeleri arasında yer alan, turistik ürün ve hizmetlerin üretimini ve sunumunu sağlayan, varlıkları turizm olayına bağlı olarak ortaya çıkan ve devam eden işletmeler konaklama işletmeleri olarak tanımlanmaktadır (Usta, 2009: 42).

Kozak ve diğ. (2001: 50-57), konaklama işletmelerini, otel, motel, tatil köyü, pansiyon, kamping, apart otel, dağ evi, karavan, hostel, termal turizm işletmesi ve kaplıca olmak üzere 12 alt başlıkta incelemişlerdir.

1.6.2.1. Otel İşletmeleri

Otel işletmeleri, Turizm Tesislerinin Belgelendirilmesine ve Niteliklerine İlişkin Yönetmelik'e göre; asli fonksiyonları müşterilerin konaklama ihtiyaçlarını sağlamak olan, bu hizmetin yanında, yeme-içme, spor ve eğlence ihtiyaçları için yardımcı ve tamamlayıcı birimleri de bünyelerinde bulundurabilen tesisler olarak tanımlanmış ve bir, iki, üç, dört, beş yıldızlı oteller olarak sınıflandırılmışlardır (Resmi Gazete, 2005).

1.6.2.1.1. Beş Yıldızlı Otel İşletmelerinin Özellikleri

Beş yıldızlı oteller; yerleşme durumu, yapı, tesisat, donatım, dekorasyon ve hizmet standardı olarak üstün özellikler gösteren, dört yıldızlı oteller için aranan şartlarla birlikte aşağıda belirtilen nitelikleri taşıyan en az yüz yirmi odalı otellerdir. Turizm Tesislerinin Belgelendirilmesine ve Niteliklerine İlişkin Yönetmelik'e göre beş yıldızlı otellerin özellikleri aşağıdaki gibi 4 grup altında sıralanabilmektedir (Resmi Gazete, 2005).

Otel Özellikleri: Müşterilerin ineceği veya çıkacağı kat sayısının birden fazla olması halinde otelin kapasitesiyle orantılı müşteri asansörü bulundurulmalıdır. Genel mahaller ve yatak odaları döşemelerini tamamen kaplayan halı, seramik, parke gibi nitelikli malzeme ile kaplanmalıdır. İklim koşullarına göre genel mahallerde klima sistemi kullanılmalıdır. Bunun yanı sıra aşağıda belirtilen ünitelerden, en az altı adedi bulunmalıdır.

- Kişi başına en az 1,2 metrekare alan düşecek şekilde en az yüz kişilik çok amaçlı salon ve fuayesi,
- Kapalı yüzme havuzu ve/veya açık yüzme havuzu,
- En az yüz kişi kapasiteli kabare, tiyatro, sinema etkinliklerinin yapılabileceği kapalı salon,
- Kişi başına en az 1.2 metrekare alan düşen, en az yüz kişilik konferans salonu, fuayesi, salon ile bağlantılı en az iki çalışma odası, sekreterlik ve simültane tercüme hizmetleri,
- Kişi başına en az 1.2 metrekare alan düşecek şekilde en az yüz kişilik gece kulübü, diskotek veya benzeri eğlence imkanı veren ayrı bir salon,
- En az kırk metrekare büyüklükte aletli jimnastik, aerobik veya bilardo salonu, alarm sistemi bulunan sauna, Türk hamamı, mini golf, tenis veya voleybol sahası, trampolin, bowling salonu, go-kart pisti, kayak ve deniz sporları, squash salonu veya benzeri imkanlar sağlayan ünitelerden en az üç adedi,
- Pasta ve içki servisi verilen en az yüz kişilik salon,
- Türk mutfağından en az beşer adet sıcak ve soğuk yemekler ile tatlı çeşitlerinin de sunulduğu alakart hizmet verilen ayrı bir lokanta,
- Kafeterya ve snack bar

Oda Özellikleri: Odalarda; televizyon, uydu veya video yayınları, klima, çalışma masası, boy aynası, yatak başucunda merkezi aydınlatma düğmesi ve priz bulunması gerekmektedir. Bunun yanı sıra; yatak örtüsü, mini bar, kıymetli eşya kasası, bornoz, dış temizlik kiti, tek kullanımlık terlik, dikiş kiti, ayakkabı sileceği, cılası, duş köpüğü, makyaj temizleme pamuğu, kutu kağıt mendil, şemsiye gibi amblemli malzemelerden en az beş adetinin bulundurulması ve banyolarda resepsiyonla bağlantılı telefon olması zorunludur. Ayrıca;

- Odalara mesaj bırakabilme sistemi ya da buna yönelik hizmet verilmesi,
- Otel oda sayısının asgari yüzde onu oranında odaya internet imkanı sağlanması,
- Otel kapasitesinin asgari yüzde beşi oranında odanın bütün ürünleri içilmeyen oda olarak düzenlemesi gerekmektedir.

Hizmetler – Mahaller: Kuru temizleme, terzi ve sürekli doktor hizmeti, revir, bay/bayan kuaförü, satış mağazaları, kat koridorlarında resepsiyonla bağlantılı telefon, yeterli büyüklükte bagaj odası ve bu mahalde emanet hizmeti, yirmi dört saat oda servisi, alakart lokanta, kabul holünde telefon kabinleri, telefon, faks, internet bağlantılı bilgisayar gibi büro hizmetlerine yönelik çalışma ofisi, garaj veya üzeri kapalı otopark ve yirmi dört saat ve otoparktan sorumlu görevli personel, az iki yönetim odası, her katta kat ofisi, çeşitli dillerde; sürekli yayın, kitap gibi dokümanların yer aldığı okuma mahalli, yatak kapasitenin yüzde ellisine hizmet verebilen en az 100 kişilik lokanta, servis merdiveni veya asansörü, yatak sayısının yüzde yirmi beşi oranında lobide ya da ayrı düzenlenmiş oturma salonunda oturma imkanı bulundurulmalıdır/sunulmalıdır.

Personel Özellikleri: İdari personelin konusunda eğitimli veya en az 5 yıl deneyimli olması gerekmektedir. Personel sayısının en az %25'i konusunda eğitim almış olmalıdır. Ayrıca resepsiyondan ayrı bir mahalde müşteri ilişkileri, danışmanlık gibi hizmetlerin deneyimli personel tarafından sağlanması gerekmektedir.

1.6.3. Turizm İşletmelerinin Karşılaştığı Riskler

Turizm işletmeleri içinde yer alan konaklama işletmelerinin 24 saat açık olması, emek gücüne bağlı olması, hizmetlerin stoklanamaması, sermaye yoğun bir sektör olması gibi kendine has özellikleri vardır. Bunun yanı sıra politik, ekonomik ve uluslar

arası gelişmelerden çabuk etkilenmesi gibi risk etkenleri de vardır (Azaltun ve Kaya, 2006).

Turizm işletmelerini etkileyen risklere yönelik yapılan çalışmalara bakıldığında turizm işletmelerinin çok çeşitli risk unsurlarından etkilendiği görülmektedir. Ritchiea (2004) turizme etki eden riskleri, genel bir bakış açısı ile değerlendirmiş ve küresel turizm sektörünün, terör saldırıları, siyasi iktidarsızlık, ekonomik durgunluk, biyo-güvenlik tehditleri ve doğal afetler gibi riskleri içinde barındığını belirtmiştir.

Lepp ve diğ. (2010) çalışmalarında, turizm sektöründeki risklerin sağlık, finans, terör ve sosyo-kültürel farklılıklar gibi çeşitli faktörlerle ilişkili olduğunu belirten araştırmalara değinmiş ve ülkelere yönelik algılanan riskleri, modernlikten yoksunluk, geri kalmışlık ve iletişimsizlik olmak üzere 3 faktör altında incelemişlerdir.

Kredi verenler tarafından, otel işletmeleri genellikle yüksek riskli işletmeler olarak görülmüştür. Bu durum, otel işletmelerinin sürdürülebilir büyüme sağlamasında, finansal risk yönetiminin önemini ortaya koymaktadır. İşletmelerin varlıklarını devam ettirmesinde ve kârlılıklarını artırmasında finansal davranışların ve finansal stratejilerin en önemli konulardan biri olmasına rağmen, konaklama işletmelerine yönelik yapılan araştırmalarda konuya ilişkin çalışmalara çok az rastlanmaktadır (Jang ve diğ., 2008).

Hsu ve Jang (2008) konaklama işletmelerinde sistematik olmayan risk unsurlarına ilişkin Amerikan borsalarında işlem gören 11 otel ve 38 restoranda bir araştırma yapmışlardır. Yazarlar çalışmalarında, finansal kaldıraç oranı, kâr payı dağıtım oranı ve yönetim giderleri (amortismanlar dahil) ile sistematik olmayan risk arasında pozitif yönlü zayıf bir ilişki; firma büyüklüğü ve kârlılık ile sistematik olmayan risk arasında negatif yönlü güçlü bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Sungil ve diğ. (2006) ise sistematik olmayan riskler üzerine yaptıkları çalışmalarında, süreklilik gösteren gelirler, zincir otellerin piyasaya girişi ve makro-ekonomik değişkenler ile sistematik risk arasında pozitif yönlü, süreklilik gösteren olağandışı gelirler ile sistematik risk arasında negatif yönlü bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Skalpe (2003) çalışmasında, risk ve gelir arasındaki ilişkiyi incelemiş, sanayi işletmelerinde risk ve gelir arasında pozitif bir ilişki olmasına rağmen restoran ve konaklama işletmelerinde bu ilişkiye rastlanmadığı sonucuna ulaşmıştır.

Kutukız (2005) Türk turizm işletmelerinde finansal risk algısına yönelik yaptığı çalışmasında, finansal riskleri döviz kuru riski, faiz oranı riski ve ticari ürün fiyat artış riski olarak ele almıştır. Çalışma sonuçlarına göre, 2001 yılı ve öncesine kadar turizm işletmelerine etki eden en önemli risk unsuru faiz oranı iken, 2001 krizi sonrasında en önemli risk etkeni döviz kuru riski olarak değişim göstermiştir.

İKİNCİ BÖLÜM

RİSKTEN KORUNMA YÖNTEMİ OLARAK TÜREV ÜRÜNLER

2.1. FORWARD SÖZLEŞMELERİ

Vadeli işlemlerin en basit ve en eski türü olan forward İngilizce kökenli bir kelimedir ve dilimize olduğu gibi geçmiştir (Seyar, 2006: 11). Hull (2009: 3-4) forward sözleşmelerini, sözleşmeye konu varlığın, vadesinin, fiyatının, miktarının ve kalitesinin bugünden belirlenerek alım veya satım sözleşmesi olarak tanımlamıştır.

Taleb (1997) forward sözleşmelerini, iki taraf arasında geçerli olan ve belirli bir varlığın, belirli bir tarihte alınıp satılmasını düzenleyen sözleşmeler olarak tanımlamıştır.

Bryan ve Rafferty (2006) forward sözleşmelerini, belirli bir miktar ve kalitedeki finansal varlığın belirli bir fiyattan, gelecekte belirli bir zamanda ve mekanda alınmasını veya satılmasını öngören sözleşmeler olarak tanımlamıştır. Yazarlar ayrıca forward sözleşmelerinin sözleşmeye taraf olan kişi/kurumların özel ihtiyaçlarını karşılamak üzere hazırlandığını belirtmişler ve bu nedenle forward sözleşmelerin devrinin nadiren görüldüğünü vurgulamışlardır.

Forward sözleşmeleri, alıcı ile satıcı arasında imzalanan ve fiyatı bugünden belirlenmiş bir varlığın gelecekte belirlenen bir tarihte teslimini içeren sözleşmelerdir. Forward sözleşmeleri her türlü mal ve hizmet için yapılabildiği gibi, yabancı para, endeks, hisse senedi gibi finansal varlıklar içinde forward sözleşme düzenlenmektedir (Chambers, 2007: 42).

Kocaman (2004: 124–125) forward piyasaların iki işlevinin bulunduğunu belirtmiştir. Bunlar, gelecekteki işlemlerle ilgili döviz kuru değişimlerinden kaynaklanan kur riskini ortadan kaldırılması ve spekülasyon amaçlı tahminlere dayalı işlemlerin yapılmasıdır. Ayrıca yazar, piyasada tarafların forward sözleşmeleri ile gelecekteki faiz oranı, döviz kuru ve ticari ürün fiyat risklerine karşı tedbir almaya çalıştıklarını da ifade etmiştir.

Kolb ve Overdahl (2003: 2) forward sözleşmelerini, ileri bir tarihte teslim edilecek herhangi bir varlığın (tarımsal ürün, ticari ürün, döviz, faiz, ...) vadesinin, miktarının ve fiyatının bugünden belirlenerek sözleşme ile düzenlenmesi işlemi olarak ifade etmişler (Alpan, 1999:2; Mühsürler, 2005: 40; Demirkan, 2006: 36; Tosun, 2006:3, Kepçe: 2007: 19).

Parlakkaya (2005: 112) forward sözleşmelerine taraf açısından yaklaşarak, forward sözleşmelerini, belirli bir vadede, belirli bir malı, önceden belirlenmiş bir fiyattan teslim etmeyi veya almayı zorunlu kılan sözleşmeler olarak ifade etmiştir.

Özer (2008: 30) forward sözleşmelerini, iki tarafın üzerinde anlaşmaya vardığı, belirli standartları olmayan bir malın veya finansal aracın, vadesi, fiyatı ve miktarı bugünden belirlenmek koşuluyla yapılan anlaşmalar olduğunu belirtmiştir. Standart bir forward sözleşmesi olmadığına değinen yazar, karşılıklı güvenin esas olduğunu vurgulamıştır. Forward sözleşmelerinin, belirlenen ileri bir tarihte, alımı ve satımı yapılacak varlığın miktarını, teslim yerini, teslim fiyatını ihtiva etmesini gerektiğini belirtmiştir.

Yıldız (2006: 115)'a göre, forward sözleşmeleri bir iktisadi kıymeti belli bir vadede ve belli bir fiyattan satın alma veya satma yükümlülüğü getiren bir taahhüt sözleşmesi niteliğindedir.

Ebiçlioğlu ve Kahraman (1999: 18), forward sözleşmelerinin tanımı hukuki açıdan ele alarak, menkul kıymetlerden ziyade, gelecekteki bir işlem için düzenlenmiş, iki taraf arasında yapılan ticaret anlaşması niteliğinde olduğunu vurgulamışlardır.

Genel olarak forward sözleşmeleri, tarafların aralarında anlaştıkları gelecekteki bir tarihte, belirledikleri varlıkları bugünden belirlenen bir fiyattan almasını/satmasını öngören anlaşmalar olarak ifade edilmiş ve standart bir özellikleri bulunmadığı belirtilmiştir. Gelecekteki tarih ile kastedilen işlemin gerçekleşeceği tarih yani varlığın sunulacağı tarihtir. Varlığın türü ve bu varlığın fiyatı ise sözleşme ile belirlenmektedir.

2.1.1. Forward Sözleşmelerinin Amacı

Forward sözleşmelerin en temel amacı leasing, faktöring, forfaiting, barter da olduğu gibi fon temin etmek değil, fiyat değişmelerinden kaynaklanan riski azaltmaktadır. Forward işlemlerinde tarafların, gelecekle ilgili fiyat değişmelerine ilişkin karşıt beklentileri bulunmaktadır. Diğer bir ifade ile taraflardan birinin gelecekte fiyatların yükseleceği yönünde bir beklentisi varsa, diğer taraf fiyatların düşeceğini veya karşı tarafın beklentisi kadar artmayacağını tahmin etmektedir. Örneğin; varlık forward sözleşmelerinde alıcı fiyatların yükseleceğini satıcı fiyatların düşeceğini tahmin etmektedir. Varlıkların gelecekteki fiyatları beklentilere uygun olmayan bir şekilde gerçekleşirse, alıcı veya satıcının, forward işleminden zararı söz konusu olur. Forward

işlemleri, genel olarak risk transferi amaçlasa da, diğer bir amacı fiyat değişimlerinden yararlanarak kâr elde etmektir. Risk yönetimi açısından forward sözleşmelerinin önemi, gelecekle ilgili belirsizlikleri ve riskleri azaltarak, firmaların nakit akışlarına düzenlilik kazandırılmasıdır (Seyar, 2006: 11-14).

İşlem hacmi yüksek olan işletmeler başta olmak üzere firmalarda kur, faiz ve fiyat artış risklerine karşı korunmak büyük bir önem taşımaktadır. Bu riskleri ortadan kaldırmak için belli bir süre sonra eline varlık geçecek olan taraf, forward sözleşmesi ile belli bir fiyattan ters pozisyon ile varlık satacaktır. Benzer şekilde, belli bir süre sonra ödemede bulunacak olan taraf da forward sözleşmesi ile belli bir fiyattan varlık alacaktır. Böylece belli bir süre sonra, satıcı eline geçecek varlığın değerinin, alıcı ise ödeyeceği varlığın değerini bilecektir. Böylece, döviz kurları, faiz oranları veya ticari ürün fiyatları ne kadar değişirse değişsin, hem alıcı hem de bu değişimlerden korunmuş olacaklardır (Ceylan, 2003: 375 -376).

Vade sonunda oluşan fiyat, forward sözleşmesinde belirtilen fiyattan yüksekse, forward alıcısı kâr etmektedir. Vade sonundaki piyasa fiyatı sözleşmede belirtilen fiyattan düşükse, belirtilen fiyat yüksek kalacağından, sözleşme sahibi zarar edecektir (Demirkan, 2006: 37). Örneğin; çiftçilerin mahsul yetiştirmek için gerekli olan gübre, ilaç, mazot vb. ihtiyaçları karşılamak amacıyla olgunlaşmamış olan tarım ürünlerini, önceden belirlenen bir fiyattan hasat zamanında satmak için sözleşme yapması bir forward sözleşme niteliğindedir (Tosun, 2006: 3). Hasat zamanı anlaşılan fiyat piyasada ki fiyattan yüksek ise çiftçi yüksek fiyattan satacağı için kârdadır. Sözleşmede belirtilen fiyat, piyasa fiyatından düşük ise bu durum da çiftçi mahsulünü sözleşme ile önceden satım vaadinde bulunduğu için piyasada satamayacak ve zarar edecektir.

2.1.2. Forward Sözleşmelerin Özellikleri

En temel ürün olarak algılanan forward sözleşmelerinde, standardizasyon olmadığı için taraflar sözleşme yaparken her türlü serbestîye sahiptirler Forward sözleşmelerine konu olan varlığın teslim yeri, teslim zamanı, miktarı ve kalitesi gibi konularda standart bulunmamaktadır (Seyar, 2006: 12). Standart forward sözleşmesi olmamasına rağmen taraflar varlığa ilişkin özellikler, teslim ve ödemenin yapılacağı tarih, teslim yeri ve yöntemi, miktar ve fiyat gibi hususların yer aldığı forward sözleşmelerini almayı ve/veya satmayı taahhüt etmektedirler. Şartları tarafların

ihtiyaçlarına göre karşılıklı olarak belirlenen forward sözleşmelerinin her biri kendine özgü kurallar içerebilir. Bir spot piyasa işlemi olmakla beraber, ileri bir tarihte teslimat özelliğinden ötürü vadeli işlem konumunda olan forward sözleşmeleri, her tür mal ve piyasa için söz konusu olabilecek işlemlerdir (zer, 2008: 31–33).

Karan (2007: 9) vadeli işlemlerin en basit biçimi olarak nitelendirdiğ forward sözleşmelerin üçüncü bir taraf olmaksızın alıcı ve satıcı arasında belirlenen miktarlar üzerinden yapıldığını belirtmiştir. Vazgeçilemez bir vadeli işlem türü olan forward işlemlerine taraf olan alıcıların ve satıcıların yükümlülüklerini yerine getirmeleri esastır. Forward sözleşmelerinde taraflardan biri nihai alıcı (long position) olup; sözleşmede belirlenen fiyattan mal veya hizmeti satın alıp ödemeyi yapmaktadır. Diğer taraf ise nihai satıcı (short position) olup; belirlenen fiyattan sözleşmedeki mal veya hizmeti satandır (Ebiçlioğlu ve Kahraman, 1999: 18). Forward sözleşmeleri genellikle döviz kuru, faiz oranı ya da mal fiyatı risklerinden korunmak (hedge) veya spekulasyon yapmak amacıyla kullanılmaktadırlar. Başka bir ifade ile herhangi bir forward sözleşmesine riskten korunma amaçlı alan veya satan taraf döviz kurlarında, faiz oranlarında ya da mal fiyatlarında ortaya çıkması muhtemel dalgalanmalara karşı bugünden önlem alarak, gelecekteki nakit akışlarını kontrol etmek amacıyla bu sözleşmeleri yapmaktadır. Öte yandan bu sözleşmeleri döviz kurlarında, faiz oranlarında ya da mal fiyatlarında meydana gelebilecek muhtemel dalgalanmalardan bir gelir elde etmek amacıyla alan veya satan taraf, spekulasyon amacındadır (Kepçe, 2007: 20). Forward sözleşmeleri farklı amaçlar için kullanılıyor olsa da bir tarafın kazandığı, diğer tarafın kaybettiğ sıfır sonuçlu bir oyundur (Bryan ve Rafferty, 2006). Teorik olarak forward alıcısının maksimum zararı forward sözleşmesinin fiyatı kadarken, maksimum kâr ise sonsuzdur. Forward satıcısı için ise tam tersi durum söz konusudur (McDonald, 2006: 43).

Halka açık olarak gerçekleştirilmeyen forward işlemlerinde, alıcı ve satıcı arasında düzenlenen sözleşmenin gizliliğ esastır. Bu sözleşmeler, özel bir yasa ile düzenlenmemiştir. Nama yazılı olan forward sözleşmelerinde, ters bir işlemle riskin devri mümkün olmamaktadır.(Seyar, 2006: 13-14). Forward sözleşmeleri devir zorluğu nedeni ile spekulatrler tarafından cazip bulunmamakta, genellikle riskten korunmak isteyen kişiler tarafından kullanılmaktadır (zer, 2008: 33). İki taraf arasında yapılan

forward sözleşmeler diğer piyasa katılımcılarının bilgisine açık olmadığı için net bir şekilde geleceğe yönelik fiyatlar için referans özelliği taşımazlar (Kemahlı, 2006: 64).

Forward işlemlerinde borsa şeklinde organize olmuş bir piyasa olmadığı için taraflar istedikleri bir mekânda (tezgâh üstü - over the counter - OTC) piyasalarda forward işlemini gerçekleştirebilirler. Ayrıca, forward işlemlerinde, alıcının ve satıcının haklarını garanti altına alan takas odası uygulaması söz konusu olmadığı için teminat ve marj sistemi uygulaması da bulunmamaktadır. Dolayısıyla forward işlemlerinde günlük hesaplaşma veya sözleşmenin değerini güncelleştirme, piyasa değerine dönüştürme gibi kâr-zarar durumuna göre belirlenen vadeden önce nakit akış işlemi yapılmamaktadır. Kesin kâr veya zarar, genellikle vade sonunda tespit edilmektedir (Seyar, 2006: 13–14). Forward sözleşmeleri organize olmuş, düzenli borsalarda işlem görmedikleri için bu sözleşmelerin düzenlenmesi için özel bir alana ihtiyaç yoktur. Sözleşme yeri ve zamanı ile teslim yeri ve zamanı taraflarca serbest bir şekilde belirlenmektedir (Özer, 2008: 32–33).

Forward sözleşmelerinde, peşin (spot) piyasa işlemlerinden farklı olarak anlaşma tarihi ile yükümlülükleri yerine getirme tarihleri farklıdır ve sözleşme sahibini söz konusu finansal varlığı, belli tarihte ve belli bir fiyattan almaya mecbur tutmaktadır (Demirkan, 2006: 37). Bununla birlikte forward sözleşmelerde, taraflar vade sonuna kadar pozisyonlarını kapatamazlar ve pozisyonların kapatılması ancak sözleşmenin iptali ile mümkün olmaktadır. Taraflardan birinin yükümlülüğünü yerine getirememesi riski garanti altına alınamadığı için forward sözleşmelerinde kredi riski bulunmaktadır (Karan, 2007: 9). Forward sözleşmelerinde genellikle, tarafların sözleşmeden doğan sorumlulukları, sözleşmenin sonuna kadar sürmektedir. Fakat forward piyasalar organize piyasalar olmadıkları için diğer bir ifadeyle, sözleşmeden kaynaklanan yükümlülükleri alıcı ve satıcı adına garanti eden bir kişi veya kurum bulunmadığı için, sözleşme koşullarının yerine getirilip getirilmemesi tarafların iyi niyetine kalmıştır. Bu nedenle forward sözleşmeleri genellikle birbirine güven duyan kişi ve kurumlar arasında gerçekleştirilir. Bu işlemlerden doğan uyuşmazlıklara mevcut ticaret yasalarına göre çözüm bulunmaya çalışılmaktadır (Özer, 2008: 32-33). Ayrıca sözleşmede özel bir hüküm yoksa başkasına devredilemez. Zira hüküm bulunsa bile her bir forward sözleşmesi kendine özgü miktar, fiyat, teslim yeri, vade vb. unsurları taşıdığı için devri kolay olmamaktadır (Kemahlı, 2006: 64). Ayrıca güven ilkesine dayalı olarak, karşılıklı

anlaşmalar sonucu yapılan sözleşmeler de karşı taraftan kaynaklanan kredi riski bulunduğu için sözleşmeyi devretmeyen tarafın da sözleşmeyi devralacak kişiye güven duyması ve sözleşmeyi devam ettirmek istemesi önem taşımaktadır.

2.1.3. Forward İşlemlerin Çeşitleri

Yıldız (2006: 54) çalışmasında forward sözleşmelerinin her türlü mal (döviz, faiz, ticari mal, her türlü tarımsal veya metalürjik ürünler) için düzenlenebileceğini fakat genellikle döviz, faiz oranı ve mal üzerine düzenlendiğini belirtmiş ve forward sözleşmelerini 3 farklı grupta incelemiştir. Bunlar;

- Forward Döviz Sözleşmeleri
- Forward Faiz Sözleşmeleri
- Ticari Mal Forward Sözleşmeleridir.

2.1.3.1. Forward Döviz Sözleşmeleri

Dalgali kur sistemi ile doğan forward döviz sözleşmeleri, belli tutardaki bir dövizin, belli bir tarihte, belli bir kurdan dövize çevrilmesini garanti eder (Özer, 2008: 32–33). Yılmaz (2000:42)’a göre forward döviz sözleşmeleri, iki tarafın aralarında belli miktarda, belli bir dövizin, belli bir kurdan ileride belirli bir tarihte alımı-satımı için yapılan sözleşmelerdir. Chambers (2007: 43) yabancı para forward kontratını, iki taraf arasında belirli tutardaki bir yabancı paranın başka bir para birimine çevrilerek bugünden belirlenmiş geleceğe ait bir tarihte veya belirli bir zaman periyodunda teslimi konusunda yapılan anlaşma olarak tanımlamıştır.

Yavrutürk (2008: 61) ise, forward döviz sözleşmelerini, tarafların belirli bir miktar dövizini önceden belirlenmiş bir kur üzerinden vade tarihinde değişimini öngörülen sözleşmeler olarak tanımlamış ve forward döviz sözleşmelerinde değiştirilecek döviz tutarı, değişim tarihi, değişim oranı olmak üzere üç temel esasın belirlenmesi gerektiğini belirtmiştir.

Döviz kurlarının etki eden çok sayıda değişkenin bulunması, geleceğe yönelik belirsizlikleri artırmaktadır. Bu nedenle elinde döviz varlığı bulunduran işletmeler bu belirsizliklerden korunmak isteyecekler ve kuru mümkün olduğunca ileri bir tarihte sabitlenmeye çalışacaklardır. Bu da işletmeleri, forward döviz sözleşmelerine

yöneltecektir. Başka bir ifade ile, spot piyasalar döviz piyasasının kaos yönünü, forward piyasalar ise düzen yönünü oluşturmaktadır. Geline nokta da görülmektedir ki forward döviz işlemleri, döviz kuru riskinden korunma yöntemleri içinde en fazla kullanılan riskten korunma yöntemidir (Uysal, 1998: 2). İşletmeler, forward döviz sözleşmeler aracılığıyla döviz kurlarında meydana gelebilecek muhtemel dalgalanmaların işletmenin varlıkları, yükümlülükleri ve nakit politikaları üzerinde neden olacağı olumsuz etkileri önler (Akçaoğlu, 2002: 19). Ayrıca işletmeler belirli bir tarih sonunda işletmenin döviz borçlarının veya döviz alacaklarının tutarını ulusal para cinsinden değerini tahmin edebilecektir. Örneğin, 1 ay sonra belirli ödeme yapacak bir kişi veya kurum, bugünden forward döviz sözleşmesi alarak 1 ay sonrasında kuru belirli bir değere sabitlerse, 1 ay sonra ödemesi gereken tutar sabitlenen kur değeri ile ödemesi gereken döviz miktarının çarpımı olacaktır.

Faaliyetleri ve yaptıkları işlemler gereği döviz kurlarındaki dalgalanmalardan dolayı oluşması muhtemel risklerden zarar görebilecek kişi veya kuruluşlar korunma amacı ile forward döviz sözleşmelerini tercih etmektedir. Forward döviz sözleşmeleri standart olmamaları nedeniyle miktar ve vade açısından tam korunmayı mümkün kılmaktadır (Seyar, 2006: 21-23). Bu özelliği ile forward döviz sözleşmeleri, kişi veya kuruluşlara ihtiyaçları olduğu kadar döviz, ihtiyaçları olduğu vadede alma-satma imkanı sunmaktadır. Böylelikle sözleşme alıcıları veya satıcıları, döviz kuru artış riskinden istedikleri miktarda korunabilmektedirler.

Forward işlemlerde de kurlar spot işlemlerde olduğu gibi dolara göre kote edilmektedir ve bu tip kotasyon şekline Avrupa tipi kotasyon denilmektedir. İkinci bir kotasyon şekli de Amerikan tipi kotasyondur. Bu tip kotasyonda ise, bir birim yabancı para Amerikan Doları'na göre kote edilir. Forward işlemlerde uygulanan kurlara forward fiyatlar adı verilmektedir ve genelde spot fiyatlardan farklılık göstermektedir. Forward işlemlerde forward fiyata, spot fiyat üzerine swap point adı verilen oranların eklenmesi ya da çıkarılması ile ulaşılmaktadır. Ülkeler arası faiz oranı farklılıkları, hem faiz arbitrajı meydana getirmekte, hem de spot kurlar ile forward kurlar arasındaki ilişkiyi belirlemektedir. Forward kurunu aşağıdaki formülle hesaplamak mümkündür (Yıldız, 2006: 55-56).

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

Forward kur, primlerin ve gelecekte beklenen spot kurların toplamıdır. Başka bir ifadeyle, t+1 gelecek zamanındaki değişim için dikkate alınan forward kur, gelecekte gerçekleşecek spot kurlara eşit olacaktır (Polito, 2010).

Vade sonunda forward fiyat ile spot fiyat aynı olabilir fakat genellikle düşük veya yüksek olmaktadır. Forward fiyat ile spot fiyatın eşit olması halinde forward fiyat düzdür. Yabancı paranın değeri, yerli paraya göre forward piyasada spot piyasadan daha yüksekse, yabancı para prim yapmış demektir ve bu “forward primi” olarak adlandırılır. Yabancı paranın forward değeri spot değerden düşükse, yabancı para iskontoya uğramış demektir ve bu “forward iskontosu” olarak kabul edilir. Forward Primi veya forward iskontosu aşağıdaki formül ile hesaplanır (Chambers, 2007: 43-44).

$$\text{Forward Primi ve İskontosu} = \frac{\text{Forward kur} - \text{Spot Kur}}{\text{Spot Kur}} \times \frac{12}{n} \times 100$$

n = Forward kontratın vadesi olan gün sayısı

Forward döviz kuru ile spot döviz kuru arasında ki fark, forward döviz sözleşmesi süresince piyasada anlaşılmaya konu olan iki para birimi arasında beklenen faiz farkından ve vade sonundaki cari kurlara ilişkin beklenti farkından kaynaklanmaktadır (Parlakkaya, 2005: 113). Yavrutürk, (2008: 62) ise forward kurların, spot kurların tersine, arz ve talep dengesi yoluyla değil de, tamamen faiz haddi farklılıklarına göre değişim gösterdiğini ve prim veya iskonto oranının, ilgili dövizlerin faiz farklılıkları kadar olacağını belirtmiştir.

Değişen ihtiyaçları karşılayabilmek amacıyla vade opsiyonlu forward döviz kontratları, dolaylı forward anlaşmaları, döviz bekletme hesapları, dönülebilir forward döviz kontratları, üst üste vadeli forward opsiyonları gibi farklı özellikleri bulunan

forward döviz sözleşmeleri geliştirilmiştir (Parlakkaya, 2005: 113–115). Forward döviz sözleşmeleri en popüler forward türüdür (Hull, 2009: 4).

2.1.3.2. Forward Faiz Sözleşmeleri

Forward döviz sözleşmeleri ile arasında önemli bir fark bulunmayan forward faiz sözleşmeleri, sözleşme taraflarına, kendilerinin tespit ettiği belirli bir süre için, belirli bir anapara tutarı üzerine uygulanacak olan, garanti edilmiş bir faiz oranı sağlayan anlaşmalardır. Buradaki anapara varsayımsal olup, gerçekte taraflar arasında el değiştirmemekte, sadece üzerinden faiz hesaplanmasında kullanılmaktadır (Yıldız, 2006: 57).

Chambers (2007: 48) forward faiz sözleşmelerinde tarafların ileride meydana gelebilecek faiz değişikliklerine karşı korunmak için, belli bir tutardaki anaparaya, ileri bir tarihte, belli bir süre için uygulanacak “forward faiz oranı” adı verilen, faiz oranı üzerinde anlaşmaları olarak ifade etmiştir. Böylelikle, karşıt beklentileri olan taraflardan alıcı taraf muhtemel faiz artışlarına karşı korunurken satıcı tarafta olası faiz düşüşlerine karşı korunma sağlamış olacaktır.

Parlakkaya (2005: 116) forward faiz sözleşmelerinin, faiz futures ve opsiyonlarından farklı olarak anapara alım-satımını temel almadığı belirtmiştir. Bu tip sözleşmelerde vade sonunda taraflarından birinin diğerine forward faiz oranı ile piyasa faiz oranı arasındaki farkı ödemesi ile işlemin tamamlanacağını vurgulamıştır. Yazar, piyasa faiz oranının belirlenmesi konusunun, önemli bir sorun olduğunu dile getirmiş ve bu sorunun çözümü için, İngiltere’de 12 bankadan oluşan bir panel oluşturulduğunu belirtmiştir. Bu bankalar arasında en yüksek ve düşük faiz oranını veren ikişer banka muaf tutulmak suretiyle 8 bankanın faiz oranlarının aritmetik ortalaması alınarak piyasa faiz oranı belirlenmektedir.

Forward oran anlaşmalarında her kurumun kendi kurallarını sözleşmeye koyabilmesine rağmen, “The British Bankers Association – (BBA)” sözleşmenin yerine getirilmesinde kullanılacak formülleri şu şekilde belirtmiştir (Ceylan ve Korkmaz, 2008: 588).

$$\text{Forward Faiz Telafi Miktarı} = \frac{|L - R| * D * A}{(B * 100) + (L * D)}$$

L = BBA tarafından belirtilen faiz oranı (piyasa faiz oranı)

R = Sözleşmede belirtilen faiz oranı (forward faiz oranı)

D = Sözleşmenin vadesi (gün olarak)

A = Sözleşme miktarı veya tutarı (anapara)

B = Bir yıldaki gün sayısı (360 veya 365)

Piyasa faiz oranı, anlaşılmadaki faiz oranından büyük olduğu zaman ($L > R$) forward faiz sözleşmesinin satıcı telafi miktarını alıcıya ödemekle yükümlüdür. Piyasa faiz oranı forward faiz oranından küçük olursa eğer ($R > L$) sözleşmenin alıcısı satıcıya telafi tutarı kadar ödemede bulunur.

2.1.3.3. Ticari Mal Forward Sözleşmeleri

Ticari mal forward sözleşmeleri gelecekte belirli bir tarihte, belirli bir malı sözleşme ile belirlenmiş fiyat üzerinden satın almayı veya satmayı zorunlu kılan sözleşmelerdir. Bu sözleşmelerde, malın türü, niteliği ve miktarı, teslim tarihi ve teslim yeri sözleşmede yer almaktadır. Ticari mal forward sözleşmeleri, ticari malların değişken fiyat riskini azaltmak ya da ortadan kaldırmak amacıyla, genellikle son kullanıcılar, mal ticareti yapan satıcılar ve üreticiler tarafından kullanılmaktadır. Ticari mal forward sözleşmelerinin borsada alınıp satılamaması, sözleşmelerinin likiditesini düşürmekte fakat spekülasyon kullanım riskini azaltmaktadır (Tosun, 2006: 5–6). Ticari mal forward sözleşmeleri genellikle, tarım sektöründe sözleşmeler tahıl (mısır, yulaf ve buğday, soya fasulyesi, soya unu ve yağı, ayçiçeği unu ve yağı), canlı hayvan ve hayvansal ürünler (canlı sığır, et, peynir, süt, yağ), orman ürünleri (kereste, kontra plak), enerji ürünleri (petrol, doğal gaz, kurşunsuz benzin, propaniklaorifer yakıtı) ve yiyecek maddeleri (kakao, kahve, portakal suyu, pirinç ve şeker) alım – satımına yönelik olarak düzenlenmektedir ve çoğunlukla fiziki teslimat ile son bulmaktadır (Demirkan, 2006: 45).

2.1.4. Forward Sözleşmelerinin Avantajları

Forward sözleşmelerinin en önemli avantajı, gelecekte teslim edilecek gerçek borcun tanımlanmasına, borcun miktarı belirlenmesine, teslim anındaki borç üzerindeki fiyatın (faiz oranının) ve teslimatın gerçekleşeceği tarihin belirlenmesine imkan sağlamasıdır (Fıstıkçı, 2007: 64–65). Varlık fiyatlarındaki değişim ne olursa olsun, forward sözleşmesi yapan taraflar alım ve satımını yapacakları varlık fiyatlarını bugünden sabitleyerek kendilerini gelecekteki belirsizliklerden korumuş olurlar (Yıldız, 2006: 53–54)

Forward sözleşmelerinin fiyatı, büyüklüğü ve vadesi taraflar arasında, tarafların ihtiyaçlarını tam olarak karşılamaya yönelik olacak şekilde serbestçe belirlenmektedir. (Özdemir Mühsürler, 2005: 41–42). Bir başka ifade ile forward sözleşmelerinde miktar ve vade standardizasyonunun olmaması tam korunmaya olanak sağlamaktadır (Yavrutürk, 2008: 66). Forward sözleşmelerin tam bir belirlilik sağlaması, risk yönetimi açısından en önemli avantajları olarak kabul edilmektedir (Bolak, 1998: 79 ve Yıldız, 2006: 53–54).

Forward sözleşmelerinin bir diğer önemli avantajı da oldukça esnek bir yapıya sahip olmaları ve sözleşmelerde standardize edilmiş bir teminat miktarının olmamasıdır. Bu nedenle hemen hemen sıfır komisyon maliyetiyle çalışma imkanı sunmaktadır. (Yıldız, 2006: 53-54 ve Özdemir Mühsürler, 2005: 41-42) Ayrıca forward piyasalarda, riskten kaçınmak için büyük miktarlarda işlem yapılması durumunda pazarlık gücü artmaktadır (Yavrutürk, 2008: 65).

Forward sözleşmesinin başlangıcında ve sözleşme süresince teminat yatırılmadığı için taraflar arasında gerçekleşen bütün nakit akışı vade sonunda ortaya çıkmaktadır. Bu durumda vade sonuna kadar, bu tip bir sözleşmeye taraf olan kişi veya kurumlar bu süre içinde, ellerinde bulunan atıl fonları istedikleri şekilde değerlendirme imkânına sahip bulunmaktadırlar (Yılmaz, 2000: 42, Yıldız, 2006: 53-54 ve Özdemir Mühsürler, 2005: 41-42).

2.1.5. Forward Sözleşmelerinin Dezavantajları

Forward sözleşmelerinin en büyük dezavantajı, likiditelerinin çok düşük olmasıdır. Başka bir ifade ile iki taraf arasındaki şartlara ve ihtiyatlara göre düzenlemiş bu sözleşmeleri üçüncü kişilere devredebilmek güçtür. Bu nedenle forward

sözleşmelerini vade tarihinden önce sona erdirmek maliyetli ve zordur. (Ebiçlioğlu ve Kahraman, 1999: 18, Yıldız, 2006: 53–54, Fıstıkçı, 2007: 44–45, Özdemir Mühsürler, 2005: 41-42 ve Yavrutürk, 2008: 65-66)

Forward sözleşmeleri organize piyasalarda işlem görmedikleri için her iki taraf içinde kredi riski mevcuttur ve risk derecesi de yüksektir (Yıldız, 2006: 53–54, Özdemir Mühsürler, 2005: 41-42, Fıstıkçı, 2007: 64-65 ve Yavrutürk, 2008: 65-66)

Forward sözleşmelerinin diğer bir dezavantajı ise, işletmelerin forward sözleşmeleri ile satın alınan varlıkların fiyatlarının vade sonunda düşmesi ya da satılan varlıkların fiyatlarının vade sonunda yükselmesi durumlarındaki muhtemel kazançlardan mahrum olma nedeni ile ortaya çıkan fırsat maliyetine katlanma zorunluluğudur (Özdemir Mühsürler, 2005: 41–42).

2.2. FUTURES SÖZLEŞMELERİ

En sade tanımı ile futures sözleşmeler standartlaştırılmış forward sözleşmeleridir (Taleb, 1997: 29). Literatürde futures sözleşmeler; alıcısına belirli bir miktar ve kalitedeki standart bir malı veya finansal varlığı, belirli bir vadede ve belirli bir fiyattan teslim alma yükümlülüğü getiren sözleşmeler olarak tanımlanmaktadır (Bolak, 2004:121, Kemahlı, 2006: 64 ve Demirkan, 2006: 40).

Futures sözleşmesi, standart miktar ve kalitedeki bir ticari malı, finansal varlığı veya indeksi, gelecekte belirli bir tarihte belirli bir fiyattan alma veya satma yükümlülüğü getiren sözleşmedir (Bryan ve Rafferty, 2006: 6).

Chambers (2007: 6–7)’a göre futures sözleşmeler, organize borsalarda işlem gören, standart süre ve tutarı içeren, işlem görme çabukluğu ve akışkanlık özelliklerine sahip günlük dengeleme işleminin yapıldığı bir anlaşmadır. Günlük dengeleme işlemi; her günün gerçekleşen işlemler sonucu kaybeden tarafın diğerine ödemedede bulunması işlemidir.

Parlakkaya (2005: 118), futures sözleşmelerini, türü, miktarı, fiyatı, teslim tarihi ve teslim yeri gibi bilgileri önceden belirlenen bir varlığın veya malın teslimat vaadini içeren standart sözleşmeler olarak tanımlamıştır.

Futures sözleşmeler standart miktarda mal veya finansal varlık için düzenlenen, taraflarının sözleşme hükümlerini yerine getirmeleri garanti altına alınmış, belli nitelikteki ve miktardaki mal veya menkul kıymetin anlaşmanın yapıldığı tarihte

belirlenen fiyattan gelecekte belirlenen tarihte teslimini öngören anlaşmalardır (Alpan, 1999: 3–4 ve Özdemir Mühsürler, 2005: 42–43).

Futures sözleşmeleri, belirli niteliklere sahip, standart miktarlardaki mal veya finansal varlıkların, örgütlü piyasalarda, önceden belirlenmiş bir fiyattan teslimini veya teslim alınmasını hükme bağlayan sözleşmelerdir (Kocaman, 2004: 126, Karatepe, 2000: 11, Seyar, 2006: 55 ve Tütüncübaşı, 2006: 20).

Futures sözleşmelerine ilişkin yapılan tüm bu tanımlar dikkate alındığında, futures sözleşmelerini, organize borsalarda işlem gören, belirli kalitedeki bir finansal varlığın, belirli bir vadede alımını veya satımını öngören sözleşmeler olarak tanımlamak mümkün olmaktadır.

2.2.1. Futures Sözleşmelerinin Özellikleri

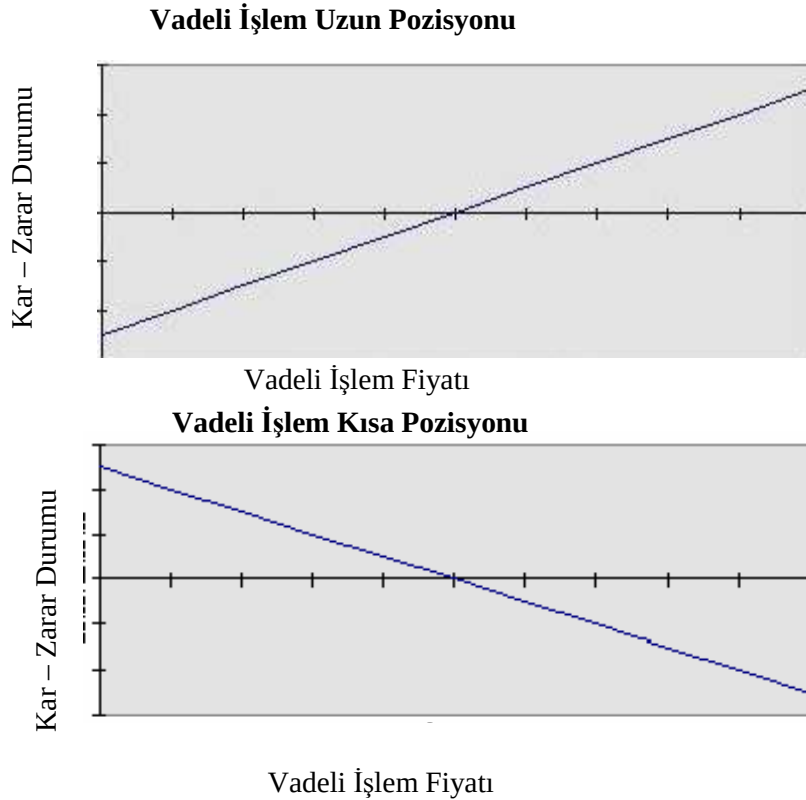
2.2.1.1. Futures Sözleşmelerinde Taraflar ve Pozisyonlar

Bir futures sözleşmesinde malı satın almak isteyen alıcı ve malı satmak isteyen satıcı olmak üzere iki taraf bulunmaktadır. Satıcı taraf, vade sonunda nakit karşılığı mal teslimini, alıcı taraf ise vade tarihinde mal karşılığı nakit teslimini kabul etmiştir. Satıcı tarafın pozisyonu kısa (short), alıcı tarafın pozisyonu ise uzun (long) pozisyon olarak adlandırılmaktadır. Sözleşmenin her iki tarafı da, gelecekteki fiyat hareketi hakkında farklı beklentilere sahiptir. Satıcı fiyatın düşeceğini, alıcı ise fiyatın yükseleceğini tahmin etmektedir (Seyar; 55–56). Ürünü satın alarak uzun pozisyon alan taraf, fiyatlar yükseldiğinde kâra geçer ve fiyatlar düştüğünde de zarar eder. Kısa pozisyon (satıcı) alan taraf için kâr veya zarar durumu ise, uzun pozisyonundaki kâr veya zarar durumunun tam tersidir (Erdoğan, 2006: 69). Piyasadaki uzun pozisyon sayısı, kısa pozisyon sayısına eşittir (Kemahlı, 2006: 66). Bir sözleşmenin satışı, kısa pozisyona karşılık uzun pozisyon alınması ile gerçekleşir. Bu nedenle piyasadaki kâr ve zarar tutarı her zaman eşittir. Bu yönüyle futures sözleşmeleri sıfır-sonuçlu bir oyun olarak ifade edilmektedir (Erdoğan, 2006: 69). Aşağıda kısa pozisyon ve uzun pozisyonda işlem fiyatı ile kâr-zarar durumu Grafik 2.1’de gösterilmiştir (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası [İMKB], 2008).

2.2.1.2. Standart Sözleşmeler

Bryan ve Rafferty (2006) futures sözleşmelerini, forward sözleşmelerinden ayıran en önemli özelliğin standart sözleşmeler olarak düzenlemesi olduğunu vurgulamışlardır. Futures sözleşmeleri, aslında asgari unsurları standart hale getirilmiş forward sözleşmeleridir (Fıstıkçı, 2007: 46). Futures sözleşmeleri borsalarda işlem görmektedirler ve sözleşme büyüklükleri, teslim tarihleri, minimum fiyat değişimlerine ilişkin sözleşme boyutları standart hale getirilmiştir. Farklı futures piyasalarında, aynı ürünün farklı büyüklükteki futures sözleşmelerine rastlamak mümkün olmaktadır (Özdemir Mühsürler, 2005: 44).

Futures sözleşmelerin büyüklüğünün belirlenmesi miktarda standardizasyonu; fiyat adımı uygulaması fiyatta standardizasyonu, sadece belirli aylarda teslimi öngören sözleşmelerin olması vadede standardizasyonu sağlamaktadır (Fıstıkçı, 2007: 47). Sözleşmelerin standart olması ikinci el piyasalarda alım satımını daha da kolay hale getirmektedir (Bryan ve Rafterry, 2006).



Grafik 2. 1. Vadeli İşlem Kısa ve Uzun Pozisyonu

2.2.1.3. Organize Borsalar

Futures ürünleri, organize futures borsalarında işlem görmektedirler. Borsada işlemler “pit” adı verilen yerde ve sadece kote edilmiş kontratlar üzerinden, borsaya kayıtlı brokerler tarafından yapılmaktadır (Yıldız, 2006: 62).

Forward piyasalara bir düzen ve istikrar getirmek amacıyla düzenlenen futures piyasalar, forward sözleşmelerinde var olan kredi ve devredememe riskini ortadan kaldırarak ve ticareti yapılan mallara bir standart getirmiştir. Esasen, futures piyasası organize bir forward piyasasıdır. Futures borsaları, sözleşmelerin yapılması için yer temini ve işlemlerin yapılması için kurallar ve standartlar oluşturulması, bu kural ve standartların denetlenmesi, anlaşmazlıkların çözülmesi ve futures piyasalardaki bilgilerin kamuya aktarılması konularında öncü bir vazife görür. (Seyar, 2006: 57–98). Satıcıya karşı alıcı, alıcıya karşı satıcı vazifesi gören futures borsaları ödeyememe durumlarında bu görevini yerine getirerek karşı tarafın zararını tazmin etmektedir.

2.2.1.4. Takas Merkezi

Futures sözleşmeleri, organize futures borsalarında işlem görmektedir (Kolb ve Overdahl, 2003). Birbirlerini tanımayan alıcı ve satıcıların karşılıklı olarak vadeli mal alımı ve satımı taahhütlerinde bulunmaları ile gerçekleşmektedir. Tarafların taahhütlerini yerine getirmeme riskini önlemek amacı ile futures borsalarında, her iki tarafa da karşı tarafın anlaşmadan doğan yükümlülüklerin yerine getirileceğinin garantisini veren Takas Merkezi kurulmuştur (Özdemir Mühsürler, 2005: 44-45). Takas merkezi, birbirini tanımayan iki farklı tarafın, alıcı ve satıcı olarak ortak bir futures sözleşmesinde bir araya gelmelerine olanak tanımaktadır (Hunt ve Kennedy, 2000).

Takas merkezi, taraflardan biri yükümlülüğünü yerine getiremediği durumlarda, söz konusu yükümlülüğü kendisi yerine getirerek karşı tarafın mağdur olmasını önlemektedir. Takas merkezi garantiyi kendi varlıklarıyla değil, vadeli işlem piyasalarında işlem yapan üyelerinden aldığı işlem teminatları ve güvence fonları ile sağlamaktadır. İşlem teminatları her ülkenin ekonomik ve politik şartlarına göre belirlenir (Fıstıkçı, 2007: 47–48). Futures sözleşmelerinde taraflar karşı tarafa değil, sadece takas merkezine güvenmektedirler (Kolb ve Overdahl, 2003). Takas merkezinin sağlamış olduğu bu güvence ile tarafların sözleşme dolayısı ile kredi riskine maruz kalmaları önlenmektedir.

2.2.1.5. İkincil Piyasa İşlevi

Futures sözleşmelerin hukuki açıdan hamiline yazılı olarak düzenleniyor olması bu sözleşmelerin üçüncü şahıslara devredilmesini mümkün kılmaktadır. Bu nedenle hem riskten korunmak isteyenler hem de spekülasyon amacıyla yatırım yapmak isteyenler bu sözleşmeleri tercih etmektedirler (Jarrow ve Turnbull, 1996: 5). Futures sözleşmeler, standart sözleşmeler olmaları nedeniyle, forward sözleşmelerine göre daha el değiştirmeleri, alınıp satılmaları daha kolaydır (Hull, 2009:6)

2.2.1.6. Marjin Sistemi

Futures sözleşmelerde başlangıç teminatı (initial margin) ve sürdürme teminatı (maintenance margin) olarak ifade edilen iki farklı teminat türü bulunmaktadır (Hull, 2009: 26-27).

Futures piyasalarında sözleşmenin alınıp satılması sırasında taraflar arasında herhangi bir para değişimi olmamakta, fakat taraflar borsaya marjin veya başlangıç teminatı olarak ifade edilen ön bir tutar ödemek zorundadırlar. Borsaya ödenen başlangıç teminatı tarafların, geleceğe yönelik taahhütlerini yerine getireceklerine dair parasal bir garanti verdikleri şeklinde yorumlanmaktadır (Erdoğan, 2006: 70–71). Başlangıç teminatı aynı zamanda futures sözleşmelerinin alım – satım miktarlarında kaldıraç görevi yapmaktadır (Duarte, 2006).

Sürdürme teminatı borsa tarafından belirlenen ve başlangıç teminatının, vadeli işlemler piyasasındaki olumsuz fiyat değişimleri sonucu meydana gelen zarar dolayısıyla, inebileceği asgari teminat seviyesidir (Erdoğan, 2006: 70–72). Gün sonunda sözleşme alış-satış fiyatı ile piyasa kapanış fiyatları karşılaştırılarak günlük kâr - zarar miktarı hesap edilmektedir. Bu işleme ise “Günlük Marjin Mutabakatı” (daily settlement) adı verilmektedir (Kolb ve Overdahl, 2003). Eğer sözleşmenin giriş fiyatı ile gün sonu kapanış fiyatı arasındaki fark sonucu sözleşmeyi elinde bulunduran kişi zarar ediyorsa, bu zarar kişinin marjin hesabından belli bir alt seviyeye kadar karşılanır. Ancak, günlük zararların toplamı marjin hesabında izin verilen asgari sınırı geçiyorsa kişiden marjin hesabının yeniden üst başlangıç seviyesine tamamlanması istenir. (Özdemir Mühsürler, 2005: 44). Bu durumda ödenmesi gereken teminat miktarına “değişim marjini” (variation margin) denilmektedir. Konuya ilişkin örnek Tablo 2.1.’de gösterilmiştir (Seyar, 2006: 74).

Tablo 2.1. Değişim Marjini Örnek Tablosu

Gün	Hesaplaşma Fiyat/Kg	Birikimli Kârlar	Sermaye	Hesaptaki Özsermaye
1	1.730\$	0\$	100\$	100\$
2	1.731\$	+1\$	100\$	101\$
3	1.720\$	-10\$	100\$	90\$
4	1,705\$	-25\$	100\$	75\$

Ürün: Pamuk Miktar: 1000 kg Sürdürme Teminatı = 80\$

Tabloda ikinci gün 1\$ kâr söz konusu iken 3. gün 10\$ zarar söz konusudur. İşletmenin hesaptaki özsermayesi (90\$) sürdürme teminatından (80\$) yüksek olduğu için ek teminat yatırmaya gerek yoktur. Fakat 4. gün sonunda hesaptaki özsermaye (75\$), sürdürme teminatının (80\$) altına düştüğü için müşteriye teminat çağrısı (margin call) yapılarak pozisyonunu sürdürme teminat seviyesine getirmesi (5\$ yatırarak 80\$ seviyesine) talep edilir.

Sözleşme sahibi teminatını üst başlangıç seviyesine tamamlamak zorundadır (Duarte, 2006). Aksi durumda borsa ilgili kişinin pozisyonlarını piyasada kapatır ve böylelikle, zincirleme etkiye sebep olabilecek bir riski, büyümeden önlemiş olur (Fıstıkçı, 2007: 48).

2.2.2. Fiyat Değişimi ve Hesaplanması

Futures sözleşmelerine konu varlığın futures fiyatı, sözleşmeye konu varlığın peşin fiyatı, sözleşme vadesine kalan gün sayısı, faiz ve enflasyon oranı, sosyo-ekonomik etkenler ve işlem hacmine göre belirlenmektedir (Kocabey, 2007: 23–25). Fakat yine de futures sözleşmelerinde günlük azami fiyat değişimi için tespit edilmiş sınırlar vardır. Eğer, bir sözleşme maksimum fiyat değişim sınırına ulaşmışsa, bu sınırın ötesindeki başka işlemlere izin verilmemektedir. Bu durum fiyat değişimlerinin belli sınırlar içinde tutarak aşırı fiyat artışları önlemektedir (Yıldız, 2006: 67).

Futures sözleşme fiyatları belirsizliğin olmadığı durumlarda ve belirsizlik durumlarında aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır (Chambers, 2007: 25–32).

Belirsizlik olmadığı durumda; $P_0^f = P^s + (r - d) \cdot P^s \cdot T$

P^s = Cari peşin piyasa fiyatı

P_t^s = T dönemi sonundaki peşin piyasa fiyatı

r = Yıllık taşıma maliyeti oranı (kredi maliyeti dahil)

d = T dönemi için sözleşmeye ilişkin nakit varlıktan sağlanan yıllık brüt getiri oranı

Belirsizliğin olduğu durumda; $P^f = E(P_T^s)$

P^f = T zamanında teslim edilecek futures kontratlarının cari fiyatı

P_T^s = T yılındaki peşin fiyat

$E(\)$ = T dönemi sonunda beklenen peşin piyasa fiyatı

2.2.3. Futures İşlemlerin Kullanım Amaçları

Futures işlemler, tüm türev enstrümanlarda olduğu gibi kişi, kurum veya şirketlerin yaptıkları iş ile ilgili olarak piyasalarda karşılaşılabilecekleri risklerden korunmak (hedging) ya da kendi içinde risk içeren ekonomik faaliyetlerdeki risk faktörünü olabildiğince en alt düzeye indirmek, spekülasyon veya arbitraj amaçları için kullanılmaktadır (Kolb ve Overdahl, 2003: 69-92, Yıldız, 2006: 66).

2.2.3.1. Korunma (Hedging)

Duarte (2006) hedgingi, türev ürünlerin kullanımı ile işletmelerin olası kayıplarını önleme çabası olarak ifade etmiştir. Futures sözleşmeleri, belli bir ürünün ileri bir vadede belirli sabit bir fiyat üzerinden teslimatını garanti ederek, ileride olabilecek spot fiyat değişimlerine karşı bu ürünü alacak ve satacak tarafların riskini ortadan kaldırmaktadır. İşletmeler futures sözleşmeler yardımıyla gelecekte faiz, fiyat ve döviz kurlarında meydana gelebilecek aleyhte değişikliklere karşı garanti sağlamaktır (Yavrutürk, 2008: 71). Gelecekteki spot fiyatı tam olarak tahmin edemeyen yatırımcılar, gelecekteki olumsuz fiyat değişimlerinden korunmak amacıyla nakit piyasalarda

fiyatlarının yükselmesinden korunmak için vadeli işlem sözleşmesine alıcı (uzun taraf), fiyatların düşmesinden korunmak için de vadeli işlem sözleşmesine satıcı (kısa taraf) olarak girerler (Seyar, 2006: 67).

Futures piyasalarının temel amacı, spot piyasada gelecekte alım veya satım yapmayı düşünen kişi ve kuruluşları, zaman içinde fiyatlarda meydana gelebilecek değişimlere karşı korumaktır. Fakat futures piyasaları yoluyla tam bir korunma ancak pozisyon açıldığı ve kapandığı zamanki değerin aynı olması durumunda mümkündür. Uygulamada bu durum pek mümkün olmadığı için futures işlemleri, spot piyasa riskini çoğu kez tümüyle ortadan kaldırmaz (Yıldız, 2006: 68). Çünkü futures sözleşmeleri standart sözleşmeler oldukları için istenen miktar ve vade için düzenlenememektedir.

2.2.3.2. Spekülasyon

Bryan ve Rafferty (2006) ve Duarte (2006) çalışmalarında spekülasyonu, fiyat dalgalanmalarından yararlanarak kazanç sağlama beklentisi olarak ifade etmişlerdir. Genel olarak spekülasyon ‘risk arbitrajı’ olarak tanımlanabilir. Spekülatör ise malın fiyat değişimlerinden yararlanarak kazanç elde etmek amacıyla futures işlemlerine taraf olan ve risk üstlenen kimsedir. Spekülatörler bazı ekonomik ve teknik analizlere dayanarak gelecekte futures işlemlerine konu olan malların fiyatını tahmin etmeye çalışır ve buna uygun pozisyon alırlar. Vadeli işlem piyasalarının önemli aktörlerinden biri olan spekülatörler, alım-satım işleminde bulunarak piyasanın likiditesini ve işlem hacmini artırırlar. Spekülatörlerin risk almak istekleri, diğer piyasa katılımcılarına, taşıdıkları riskleri spekülatörlere devrederek riskten korunma imkânı sağlar (Seyar, 2006: 68–69).

Türev ürünler aracılığıyla, düşük tutarda bir ön ödeme yapılması ile yüksek tutarlı sözleşme satın alabilme imkanı spekülatörleri bu ürünleri alma konusunda cesaretlendirmektedir (Bryan ve Rafferty, 2006).

2.2.3.3. Arbitraj

Moosa (2003) arbitrajı, piyasalar arası fiyat farklılıklarından yararlanarak kâr elde etme işlemi olarak tanımlamaktadır. Arbitraj işlemi, herhangi bir ürününün farklı piyasalar arasında, ucuz olan piyasadan alınarak, pahalı olan piyasada satılması yoluyla gerçekleştirilmektedir. Arbitraj amacıyla futures piyasalarda yer alan yatırımcılar, riske

girmeden futures fiyat ile spot fiyat arasındaki farklılıktan yararlanarak kâr elde ederler. (Doğukanlı, 2001:133). Arbitrajcular, piyasalar arasındaki fiyat farklılıklarından yararlanarak kâr elde etmeyi amaçlayan kişilerdir. Dolayısıyla bu kişiler piyasalar arası farklılıkların elimine edilmesi ve piyasaların birbirleriyle uyumlu hareket etmesini ve gerçekçi fiyat oluşumunu sağlarlar (Seyar, 2006: 68). Arbitraj işlemleri, vadeli ve peşin piyasalar arasındaki ilişkinin sürekliliğini sağlar. Peşin piyasa fiyatında, futures fiyatına göre belirgin derecede düşüş gözlemlenirse, arbitrajcı peşin piyasada alış, vadeli piyasada satış işlemleri gerçekleştirir. Peşin piyasa fiyatı futures fiyata göre belirgin şekilde yükselirse; arbitrajcı peşin piyasada satış, futures piyasada alış yapacaktır. Peşin pazar fiyatı ile futures fiyatı arbitraja imkân vermeyecek bir duruma gelinceye kadar söz konusu işlemler sürecektir (Kocabey, 2007: 17).

2.2.4. Futures Sözleşmelerinin Avantajları ve Dezavantajları

Sözleşmelerin sağladığı en önemli avantaj, varlık fiyatlarının sabitleyerek işletmeleri fiyat değişimi riskinden korumasıdır. İkinci olarak bir futures sözleşmesinin alıcısı veya satıcısı durumundaki bir tarafın sözleşmeyi kapatmak için vade sonuna kadar bekleme zorunluluğu bulunmamaktadır. Sözleşme sahibi dilediği zaman ters bir işlemle pozisyonunu kapatabilir. Bu durum futures sözleşmelerinin likiditesini artırmaktadır. Bunun yanı sıra futures sözleşmelerinin organize borsalarda işlem görmesi ve takas merkezleri tarafından güvence altına alınması tarafların sözleşmeden kaynaklı kredi riskine maruz olmamalarını sağlamaktadır (Fıstıkçı, 2007: 48). Ayrıca futures borsaları, ulusal ekonomiye, kurulacağı bölgeye, üreticilere, ithalatçılara ihracatçılara, risk üstlenmek isteyen finans çevrelerine önemli bilgiler ve katkılar sağlamaktadır (Seyar, 2006: 70-72). Futures sözleşmeler, sağladıkları bu bilgilerden ötürü kapitalizmin merkezi olarak değerlendirilmektedir (Duartes, 2006).

Futures sözleşmelerin avantajlarının yanı sıra bazı dezavantajları da bulunmaktadır. Sözleşmelerin en önemli dezavantajı sözleşmelerin standart olmalarıdır. Vadelerinin ve tutarlarının ihtiyaca uygun olarak düzenlenememesi riski tam karşılayacak sözleşme satın almayı veya satmayı zorlaştırmaktadır. Ayrıca, sözleşme düzenlemek için takas merkezine belli miktarda başlangıç marjini yatırma zorunluluğu, bu sözleşmelerin diğer bir dezavantajıdır. Futures sözleşmelerin günlük marjin mutabakatı işlemleri, sözleşmelerin günlük olarak takip edilmesini gerektirmektedir. Bu

işlemleri yürütmek için deneyimli personel ihtiyacı duyulması ve takip işleminin zaman alması futures sözleşmelerinin dezavantajları olarak sayılabilir (Özdemir Mühsürler, 2005: 48). Ayrıca, sözleşmelerden kaynaklanan yükümlülükler neden olduğu nakit çıkışları, beklentilerin gerçekleşmemesi durumunda pişmanlığa neden olmaktadır (Michenaud and Solnik, 2008).

Futures piyasaların, bütün piyasalarla sıkı bir ilişkisi ve ekonominin bütün kesimleriyle yüksek bir bağlantısı bulunmaktadır. Dolayısıyla önemli bir riski bünyesinde taşımaktadır. Futures piyasalarda, düşük başlangıç teminatları ile yüksek tutarlı sözleşmeler yapılabilmesi, bu piyasaların işlem hacmini oldukça artırmaktadır. Bu piyasalardaki meydana gelecek en küçük bir güvensizlik ya da olumsuzluk tüm ülke ekonomisinde büyük bir buhrana sebep olabilmektedir (Yavrutürk, 2008: 77).

2.2.5. Forward ve Futures Sözleşmeleri Arasındaki Farklar

Forward sözleşmeler ile futures sözleşmeler arasındaki farklar aşağıdaki tablo 2.2.'de verilmiştir.

Tablo 2. 2. Forward ve Futures Sözleşmeleri Arasındaki Farklar

Özellikler	Forward Sözleşmesi	Futures Sözleşmesi
İşlem Piyasası	Tezgahüstü piyasa	Organize piyasa
Organizasyon	Kişisel sözleşmelerdir ve işlemler genellikle bankalar ve finansal kuruluşlar aracılığıyla yürütülür.	Belirli kurallar çerçevesinde organize borsalarda işlem görürler.
Teslim	Genellikle varlıkların fiziki teslimatı yapılır.	Genellikle nakit uzlaşma yapılır. Fiziki teslimat nadiren gerçekleşir
Sözleşme Vadeleri	Taraflar arasında serbestçe belirlenir.	Standart bir vade yapısı ve belirli teslim tarihleri vardır.
Sözleşme Büyüklüğü	İhtiyaca göre şekillenmekte	Standart büyüklüklerde
İşlem Saatleri	Belirli bir işlem saati bulunmamaktadır.	Seans saatleri içinde
Fiyat Değişkenliği	Fiyatlar kredi riski, işlem hacmi vb. nedenlerden ötürü farklılıklara sahiptir.	İşlem büyüklüğü göz önünden bulundurulmaksızın fiyat tüm katılımcılar için aynıdır.

Fiyatların Belirlenmesi	Taraflar arasında yapılan görüşmeler sonucu belirlenir.	Piyasa güçleri tarafından belirlenmektedir.
Fiyatların Açıklanması	Fiyatlar taraflar arasında oluşur ve halka açıklanmaz	Fiyatlar halka açık olarak yayınlanır.
Günlük Fiyat Dalgalanmaları	Günlük fiyat limiti bulunmamaktadır.	Günlük fiyat limitleri vardır.
İşlem Yöntemi	Alıcı ve satıcı arasında telefon, fax vb. araçlar vasıtasıyla yapılır.	Borsa seans odalarında yapılır.
İşlem Hacmi Bilgisi	İşlem hacmi bilgisine ulaşmak güçtür.	İşlem hacmine ilişkin bilgiler yayınlamaktadır.
İşlemsel Maliyetler	Borsa ve takas komisyonu yok	Borsa ve takas komisyonu var
Teminat Yatırma	Bankalararası kullanılan “kredi limitleri” dışında herhangi bir teminat yatırma zorunluluğu bulunmamaktadır.	Başlangıç ve sürdürme marjı ödenmesi gerekmektedir.
Nakit Akımı	Sözleşmenin vadesi sona erene kadar herhangi bir nakit akımı yok.	Piyasaya göre ayarlama ve sözleşmenin vadesi boyunca günlük nakit akımı var
Takas Merkezi	Takasa merkezi uygulaması bulunmamaktadır.	Günlük düzenlemeler, nakit ödemeler ve teslimat işlemleri takas merkezi aracılığı ile yapılır
Kredi Risk	Takas merkezinin güvencesi olmadığı için taraflar birbirlerinin kredi riskini üstlenmek zorundadırlar.	Kredi riski takas merkezi tarafından üstlenildiği için tarafların kredi riski yoktur
Tam Korunma	Riskten birebir korunma sağlanabilir.	Riskten birebir korunma sağlanamayabilir
Pozisyon Kapatma	Sözleşme genel olarak 2 veya 3 taraf arasında yapıldığı için vadesinden önce sözleşmeyi kapatmak zordur.	Çok alıcı-satıcı bir piyasada işlem yapıldığı için, vadesinden önce pozisyon kapatmak kolaydır.
Likidite	İkincil piyasanın eksikliğinden dolayı likidite düşüktür.	İkincil piyasanın varlığından dolayı likidite yüksektir.
Düzenlemeler	Sözleşmelere ilişkin düzenlemeleri taraflar belirler.	İşlemler borsalar tarafından düzenlenmektedir.

Kaynak: Taleb, 1997: 31, Yılmaz, 2002: 93, Özdemir Mühsürler 2005: 48, Kolb ve Overdahl, 2003: 6-7, Seyar, 2006: 82–84, Chambers, 2007: 52–55, Yavrutürk, 2008: 78, Erdil, 2008: 13–14, Chorafas, 2008-b:272 ve Hull, 2009: 39.

2.2.6. Futures Sözleşmelerinin Türleri

Futures sözleşmeleri döviz, faiz, endeks ve ticari ürün futures sözleşmeleri olarak 4 ana grupta incelenmektedir.

2.2.6.1. Döviz Futures Sözleşmeleri

Daha öncede belirtildiği gibi, II. Dünya Savaşı sonrası uluslararası piyasalarda ödemelerde yaşanan zorluklar sonucu Bretton Woods Anlaşması iptal edilmiş ve döviz kurları belirli aralıkta serbest bırakılarak piyasa koşullarına göre belirlenmeye başlanmıştır. Bu gelişmeler sonucu uluslararası piyasalarda sabit kur rejiminden dalgalı kur rejimine geçilmiştir. Döviz kurlarında yaşanmaya başlanan yükselişler ve düşüşler sonucu oluşan risk ve geleceğe yönelik belirsizliklerden ötürü türev piyasalarında döviz üzerine futures sözleşmeler düzenlenmeye başlanmıştır (Özer, 2008: 23).

Döviz futures sözleşmeleri, organize borsalar aracılığıyla, belli bir miktardaki bir dövizin, farklı bir döviz karşılığında, sözleşmenin yapıldığı zamanda belirlenen döviz kurundan, ileri bir tarihte teslim edilmesi esası ile alınması veya satılması için yapılan bir anlaşmadır (Yavrutürk, 2008: 74). Chambers (2007: 22) ise döviz futures sözleşmelerinin yabancı para futures sözleşmeleri olarak da ifade edildiğini belirtmiş ve gelecekte belirlenen bir zamanda belirli bir tutardaki bir yabancı parayı, belirli bir tutardaki başka bir yabancı paraya çevirmek üzere yapılan sözleşmeler olarak tanımlamıştır.

Döviz ile işlem yapan (ihracatçı, ithalatçı, turizm işletmesi vb.) kişi ve kuruluşlar döviz fiyatlarında gelecekte meydana gelebilecek artışlar ya da yükselişler nedeniyle döviz kuru riskini mümkün olduğunca en aza indirmeyi amaçlamaktadırlar. Bu nedenle yabancı paralara yönelik hem future piyasalarında hem de forward piyasalarında yoğun bir şekilde alım ve satım sözleşmeleri düzenlenmektedir (Seyar, 2006: 82). Yapılan futures sözleşmelerinde temel amaç riskten korunma (hedging) olmasına rağmen yatırım veya spekülasyon amacıyla da bu sözleşmelerin alımı veya satımı yapılmaktadır

(Yıldız, 2006:68). Döviz futures sözleşmelerinin riskten korunma, yatırım ve arbitraj amaçlarıyla kullanılıyor olması, bu sözleşmelerin bu işlevleri yanında dayanak varlıklarının fiyat istikrarına da katkıda bulunarak volatilitiyi azalttığı yönünde bilimsel görüşler oldukça yaygındır (Demirkan, 2006: 40–41).

2.2.6.1.1. Döviz Futures Sözleşmelerinin Fiyatlaması

Döviz futures sözleşmelerinin fiyatını etkileyen ekonomik, politik ve psikolojik olmak üzere üç önemli faktör vardır. Ülkenin ticaret hacmi, enflasyon oranları, gayri safi milli hâsıla, işsizlik oranları gibi makro göstergeler ve hükümetlerin uyguladığı maliye ve para politikaları ekonomik faktörler olarak incelenmektedir. Ülkenin içinde, özellikle yakın komşuları olmak üzere diğer ülkelerle yaşanan uluslararası gelişmeler döviz futures sözleşmelerinin fiyatını etkileyen politik gelişmeler olarak gösterilmektedir. Mali göstergeler gibi somut verilere dayanmayan ve davranışsal finans kapsamında incelenen etkenler ise fiyatı etkileyen piyasa psikoloji olarak adlandırılmaktadır.

Döviz futures sözleşmesinin teorik değeri, döviz kurunun spot piyasa fiyatı ile ulusal ve yabancı piyasalardaki faiz oranları arasında ilişki üzerine temellendirilmiştir. Döviz futures sözleşmelerinde kullanılan en temel formül aşağıda gösterilmektedir (Yıldız, 2006:69).

$$V_t = S \cdot [(1 + r_{TL}) / (1 + r_{\$})]$$

V_t : Teorik fiyat

S : Spot fiyat

r_{TL} : Dönemsel TL faiz haddi

$r_{\$}$: Dönemsel \$ faiz haddi

Döviz futures işlem sözleşmesinin teorik fiyatı, formülde de görüldüğü üzere sözleşmeye konu ürünün spot piyasa fiyatı ve ulusal para faiz oranı ile doğru, yabancı para faiz oranı ile ters orantılıdır. Bir başka deyişle teorik fiyat, spot piyasa ve ulusal para faiz oranı yükselince yükselir, düşerse düşer. Tam tersi olarak da yabancı para faiz

oranı artıkça teorik fiyat düşer, yabancı para faiz oranını artması durumunda teorik fiyat düşüş gösterir.

Türkiye’de Şubat, Nisan, Haziran, Ağustos, Ekim ve Aralık vadeli döviz futures sözleşmeleri düzenlenmektedir. Günlük fiyat hareket sınırı, bir önceki günün uzlaşma fiyatının %10 altı veya üstüdür ve en düşük fiyat adımı ise 0,0005TL’dir (Kocabey, 2007: 30-31).

Gelecekte döviz geliri elde edecek kişi ve kurumların maruz kaldıkları risk unsuru ilgili döviz fiyatının düşmesidir. Bir başka deyişle TL’nin döviz karşısında değer kazanması beklentisi olması halinde riskten korunmak için döviz futures sözleşmelerinde kısa pozisyon almak uygun olacaktır. Gelecek bir tarihe ait döviz borcu olan bir kişi ve kurum için var olan risk unsuru ise TL değerinin, ilgili döviz karşısında değer kaybetmesidir. Dövizin TL karşısında değer kazanması riskine karşı döviz futures sözleşmesinde uzun pozisyon alınarak koruma sağlanabilir. Beklentiler doğrultusunda var olan risk gerçekleşir ve TL değer kaybederse spot piyasada uğranılan zarar, futures işleminden elde edilen kârla karşılanır (Fıstıkçı, 2007: 50–51).

2.2.6.2. Faiz Futures Sözleşmeleri

Faiz futures sözleşmeleri faiz oranı değişimlerinden korunmak için kullanılan futures sözleşmeleridir (Kolb ve Overdahl, 2003: 71). Faiz futures sözleşmeleri, faiz getirisi olan finansal araçların önceden belirlenmiş bir faiz oranı üzerinden, yine önceden belirlenmiş gelecekteki bir tarihte değiştirilmesi esasına dayanmaktadır. Faiz oranlarında ileride meydana gelebilecek değişiklikler sonucu ortaya çıkabilecek daha az getiri elde etme veya daha fazla faiz ödeme riskini yok etmek veya asgari seviyeye indirmek amacı ile geliştirilmiştir (Parlakkaya, 2005: 126). Faiz futures sözleşmeleri, tüm işletmelerin faize duyarlı varlıklarının veya yükümlülüklerinin bulunması, geleceğe yönelik borçlanma veya borç verme niyetleri gibi etkenler nedeniyle kısa zamanda gelişme göstermiştir (Demirkan, 2006: 42–43).

Faiz futures sözleşmeleri, kısa dönem ve uzun dönem olarak iki grupta incelenmektedir. Hazine bonoları, finansman bonoları, eurodolar ve eurosterling teminat sözleşmeleri kısa dönem faiz futures sözleşmelerini oluşturmaktadır. Uzun vadeli faiz oranı futures sözleşmeleri, bir yıldan daha uzun vadeli devlet tahvili ve bonoları gibi finansal araçlara yönelik düzenlenmektedir (Yıldız, 2006: 71).

2.2.6.3. Endeks Futures Sözleşmeleri

Ekonomide yaşanan gelişmeler ve şirketlerin finansal yapılarındaki değişimler nedeni ile hisse senetleri fiyatlarında dalgalanmalar görülmektedir. Bu durum yatırımcılar için hisse senetlerine yatırım yapmayı riskli bir hale getirmektedir. İyi bir portföy oluşturmak isteyen yatırımcılar sistematik olmayan risklere karşı kendilerini koruyabilmelerine rağmen sistematik riskten kendilerini korunamazlar (Yükçe ve Yücel, 1995: 5). Futures sözleşmeler yoluyla yatırımcılar hisse senetlerinde meydana gelebilecek dalgalanmaları kontrol etme imkanına kavuşmuşlardır. (Seyar, 2006: 80).

Endeks futures sözleşmeleri hisse senetleri portföyünün varsayımsal fiyat değişimlerini izlemektedir (Hull, 2009: 59). Parlakkaya (2005: 127) endeks futures sözleşmelerini, ileri bir tarihte, belirli bir borsa fiyat endeksi ile değeri belirlenen bir fiyattan alınıp satılmasını öngören futures sözleşmeleri olarak tanımlamıştır.

Endeks futures sözleşmelerin büyük çoğunluğu hisse senedi endekslerine yöneliktir ve korunma, yatırım ve arbitraj amaçları ile kullanılmaktadırlar. Ekonomik durumun önemli bir göstergesi olan hisse senedi endeks sözleşmelerinin, spot piyasalara daha fazla likidite sağlaması, geleceğe yönelik gösterge oluşturması, risk yönetimine imkân sağlayarak kurumsal ve bireysel yatırımcıların risklerini, bu riski almaya gönüllü spekülörlere ve diğer yatırımcılara devretmesini sağlamak gibi avantajları bulunmaktadır (Demirkan, 2006: 44-45).

Demirkan (2006: 44-45) hisse senedi endeksine dayalı Vadeli İşlem Sözleşmelerinin belirli bir endekse dayalı oldukları için büyüklükleri endeksin değeri ile sözleşmenin istenen büyüklüğüne göre belirlenen bir katsayı ile çarpılması ile bulunduğunu ifade etmiştir. Chambers (2007: 40) ise borsa endeks future sözleşmelerinin fiyatlandırılmasında;

- Cari endeks değerinin,
- Vade sonuna kadar elde edilecek kâr payı getiri oranının,
- Vade sonuna kadar elde edilecek ya da ödenecek faiz oranının,

bilinmesi gerektiğini belirtmiştir. Yazar ayrıca endeks futures fiyatı aşağıdaki gibi formülize etmiştir.

$$\text{Futures Fiyat} = \text{Cari Endeks Değeri} + \text{Cari Endeks Değeri} \times \left(\frac{\text{Finansman Maliyeti} - \text{Kar Payı Oranı}}{\text{Cari Endeks Değeri}} \right)$$

2.2.6.4. Ticari Mal Futures Sözleşmeleri

Bir ticari mal futures sözleşmesi satın alan tarafı, belli bir malı, gelecekteki belli bir tarihte, sözleşmenin yapıldığı tarihte belirlenen belli bir fiyattan satın almaya mecbur tutan bir anlaşmadır (Seyar; 2006: 78). Emtia futures sözleşmeleri veya mal futures sözleşmeleri olarak da adlandırılan ticari mal futures sözleşmeleri tarımsal ürünler (mısır, yulaf, arpa, buğday, pamuk, soya fasulyesi, soya unu ve yağı, ayçiçeği unu ve yağı, kakao, kahve, portakal suyu, pirinç ve şeker), hayvansal ürünler (canlı hayvan, sığır, et, peynir, süt, yağ), orman ürünleri (kereste, kontra plak), enerji ürünleri (elektrik, petrol, doğal gaz, kurşunsuz benzin, propaniklaorifer yakıtı), değerli madenler (bakır, alüminyum, altın, platin) üzerine düzenlenmektedir (Tosun, 2006: 9-10, Alpan, 1999: 36 ve Demirkan, 2006: 45).

Ticari mal futures sözleşmelerinde fiyatının belirlenmesinde ilgili ürünün ülke içinde ve dünyadaki üretim, tüketim ve stok miktarları ve ürün kalitesi ile alternatif ürünler önemli rol oynamaktadır. Seyar (2006: 78–79), ticari mal future sözleşmesine ilişkin fatura fiyatını aşağıdaki gibi formüle etmiştir.

$$\text{Fatura Fiyatı} = \text{Futures Mutabakat Fiyatı} \times \text{Ağırlık} \times \text{Ayar}$$

2.3. OPSİYON SÖZLEŞMELERİ

Opsiyon (option) kavramının, “hür seçim”, “hür irade” manasına gelen Latince kökenli “optio” kelimesinden geldiğini belirten Tütüncübaşı (2006: 22) opsiyon sözleşmelerini, sahibine bir miktar primin peşin olarak ödenmesi karşılığında belirli miktardaki bir varlığı kararlaştırılan bir fiyattan gelecekte belirli bir tarihte veya bu tarihe kadar olan süre içinde satın alma ya da satma hususunda serbesti tanıyan bir hak olarak tanımlamıştır.

Bryan ve Rafferty (2006:47) opsiyon sözleşmelerini, sahibine (alıcısına veya satıcısına) herhangi bir yükümlülük getirmeden belirli bir miktar ve kalitedeki, ticari

malı veya finansal varlığı belirli bir vadeye kadar belirli bir fiyattan alma ya da satma hakkı tanıyan sözleşmeler olarak tanımlamışlardır.

En genel tanımı ile opsiyon sözleşmeleri, belirli miktardaki bir varlığı, gelecekte belirli bir tarihte, önceden belirlenen bir fiyat üzerinden satın alma ya da satma hakkı veren bir sözleşmelerdir (Yılmaz, 1995: 3, Güngör, 1998: 36, Kocaman, 2004: 132; Özdemir Mühsürler, 2005: 55; Kepçe, 2007: 29; Özer, 2008: 34, Tunaboyu, 2008: 109; Erdil, 2008:14).

Opsiyon sözleşmeler, alıcı ve satıcı arasında belirlenmiş bir fiyat ve dayanak varlık üzerinden yapılan anlaşmalardır. Sözleşme alıcısı, ödediği prim karşılığında dayanak varlığı vadesi içinde alma ya da satma hakkına sahip olur. Sözleşme satıcısı ise aldığı prim karşılığında dayanak varlığı satma ya da satın alma yükümlülüğüne girer (Karatepe, 2000: 73, Erdoğan, 2006: 53, Kemahlı, 2006: 70, Chambers, 2007: 57 ve Kunt, 2008: 187–188).

Opsiyonlar sözleşmeleri, belli bir vadeye kadar, opsiyona dayanak belli miktardaki bir varlığı (malı, finansal ürünü, sermaye piyasası aracını, ekonomik göstergeyi) belli bir fiyattan (kullanım fiyatı) alma ya da satma hakkını, belli bir prim karşılığında opsiyonu satın alan tarafa (lehbara) veren ancak zorunluluk getirmeyen, buna karşılık opsiyonun satıcısına (keşideci) lehdar tarafından talep edilmesi halinde satmayı zorunlu tutan sözleşmelerdir (Akçaoğlu, 2002: 28, Seyar, 2006: 39 ve Karan, 2007: 9)

Opsiyon kelimesi tercih hakkını ifade etmektedir ve satın alan tarafa herhangi bir varlığı bugünden sabitlenmiş bir fiyattan ileri bir vadede satın alma ya da satma hakkı veren; opsiyon sözleşmesini satan tarafa ise karşı taraf talep ettiğinde anlaşmaya konu varlığı teslim etme ya da alma yükümlülüğü getiren bir anlaşma olarak tanımlanmaktadır (Parlakkaya, 2005: 140).

Kırım (1991: 38) çalışmasında opsiyon sözleşmelerinde, satın alan tarafın, belirli bir fiyat üzerinden söz konusu ürünü satın alma ya da almama keyfiyetini elde ettiğini, diğer taraftan opsiyonu satan tarafın, alıcı talep ettiğinde bu ürünü başlangıçta belirlenen fiyattan teslim etme yükümlülüğüne girdiğini belirtmiştir. Görüldüğü üzere opsiyon sözleşmeleri, sözleşmeyi alan kişi açısından bir yükümlülük getirmemekle birlikte vade sonuna kadar sözleşmeyi kullanıp kullanmama hakkı vermektedir (Erdoğan, 2006: 53).

Opsiyon alıcısı hakkını kullandığı taktirde opsiyon satıcısı, dayanak varlığı –opsiyon türüne göre- teslim etme ya da teslim alma ile yükümlüdür (Tütüncübaşı, 2006: 22).

Riskin beklenen değerlerden olumlu veya olumsuz sapmalar olduğu düşünüldüğünde futures ve forward sözleşmeler riskin olumsuz sonuçlarından korunmaya yardımcı olurken aynı zamanda olumlu sonuçlarından da mahrum kalınmasına neden olmaktadır. Opsiyon sözleşmeleri ise olumsuz durumda koruma sağlarken, olumlu durumlardan yararlanmaya imkân sağlamaktadır. Opsiyonu alan taraf her koşulda en fazla ödediği prim kadar zarar etmekte iken teorik olarak kârı sınırsız olabilmektedir.

Genel bir tanımla yapılacak olursa opsiyon sözleşmeleri, belirli bir miktardaki finansal varlığı, önceden belirlenmiş bir fiyattan, ileri bir tarihte, alma ya da satma üzerine düzenlenmiş sözleşmeler olarak tanımlanabilir.

2.3.1. Opsiyon ile İlgili Temel Kavramlar

Opsiyon sözleşmelerinde kullanılan temel tanımlar aşağıdaki gibi belirtilmiştir (Karatepe, 2000: 73-74, Kolb ve Overdahl, 2003: 97, Parlakkaya, 2005: 140-143, Kemahlı, 2006: 70-72, Yıldız, 2006: 82-84, Yıldırım, 2006: 116, Seyar, 2006: 41-42, Kocabey, 2007: 7-9 ve Yavrutürk, 2008: 80-82 Chorafas, 2008-b).

- **Kullanım Fiyatı (Strike Price, Exercise Price):** Opsiyon sözleşmesinde alım veya satım için önceden belirlenmiş olan sabit fiyattır.
- **Kullanma Vadesi:** Opsiyon hakkının kullanılabileceği, sözleşmede belirtilen vadedir. Aynı zamanda opsiyonun geçerlilik süresini ifade edilir.
- **Opsiyon Primi (Option Premium):** Opsiyon satıcısının üstlendiği risk karşılığında, opsiyon alıcısından talep ettiği ücret opsiyon primidir. Opsiyon hakkı kullanılmasa bile opsiyon primi iade edilmez. İçsel değer (intrinsic value), zaman değeri (time veya extrinsic value), fiyatlardaki dalgalanırlık, faiz oranı ve hisse senetlerine ödenen kâr payı olmak üzere dört değişkenden etkilenmektedir.
 - o **İçsel Değer:** Kullanma fiyatı ile spot fiyat arasındaki farka eşittir.
 - o **Zaman Değeri:** opsiyonu satın alan tarafın opsiyon süresince riskten korunmasının maliyetini temsil eder ve vade tarihine kadar azalarak vade tarihinde değersiz hale gelir.

- o **Fiyatlardaki Dalgalanırlık:** Belirli bir zaman periyodu içinde fiyatlarının değişim miktarıdır.
- o **Faiz Oranı ve Hisse Senetlerine Ödenen Kâr Payı:** Opsiyonlar için ödenen opsiyon priminin farklı bir yatırım aracı ile değerlendirilmesi durumunda elde edilecek getiriye ifade etmektedir.

2.3.2. Opsiyon Sözleşmeleri Türleri

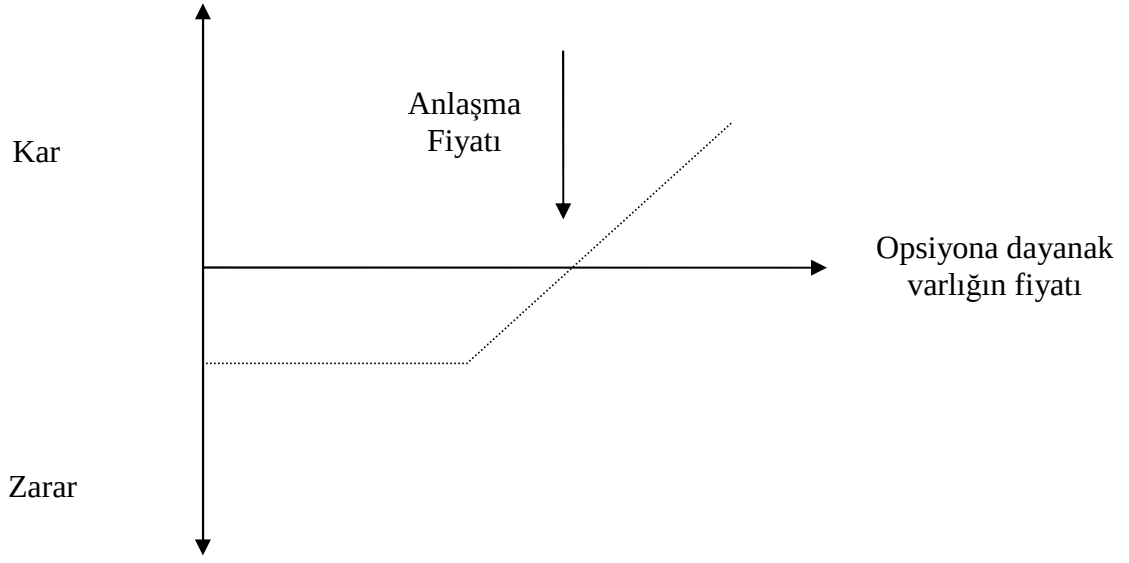
Opsiyon sözleşmeleri literatürde çeşitli sınıflandırmalara tabii tutulmaktadır. Kazanılan hakkın türüne, kârlılık durumuna, kullanım süresine ve konusuna göre olmak üzere opsiyon sözleşmeleri 4 başlık altında gruplandırılmaktadır.

2.3.2.1. Kazanılan Hakkın Türüne Göre Opsiyon Sözleşmeleri

Opsiyon sözleşmeleri, sözleşmeyi elinde bulunduran tarafa sağladığı haklar bakımından alım opsiyonu ve satım opsiyonu olmak üzere iki grupta incelenir.

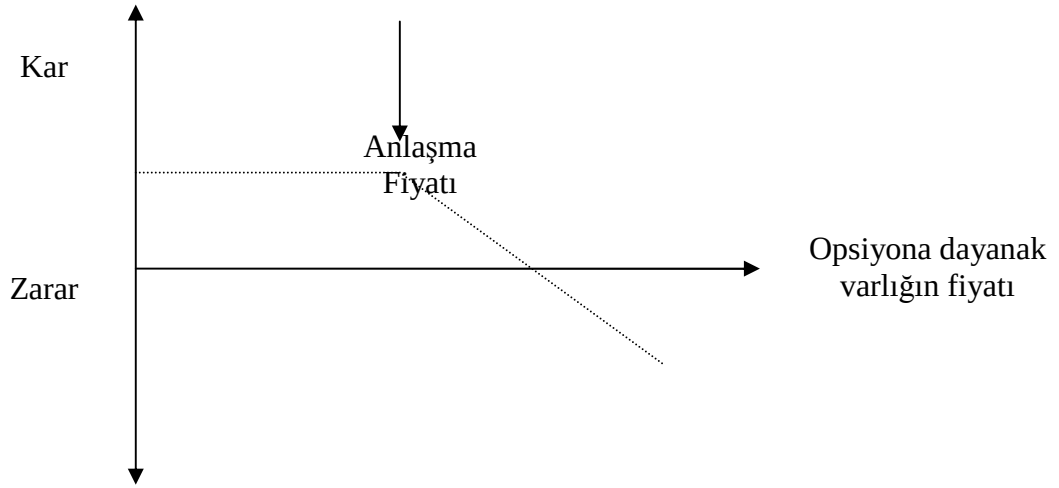
2.3.2.1.1. Alım Opsiyonu (Call Option)

Alım opsiyonu sahibine, sözleşme vadesinde veya vade öncesinde, opsiyona dayanak varlıkları sözleşmede belirtilen fiyattan ve belirtilen miktarda satın alma hakkı vermektedir (Chorafas, 2008-b: 40). Alım opsiyonu satıcısı ise, alıcı taraf hakkını kullandığı takdirde sözleşmeye konu olan varlıkları satmakla yükümlüdür (Tütüncübaşı, 2006: 41). Opsiyona dayanak varlığın fiyatı, alım opsiyonun fiyatı ile doğru orantılıdır (Duarte, 2006). Alım opsiyonun alıcı ve satıcı açısından kâr – zarar durumu Grafik 2.2. ve Grafik 2.3.'de gösterilmiştir (Karan, 2004: 604–605, McDonald, 2006: 53).



Kaynak: Karan, (2004: 604, McDonald, 2006: 53)

Grafik 2.2. Alım Opsiyonu (Alıcı Taraf Açısından)



Kaynak: Karan, (2004: 605, McDonald, 2006: 53)

Grafik 2.3. Alım Opsiyonu (Satıcı Taraf Açısından)

Satım opsiyonu, fiyatı düşen bir varlığı daha önceden belirlenmiş bir fiyattan satma hakkı tanıdığı için portföy sigortası olarak da ifade edilmektedir (Duarte, 2006).

Alım opsiyonunun fiyatı ile satım opsiyonunun fiyatı arasındaki ilişki aşağıdaki gibidir (Kolb ve Overdahl, 2003: 225).

$$P = C - S + \frac{E}{(1 + R_f)^T}$$

P: Satım opsiyonunun fiyatı

C: Alım opsiyonunun fiyatı

S: Cari fiyat

R_f : Risksiz verim oranı

T: Alım ve satım opsiyonları için vadeye kalan süre

Erdil (2008: 16) çalışmasında alım ve satım opsiyonlarında tarafların hak ve sorumluluklarını özetlenmiştir. Bu hak ve sorumluluklar Tablo 2.3.'de gösterilmiştir.

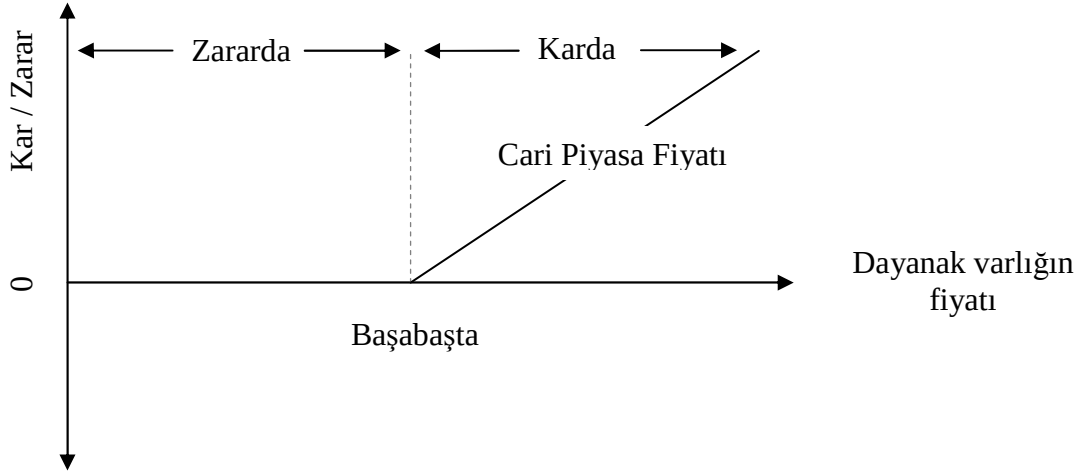
Tablo 2.3. Opsiyon Alım ve Satımlarında Tarafların Hak ve Sorumlulukları

Taraflar	Alım Opsiyonu	Satım Opsiyonu
Opsiyon alıcısı	Kullanım fiyatından alım hakkı vardır.	Kullanım fiyatından satım hakkı vardır
Opsiyon satıcısı	Kullanım fiyatından satma yükümlülüğü vardır.	Kullanım fiyatından alım yükümlülüğü vardır.

2.3.2.2. Kârlılık Durumuna Göre Opsiyon Sözleşmeleri

Kârlılık durumuna göre opsiyonlar; kârda (in-the-money), zararda (out-of-the money) ve başabaş (at-the-money) opsiyonlar olarak üçe ayrılmaktadır (McDonald, 2006: 43). Alım opsiyonlarında kullanım fiyatı cari fiyattan düşükse kârda opsiyon, yüksekse zararda opsiyon, eşit ise başabaş opsiyon olarak tanımlanmaktadır. Satım opsiyonlarında ise tam aksine bir durum söz konusudur. Satım opsiyonunun kullanım fiyatını cari piyasa fiyatından yüksek ise kârda opsiyon, düşükse opsiyon zararda, eşit ise başabaş opsiyon olarak adlandırılır (Pilipoviç, 1997:130). Chambers (2007: 67–68),

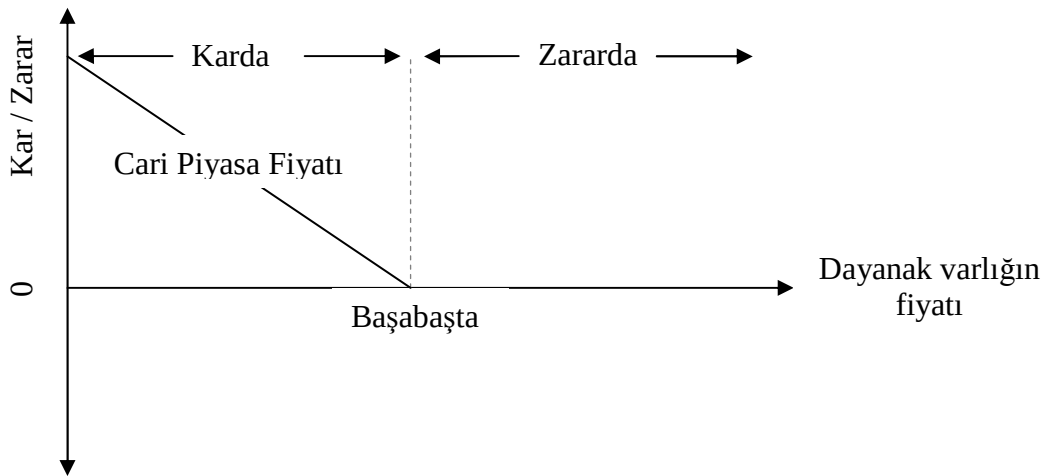
parada, parada dışı ve başa baş opsiyonlar olarak ifade etmiştir ve Grafik 2.6 ve 2.7’de gösterildiği gibi şematize etmiştir. Yavrutürk (2008: 83–86) ise kârlılık durumuna göre opsiyon sözleşmelerini matematiksel olarak ifade etmiştir.



Grafik 2.6. Alım opsiyonunun kârda, zararda ve başa baş olma durumu

Alım Opsiyonlarında;

- Kullanım fiyatı + prim < cari pazar fiyatı —————> Kâr
- Kullanım fiyatı + prim > cari pazar fiyatı —————> Zarar
- Kullanım fiyatı = cari pazar fiyatı + prim —————> Başa baş



Grafik 2.7. Alım opsiyonunun kârda, zararda ve başa baş olma durumu

Satım Opsiyonlarında;

- Kullanım fiyatı > cari pazar fiyatı + prim $\longrightarrow$ Kâr
- Kullanım fiyatı < cari pazar fiyatı + prim $\longrightarrow$ Zarar
- Kullanım fiyatı = cari pazar fiyatı + prim $\longrightarrow$ Başa baş

2.3.2.3. Kullanım Zamanına Göre Opsiyonlar

2.3.2.3.1. Avrupa Tipi Opsiyonlar

Avrupa tipi Opsiyon, sahibine sadece vade sonunda kullanım hakkı veren opsiyon türüdür (Chorofas, 2008-b: 155). Bir başka ifade ile Avrupa tipi Opsiyon sahibinin, vadeden önce opsiyon kullanım hakkı bulunmamaktadır (Taleb, 1997).

2.3.2.3.2. Amerikan Tipi Opsiyonlar

Amerikan tipi Opsiyon, sahibine (alıcısına), vade tarihine kadar herhangi bir zamanda kullanım hakkı veren opsiyon türüdür. Bu yönüyle Amerikan tipi opsiyonlar sahibine daha fazla hak tanımaktadır. (Chorofas, 2008-b:155-156). Bu nedenle Amerikan tipi opsiyonlar, Avrupa tipi opsiyonlara göre daha esnek ve daha pahalıdır (Parlakkaya, 2005: 147, Duarte, 2006).

2.3.2.4. İşlem Gördüğü Piyasalara Göre Opsiyon Türleri

İşlem gördüğü piyasalara göre opsiyonlar organize borsalarda işlem gören opsiyonlar ve organize olmamış borsalar da işlem gören opsiyonlar olmak üzere iki bölümde incelenmektedir.

2.3.2.4.1. Organize Borsalarda İşlem Gören Opsiyonlar

Tezgah üstü piyasalar, türev ürün alıcılarının ve satıcılarının birbirleri ile doğrudan iletişim kurdukları resmi olmayan piyasalardır (Bryan ve Rafferty, 2006). Tezgah üstü piyasalardan farklı olarak belli bir mekanda, belli hukuki kurallar çerçevesinde, standart sözleşmelere bağlı olarak işlem gören opsiyonlar, borsada işlem gören opsiyonlar olarak tanımlanmaktadır. Organize borsalar sayesinde opsiyon sözleşmelerinin likiditesi artmış, piyasada alınıp satılabilirliği ve el değiştirmesi hızlanmış ve kolaylaşmıştır.

2.3.2.4.2. Organize Olmamış Piyasalarda İşlem Gören Opsiyonlar

Tezgah üstü piyasa olarak da adlandırılan bu piyasalar borsada işlem görmeyen opsiyon piyasalarıdır. En önemli örneği bankalar arası opsiyon piyasasıdır.

Borsada işlem gören opsiyon sözleşmeleri ile tezgah üstü piyasalarda işlem gören opsiyon sözleşmeleri arasındaki fark aşağıda Tablo 2.4.'de belirtilmiştir.

Tablo 2. 4. : Borsada İşlem Gören Opsiyonların ve Tezgah Üstü Opsiyonların Karşılaştırılması

	Borsada işlem gören opsiyonlar	Tezgah üstü opsiyonlar
Alım-satım	İşlemler organize borsalarda ve borsa kuralları doğrultusunda gerçekleştirilir.	İşlemler borsa dışında banka veya finans kuruluşları ile müşterileri arasındadır.
Sözleşme Büyüklükleri	Sözleşme büyüklükleri standarttır.	Banka veya finans kuruluşları ile müşterileri arasında gereksinimler doğrultusunda belirlenir.
Vade	Belli ayların belli günleri olarak standartlaştırılmıştır.	Banka veya finans kuruluşları ile müşterileri arasında gereksinimler doğrultusunda belirlenir.
Prim	Pazarda oluşan fiyattır.	Yalnızca sözleşmenin taraflarınca bilinir.
Teminat	Opsiyon satıcısı yani yazıcısı, işlemin yapıldığı borsaya sözleşme değerinin belli bir yüzdesini teminat olarak yatırır.	Herhangi bir teminat gerekmemektedir.

Kaynak: Yıldız, 2006: 80.

2.3.2.5. Konusuna Göre Opsiyonlar

Opsiyon dayanak varlığının konusuna göre opsiyonlar genel olarak; döviz opsiyonları, faiz opsiyonları, hisse senedi opsiyonları, borsa endeks opsiyonları, futures opsiyonları, ve ticari mal opsiyonları olarak gruplandırılmaktadır.

2.3.2.5.1. Döviz Opsiyonları

Döviz opsiyonları, belirli bir tutardaki dövizin önceden belirlenen bir kurdan, belirli bir tarihte ya da vadede satma veya satın alma hakkını veren anlaşmalardır. Opsiyonu alan taraf, sözleşmede belirtilen tarih veya vadede, öngörülen fiyattan sözleşmeyi kullanım konusunda serbestiye sahiptir (Maurice, 1996: 84). Döviz konu alan opsiyon işlemleri, olumlu kur dalgalanmalarından doğabilecek kâr imkanlarından vazgeçmek zorunluluğu olmadan, kur değişimlerinin olumsuz sonuçlarından kaynaklanan riski sınırlandırmaktadır. (Tütüncübaşı, 2006: 44). Döviz kuru opsiyonları aleyhte kur hareketlerine karşı sigorta, opsiyon primi ise sigorta primi olarak düşünülebilir (Parlakkaya, 2005: 147).

2.3.2.5.2. Faiz Opsiyonları

Faiz opsiyonları, opsiyon sahibine herhangi bir tarihten itibaren belli bir süre içinde veya vadede belirli bir faiz oranı üzerinden borç alma veya borç verme hakkı sağlayan opsiyonlardır. Bu tip opsiyonlar faiz taşıyan menkul kıymetlere dayalı opsiyonlardır. Faiz opsiyonları kamu borçlanma araçlarına ilişkin olabilecekleri gibi bu araçlara dayalı futures sözleşmelerine ilişkin olarak da yazılabilmektedir (Chambers, 2007: 87). Özellikle değişken faiz sisteminin sabit faiz sisteminden daha kullanılır hale gelmesi ile faiz opsiyonları da talep görmeye başlamıştır. Faiz opsiyonları lehte oluşabilecek faiz değişimlerinden yararlanma olanağı sunarken, aynı zamanda aleyhte gerçekleşen zarar riskini ödenen bir prim ile sınırlamaktadır (Uzunoğlu, 2003: 109). Faiz opsiyonları sayesinde, opsiyon alıcısı faizlerin yükselmesinden kaynaklanan faiz riskini minimize etmek amacıyla kendi borcunun faiz oranı ile aynı olan bir faiz oranından, faiz alım sözleşmesi yaparak olası faiz artırımlarına karşı korunma sağlayabilmektedir (Tosun, 2006: 20).

2.3.2.5.3. Hisse Senedi Opsiyonları

Hisse senedi opsiyonu, sahibine belirli bir hisse senedini önceden belirlenmiş bir fiyattan opsiyon vadesi içinde veya sonunda satın alma veya satma hakkı veren sözleşmelerdir (Parlakkaya, 2005: 152). Hisse Senedi üzerine opsiyon alan iki farklı beklentide yatırımcı olabilmektedir. Alım opsiyonları için yatırımcı ileride hisse senedinin fiyatının yükseleceği düşüncesiyle hareket etmektedir. Satım opsiyonu alan kişi ise bunun tam tersi olarak hisse senedi fiyatının daha da düşeceğini fakat buna karşılık kendisinin daha yüksek bir fiyattan elindeki hisse senetlerini satacağı beklentisine sahiptir. Opsiyon yazıcıları ise alım-satımda elde ettikleri opsiyon primi kadar kâr elde edeceklerini düşünmektedirler (Tosun, 2006: 20).

2.3.2.5.4. Hisse Senedi Endeks Opsiyonları

Literatürde hisse senedi endeks opsiyonları veya borsa opsiyonları olarak ifade edilen borsa opsiyonları, sözleşmeye konu varlığın borsa endeksi olduğu sözleşmelerdir. Chambers (2007: 89) borsa opsiyon sözleşmesini, alıcısına belirli bir borsa endeksini belirli bir fiyattan satın alma ya da satma olanağı veren opsiyon sözleşmeleri olarak tanımlamıştır ve en belirgin özelliğinin nakit dengeleme yolu ile kapatılması olduğunu vurgulamıştır.

2.3.2.5.5. Futures Opsiyonları

Futures üzerine opsiyonlar sahibine yükümlülük vermeden, belirli bir süre içinde belirli bir futures sözleşmesini, belirli bir fiyattan alma veya satma hakkı tanıyan finansal araçtır (Berksoy, 2000: 129). Opsiyon sahibinin asıl amacı opsiyona konu olan futures sözleşmesini satın almak ve satmak değil, futures piyasalarda meydana gelebilecek fiyat değişimlerinden yararlanarak spekülasyon kâr elde etmektir (Ceylan ve Korkmaz, 2008: 605).

2.3.2.5.6. Ticari Ürün Opsiyonları

Ticari ürün ya da emtia opsiyonları, belirli bir prim karşılığında, belirli miktardaki bir malı, gelecekte belirli bir tarihte belli bir kullanma fiyatı üzerinden alma ya da satma hakkı veren sözleşmelerdir. Gelir hedefini veya bütçelenmiş maliyetleri sabitlemek/iyileştirme, sermaye maliyetlerini azaltma, kazançları stabilize etme ve

gerekli çalışma sermayesi düzeyini azaltma gibi nedenler ile ticari ürün opsiyon sözleşmeleri düzenlenmektedir (Parlakkaya, 2005: 153).

2.3.3. Opsiyon Fiyatlarına Etki Eden Unsurlar

Özharar ve diğ.(2005: 96) çalışmalarında opsiyon sözleşmelerinin fiyatlarını etkileyen faktörleri 7 başlık altında incelemişlerdir. Bunlar;

- **Volatilite:** Opsiyon sözleşmesine dayanak varlığın fiyatındaki dalgalanmanın ölçüsüdür. Diğer bir ifadeyle rastsallığın ölçütüdür. Opsiyon fiyatı üzerinde en güçlü etkiye sahip olan volatilite, arttığı sürece opsiyonun değeri artar.
- **Spot fiyat:** Opsiyon sözleşmesine dayanak varlığın spot fiyatı arttığı takdirde, alım opsiyonun değeri artar, satım opsiyonunun değeri düşer.
- **Kullanım fiyatı:** Opsiyonun kullanım fiyatı düştüğü zaman, alım opsiyonun değeri yükselecek, satım opsiyonunun değeri azalacaktır.
- **Vadeye Kalan Süre:** Opsiyonun geçerli olduğu süre uzadıkça opsiyonun değerinin artma olasılığı yükselmektedir. Vadeye kalan süre artıkça, opsiyonun fiyatı artmaktadır.
- **Risksiz Faiz Oranı:** Faiz oranı artınca opsiyon vadesinde elde edilecek paranın bugünkü değeri azalacaktır. Bu sebeple, satım opsiyonu alan bir yatırımcının elde edeceği getiri azalmaktır. Faiz oranı arttıkça alım opsiyonun değeri artarken satım opsiyonun değeri düşer.
- **Kâr Payı:** Hisse senedi opsiyonlarında, opsiyon değerini etkileyen bir başka parametre ise kâr paylarıdır. Bir hisse senedi kâr payı dağıttığında, hisse senedinin fiyatı düşer. Opsiyon sahibi kâr payı dağıtımının kazandırdığı likidite artışından yararlanamaz. Kâr payı dağıtılırsa alım opsiyonun değeri düşer, satım opsiyonun değeri artar.

Brenner ve diğ. (2006) özellikle volalitenin opsiyon fiyatları üzerinde etkili olduğunu savunmuşlardır. Hull (2009: 202) ise opsiyon fiyatına etki eden değişkenlerin birinin arttığı, diğerlerinin sabit kaldığı varsayımı altında, Avrupa ve Amerika tipi alım ve satım opsiyonlarına etkilerini aşağıdaki gibi göstermiştir.

Tablo 2. 5. Opsiyon Fiyatlarını Etkileyen Faktörler

Değişkenler	Avrupa Alım Opsiyonu	Avrupa Satım Opsiyonu	Amerikan Alım Opsiyonu	Amerikan Satım Opsiyonu
Kur Fiyatları	+	-	+	-
Kullanım Fiyatı	-	+	-	+
Opsiyon Süresi	?	?	+	+
Dalgalanma	+	+	+	+
Risksiz faiz oranı	+	-	+	-
Gelecek Kâr payları	-	+	-	+

+ Değişkenin artması ile opsiyon fiyatı artar.

- Değişkenin azalması ile opsiyon fiyatı azalır.

? Değişken ile opsiyon fiyatı arasında kesin bir ilişki bulunmamaktadır.

Kaynak: Hull, 2009: 202.

2.3.4. Opsiyon Fiyatlaması

Opsiyon fiyatlama yöntemleri genel olarak Black-Scholes Yöntemi ve Binomial Tree Yöntemi olmak üzere iki grup adı altında incelenmektedir.

2.3.4.1. Black – Scholes Yöntemi ile Opsiyon Fiyatlaması

Temettü ödemesi yapmayan Avrupa tipi opsiyon fiyatlarının hesaplaması için Fisher Black ve Myron Scholes tarafından geliştirilen model, finansal ürünün nakit hesabında kısa pozisyon, satın alma opsiyonu hesabında ise uzun pozisyon tutarak risksiz faiz oranında getiri elde eden bir portföy oluşturma düşüncesine dayanmaktadır. Aşağıdaki gibi formüle edilmektedir (Kolb ve Overdahl, 2003: 118, Bolgün ve Akçay, 2005: 368, Duarte, 2006: 65, Chorafas, 2008-b: 195-196).

$$C = SN(d_1) - Ke^{-rt} \cdot N(d_2)$$

C: Cari alım opsiyon fiyatı

S: Spot parite

N(d): Standart Normal Tablo olasılık değeri

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{Ke^{-rt}}\right) + 0,5 \delta t^{1/2}}{\delta t^{1/2}}$$

$$d_2 = d_1 - \delta t^{1/2}$$

X: Kullanım fiyatı

e: 2,71828 (Doğal Logaritmik Fonksiyon Değeri)

r: Risksiz verim oranı

T: opsiyon vadesi

δ : Döviz cinsi üreniden elde edilen getirinin yıllık bileşik standart sapması

In: Doğal logaritma

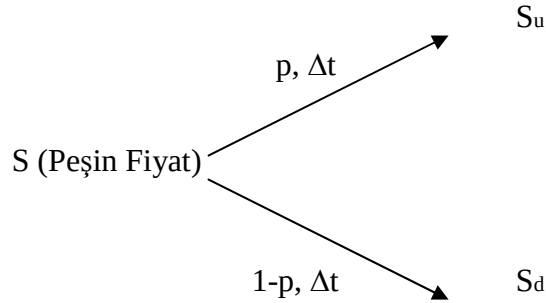
N(d) kârda olan opsiyonun vadesinde uygulanma ihtimalini göstermektedir. N(d) değeri 1'e yaklaştıkça opsiyon kârda sonuçlanmakta ve kullanım fiyatı artmaktadır. N(d) değeri 0'a yaklaştığında ise opsiyon zararda sonuçlanmakta ve kullanım fiyatı düşmektedir.

Ceylan ve Korkmaz (2008: 613) Black-Sholes Modelinin temel varsayımlarının aşağıdaki gibi sıralamışlardır.

- Opsiyon alım veya satımında işlem maliyeti ve vergi söz konusu değildir.
- Kısa bir zaman içinde hisse senedi fiyatında küçük değişimler olmaktadır.
- Menkul kıymet fiyatları arbitraja olanak sağlamamaktadır.
- Hisse senedi fiyatları sürekli olarak değişmektedir.
- Hisse senedi getirileri logaritmik normal dağılım şeklindedir.
- Opsiyona konu hisse senedi için kârpayı ödemesi söz konusu değildir.
- Hisse senedinin riski opsiyonun vadesi boyunca değişmemektedir.
- Açığa satış işlemi serbesttir ve cezai yaptırımı yoktur.
- Kısa vadeli borçlanmak mümkündür.
- Kısa vadeli faiz oranı bilinmekte ve opsiyonun vadesi boyunca değişmemektedir.

2.3.4.2. Binomial Model ile Opsiyon Fiyatlaması

Binom modeli, kesikli zamanlı bir süreçte, hisse senedi fiyat hareketlerini inceleyen ve hisse senetleri fiyatlarını hesaplayan modeldir. Sözleşmeye konu menkul kıymetin kesikli rassal yürüyüş modelleri sonucunda ortaya çıkmıştır. Eğer S_t değişkeninin binom ile hesaplanan $S_0, S_1, S_2, \dots, S_n$ değerleri $P_0, P_1, P_2, \dots, P_n$ olasılıklarına sahip ve $P_1, P_2, P_3, \dots, P_n = 1$ ise S_t kesikli olasılık dağılımı olan bir binom dağılıma sahiptir. Hisse senedinin, döviz kurunun vb. finansal varlık fiyatlarının iki yönlü olarak değişebileceği ve Amerikan tipi opsiyonlar ile istenilen vadede opsiyonun uygulamaya konulabileceği öngörülmektedir ve aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır



Peşin fiyat, Δt zaman diliminde (p) olasılığıyla S_u değerine yükselecek veya S_d değerine düşecektir. Δt dönemi sonunda fiyat $S_u > S$ ve $S_d < S$ olurken, $u > 1$ ve $d < 1$ şartına bağlı olmaktadır (Bolgün ve Akçay, 2005: 373- 374). Bu noktadan hareketle t zamanında opsiyonun beklenen değeri aşağıdaki şekilde olur (Chambers, 2007: 105)

$$E(S_T) = p S_u + (1 - p) S_d \text{ veya } E(S_T) = S e^{rT}$$

2.3.5. Opsiyon Fiyatlarının Duyarlılığı

Opsiyon fiyatlarını etkileyen faktörler içerisinde, ilgili varlığın fiyatı, opsiyon vadesi, opsiyon değişkenliği ve faiz oranları sayılabilir. Bu faktörlerin duyarlılığı opsiyon fiyatlarında önem taşımakta ve delta, gama, theta, vega, lambda ile ölçülmektedir (Taleb, 1997: 10, Kolb ve Overdahl, 2003: 141-142, Duarte, 2006: 59-62, McDonald, 2006: 382-388, Chambers, 2007: 118-121, Chorafas, 2008-b: 233-242).

- **Delta:** Opsiyonun üzerine yazıldığı varlığın fiyatının bir birim değişmesi halinde, opsiyonun fiyatında oluşabilecek değişimi ölçer. Opsiyon fiyatlarındaki değişme, daima cari piyasadaki fiyat değişmelerinden daha az olmaktadır.

$$\text{Delta} = \frac{\text{Opsiyon Fiyatındaki Değişim}}{\text{Opsiyona Dayanak Varlık Fiyatındaki Değişim}}$$

- **Gamma:** Varlığın fiyatındaki küçük değişmeler sonucu opsiyon deltasındaki küçük değişiklikleri ölçer. Gamma'nın pozitif değer alması, varlık fiyatındaki artışla birlikte, deltanın da artacağına veya varlık fiyatındaki düşüşle birlikte düşeceğine işaret eder.

$$\text{Gamma} = \frac{\text{Opsiyon Deltasındaki Değişim}}{\text{Opsiyona Dayanak Varlık Fiyatındaki Değişim}}$$

- **Theta:** Opsiyonun vadesine bağlı olarak, opsiyonun fiyatındaki değişim oranıdır. Opsiyon vadesi yaklaştıkça değer kazanır. Theta yükseldikçe nakit akımı da yükselir. Opsiyon fiyatının vadeye kadar kalan zamana bölünmesi ile bulunur. Değerinin büyük olması opsiyon değerindeki günlük zararların fazla olacağı anlamını taşır.

$$\text{Theta} = \frac{\text{Opsiyon Fiyatındaki Değişim}}{\text{Opsiyona Vadesine Kalan Süredeki Değişim}}$$

- **Vega:** Opsiyonun öngörülen değişkenliğindeki değişime opsiyon fiyatlarının duyarlılığının ölçümüdür. Opsiyonun vadesi uzadıkça, değişkenlik de artacağından, uzun vadeli opsiyonlar için vega daha yüksektir.

$$\text{Vega} = \frac{\text{Opsiyon Fiyatındaki Değişim}}{\text{Opsiyona Volatilitesindeki Değişim}}$$

- **Rho:** Opsiyon fiyatlarının faiz oranlarındaki değişimine duyarlılığını ölçmektedir.

$$\text{Rho} = \frac{\text{Opsiyon Fiyatındaki Değişim}}{\text{Faiz Oranlarındaki Değişim}}$$

- **Lambda:** Opsiyonun bağlı olduğu varlığın fiyatındaki değişkenliğin bir birim artması durumunda opsiyon fiyatında oluşabilecek değişikliği ölçer. Lambda yüksekse opsiyonun fiyatı, değişkenlikteki küçük değişkenliklere karşı hassas demektir. Lambda düşük olması ise değişkenlikteki değişikliklerin opsiyon fiyatındaki etkisinin küçük olduğunu göstermektedir.

2.3.6. Opsiyon Stratejileri

Opsiyon stratejileri spreads, straddle, straps - strips ve strangles olmak üzere dört ana grupta incelenmektedir (Chambers, 2007: 73–85).

2.3.6.1. Spread (Yayılma) Stratejileri

Bir opsiyonun alınıp diğerinin satılması ile riski sınırlandırarak yüksek kâr sağlamaya yönelik bir stratejidir. Boğa, ayı ve kelebek olmak üzere üç bölümde incelenmektedir.

2.3.6.1.1. Boğa Spreadi

Boğa spreadi vadesi aynı olan düşük kullanım fiyatlı bir satım opsiyonunun alınması ve yüksek kullanım fiyatlı bir alım opsiyonunun satılması ile gerçekleştirilir (Chorofas, 2008-b:220). Özellikle hisse senedi fiyatlarının yükseleceği beklentisi içinde olan yatırımcının, hisse senedi üzerine yazılmış, aynı kullanım tarihli bir alım opsiyonu satın alması ve daha yüksek kullanım fiyatlı bir alım opsiyonunun satması esasına dayanmaktadır. Fiyatlar yükseldiğinde alım opsiyonlarında uzun pozisyon, kâr sağlayacak olup fiyatlar düştüğünde ise ortaya çıkacak zarar kısa alım nedeniyle sadece alım opsiyonuna göre daha sınırlı olacaktır (Chambers, 2007).

2.3.6.1.2. Ayı Spreadi

Ayı spreadi, opsiyona dayanak varlığın fiyatının düşeceği beklentisiyle geliştirilmiş bir kazanç sağlama işlemidir (Kolb ve Overdahl, 2003: 161). Opsiyon fiyatlarının düşeceği beklentisine sahip olan yatırımcı, boğa spreadinin tam tersi işlem yaparak ayı spreadini gerçekleştirmektedir. Özellikle hisse senedi üzerine yazılmış belirli bir kullanım fiyatlı alım opsiyonunu almakta ve aynı hisse senedine yazılmış daha düşük kullanım fiyatıyla başka bir alım opsiyonu satma üzerine yoğunlaşmış bir stratejidir.

Bu strateji de fiyatların genel olarak düşeceği beklentisi hakimdir. Fiyatlarda düşüş olduğu zaman opsiyonların primleri arasındaki farktan yararlanarak ve kâr elde edilecektir. Fiyatlar kısa alım opsiyonunun kullanım fiyatının altına düştüğü zaman kısa pozisyona ilişkin alım opsiyonu kullanılmayacak ve alınan prim sayesinde zarar sınırlandırılarak azaltılmış olacaktır.

2.3.6.1.3. Kelebek Spreadi

Kelebek spreadi, dört farklı alım ve satım opsiyonun birleşimidir (Chorafas, 2008-b: 164). Düşük kullanım fiyatlı bir alım opsiyonu ile yüksek kullanım fiyatlı bir alım opsiyonun alınması ve bu iki kullanım fiyatı arasında ki bir kullanım fiyatından iki alım opsiyonunun satılması ile uygulanan bir stratejidir. Benzer şekilde satım opsiyonu ile de yapılabilen kelebek stratejisi boğa spreadi ile ayı spreadinin birleşmesinden oluşmaktadır (Chambers, 2007). Vade sonunda opsiyona esas varlık fiyatı, alım opsiyonun satış fiyatına yakın olduğu zaman strateji maksimum getiri sağlamaktadır (Kolb ve Overdahl, 2003: 161).

2.3.6.2. Straddle (Kombinasyon)

Straddle, vadesi, kullanım fiyatı, işlem tarihi aynı olan bir alım opsiyonu ile bir satım opsiyonun birlikte alınması veya satılmasıdır (Chorafas, 2008-b:162). Sözlük manası olarak taraf tutmamak olan straddle, fiyatlarda önemli bir değişim olacağını tahmin eden fakat yönünü belirleyemeyen yatırımcıların izledikleri stratejidir. Fiyatlar belirli bir seviyenin üstüne çıktığı zaman alım opsiyonu, düştüğü zaman ise satım opsiyonu kullanılarak kâr elde edilecektir (Chambers, 2007). Opsiyon sözleşmelerine

ödenen yüksek opsiyon primleri, bu stratejinin dezavantajı olduğu görülmektedir (McDonald, 2006: 53).

2.3.6.3. Straps and Strips

Straps, anlaşıma fiyatları ve vadeleri aynı iki satın alma opsiyonu ve bir satma opsiyonunun bileşimidir. Strips anlaşıma fiyatları ve vadeleri aynı iki satma ve bir satın alma opsiyonunun birleşimidir. İki strateji arasındaki temel fark, yatırımcının strapte hisse senedi fiyatlarında artış, stripte ise azalış beklentisi içinde olmasıdır (Parlakkaya, 2005).

2.3.6.4. Strangles

Strangle, vadesi ve işlem tarihi aynı fakat kullanım fiyatları farklı olan bir alım opsiyonu ile bir satım opsiyonunun birlikte alınması veya satılmasıdır (Chorofas, 2008-b:163). Straddle pozisyonunundan farkı alım ve satım opsiyonunun kullanım fiyatının farklı olmasıdır. Fiyatlarda değişim bekleyen fakat değişim yönünü tahmin edemeyen yatırımcılar tarafından kullanılmaktadır (Parlakkaya, 2005).

2.3.7. Opsiyon Sözleşmeleri ile Futures Sözleşmeleri Arasındaki Farklar

Opsiyon sözleşmeleri ile futures sözleşmeler arasındaki en temel fark opsiyon sözleşmelerinin bir hak sağlaması fakat aynı zamanda yükümlülük altına sokmamasıdır. Opsiyon sözleşmeleri ile futures sözleşmeleri arasındaki farklar Tablo 2.6'da sıralanmıştır.

Tablo 2.6. Futures Sözleşmeleri ile Opsiyonlar Arası Farklar Tablosu

Temel Özellikler	Futures Sözleşmeleri	Opsiyon Sözleşmeleri
Riskten Korunma Aracı	Evet	Evet
Standart Sözleşmeler	Evet	Evet
İşlem Piyasası	Borsada	Borsa ve Tezgah üstü
Fiziki Teslimat	Genelde yok.	Hak kullanılırsa var
Ön ödeme	Var	Satıcı için var
Vadeye kadar nakit akışı	Var	Satıcı için var
Kredi Riski	Yok	Yok
Kaldıraç Etkisi	Var	Var
Hak ve Yükümlülük Birlikteliği	Var	Yok

Kaynak: İMKB, 2008: 451

2.3.8. Opsiyon Sözleşmelerinin Avantajları ve Dezavantajları

Opsiyon sözleşmelerinin bir türev finansal varlık olarak yararları, risk aktarma, kaldıraç etkisi, likidite, esneklik, kâr sağlama, şeffaflık başlıkları altında toplanabilir (Usta,2008:310):

- **Riske Karşı Korunma:** Özellikle açık pozisyonu olanlar, fiyatlardaki olası değişimlere karşı kendilerini korumak veya riskten sakınmak için opsiyon sözleşmelerini bir araç olarak kullanarak istenmeyen riskleri, diğer kişi ve kuruluşlara aktarmak imkanını elde etmektedirler. Üstelik opsiyon sözleşmelerinin sağladığı bu imkandan, sadece ödediği prim kadar riske girerek yararlanılmaktadır.
- **Kaldıraç Etkisi:** Bir kişi veya kuruluş, opsiyon satın almakla, doğrudan varlık almadan çok daha fazla varlığı kontrol etme olanağını bulmaktadır. Opsiyon alış fiyatı söz konusu varlığın fiyatından çok daha düşük olduğundan, opsiyon satın almakla belirli bir sermaye ile çok fazla varlığı kontrol edebilmektedir.
- **Esneklik:** Borsada işlem gören standardize edilmiş opsiyonlar kişi ve kuruluşlara, bekleyişlerine ve piyasa koşullarını değerlendirmelerine göre, kısa veya uzun pozisyon almalarına imkan sağlamaktadır.

- **Likidite:** Opsiyon sözleşmelerinin istenilen anda borsada işlem görmesi likiditeyi artırmakta, piyasayı derinleştirmektedir. Özellikle yüksek tutarlı sözleşmeler bile, istenildiği anda piyasa fiyatlarını önemli ölçüde etkilemeden alınıp satılabilmektedir.
- **Şeffaflık:** Borsada işlem gören opsiyon fiyatlarının, piyasadaki işlem hacminin ve gerçekleşen işlemlerin anında görülebilmesi, şeffaflık sağlar.

Ayrıca, vadeli işlem sözleşmelerinin getirdiği yükümlülük, opsiyon sözleşmelerinde alıcı (hak sahibi) taraf için söz konusu değildir. Opsiyon sözleşmelerinde, alıcı açısından bu tür bir sorumluluk olmadığı için opsiyon sözleşmeleri daha esnek ve kâr sağlama olasılığı daha yüksek bir tekniktir. Fakat opsiyon sözleşmelerinde opsiyon satıcısına ödenen opsiyon primi opsiyon kullanılsa bile ek bir maliyet unsuru oluşturmaktadır.

2.4. SWAP SÖZLEŞMELERİ

Kelime anlamı olarak değiş-tokuş anlamına gelen “swap”, finansal olarak ise, bir yabancı paranın aynı anda hem alınıp hem de satıldığı, fakat alım satım tarihlerinin farklı olduğu, bir vadenin başka bir vadeyle değişimini içeren sözleşme manasına gelmektedir (Yetim, 1991: 125).

McDonald (2006: 247) swap sözleşmelerinin en sade şekliyle belirli bir süre için ödemelerin değişimi olduğunu ifade etmektedir. Swap sözleşmeleri, iki tarafın sorumluluklarını veya varlıklarını belirli bir süre sonunda ters işlem ile kapatılmak üzere değiştirmesini konu alan sözleşmelerdir (Mallin ve diğ., 2001).

Bryan ve Rafferty (2006) swap sözleşmelerini, karşılıklı iki tarafın ticari ürün, finansal varlık veya nakit akımını belirli bir süre için değişimini öngören sözleşmeler olarak tanımlamışlardır.

Swap işlemi temelde, farklı mali piyasalarda farklı kredi şartlarına sahip iki ya da daha çok tarafın, bu farklılıklardan her bir tarafın lehine olacak şekilde yararlanmaya çalışmasıdır (Apak, 1995: 63 ve Tosun, 2006: 27).

Ertürk (1994: 45) ise swap sözleşmelerini, farklı kuruluşların piyasalar arası arbitraj yapabilmelerine olanak tanıyan farklı kredi değerliliklerine sahip iki veya daha çok tarafın, mali piyasalarda rekabetçi üstünlüklerinin, tarafların yararına olacak şekilde

kullanılması amacıyla, önceden belirlenen ödeme planlarının karşılıklı değiştirilmesi esasına dayanan finansal işlemler olarak tanımlamıştır.

Swap sözleşmeleri belirli bir miktar ve kalitedeki finansal varlığına ilişkin hak ve yükümlülüklerin, önceden belirlenen fiyat ve koşullara göre gelecekteki bir tarihte değişimini konu alan vadeli işlemlerdir (Kolb ve Overdahl, 2003).

Uzunoğlu (1996: 197), swap işlemlerinin faiz oranları ile döviz kurundaki dalgalanmalardan kaynaklanabilecek riskleri azaltmak ve bu risklerin oluşturabileceği olumsuzlukları önlemek için geliştirilmiş bir finansal teknik olduğunu belirtmiştir. Bununla beraber yazar swap sözleşmelerini, farklı karaktere sahip gelecekteki iki nakit akımının birbirleriyle takası olarak da tanımlamıştır.

Ceylan ve Korkmaz (2008: 618); swap işlemini, iki tarafın belirli bir zaman diliminde ödemelerini karşılıklı olarak değiştirme konusunda anlaştıkları finansal işlem olarak tanımlamış ve değişime konu işlemlerin, faiz, anapara veya hem faiz hem anapara ödemeleri olabileceğini belirtmişlerdir.

Swap sözleşmeleri, aslı unsurları arasında el değiştirecek para birimlerinin tanımı, her bir para birimine uygulanacak sabit veya değişken faiz oranı ve ödeme zamanları bulunan, mevcut borçların veya yatırımların nakit akımlarını değiştirmeye yarayan, iki tarafın birbirlerine belirli periyodlarla ödeme taahhütlerini içeren bir sözleşmedir (Kemahlı, 2006: 73; Fıstıkçı, 2007: 53).

Swap sözleşmeleri, karşılıklı iki tarafın, farklı piyasalardaki mukayeseli üstünlüklerinden faydalanmak amacıyla düzenledikleri sözleşmelerdir. Bu sözleşmeler, belirli bir finansal varlığı, belirli bir süre zarfında değişimini esasına dayanmaktadır.

2.4.1. Swap İşlemlerinin Özellikleri

Miron ve Swannell (1995) swap sözleşmelerinin esas amacının riskten ve spekülasyondan korunmak olduğunu belirtmişlerdir.

Swap sözleşmelerinin en önemli özellikleri, ihtiyaç duyulan yabancı paraya ulaşmayı ve borçların değişimini sağlamak, mukayeseli üstünlüklerden yararlanarak arbitraj elde etmek ve nakit akışlarını düzenlemek olarak sıralanabilir (Örten ve Örten, 2001: 313). Ayrıca swap sözleşmeleri, borsada işlem gören opsiyon ve futures sözleşmelerinden farklı olarak tarafların taleplerine uygun olarak istenilen miktarda düzenlenebilmektedir (Kolb ve Overdahl, 2003: 167).

Swap işleminin özü, alacakların bulunduğu finansal piyasadaki konumu itibariyle, bir tarafın diğer tarafa sağladığı göreceli üstünlüğün arbitraj amacıyla değiştirilmesi olarak görülmektedir. Böylelikle, finansal piyasadaki konumu nedeniyle göreceli maliyet üstünlüğüne sahip olan işletme swap sözleşmesi ile diğer işletmenin bu üstünlüğe ulaşabilmesine imkan sağlamaktadır. Futures ve opsiyonlar gibi türev varlıklar arasında yer alan swap sözleşmelerinin finansal piyasalarda, önemli bir araç haline gelmelerinin en önemli nedeni riski aracıya transfer etmeleridir. Fakat swap işlemlerinin kullanımı ile faiz riski, kur riski, kredi riski gibi riskler de yüklenilmektedir (Yıldız, 2006: 95–97).

2.4.2. Swap Sözleşmelerinin Türleri

Swap sözleşmeleri, çok değişik çeşitleri olmasına rağmen esas itibariyle para ve faiz swapları olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Farklı para birimine dayalı swap sözleşmeleri para swapları, aynı para biriminde faiz oranı ödemelerini (nakit akımlarına) esas alan swap sözleşmeleri ise faiz swapları olarak adlandırılmıştır (Bryan ve Rafferty, 2006: 47). Bunun yanı sıra, çeşitli ihtiyaçları karşılamak amacı ile kokteyl swapı, amortize edilmiş swap, değişken anaparalı swap, başlangıcı gecikebilen swap, mal swapı, swaption gibi alternatif swap sözleşmeleri de geliştirilmiştir (Parlakkaya, 2005: 131). Çalışma kapsamında ise, swap sözleşmelerinin en yaygın türleri olan faiz swapları ve para swapları incelenmiştir.

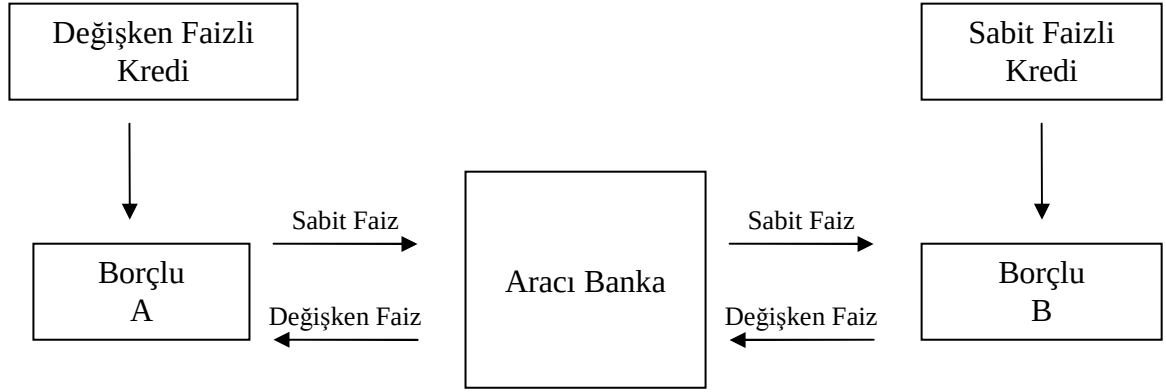
2.4.2.1. Faiz Swapları

Miron ve Swannell (1995) faiz swaplarını, gelecekteki faiz ödemelerinin değiştirilmesini esas alan sözleşmeler olarak tanımlamışlardır. Faiz swapı, karşılıklı iki tarafın belirli bir süre zarfında, aynı cins ve belirlenmiş varsayımsal bir anapara üzerinden, faiz ödemelerinin yapısını değiştirmek amacıyla yaptıkları anlaşmadır (Parlakkaya, 2005: 133). Uygulamada genellikle sabit faiz ile değişken faiz değişimini konu alan swap sözleşmelerine rastlanmaktadır (Kolb ve Overdahl, 2003: 169).

İşletmeler faiz riskini yönetmek, alternatif finansman olanakları sağlamak ve faiz ödemeleri / gelirleri ile borç stoğunun yeniden yapılandırılmasına imkan tanımak amaçları ile swap sözleşmeleri yapmaktadır (Akgün, 1996: 39)

Faiz swaplarında anapara vade süresince el değıştirmez. Faiz swapları bu özellikleri ile faiz, kur kredi risklerini sadece faiz riski ile sınırlandırmaktadır (Chambers, 2007: 128).

Faiz swaplarının işleyişı Şekil 2.1.'de gösterilmiştir.



Şekil 2.1. Faiz Swaplarının İşleyişı

Kaynak: Kolb ve Overdahl, 2003: 169-170, McDonald, 2006: 249-251, Ceylan ve Korkmaz, 2008: 622, Parlakkaya, 2005: 134 ve Yavrutürk, 2008: 104.

Şekilde görüldüğü üzere, piyasadan borçlanmak isteyen A ve B gerçek veya tüzel kişileri, piyasadan aldıkları farklı nitelikteki faiz oranlarını, karşılıklı olarak değıştirmek suretiyle kendileri için daha uygun olacak nitelikteki faiz oranına çevirebilmektedir. Bir başka değışle faiz swap sözleşmeleri ile sabit faizle borçlanan taraf değışken faizli borca ve benzer şekilde değışken faizle borçlanan taraf da sabit faizli borca sahip olma imkânına kavuşmaktadır.

Yukarıdaki gibi bir swap sözleşmesinde faiz oranlarının azaldığında değışken faiz ile ödeme yapan taraf bu değışimden kazançlı çıkacaktır. Aksi durumda değışken faiz ödeyen taraf daha fazla ödeme yapmak zorunda kalacaktır (Karatepe, 2000:153–154).

Parlakkaya (2005) faiz swap sözleşmelerinin kupon swapı, baz swapı ve aktif swapı olmak üzere üç türünün bulunduğunu belirtmiştir.

- **Kupon Swapı:** Farklı finansman kaynaklarından benzer vadeli ve eşit miktarda anapara borçlanmasına sahip farklı iki tarafın, bir banka aracılığıyla faiz ödeme yükümlülüklerini değiştirmeleri esasına dayanan swap şeklindedir.
- **Baz Swapı:** Tarafların birbirlerine farklı bazlara göre hesaplanan değişken faiz ödemeleri yaptıkları swap türüdür.
- **Aktif Faiz Swapları:** Bir aktifin ve swap işleminin birleştirilerek sabit faizli bir aktifin değişken faizli bir aktif dönüştürülmesine olanak sağlayan swap işlemidir.

2.4.2.2. Para Swapları

Para swapı, iki farklı paranın ileride belirlenen bir tarihte, ters yönde tekrarlanmak üzere değiştirilmesidir (Miron and Swannell, 1995: 18). Para swapları literatürde döviz swapları olarak da ifade edilmektedir ve geri satın alma sözleşmeleri olarak ifade edilebilir.

Parlakkaya (2005: 131) para swaplarını, iki farklı paranın gelecekteki bir tarihte yeniden değiştirilmek koşulu ile yapılan anlaşma sonucu bugünden değiştirilmesi olarak tanımlamıştır.

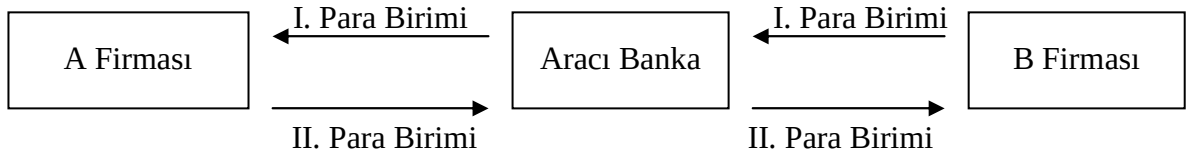
Ceylan ve Korkmaz (2008: 625) ise para swaplarını eşit miktarlardaki iki farklı paranın, vade tarihinde orijinal para birimleri üzerinden ve daha önceden belirlenmiş olan bir kur hesabı ile geri ödenmek üzere değiştirilmesi olarak ifade etmişlerdir.

Para swapı işlemlerinde temel amaç kur riskini yönetmektir. Bunun yanı sıra döviz kuru denetimlerine ilişkin düzenlemelerden uzaklaşmak, yabancı para ile borçlanma maliyetlerini azaltmak, yabancı para ile uzun süreli borçlanma imkânlarını arttırmak gibi nedenlerle para swapları kullanılmaktadır (Chambers, 2007: 132). Usta (2008: 286) para swaplarının esnek, borçlarda istikrar ve işlemlerde yalınlık sağlamak, kur riskini azaltmak ve fon maliyetlerini azaltmak gibi yararları olduğunu belirtmiştir.

Para swaplarının işleyişi, genel olarak vade başında belirlenen döviz kuruna göre eşit miktarda para değişimi yapılır ve dönem içinde karşılıklı olarak faiz ödemeleri gerçekleştirilir ve swap işleminin vadesi sona erdiğinde yeni kurdan nihai değişim işlemi yapılır (Hull, 2009: 163). Swap işlemleri, tarafların anaparaları değiştirmeleri, faizlerin swap süresi içinde değiştirilmesi ve vade sonunda tarafların anaparaları

birbirlerine iade etmeleri olmak üzere Şekil 2.2.'de gösterildiği gibi üç aşamada gerçekleşmektedir.

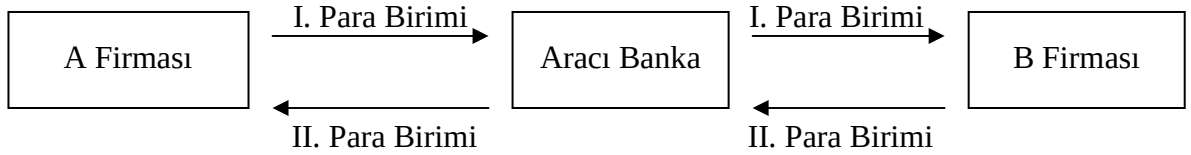
1. Aşama: Anaparanın Değişimi



2. Aşama: Faizlerin Değişimi



3. Aşama: Vade sonunda anaparaların iadesi



Şekil 2.2. Para Swaplarının İşleyişi

Kaynak: Kolb ve Overdahl, 2003: 170 – 172, Parlakkaya, 2005:131–132, Tosun, 2006: 31, Yıldız, 2006: 100 ve Yavrutürk, 2008:107.

Hull (2009: 172) para swaplarını Sabit Faiz Para – Değişken Faiz Para Swapları, Değişken Faizli Para – Değişken Faizli Para Swapları ve Sabit Faizli Para – Sabit Faizli Para Swapları olarak üç grupta sınıflandırmıştır. Bolak (2004: 140) da uygulamada en sık olarak sabit faizli para – değişken faizli para swaplarına rastlandığını belirtmiştir.

2.4.3. Swap İşlemlerinin Avantajları ve Dezavantajları

Bryan ve Rafferty (2006) swap sözleşmelerinin, tezgah üstü piyasada işlem gören türev ürünler (forward, opsiyon ve swap) arasında en fazla tercih edilen sözleşme türü olduğunu ifade etmişlerdir. Yazarlar, swap sözleşmelerinin döviz kuru ve faiz oranı riskine karşı koruma sağlamanın yanı sıra borçlanma maliyetlerini de azaltmaya yardımcı olduğunu savunmuşlardır.

Çıdamlı (1996:156-157) swap işlemlerinin avantajlarını işletmelere uzun vadeli korunma imkanı sunmak, bilanço dışı finansman imkânı sağlamak, çeşitli piyasalar ve enstrümanlar arasında köprü görevi yapmak, nakit akımlarının yönetimini düzenlemek ve finansman sağlamada maliyet tasarrufuna olanak tanımak olarak sıralamıştır. Swap işlemlerinin dezavantajlarının ise istenilen vadede, miktarda veya para biriminde swap işlemi yapılacak karşı tarafın bulunamaması ve swap işlemleri ile doğan kredi riski olduğunu belirtmiştir.

Chambers (2007: 141–142) ise swap işlemlerinin bazı ekonomik ve vergisel düzenlemelerden kaçınmak, uluslar arası piyasalarda kaynak bulmaya imkan sağlamak, aktif ve pasif mevcutlarını korumak, arbitraj elde etmek, hedge sağlamak gibi avantajları bulunduğu ifade etmiş ve swap sözleşmelerinin spekülasyon amaçlı olarak da kullanılabileceğini vurgulamıştır.

2.4.4. Swap İşlemleri ile Diğer Türev Ürünler Arasındaki Farklılıklar

Swap işlemi diğer türev ürünler olarak adlandırılan Futures ve Forward ve Opsiyon sözleşmelerinden ayıran temel özellikler aşağıdaki gibi sıralanabilir (Cebe, 2006: 154 ve Fıstıkçı, 2000: 54)

- Spekülasyon amacı ile futures ve forward sözleşmelerinin düzenlenmesi yaygın görülmekte iken swap sözleşmelerinde az rastlanan bir durumdur.
- Swap işlemleri, futures ve forward sözleşmelere göre daha uzun vadelidir.
- Futures, forward ve opsiyon sözleşmelerinde bir taraf kâr elde ederken diğer taraf için zarar söz konusu olmasına rağmen swap işlemi neticesinde her iki tarafta fayda sağlayabilmektedir.

- Futures ve Forward işlemleri genellikle sözleşme halinde düzenlenirken swaplarda çoğunlukla tüm işlemler bir banka aracılığı ile yürütülmektedir.
- Futures ve opsiyon sözleşmeleri düzenli piyasalarda standart sözleşmelere bağlı olarak yapılırken, swap sözleşmeleri standart olmadığı için tarafların kendi istek ve ihtiyaçlarına uygun olarak düzenlenebilmektedir.
- Futures ve opsiyon sözleşmeleri kamuya tamamen açıkken, swap sözleşmeleri işletmeler için karşılıklı olarak ticari sırlar kapsamına girmektedir.

Karan (2007: 15) çalışmasında forward, futures, opsiyon ve swap sözleşmelerinin karşılaştırılmasına yer vermiştir. Bu karşılaştırma sonuçları Tablo 2.7’de verilmiştir.

Tablo 2.7. Türev Ürünlerin Karşılaştırılması

Temel Özellikler	Forward Sözleşmeleri	Futures Sözleşmeleri	Opsiyon Sözleşmeleri	Swap Sözleşmeleri
Riskten Korunma Aracı	Evet	Evet	Evet	Evet
İşlem Gördüğü Piyasa	OTC	Borsa	Borsa ve OTC	OTC
Fiziki Teslimat	Var	Genelde yok	Hak kullanılırsa var.	Var
Teminat Zorunluluğu	Genelde yok	Var	Satıcı için var	Yok
Kredi Riski	Var	Yok	OTC ise var, borsada ise yok	Var
Likidite	Düşük	Yüksek	OTC ise düşük, Borsa ise yüksek	Düşük
Hak ve Yükümlülük	Var	Var	Yok	Var
Standart Sözleşmeler	Sözleşme Serbestîsi	Evet	Borsada ise var, OTC ise taraflar serbestçe belirler.	Taraflarca belirlenir.
Nakit Akımı	Sadece vade sonunda	Günlük marj uygulaması	Vade başında prim olarak ve vade sonunda	Vade başında, Faiz ödemelerinde, Vade sonunda

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM
TURİZM İŞLETMELERİNİN RİSKTEN KORUNMA
YÖNTEMLERİNDEN FAYDALANMA DÜZEYİ – TÜRKİYE’DE FAALİYET
GÖSTEREN 5 YILDIZLI OTEL İŞLETMELERİNE YÖNELİK BİR
ARAŞTIRMA

ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

Bu bölümde turizm işletmelerinde risk algısı ve riskten korunma yöntemlerini konu alan bu çalışmanın, araştırma metodolojisine ilişkin değerlendirmeler sunulmuştur. Bu kapsamda araştırmanın amacı, yöntemi, evreni - örnekleme ve veri toplama yöntemi açıklanmış, ön uygulamaya ve bulgulara ilişkin sonuçlara yer verilmiştir.

3.1. ARAŞTIRMA SÜRECİNİN BELİRLENMESİ

Literatürde elde edilen bilgiler doğrultusunda, araştırmanın amacını gerçekleştirmek için elde edilmesi gereken birincil verilerin bilimsel araştırma sürecine uygun olarak sağlanması gerekmektedir. Bu bağlamda ilk olarak araştırmanın teorik çerçevesi belirlenmiştir. Daha sonra araştırma amacına uygun olarak araştırma değişkenleri açıklanmıştır. Bu aşamayı veri toplamada kullanılacak yöntemin belirlenmesi, evrenin ve örneklemin belirlenmesi, ön (pilot) uygulama yapılması ve toplanan verilerin analizinde kullanılacak istatistiksel testlerin belirlenmesi ve uygulanması aşamaları takip etmiştir.

3.2. ARAŞTIRMANIN AMACI

Bu çalışmanın iki temel amacı vardır. Bunlardan birincisi, Türkiye’de faaliyet gösteren beş yıldızlı otel işletmelerindeki finansal risk algısını, risk unsurlarını, maruz kalınan risk türlerini belirlemektir. İkincisi ise riskten korunma yöntemlerini ortaya koyarak riskten korunma araçlarının kullanımının bu işletmelere etkilerini belirlemektir.

Bu amaç kapsamında, işletme yöneticilerine riskten korunma yöntemlerine ilişkin aşağıdaki faktörlerle ilgili sorular yöneltilmiştir;

- Risk algısı ve risk unsurları,
- Risk üzerinde etkili olan makro ekonomik faktörler,
- Döviz kuru, faiz oranı ve fiyat artış riskleri ve etkileri,

- Firma içi riskten korunma yöntemleri,
- Forward sözleşmelerinin özellikleri ve kullanımı,
- Futures sözleşmelerinin özellikleri ve kullanımı,
- Opsiyon sözleşmelerinin özellikleri ve kullanımı,
- Swap sözleşmelerinin özellikleri ve kullanımı,

3.3. ARAŞTIRMANIN ÖNEMİ

Gelecekte ekonomide yaşanabilecek gelişmelerinin tam olarak bilinmemesi bazı riskleri de beraberinde getirmektedir. Özellikle belirsizliklerin fazla olduğu dönemlerde turizm işletmeleri, sektörün yapısı gereği başta döviz kuru riski olmak üzere ticari ürün fiyat artış riski ve faiz oranı riskleri ile karşı karşıya gelmektedirler (Kutukız, 2005). Otel işletmelerinin bu risklere karşı nasıl bir strateji izlemesi gerektiği, riskleri yok etmek veya azaltmak için hangi yöntemleri kullanacağını belirlemesi, işletmelerini daha etkin ve verimli bir şekilde varlığını sürdürebilmesi için önem arz etmektedir.

Bu çalışma turizm işletmelerinin maruz kaldıkları risk unsurlarını tespit etmesi, nedenlerini incelemesi, bu risklerden korunmak için yararlanılabilecek riskten korunma yöntemlerinin olumlu ve olumsuz yönlerini irdeleyerek, uygulayacakları riskten korunma politikalarına katkı sağlaması açısından önem taşımaktadır. Ayrıca araştırma konusuna ilişkin daha önce benzer şekilde kapsamlı bir çalışmaya rastlanmamış olması literatür açısından oldukça önemlidir. Yine, elde edilecek bulguların ve sonuçların turizm sektörünün diğer kolları içinde örnek teşkil etmesi araştırmanın katkısını ortaya koymaktadır.

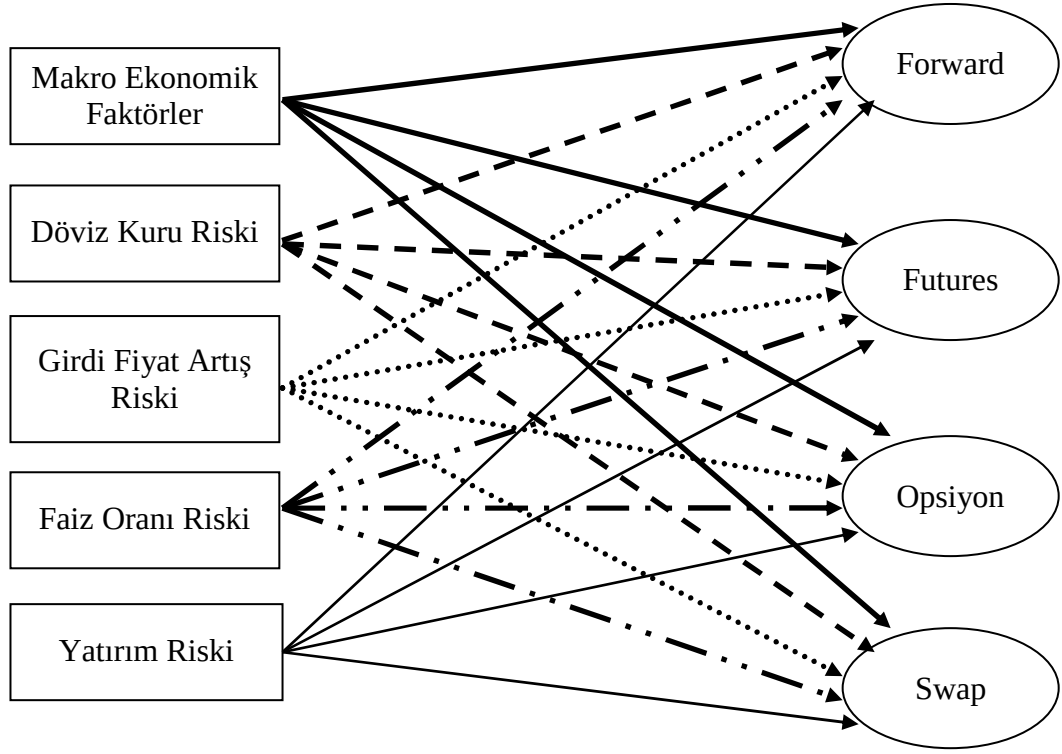
3.4. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

Bilimsel araştırmalarda genel olarak nicel ve nitel olmak üzere iki farklı yöntem benimsenmektedir. Nitel araştırma algıların ve olayların doğal ortamda gerçekçi ve bütüncül bir biçimde ortaya konulmasına yönelik bir süreçten oluşan araştırma olarak tanımlanmaktadır (Yıldırım ve Şimşek, 2005: 39). Nicel araştırma ise olgu ve olaylara gerçekçi bir bakış açısı ile yaklaşarak, verileri gözlemlenebilir, ölçülebilir, genellenebilir bir biçimde sayısal ifadelerle ortaya koyan araştırma türü olarak tanımlanmaktadır (Golafshani, 2003: 597–598).

Bu araştırmada, çalışmanın konusunun dikkate alınarak nicel araştırma yöntemi kullanılmıştır. Araştırma tekniği olarak ise nicel araştırma yönteminde en yaygın olarak kullanılan anket uygulaması tercih edilmiştir. Veri, araştırmanın konusuna ilişkin ve amacına uygun olarak toplanmış, kaydedilmiş ve işlenmemiş bilgilere verilen addır (Yazıcıoğlu ve Erdoğan, 2004: 13) Anket ise araştırmanın problemini çözecek ve hipotezlerini test edecek bilgileri sistemli bir şekilde toplamak ve saklamak amacıyla hazırlanan soru formudur (İşlamoğlu, 2002: 68). Anket yöntemi, yüksek sayıda kişiye ulaşmayı gerektiren çalışmalar için ideal bir veri toplama yöntemi olması (Altunışık ve diğ., 2007: 69) ve belli nitelikler taşıyan kişiler üzerinde uygulanabilmesi (Mesci, 2008: 67) zelliklerinden dolayı literatürde yaygın olarak tercih edilmektedir.

3.5. ARAşTIRMANIN MODELİ

Bu alışma, otel yöneticilerinin görüşleri ışığında, Türkiye’de faaliyet gösteren 5 yıldıızlı otel işletmelerinde uygulanan riskten korunma yöntemlerinin belirlenmesine yönelik bir alan araştırmasıdır. Konuya ilişkin yapılan literatür taramasında işletmelerinin risk algıları, risk kaynakları, risk eşitleri ve riskten korunma yöntemleri incelenerek araştırma şekil 3.1.’deki gibi şematize edilmiştir.



Şekil 3.1. Turizm İşletmelerinde Risk Unsurları ve Riskten Korunma Yöntemleri

3.5.1. Hipotezler

Risk Unsurları - Riskten Korunma Yöntemleri İlişkisi (Forward Sözleşmeleri)

H_{1.1}: Otel işletmelerinin risk algılamalarına etki eden **makro ekonomik faktörler** ile riskten korunma yöntemlerinden **forward** arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H_{1.2}: Otel işletmelerinin risk algılamalarına etki eden **döviz kuru riski** ile riskten korunma yöntemlerinden **forward** arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H_{1.3}: Otel işletmelerinin risk algılamalarına etki eden **girdi fiyat artış riski** ile riskten korunma yöntemlerinden **forward** arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H_{1.4}: Otel işletmelerinin risk algılamalarına etki eden **faiz oranı riski** ile riskten korunma yöntemlerinden **forward** arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H_{1.5}: Otel işletmelerinin risk algılamalarına etki eden **yatırım riski** ile riskten korunma yöntemlerinden **forward** arasında anlamlı bir ilişki vardır.

Risk Unsurları - Riskten Korunma Yöntemleri İlişkisi (Futures Sözleşmeleri)

H_{2.1}: Otel işletmelerinin risk algılamalarına etki eden **makro ekonomik faktörler** ile riskten korunma yöntemlerinden **futures** arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H_{2.2}: Otel işletmelerinin risk algılamalarına etki eden **döviz kuru riski** ile riskten korunma yöntemlerinden **futures** arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H_{2.3}: Otel işletmelerinin risk algılamalarına etki eden **girdi fiyat artış riski** ile riskten korunma yöntemlerinden **futures** arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H_{2.4}: Otel işletmelerinin risk algılamalarına etki eden **faiz oranı riski** ile riskten korunma yöntemlerinden **futures** arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H_{2.5}: Otel işletmelerinin risk algılamalarına etki eden **yatırım riski** ile riskten korunma yöntemlerinden **futures** arasında anlamlı bir ilişki vardır.

Risk Unsurları - Riskten Korunma Yöntemleri İlişkisi (Opsiyon Sözleşmeleri)

H_{3.1}: Otel işletmelerinin risk algılamalarına etki eden **makro ekonomik faktörler** ile riskten korunma yöntemlerinden **opsiyon** arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H_{3.2}: Otel işletmelerinin risk algılamalarına etki eden **döviz kuru riski** ile riskten korunma yöntemlerinden **opsiyon** arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H_{3.3}: Otel işletmelerinin risk algılamalarına etki eden **girdi fiyat artış riski** ile riskten korunma yöntemlerinden **opsiyon** arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H_{3.4}: Otel işletmelerinin risk algılamalarına etki eden **faiz oranı riski** ile riskten korunma yöntemlerinden **opsiyon** arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H_{3.5}: Otel işletmelerinin risk algılamalarına etki eden **yatırım riski** ile riskten korunma yöntemlerinden **opsiyon** arasında anlamlı bir ilişki vardır.

Risk Unsurları - Riskten Korunma Yöntemleri İlişkisi (Swap Sözleşmeleri)

H_{4.1}: Otel işletmelerinin risk algılamalarına etki eden **makro ekonomik faktörler** ile riskten korunma yöntemlerinden **swap** arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H_{4.2}: Otel işletmelerinin risk algılamalarına etki eden **döviz kuru riski** ile riskten korunma yöntemlerinden **swap** arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H_{4.3}: Otel işletmelerinin risk algılamalarına etki eden **girdi fiyat artış riski** ile riskten korunma yöntemlerinden **swap** arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H_{4.4}: Otel işletmelerinin risk algılamalarına etki eden **faiz oranı riski** ile riskten korunma yöntemlerinden **swap** arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H_{4.5}: Otel işletmelerinin risk algılamalarına etki eden **yatırım riski** ile riskten korunma yöntemlerinden **swap** arasında anlamlı bir ilişki vardır.

3.5.2. Araştırma Değişkenlerinin Belirlenmesi

Değişken, herhangi bir deneye ait, birden fazla değer alabilen kavram demektir. Değişkenler etkilemeleri ve etkilenmeleri itibarıyla bağımlı ve bağımsız olmak üzere iki ana gruba ayrılmaktadırlar (Altunışık ve diğ. 2007: 20).

Çalışmanın değişkenleri bağımlı ve bağımsız olarak incelendiğinde risk unsuru olarak algılanan makro ekonomik değişkenler, döviz kuru riski, girdi fiyat artış riski, faiz oranı riski ve yatırım riski bağımsız değişkenler; bağımsız değişkenlere göre şekillenen ve bağımsız değişkenlerden etkilenen riskten korunma yöntemleri (forward, futures, opsiyon, swap) ise bağımlı değişken olarak belirlenmiştir.

3.6. ARAŞTIRMANIN EVRENİ VE ÖRNEKLEMİ

Evren, araştırmanın çalışma alanını oluşturan her şeydir (Pelosi ve diğ., 2001). Herhangi bir kısıt olmaması halinde benimsenen evren “ideal evren”, araştırmanın yapılabilirliği nedeniyle belli kısıtlar dikkate alınarak oluşturulan evren ise “gerçekçi evren” olarak tanımlanmaktadır (Altunışık ve diğ., 2007: 123). Bu kapsamda Türkiye’de ki turizm işletmelerinin tamamı araştırmanın ideal evrenini oluşturmaktadır. Faiz riski, kur riski ve mal fiyat riski gibi finansal risklere maruz olan (Kutukız, 2005: 205) turizm endüstrisi konaklama, seyahat, ulaştırma, yiyecek-icecek ve rekreasyon ve diğer olmak üzere altı alt sektöre ayrılmaktadır (Kozak ve diğ., 2001: 48). Araştırma, bu sektörler arasında işletme büyüklüğü ve gelişmişlik düzeyleri dikkate alınarak konaklama sektörüne indirgenmiştir. T.C. Kültür ve Turizm Bakanlığı 2008 yılı istatistiklerine göre Türkiye’de 3338 adet turizm belgeli konaklama tesisi bulunmaktadır. Bu tesisler içinden işletme büyüklüğü, faaliyet hacmi, kurumsallaşma düzeyi, finansman bölümü bulunması gibi unsurlar dikkate alınarak konaklama işletmeleri sınıflandırılması içinde yer alan otel işletmelerinin en üst sınıfı olan 5 yıldızlı otel işletmeleri araştırma evreni olarak belirlenmiştir. Ayrıca araştırma sorularına daha iyi yanıt alabilmek amacı ile en az bir bilanço dönemini tamamlamış işletmeler ile evren

sınırlandırılmıştır. Türkiye’de 2008 yılı dönem sonu itibariyle 267 adet turizm işletme belgeli 5 yıldızlı otel işletmesi bulunmaktadır (Kültür ve Turizm Bakanlığı, 2009: 24). Bu durumda, araştırmanın gerçekçi evreni, Türkiye’de faaliyet gösteren 267 adet 5 yıldızlı otel işletmeleri olarak belirlenmiştir.

Örnekleme, evrenin tamamına ulaşmanın güç olduğu durumlarda, çeşitli yöntemlerle evren içinden seçilen, evreni temsil edebilecek nitelikteki elemandan oluşan alt elemanlar grubudur (Altunışık ve diğ., 2007: 123–124). 267 otel işletmesinden oluşan araştırma evreninin tamamına ulaşmak zaman ve maliyet açılarından mümkün olmamaktadır. Ayrıca araştırmanın yüksek turizm sezonunda yapılacak olması ve bu dönemdeki iş yoğunluğu da göz önünde bulundurularak örnekleme yoluna gidilmesi kararlaştırılmıştır. 5 yıldızlı otel işletmelerinin özellikle kıyı bölgelerinde ve metropol kentlerde daha yoğun olarak kümelenmiş olması dikkate alınarak, evreni daha iyi temsil edeceği tahmin edilen, olasılığa dayalı olmayan örnekleme tekniklerinden kotalı örnekleme tercih edilmiştir.

Literatür de örnek büyüklüğünü belirlemede; eğer hedef kitledeki sayı biliniyorsa aşağıdaki formül kullanılmaktadır (Baş, 2001: 43–44).

$$n = N \cdot t^2 \cdot p \cdot q / d^2 \cdot (N-1) + t^2 \cdot p \cdot q$$

N= Hedef kitledeki birey sayısı

n= Örnekleme alınacak birey sayısı

p= İncelenen olayın görülüş sıklığı (Gerçekleşme olasılığı)

q= İncelenen olayın görülmeyiş sıklığı (Gerçekleşmeme olasılığı (1-p))

t= Belirli anlamlılık düzeyinde, t tablosundan bulunan değer

d= Olayın görülüş sıklığına göre kabul edilen $\pm$ örnekleme hatası

Sekaran (2003: 294), düzenlediği örnek büyüklüğü tablosunda, hedef kitlesi 270 olan bir evrenin örneklem büyüklüğünün 159 olduğunu belirtmektedir. Araştırma da ise; hedef kitledeki denek sayısı 267 adet otel işletmesi, anlamlılık düzeyi 0,05, t değeri 1,96, görülme sıklığı %50 ve örnekleme hatası %5 kabul edilmiş ve yukarıdaki formülden yararlanılarak örnek büyüklüğü 158 olarak belirlenmiştir. Araştırmada örneklem evrenin yaklaşık olarak %59’unu oluşturmaktadır ($158/267=0,5917$). Aynı

şekilde otel işletmelerinin bölgelere göre dağılımı ve örneklem içine alınacak otel sayıları kotalı örneklem yöntemine göre hesaplanarak Tablo 3.1.'de sunulmuştur. Araştırmanın örneklemine oluşturan tüm otellere anket formu gönderilmiş ve bu otellerin 104 tanesinden geri dönüş alınabilmektedir. Bu sayı evrenin % 38,9'unu, örneklemin ise % 65,8'ini temsil etmektedir.

Tablo 3.1. Bölgelere Göre 5 Yıldızlı Otel İşletmeleri

Bölgeler	Evren	Örneklem
Akdeniz Bölgesi	153	90
Doğu Anadolu Bölgesi	2	1
Ege Bölgesi	44	26
Marmara Bölgesi	43	25
İç Anadolu Bölgesi	19	11
Karadeniz Bölgesi	2	1
Güney Doğu Anadolu Bölgesi	4	3
Toplam	267	158

3.7. ARAŞTIRMA VERİLERİNİN TOPLANMASI

Araştırmada veri toplama tekniği olarak anket yöntemi kullanılmıştır. Anket tekniği, araştırmada ihtiyaç duyulan verilerin bizzat toplanmasını gerektirmektedir. Özellikle örneklem sayısının yüksek olduğu ve örneklemin geniş bir coğrafi bölgeye yayılmış olduğu araştırmalarda anket tekniği tercih edilmektedir (İslamoğlu, 2002). Örneklem içinde Türkiye'nin 7 ayrı bölgesinden otel işletmelerinin yer alıyor olması, anketi dolduracak kişiler ile yüz yüze görüşme ihtimalinin düşük olması ve araştırma bütçesinin kısıtlı olması anket tekniğinin tercih edilmesinin nedenleri arasında sıralanabilir. Ayrıca, anket yönteminin tutum ölçme için en kullanışlı yöntem olması (Mesci, 2008: 69) anket tekniğinin seçilmesinin bir diğer nedeni olarak gösterilebilir.

Araştırma soruları oluşturulurken soruların amaca yönelik olmasına özen gösterilmiştir. Ayrıca ifadelerin daha iyi anlaşılabilmesi için sade bir dil kullanılmıştır. Anketi yanıtlayacak kişilerin anketi daha kısa sürede ve daha kolay bir şekilde doldurabilmesi için kapalı uçlu sorular yöneltilmiştir (Mesci, 2008: 70). Kapalı uçlu soru, soruya verilebilecek yanıtların standart cevaplara dönüştürüldüğü soru şeklidir

(İslamoğlu, 2002: 79). Araştırmada soruların özelliklerine göre nesnelerin sadece gruplandırıldığı nominal ölçek ve anketi cevaplayanların yargılara ve ifadelere katılım düzeyini ölçen 5’li Likert ölçeği kullanılmıştır (Altunışık ve diğ., 2007: 101-107). Likert ölçeği ankete katılan kişilerin ifadelere katılım düzeyini öğrenmenin gerekli olduğu durumlarda kullanılmaktadır. Ayrıca likert ölçeği betimleyici ve keşfe yönelik istatistik tekniklerini uygulama açısından kolaylıklar sağlamaktadır (Kılınç, 2003). Kullanılan beşli Likert ölçeğinde 1- “Kesinlikle katılmıyorum”, 2- “Katılmıyorum”, 3- “Kısmen katılıyorum”, 4- “Katılıyorum”, 5- “Kesinlikle katılıyorum” şeklinde kodlama yapılmıştır.

Anket formu Yıldırım (2003) ve Özdemir Mühsürler (2005) tarafından yapılan çalışmalarda kullanılan anket formlarından yararlanılarak oluşturulmuştur. Söz konusu anket formu 4 bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde otel işletmesinin genel özelliklerine yönelik sorular yöneltilmiştir. İkinci bölümde otel işletmelerinin gelir ve giderlerine ilişkin sorular sorulmuştur. Üçüncü bölüm, otel işletmelerinin risk algılamaları ve risk unsurları ile ilgili sorulardan oluşmaktadır. Son bölüm riskten korunma yöntemlerine ilişkin soruları içermektedir. Anket sorularının sonunda katılımcıların e-posta adresleri istenilerek sonuçların istekleri doğrultusunda kendileriyle paylaşılacağını belirten bir ifadeye yer verilmiştir.

3.7.1. Ön Uygulama

Anket çalışmasının sonucu elde edilecek verilerin geçerli ve güvenilir olması gerekmektedir. Bu amaçla anket çalışmasına başlamadan önce, ön uygulama çalışması yapılmıştır. Anketin ön uygulaması 20 Nisan 2010 ve 10 Mayıs 2010 tarihleri arasında İstanbul, İzmir ve Antalya’da bulunan 20 adet otel işletmesine uygulanmıştır. Bu illerin tercih edilmesinin nedeni, 5 yıldızlı otel işletmelerinin en yoğun olarak bulunduğu bölgeler olmalarıdır. Ön uygulama kapsamına alınan otellerin 5’i şehir, 15’i kıyı oteli olarak seçilmiştir. Bu sınıflandırma yapılırken de ülke çapındaki otel işletmelerinin dağılımı göz önünde bulundurulmuştur.

Anket formlarının 10 tanesi elektronik posta ile gönderilmiş, 10 otel işletmesi ile yüz yüze görüşülmüştür. E-posta ile ilk anket gönderiminde geri dönüşüm oranı düşük olmuştur. İkinci kez e-posta gönderildikten sonra otel işletmeleri ile telefonla görüşülmüş ve anket formlarını doldurmaları istenmiştir. Yüz yüze görüşülen 10 otel

işletmesinin beşinde anket soruları araştırmacı tarafından okunmuş ve yöneticilerin yanıtlaması istenmiştir. Diğer 5 otel işletmesinde ise anket formlarını yanıtlayıcıların kendi kendilerine doldurmaları beklenmiştir. Yöneticilerin anket formlarını kendileri okuyarak doldurmaları daha kısa sürede gerçekleşmiştir. Ön uygulama sonucu elde edilen tecrübeler doğrultusunda, maliyet tasarrufu sağlamak amacıyla anket formlarının öncelikle e-posta olarak gönderilmesine, daha sonra telefon ile hatırlatma yapılmasına ve son olarak da otel işletmeleri ile yüz yüze görüşülerek veri sağlanmasına karar verilmiştir.

Tasarlanan anket formuna son hali verilmeden ikisi otel yöneticisi ve ikisi akademisyen olmak üzere 4 farklı uzman görüşüne sunulmuştur. Alınan geri bildirimler değerlendirilerek anket formuna son hali verilmiştir.

3.7.2. Uygulama

Anket uygulaması kapsamında ilk olarak 01.06.2010 tarihinde, örneklem içerisinde yer alan 158 adet otel işletmesinin tamamına e-posta ile anket formu gönderilmiştir. Sadece 6 adet otel işletmesinden geri dönüş alınmıştır. 16-18.06.2010 tarihleri arasında geri dönüş alınamayan 152 adet otel işletmesi ile telefonla görüşülmüş ve daha önce gönderilmiş anket formunu doldurmaları istenmiştir. Telefon görüşmeleri sonrasında 26 adet otel işletmesi daha anket formunu yanıtlamıştır. 01.07.2010 – 15.08.2010 tarihleri arasında anket formuna henüz yanıt vermemiş tüm otellere ulaşılmış ve 126 adet otel işletmesinin 79’undan veri sağlanmıştır. Böylelikle toplam 111 adet anket formu elde edilmiştir. Bu anket formlarından 7 tanesi eksik doldurulduğu için çalışma kapsamında değerlendirilmeye alınmamıştır. Araştırmanın bulguları 104 adet otel işletmesi dikkate alınarak elde edilmiştir.

3.7.3. Araştırma Sürecinde Elde Edilen Verilerin Analizi

Uygulanan anket sonucunda elde edilen veriler SPSS 15.0 paket programı kullanılarak analiz yapılmıştır. Analizlere öncelikle verilerin geçerliliği ve güvenilirliği ile başlanmıştır. Demografik faktörlere ilişkin yapılan frekans analizi sonrası verilerin normal dağılımdan gelip gelmediği incelenmiştir. İlerleyen süreçte risk algısına etki eden unsurları ve riskten korunma yöntemlerini belirlemek için iki ayrı faktör analizi yapılmıştır. Sonrasında faktörlere ilişkin korelasyon ve regresyon analizleri yapılmıştır.

3.7.3.1. Verilerin Geçerliliği

Bir konuda kullanılan ölçme aracının amaca uygunluğun ölçülmesi geçerlilik olarak tanımlanmaktadır (Balcı, 2001: 17). Altunışık ve diğ. (2007: 113) ise geçerliliği bir test veya ölçeğin ölçülmesi istenen olguyu, doğru ölçme derecesi olarak ifade etmişlerdir. Bu çalışmada kullanılan anketin geçerliliğini ölçmek için; anketin yeterli sayıda ve ölçülmek istenen olguyu temsil edebilecek soruları içerdiğinden emin olmak için yapılan içerik geçerliliği (Altunışık ve diğ. 2007: 113) uygulanmıştır. Bu kapsamda anket formu hazırlanırken çalışmanın yürütülmesine danışmanlık yapan öğretim üyesinin ve konu hakkında bilgi sahibi 2 farklı akademisyenin görüşleri alınmıştır. Bu kişilerin, anketin araştırma konusunu ne ölçüde kapsadığı ve yansıttığına dair değerlendirmeleri göz önüne alınarak anket formunda gerekli değişiklikler yapılmıştır. Daha sonra ön uygulama aşamasında otel yöneticilerinin anket formlarını doldururken soruları algılama düzeyleri gözlemlenmiştir. Ayrıca yöneticilere, anket doldurma işlemi tamamladıktan sonra soruların ifade şekli ve kullanılan kelimelerin anlaşılabilirliğine ilişkin görüşleri sorulmuştur. Alınan öneriler doğrultusunda forward, futures, opsiyon ve swap kavramların tanımlayan kısa birer açıklama anket formuna ilave edilmiştir. Yapılan bu düzeltmeler sonucunda hazırlanan anket formu ile elde edilecek verilerin geçerliği olacağı kanısına varılmıştır.

3.7.3.2. Verilerin Güvenilirliği

Malhotra (1999) güvenilirliği, araştırma sonucu elde edilen sonuçlara, aynı araştırma tekrar yapıldığı zamanda ulaşılması olarak tanımlamıştır. Tavşancıl (2002: 16) ise güvenilirliği, “bir ölçme aracını oluşturan bütün soruların birbiri ile tutarlılığını ve ele alınan konuyu ölçmedeki türdeşliğini ortaya koyan bir kavram” olarak ifade etmektedir. Güvenirlik testi için; Formun Tekrarı Yöntemi (Test-Retest Method), Eşdeğer (Paralel) Formlar Yöntemi (Parallel-Forms Method, Equivalent-Forms Method, Alternative-Form Method), İç Tutarlılık Yöntemleri (Methods of Interval Consistency), Yarıya Bölme Yöntemi (Split-Half Method), Kuder-Richardson Güvenirlik Katsayıları, Cronbach Alfa Güvenirlik Katsayısı, Teta Güvenirlik Katsayısı, Omega Güvenirlik Katsayısı, Guttman Güvenirlik Katsayıları yöntemleri geliştirilmiştir (Ercan ve Kan, 2004: 213). Araştırmada uygulanan anket yönteminin güvenilirliğini test etmek için en çok tercih edilen yöntem olan Cronbach Alfa Güvenirlik Katsayısı Yöntemi

kullanılmıştır (Sekaran, 2003: 205). Demografik özelliklerin dışında kalan 78 adet kapalı uçlu ifadenin analizi sosyal bilimlerde kullanılan istatistik programı olan SPSS (Statistical Package for the Social Sciences) 15.0 paket programı aracılığıyla yapılmış ve sonuçlar Tablo 3.2.'de gösterilmiştir. Test sonucunda ortaya çıkan verilerin genel Cronbach's Alpha katsayısı ,925'dir. Literatürde güvenilirlik testi sonuçlarının yeterli olması için güvenilirlik katsayısının 0,7 düzeyinin üzerinde gerçekleşmesi gerektiği tartışılmaktadır (Nunnally, 1967). Bu kapsamda araştırmadan elde edilen verilerin genel olarak güvenilir olduğu söylenebilir.

Tablo 3.2. Güvenilirlik Analizi

Güvenilirlik Analizi	
Cronbach's Alpha	Önerme Sayısı
,925	78

3.8. BULGULAR

Bu bölümde, Türkiye'de faaliyet gösteren 5 yıldızlı otel işletmelerinin yöneticilerine uygulanan anketlerden elde edilen bulgular yer almaktadır. Bu bulgular sırasıyla, demografik bulgular, gelir ve giderleri ile ilgili bulgular, riskten korunma farkındalığı ile ilgili bulgular, risk unsurları ile ilgili bulgular ve riskten korunma yöntemleri ile ilgili bulgular şeklindedir.

3.8.1. Demografik Bulgular

Araştırma kapsamında elde edilen verilere, betimsel istatistikler uygulanarak ankete katılan otel işletmelerine ait demografik bulgulara ulaşılmış ve aşağıda Tablo 3.3.'de gösterilmiştir.

Tablo 3.3. Otel İşletmelerinin Demografik Yapılarına İlişkin Sonuçlar

		Görülme Sıklığı	Yüzdesi %
Bulunduğu Bölge	Akdeniz Bölgesi	55	52,9
	Doğu Anadolu Bölgesi	1	1,0
	Ege Bölgesi	23	22,1
	Marmara Bölgesi	15	14,4
	İç Anadolu Bölgesi	6	5,8
	Karadeniz Bölgesi	1	1,0
	Güneydoğu Anadolu Bölgesi	3	2,9
	Toplam	104	100,0
Otelinizin Türü	Şehir Oteli	54	51,9
	Kıyı Oteli	44	42,3
	Diğer	6	5,8
	Toplam	104	100,0
Otelinizin Statüsü	Yerli zincir işletme	34	32,7
	Yabancı zincir işletme	29	27,9
	Bağımsız yerli	40	38,5
	Bağımsız Yabancı	1	1,0
	Toplam	104	100,0
Faaliyet Dönemi	Kış	4	3,8
	Yaz	22	21,2
	Tüm Yıl	78	75,0
	Toplam	104	100,0
Hukuki Yapısı	Halka Açık A.Ş.	3	2,9
	A.Ş.	84	80,8
	Ltd Şti	16	15,4
	Toplam	103	99,0
	Kayıp değerler	1	1,0
	Toplam	104	100,0
Mali Tablo Kayıt Yöntemi	TL	23	22,1
	YP	4	3,8
	Hem TL hem YP	77	74,0
	Toplam	104	100,0

Tablo 3.3'te ankete katılan otel işletmelerinin demografik yapılarına ilişkin sonuçlar sunulmuştur. Ankete katılan otel işletmelerinin bölgesel dağılımına

bakıldığında %52,9'unun (55) Akdeniz Bölgesinde, %22,1'inin (23) Ege Bölgesinde, %14,4'ünün (15) Marmara Bölgesinde ve %5,8'inin (6) İç Anadolu Bölgesinde yer aldığı görülmektedir. Araştırmaya katılan otel işletmelerinin %4,9'u da (5) Doğu Anadolu, Karadeniz ve Güneydoğu Anadolu Bölgelerinde yer almaktadır.

Araştırma kapsamında veri elde edilen 104 otel işletmesinden, 54 otel işletmesi (% 51,9) şehir oteli, 44 otel işletmesi (% 42,3) kıyı oteli olarak faaliyet göstermektedir. 6 adet otel işletmesi (% 5,8) ise otelinizin türüne ilişkin sorulan soruya diğer şıkkını işaretlemiştir. Diğer şıkkını işaretleyen otel işletmelerinden 3 tanesinin otel türünün termal otel, 1 tanesinin ise kayak oteli olduğu belirlenmiştir.

Araştırmaya katılan otellerin statüleri incelendiğinde 34 otel işletmesinin (% 32,7) yerli zincir işletme, 29 otel işletmesinin (% 27,9) yabancı zincir işletme ve 40 otel işletmesinin (% 38,5) bağımsız yerli işletme olduğu görülmektedir. Ankete katılan otel işletmelerinden yalnızca 1 tanesi bağımsız yabancı (% 1,0) otel işletmesi olarak faaliyet göstermektedir.

Anket sonuçlarına göre araştırmaya katılan otel işletmelerinin % 75'i tüm yıl (78) faaliyet göstermektedir. 22 adet otel işletmesi (% 21,2) yalnızca yaz aylarında ve 4 otel işletmesi (% 3,8) ise kış aylarında faaliyetlerini sürdürmektedirler.

Hukuki yapılarına göre araştırmaya katılan otel işletmeleri incelendiğinde 84 otel işletmesinin (% 80,8) anonim şirket, 16 otel işletmesinin (% 15,4) limited şirket ve 3 otel işletmesinin (%2,8) ise halka açık anonim şirket olarak faaliyet gösterdiği gözlemlenmiştir.

Mali tablo kayıt yöntemine ilişkin yöneltilen soruya verilen yanıtlar analiz edildiğinde, otel işletmelerinin %74'ünün (77) kayıtlarını hem ulusal para hem de yabancı para cinsinden, % 22,1'inin (23) yalnızca Türk parası üzerinden tuttuğu görülmektedir.

3.8.2. Otel İşletmelerinin Gelirleri ve Giderleri İle İlgili Bulgular

Otel işletmelerinin gelirleri, giderleri ve bu gelir ve giderlerinin para birimine ilişkin bulgular Tablo 3.4 ve Tablo 3.5.'de sunulmuştur.

Tablo 3.4.'de sunulan veriler incelendiğinde yıllık geliri 2.500.000TL ve altında olan 3 otel işletmesi (% 2,9), 2.500.001–5.000.000TL arasında olan 14 otel işletmesi (%13,5), 5.000.001–7.500.000TL arasında 38 otel işletmesi (% 36,5), 7.500.001–

10.000.000TL arasında olan 26 otel işletmesi (% 25,0) ve 10.000.000TL ve üstü olan 23 otel işletmesi (% 22,1) bulunmaktadır.

Tablo 3.4. Otel İşletmelerinin Yıllık Gelir ve Giderleri

		Görülme Sıklığı	Yüzdesi %
Toplam gelir dilimi	2.500.000TL ve altı	3	2,9
	2.500.001–5.000.000TL	14	13,5
	5.000.001–7.500.000TL	38	36,5
	7.500.001–10.000.000TL	26	25,0
	10.000.000TL ve üstü	23	22,1
	Toplam	104	100,0
Toplam gider dilimi	2.000.000TL ve altı	12	11,5
	2.000.001–4.000.000TL	22	21,2
	4.000.001–6.000.000TL	32	30,8
	6.000.001–8.000.000TL	23	22,1
	8.000.001TL ve üstü	15	14,4
	Toplam	104	100,0

Otel işletmelerinin giderleri incelendiğinde yıllık gideri 2.000.000TL ve altında olan 12 otel işletmesi (% 11,5), 2.000.001–4.000.000TL arasında olan 22 otel işletmesi (% 21,2), 4.000.001–6.000.000TL arasında 32 otel işletmesi (% 30,8), 6.000.001–8.000.000TL arasında olan 23 otel işletmesi (% 22,1) ve 8.000.000TL ve üstü olan 15 otel işletmesi (% 14,4) bulunmaktadır.

Tablo 3.5. incelendiğinde 104 otel işletmesinin 97'sinde yabancı para üzerinden gerçekleşen işçilik giderleri (% 93,3) toplam işçilik giderlerinin %0'ı ile %40'ı arasında yer almaktadır. Anketi yanıtlayan otel işletmelerinin %51'inde yabancı para cinsinden olan işçilik giderleri (53) toplam işçilik giderlerinin %0-20'sini oluşturmaktadır. 44 otel işletmesinin yabancı para cinsinden olan işçilik giderleri (% 42,3), toplam işçilik giderlerinin %20-40 arasında gerçekleşmektedir. 7 otel işletmesinde yabancı para ile olan işçilik giderleri (% 6,7), toplam işçilik giderlerinin %40'ı ile %60'ı arasında iken

yabancı para üzerinden olan işçilik giderleri, toplam işçilik giderlerinin %60 ve üzeri olan otel işletmesi bulunmamaktadır.

Tablo 3.5. Otel İşletmelerinin Gelir ve Gider Özelliklerine İlişkin Bulgular

	Yüzde (%)	Görülme Sıklığı	Yüzdesi %
İşçilik giderlerinin % kaç yabancı para cinsinden?	0-20	53	51,0
	20-40	44	42,3
	40-60	7	6,7
	60-80	-	-
	80-100	-	-
	Toplam	104	100,0
Hizmet giderlerinizin % kaç yabancı para cinsinden?	0-20	43	41,3
	20-40	40	38,5
	40-60	19	18,3
	60-80	2	1,9
	80-100	-	-
	Toplam	104	100
Urun giderlerinizin % kaç yabancı para cinsinden?	0-20	38	36,5
	20-40	45	43,3
	40-60	19	18,3
	60-80	2	1,9
	80-100	-	-
	Toplam	104	100
Oda gelirlerinizin % kaç yabancı para cinsinden?	0-20	5	4,8
	20-40	9	8,7
	40-60	18	17,3
	60-80	44	42,3
	80-100	28	26,9
	Toplam	104	100,0
Yiyecek-içecek gelirlerinizin % kaç yabancı para cinsinden?	0-20	21	20,2
	20-40	22	21,2
	40-60	33	31,7
	60-80	16	15,4
	80-100	12	11,5
	Toplam	104	100,0
Ortalama doluluk oranı nedir?	0-20	-	-
	20-40	1	1,0
	40-60	14	13,5
	60-80	56	53,8
	80-100	33	31,7
	Toplam	104	100,0

Otel işletmelerinin hizmet giderleri incelendiğinde, 43 otel işletmesinin hizmet giderlerinin (% 41,3) %0'ı ile %20'si yabancı para cinsinden, 40 otel işletmesinin hizmet giderlerinin (% 38,5) %20'si ile %40'ı yabancı para cinsinden, 19 otel işletmesinin hizmet giderlerinin (% 18,3) %40'ı ile %60'ı yabancı para cinsinden gerçekleştiği görülmektedir. Yalnızca 2 otel işletmesinde (% 1,9) hizmet giderlerinin %60'ı ile %80'i yabancı para cinsinden gerçekleşirken yabancı para cinsinden olan hizmet giderleri, toplam hizmet giderlerinin %80'i ve üzerinde olan otel işletmesi bulunmamaktadır.

Otel işletmelerinin ürün giderleri incelendiğinde 38 otel işletmesinin (% 36,5) toplam ürün giderlerinin %0-20'si yabancı para cinsinden, 45 otel işletmesinin (% 43,3) toplam ürün giderlerinin %20-40'ı yabancı para cinsinden olduğu görülmektedir. Ürün giderlerin %40-60'ı yabancı para cinsinden olan 19 otel işletmesi (% 18,3), %60-80'ı yabancı para cinsinden olan 2 otel işletmesi (% 1,9) bulunmaktadır. Yabancı para cinsinden olan ürün giderleri, toplam ürün giderlerinin %80'ı ve üzerinde olan otel işletmesi bulunmamaktadır.

Otel işletmelerinin oda gelirlerinin ulusal para ve yabancı para olarak dağılımı incelendiğinde, 5 otel işletmesinin (% 4,8) yabancı para cinsinden oda gelirleri %0–20 arasında, 9 otel işletmesinin (% 8,7) yabancı para cinsinden oda gelirleri %20–40 arasında, 18 otel işletmesinin (% 17,3) yabancı para cinsinden oda gelirleri %40–60 arasında, 44 otel işletmesinin (% 42,3) yabancı para cinsinden oda gelirleri %60–80 arasında olduğu görülmektedir. Yabancı para cinsinden oda gelirleri, toplam oda gelirlerinin %80'inden daha fazla olan 28 adet otel işletmesi (% 26,9) bulunmaktadır.

Otel işletmelerinin yiyecek – içecek gelirlerinin ulusal para yabancı para dağılımına bakıldığında 21 otel işletmesinin (% 20,2) yabancı para cinsinden yiyecek – içecek gelirleri %0-20 arasında, 22 otel işletmesinin (% 21,2) yabancı para cinsinden yiyecek – içecek gelirleri %20-40 arasında, 33 otel işletmesinin (% 31,7) yabancı para cinsinden yiyecek – içecek gelirleri %40-60 arasında, 16 otel işletmesinin (% 15,4) yabancı para cinsinden yiyecek – içecek gelirleri %60-80 arasında olduğu görülmektedir. Yabancı para cinsinden yiyecek – içecek gelirleri, toplam oda gelirlerinin %80'inden daha fazla olan 12 adet otel işletmesi (% 11,5) bulunmaktadır.

Son olarak otel işletmelerinin ortalama doluluk oranları incelendiğinde veri setinde yer alan tüm otellerin % 20 ve üzerinde, yalnızca bir otelin ise %20 ile %40

arasında ortalama doluluk oranına sahip olduğu görülmektedir. 14 otel işletmesinin (% 13,5) %40-60 arasında, 56 otel işletmesinin (% 53,8) %60-80 arasında, 33 otel işletmesinin (% 31,7) %80 ve üzeri ortalama doluluk oranına sahip olduğu gözlemlenmektedir.

3.8.3. Riskten Korunmanın Farkındalığına İlişkin Frekans Analizi

Araştırma kapsamında anket sorunlarını yanıtlayan otel işletmelerinin riskten korunmanın farkındalığına ilişkin yapılan frekans analizine ait sonuçlar Tablo 3.6.'da sunulmuştur.

Anket formunu yanıtlayan 104 otel yöneticisinden 95'i (% 91,3) riskten korunma araçlarını hakkında bilgi sahibi olduğu belirtmiştir. Sadece 9 otel yöneticisi (% 8,7) aksi yönde görüş belirtmiştir.

Riskten korunma yöntemlerinin esas amacına ilişkin verilen yanıtlar incelendiğinde 25 otel yöneticisi (% 24) riskten korunma yöntemlerinin esas amacını muhtemel riskleri öngörüleme olarak görmektedir. 43 otel yöneticisi (% 41,3) aynı soruya mevcut riskleri azaltma, 2 otel yöneticisi (%1,9) ise mevcut zararları azaltma şeklinde yanıt vermiştir. Riskten korunma yönteminin esas amacı olarak muhtemel riskleri öngörüleme, mevcut riskleri veya zararları azaltma olarak gören 30 otel yöneticisi (% 28,8) bulunmaktadır.

Tablo 3.6. Otel İşletmelerinin Riskten Korunma Farkındalığına İlişkin Frekans Analizi

		Görülme Sıklığı	Yüzdesi %
Riskten korunma araçları hakkında bilginiz var mı?	Evet	95	91,3
	Hayır	9	8,7
	Toplam	104	100,0
Riskten korunma araçlarını kullanıyor musunuz?	Evet	88	84,6
	Hayır	15	14,4
	Kayıp Değerler	1	1,0
	Toplam	104	100,0
Riskten korunma yöntemlerinin esas amacı nedir?	Muhtemel riskleri öngörüleme	25	24,0
	Mevcut riskleri azaltma	43	41,3
	Mevcut zararları azaltma	2	1,9
	Hepsi	30	28,8
	Kayıp Değerler	4	3,8
	Toplam	104	100,0
Riskten korunmada hangi yöntem kullanılmaktadır?	Firma içi	81	77,9
	Firma Dışı	16	15,4
	Kayıp Değerler	97	93,3
	Toplam	104	100,0
Riskten korunma yöntemleri yeterli mi?	Evet	72	69,2
	Hayır	31	29,8
	Kayıp Değerler	1	1,0
	Toplam	104	100,0

Otel işletmelerinin riskten korunmada kullandıkları yöntemler incelendiğinde 81 otel işletmesinin (% 77,9) firma içi yöntemleri, 16 otel işletmesinin (% 15,4) ise firma dışı yöntemleri kullandıkları görülmüştür.

Riskten korunma yöntemlerinin yeterliliği konusunda 72 otel yöneticisi (% 69,2) olumlu görüş beyan ederken 31 otel yöneticisi (% 29,8) kullanılan yöntemlerin yetersiz olduğunu belirtmiştir.

3.8.4. Verilerin Dağılımına İlişkin Normallik Testi

Araştırmada yer alan sürekli değişkenlerin normallik dağılımı ile ilgili Çarpıklık Katsayısı, betimsel istatistikler, grafik inceleme yöntemi ve normallik konusunda literatürde kabul edilen Kolmogorov – Smirnov ($p = 0,055$, $p > 0,05$) normallik testleri yapılmış ve sonuçların parametrik analizler için uygun olduğu görülmüştür. Sonuçlara ilişkin tablo aşağıda sunulmaktadır. Kolmogorov – Smirnov normallik testine göre p değerinin 0,05 büyük olması, Çarpıklık katsayısının +1 ile -1 aralığında olması verilerin normal dağıldığını göstermektedir (Büyüköztürk, 2008).

Tablo 3.7. Sürekli Değişkenlere İlişkin Normallik Varsayımı Tablosu

		İstatistik	Standart Hata
Risk Algısı	Ortalama	3,9257	,05157
	Medyan	3,8000	
	Varyans	,277	
	Standart Sapma	,52593	
	Minimum Değer	2,50	
	Maximum Değer	4,91	
	Skewness – Çarpıklık	-,126	,237
	Kurtosis – Basıklık	-,104	,469
Risken Korunma Yöntemleri	Ortalama	3,5647	,05461
	Medyan	3,5708	
	Varyans	,310	
	Standart Sapma	,55688	
	Minimum Değer	2,00	
	Maximum Değer	4,92	
	Skewness – Çarpıklık	-,215	,237
	Kurtosis – Basıklık	,307	,469

Hedges ve Olkin (1985), çalışmalarında parametrik ve parametrik olmayan analiz tekniklerine değinmiş ve veriler normal dağılımdan geliyorsa parametrik testlerin kullanılabileceğini belirtmektedirler. Nakip (2006) parametrik testleri tek ya da çift

örnekli kütleler üzerinde yapılan araştırmalarda kullanılan, aralıklı veya oranlı ölçeklerle ölçülmüş değişkenlerin kullanıldığı testler olarak ifade etmiştir. Altunışık ve diğ. (2007) farklılıkları incelemeye yönelik parametrik analiz tekniklerini T - testi, Anova ve One way Anova olarak sıralamışlardır. Araştırmada farklılık tekniklerinden T-testi ve tek yönlü Anova analizi kullanılmıştır.

3.8.5. İlişki İncelemeye Yönelik Analizler

Literatürde değişkenler arasındaki ilişkileri incelemeye yönelik analiz teknikleri; Ki-kare testi, korelasyon analizi, regresyon analizi, lojistik regresyon analizi ve faktör analizi olarak tartışılmaktadır (Altunışık ve diğ., 2007). Araştırma kapsamında elde edilen veriler öncelikle faktör analizine tabii tutulmuştur. Daha sonra faktör analizi sonucu belirlenen faktörler arası ilişkilerin belirlenmesi için korelasyon ve regresyon analizleri uygulanmıştır.

3.8.5.1. Faktör Analizi

Faktör analizi çok sayıda değişkeni daha az sayıdaki temel boyutlara indirgeyen ve özetleyen bir grup çok değişkenli analiz tekniğinin genel ismidir. Başlıca amacı; aralarında ilişki olduğu düşünülen çok sayıdaki değişkeni, az sayıdaki boyutlara dönüştürerek aralarındaki ilişkilerin anlaşılmasını ve yorumlanmasını kolaylaştırmaktır (Altunışık ve diğ., 2007). Araştırma kapsamında finansal risklere etki ettiği düşünülen önermeler ve finansal riskten korunma sağlayacağı tahmin edilen önermeler faktör analizleri tabii tutulmuştur.

3.8.5.1.1. Riski Etkileyen Faktörlere İlişkin Analizler

Ölçek de yer alan değişkenlerin otel işletmeleri tarafından nasıl algılandığını daha spesifik boyutlarda incelemek amacı ile faktör analizi uygulanmıştır. Faktör analizi sonucu ortaya çıkan boyutların güvenilirlik testleri yapılmış ve sonuçlar Tablo 3.8’de gösterilmiştir. Tablo 3.9’da ise otel işletmelerinin risk algılamalarını etki eden faktörlere ilişkin yapılan faktör analizi sonuçları gösterilmektedir.

Tablo 3.8. Finansal Riski Etkileyen Faktörlerin Soru Sayıları ve Güvenilirlik (α) Değerleri

Faktörler	Soru sayısı	Cronbach Alfa (α) Değerleri
Makro Ekonomik Değişkenler Boyutu	4	,918
Girdi Fiyat Artış Riski Boyutu	4	,937
Döviz Kuru Riski Boyutu	5	,925
Faiz Oranı Riski Boyutu	4	,771
Yatırım Riski Boyutu	4	,722
Toplam	21	,914

Literatürde güvenilirlik testi sonuçlarının yeterli olması için güvenilirlik katsayısının 0,7 düzeyinin üzerinde gerçekleşmesi gerektiği tartışılmaktadır (Nunnally, 1967). Bu bağlama, yapılan güvenilirlik testi sonucunda faktörlerin Cronbach's Alpha katsayısının 0,70'den yüksek olması verilerin genel olarak güvenilir olduğu göstermektedir.

Tablo 3.9. Finansal Riski Etkileyen Faktörler - Dönüştürülmüş Bileşenler Matrisi

		Faktörler				
		1	2	3	4	5
Makro Ekonomik Değişkenler Boyutu	Girdi fiyatları finansal riskler üzerinde etkilidir.	,907				
	Döviz kuru finansal riskler üzerinde etkilidir.	,829				
	Siyasi gelişmeler finansal riskler üzerinde etkilidir.	,825				
	Ekonomik gelişmeler finansal riskler üzerinde etkilidir	,816				
Girdi Fiyat Artış Riski Boyutu	Girdilerin belli bir tarihteki fiyatını bilmek "finansal riskleri önlemek" açısından önemlidir.		,915			
	Girdi fiyatlarının belli bir tarihteki değerini bilmek "hizmet fiyatlandırması" için önemlidir.		,834			
	Girdi fiyatlarının belli bir tarihteki değerini bilmek "gider hesaplamaları" için önemlidir.		,802			
	Girdi fiyatlarının belli bir tarihteki değerini bilmek "nakit yönetimi" için önemlidir.		,778			

Döviz Kuru Riski Boyutu	Döviz kurunun belli bir tarihteki değerini bilmek "gider hesaplamaları" için önemlidir.			,880		
	Döviz kurunun belli bir tarihteki değerini bilmek "hizmet fiyatlandırması" için önemlidir.			,845		
	Döviz kurunun belli bir tarihteki değerini bilmek "finansal riskleri önlemek" açısından önemlidir.			,785		
	Döviz kurunun belli bir tarihteki değerini bilmek "nakit yönetimi" için önemlidir.			,660		
	Döviz kurunun artması gelirlerimizin artmasına neden olur.			,621		
Faiz Oranı Boyutu	Otelimizin finansal riskten daha az etkilenmesinde gelecekteki "faiz oranı" önemlidir.				,865	
	Otelimizin alacağı yatırım kararlarında "gelecekteki faiz oranı" önemlidir.				,839	
	Faiz oranları finansal riskler üzerinde etkilidir.				,794	
	Döviz kuru ile girdi fiyatları arasında pozitif bir ilişki vardır.				,596	
Yatırım Boyutu	Faiz oranlarının artması yatırımlarımızı öz sermaye ile yapmaya yöneltir.					,802
	Faiz oranlarının yüksek olduğu dönemlerde yatırım kararlarımız ertelenir.					,744
	Yabancı kaynak ile yapacağımız yatırımlarımızı faiz oranı riskinden arındırmak isteriz.					,672
	Otelimiz elinde bulundurduğu geçici süreli fonları yatırım araçlarına yönlendirmelidir.					,633
	Öz değerler	3,810	3,747	3,620	2,957	2,762
	Faktör varyans yüzdeleri	16,567	16,289	15,738	12,855	12,008
	Faktör Ortalamaları	0,844	0,832	0,758	0,773	0,712

Varimax Rotasyonlu Temel Bileşenler Faktör Analizi. Kaiser-Meyer-Olkin Örneklem Yeterliliği: ,627. Bartlett Küresellik Testi:

$p < 0,05$: χ^2 : 2023,766, df: 253. Açıklanan Toplam Varyans: % 80,800.

Kullanılan Likert Ölçeği: 1: Kesinlikle katılmıyorum..... 5: Kesinlikle Katılıyorum

Tablo 3.9’da otel işletmelerinde risk etkenlerinin boyutlarını belirlemek için yapılan faktör analizi kapsamında Bartlett Küresellik Testi 2023,766 ve $p < 0,05$ düzeyi ile Kaiser-Meyer-Olkin (KMO) Örneklem Yeterliliği değeri ,627 olarak gerçekleşmiştir. Literatürde faktör analizinde değişkenler arasında yüksek korelasyon bulunması gerekmektedir. Değişkenler arası korelasyon azaldıkça faktör analizinin sonuçlarına olan güven de azalmaktadır. Araştırmada $p < 0,05$ olduğundan Bartlett Küresellik Testinin sonucu anlamlıdır. Bu değişkenler arasında yüksek korelasyon olduğunu ve verilerin çoklu normal dağılımdan geldiğini göstermektedir. KMO testinden elde edilen değer 1’e yaklaştıkça mükemmel olduğu kabul edilir. 0,50’nin altında olan değerler ise kabul edilmemektedir. Faktör analizi sonucu bulunan KMO katsayısı ,627 olduğundan araştırmanın örneklem büyüklüğünün yeterli olduğu söylenebilir.

Verilere uygulanan principal compenent analizinde varimax seçeneği kullanılmış ve elde edilen scree ploit dağılımına göre öz değeri 1 altında olan veriler değerlendirmeye tabii tutulmamıştır. Faktör analizinin uygulanması sonucu 21 değişkenin öz değerleri 1’in üstünde olan beş faktör altında toplandığı görülmüştür. Tablo 3.9’da bu faktörler yer almaktadır.

Tablo 3.9 incelendiğinde analize alınan 21 maddenin 5 faktör altında toplandığı görülmektedir. Bu 5 faktörün ölçeğe ilişkin açıkladıkları varyans % 80,800 dür. Buna göre analizde ortaya çıkan 5 faktörün birlikte varyansın büyük çoğunluğunu açıkladığı söylenebilir. Önemli olarak belirlenen bu 5 faktörden birincisinin ölçeğe ilişkin açıkladığı toplam varyans % 16,567, ikincisinin % 16,289, üçüncüsünün % 15,738, dördüncüsünün %12,855 ve beşincisinin %12,008’ dür.

Analiz sonuçlarına göre birinci, ikinci, dördüncü ve beşinci faktörler 4’er maddeden, üçüncü faktör ise 5 maddeden oluşmaktadır. Birinci faktörde yer alan maddelerin faktör yük değerleri 0,907 ile 0,816 arasında değişmektedir. İkinci faktörde yer alan maddelerin faktör yük değerleri 0,915 ile 0,778 arasında değişmektedir. Üçüncü faktörde yer alan maddelerin faktör yük değerleri 0,880 ile 0,621 arasında değişmektedir. Dördüncü faktörde yer alan maddelerin faktör yük değerleri 0,865 ile 0,596 arasında değişmektedir. Beşinci faktörde yer alan maddelerin faktör yük değerleri 0,802 ile 0,633 arasında değişmektedir.

Faktörlerdeki maddelerin içerikleri dikkate alınarak isimlendirme yapılmıştır. Birinci faktörde yer alan maddelerin tümü genel ekonomik değişkenler ile ilgili olduğu

için bu faktör **“Makro Ekonomik Değişkenler Boyutu”** olarak isimlendirilmiştir. İkinci faktörde yer alan maddelerin tamamının girdi fiyatları ile ilgili olduğu düşünülerek bu faktöre **“Girdi Fiyat Artış Riski Boyutu”** ismi verilmiştir. Üçüncü faktörde yer alan maddelerin tümü döviz kuru ile ilgili olduğu için bu faktör **“Döviz Kuru Riski Boyutu”** olarak adlandırılmıştır. Dördüncü faktörde yer alan maddelerin tümünün faiz oranı ile ilgili olduğu düşünülerek bu faktöre **“Faiz Oranı Riski Boyutu”** ismi verilmiştir. Beşinci faktörde yer alan maddeler işletmelerin yatırımları ile ilgili olduğu için bu faktör **“Yatırım Riski Boyutu”** olarak isimlendirilmiştir.

Makro Ekonomik Değişkenler Boyutu’nun içyapısı incelendiğinde; bu boyutun; girdi fiyatlarının, döviz kurunun, siyasi ve ekonomik gelişmelerin finansal riskler üzerinde etkili olduğuna dair ifadelerden oluştuğu görülmektedir.

Girdi Fiyat Artış Riski Boyutu’nun içyapısı incelendiğinde; bu boyut; girdi fiyatlarının belli bir tarihteki değerini bilmek “finansal riskleri önlemek”, “hizmet fiyatlaması”, “gider hesaplamaları” ve “nakit yönetimi” için önemlidir ifadelerini içerdiği görülmektedir.

Döviz Kuru Riski Boyutu’nun içyapısı incelendiğinde; bu boyut; “Döviz kurunun belli bir tarihteki değerini bilmek "gider hesaplamaları" için önemlidir.”, “Döviz kurunun belli bir tarihteki değerini bilmek "hizmet fiyatlandırması" için önemlidir.”, “Döviz kurunun belli bir tarihteki değerini bilmek "finansal riskleri önlemek" açısından önemlidir.”, “Döviz kurunun belli bir tarihteki değerini bilmek "nakit yönetimi" için önemlidir.” ve “Döviz kurunun artması gelirlerimizin artmasına neden olur.” ifadelerinden oluşmaktadır.

Faiz Oranı Riski Boyutu’nun içyapısı incelendiğinde; bu boyutun; faiz oranının finansal riskler üzerinde, finansal risklerden etkilenme derecesinde ve yatırım kararları üzerinde etkili olduğunu belirten ifadeler içerdiği görülmektedir.

Yatırım Riski Boyutu’nun içyapısı incelendiğinde; “Faiz oranlarının artması yatırımlarımızı öz sermaye ile yapmaya yöneltir.”, “Faiz oranlarının yüksek olduğu dönemlerde yatırım kararlarımız ertelenir.”, “Yabancı kaynak ile yapacağımız yatırımlarımızı faiz oranı riskinden arındırmak isteriz.” ve “Otelimiz elinde bulundurduğu geçici süreli fonları yatırım araçlarına yönlendirmelidir.” ifadelerinin bu boyut altında toplandığı görülmektedir.

3.8.5.1.2. Riskten Korunma Yöntemlerine İlişkin Faktör Analizi

Otel işletmelerinin riskten korunma yöntemlerini nasıl algıladıkları ve uyguladıklarına ilişkin yapılan faktör analizi sonuçları Tablo 3.10 ve 3.11’de sunulmaktadır. Ölçek de yer alan değişkenlerin otel işletmeleri tarafından nasıl algılandığını daha spesifik boyutlarda incelemek amacı ile faktör analizi uygulanmıştır. Faktör analizi sonucu ortaya çıkan boyutların güvenilirlik testleri sonuçları Tablo 3.10’da gösterilmektedir. Tablo 3.11’de ise otel işletmelerinde uygulanan riskten korunma yöntemlerine ilişkin algılarını yansıtan faktör analizi sonuçları yer almaktadır.

Tablo 3.10. Riskten Korunma Yöntemlerine İlişkin Faktörlerin Soru Sayıları ve Güvenilirlik (α) Değerleri

Faktörler	Soru sayısı	Cronbach Alfa (α) Değerleri
Futures Sözleşmeleri	6	,938
Opsiyon Sözleşmeleri	5	,929
Swap Sözleşmeleri	5	,913
Forward Sözleşmeleri	2	,737
Toplam	18	,918

Literatürde güvenilirlik testi sonuçlarının yeterli olması için güvenilirlik katsayısının 0,7 düzeyinin üzerinde gerçekleşmesi gerektiği tartışılmaktadır (Nunnally, 1967). Bu bağlama, faktör analizi sonucu ortaya çıkan faktörlere yapılan güvenilirlik testi sonuçlarında Cronbach's Alpha katsayısının 0,70’den yüksek olması verilerin genel olarak güvenilir olduğu göstermektedir.

Tablo 3.11. Riskten Korunma Yöntemlerine İlişkin Faktörler – Dönüştürülmüş Bileşenler Matrisi

		Faktörler			
		1	2	3	4
Futures Sözleşmeleri	Otelimiz futures sözleşmeleri ile giderlerinin artmasını önleyebilir.	,860			
	Otelimiz futures sözleşmeleri ile girdi fiyatlarının yükselmesinden kaynaklanan risklerden korunabilirler.	,846			
	Döviz kurunun dalgalanma gösterdiği dönemlerde futures sözleşme yapabilir.	,845			
	Otelimiz futures sözleşmeleri ile gelirlerinin azalmasını önleyebilir.	,845			
	Yabancı kaynak kullanımı ile yapılacak yatırımlarda futures sözleşmeleri ile faiz oranı sabitlenebilir.	,775			
	Otelimiz futures sözleşmelerini kullanarak döviz kuru riskinden korunabilir.	,725			
Swap Sözleşmeleri	Otelimiz faiz swaplarını kullanarak faiz oranı riskinden korunabilir.		,913		
	Otelimiz para swaplarını kullanarak kârlılığını artırabilir.		,861		
	Otelimiz para swaplarını kullanarak kur riskinden korunabilir.		,844		
	Otelimiz faiz swaplarını kullanarak kârlılığını artırabilir.		,824		
	Otelimiz para swaplarının kullanarak giderlerini azaltabilir.		,789		

Opsiyon Sözleşmeleri	Otelimiz opsiyon sözleşmeleri ile girdi fiyatlarının yükselmesinden kaynaklanan risklerden korunabilir.			,877	
	Otelimiz opsiyon sözleşmeleri ile giderlerinin artmasını önleyebilir.			,863	
	Otelimiz opsiyon sözleşmelerini kullanarak döviz kuru riskinden korunabilir.			,814	
	Otelimiz opsiyon sözleşmeleri ile gelirlerinin azalmasını önleyebilir.			,790	
	Yabancı kaynak kullanımı ile yapılacak yatırımlarda Opsiyon sözleşmeleri ile faiz oranı sabitlenebilir.			,756	
Forward Sözleşmeleri	Otelimiz forward sözleşmelerini kullanarak döviz kuru riskinden korunabilir.				,891
	Yabancı kaynak kullanımı ile yapılacak yatırımlarda forward sözleşmeleri ile faiz oranı sabitlenebilir.				,843
	Öz değerler	4,591	3,980	3,766	1,797
	Faktör varyans yüzdeleri	25,507	22,112	20,923	9,985
	Faktör Ortalamaları	0,816	0,846	0,820	0,867

Varimax Rotasyonlu Temel Bileşenler Faktör Analizi. Kaiser-Meyer-Olkin Örneklem Yeterliliği: ,733. Bartlett Küresellik Testi:

$p < 0,05$: χ^2 : 1768,668 df: 153. Açıklanan Toplam Varyans: % 78,528.

Kullanılan Likert Ölçeği: 1: Kesinlikle katılmıyorum..... 5: Kesinlikle Katılıyorum

Otel işletmelerinin firma dışı riskten korunma yöntemlerinin boyutlarını belirlemek için faktör analizine tabi tutulan verilerin KMO değerinin ve Bartlett Küresellik testi değerlerinin faktör analizi için uygun olduğu görülmektedir (KMO değeri 0,733. Bartlett Testi sonucu $p < 0,05$). Diğer taraftan faktör analizi için temel bileşenler analizi ve varimax döndürme tekniği kullanılmıştır. Düşük eşdeğerlik (communalities) gösteren ifadeler (0,50'nin altında olanlar) ölçekten çıkarılmıştır.

Tablo 3.11 incelendiğinde analize alınan 18 maddenin 4 faktör altında toplandığı görülmektedir. Bu 4 faktörün ölçeğe ilişkin açıkladıkları varyans % 78,528' dir. Buna göre analizde ortaya çıkan 4 faktörün birlikte varyansın çoğunluğunu açıklamaktadırlar.

Önemli olarak belirlenen bu 4 faktörden birincisinin ölçeğe ilişkin açıkladığı toplam varyans % 25,507, ikincisinin % 22,112, üçüncüsünün % 20,923 ve dördüncüsünün % 9,985’dir.

Analiz sonuçlarına göre birinci faktör 6 maddeden, ikinci ve üçüncü faktörler 5’er maddeden, dördüncü faktör ise 2 maddeden oluşmaktadır. Birinci faktörde yer alan maddelerin faktör yük değerleri 0,860 ile 0,846 arasında değişmektedir. İkinci faktörde yer alan maddelerin faktör yük değerleri 0,913 ile 0,789 arasında değişmektedir. Üçüncü faktörde yer alan maddelerin faktör yük değerleri 0,877 ile 0,756 arasında değişmektedir. Dördüncü faktörde yer alan maddelerin faktör yük değerleri 0,891 ile 0,843 arasında değişmektedir.

Faktör isimlendirmeleri içeriğindeki maddeler göz önünde bulundurularak yapılmıştır. Birinci faktörde yer alan maddelerin tamamının futures sözleşmeleri ile ilgili olduğu için bu faktöre **“Futures Sözleşmeleri Boyutu”** ismi verilmiştir. İkinci faktörde yer alan maddelerin tümü swap sözleşmeleri ile ilgili olduğu için bu faktör **“Swap Sözleşmeleri Boyutu”** olarak isimlendirilmiştir. Üçüncü faktörde yer alan maddelerin tümünün opsiyon sözleşmeleri ile ilgili olduğu düşünülerek bu faktöre **“Opsiyon Sözleşmeleri Boyutu”** ismi verilmiştir. Beşinci faktörde yer alan maddelerin tamamının forward sözleşmeleri ile ilgili olduğu düşünülerek bu faktöre **“Forward Sözleşmeleri Boyutu”** ismi verilmiştir.

Futures Boyutu’nun içyapısı incelendiğinde; otel işletmelerinin döviz kurunun dalgalanma gösterdiği dönemlerde futures sözleşmesi yapabileceği, futures sözleşmeleri ile girdi fiyatlarının yükselmesinden kaynaklanan risklerden korunabileceği, yabancı kaynak kullanımı ile yapılacak yatırımlarda faiz oranının sabitlenebileceği, döviz kuru riskinden korunma sağlayabileceği, gelirlerinin azalmasını ve giderlerinin artmasını önleyebileceği ifadelerinin yer aldığı görülmektedir.

Swap Boyutu’nun içyapısı incelendiğinde, swap boyutunun; otel işletmelerinin faiz swaplarını kullanarak faiz oranı riskinden korunması, kârlılığını artırması, para swaplarını kullanarak döviz kuru riskinden korunması, kârlılığını artırması ve giderlerinin azaltması ifadelerinden oluştuğu görülmektedir.

Opsiyon Boyutu’nun içyapısı incelendiğinde; opsiyon boyutunun; “Otelimiz opsiyon sözleşmelerini ile girdi fiyatlarının yükselmesinden kaynaklanan risklerden korunabilir.”, “Otelimiz opsiyon sözleşmeleri ile giderlerinin artmasını önleyebilir.”,

“Otelimiz opsiyon sözleşmelerini kullanarak döviz kuru riskinden korunabilir.”, “Otelimiz opsiyon sözleşmeleri ile gelirlerinin azalmasını önleyebilir.” ve “Yabancı kaynak kullanımı ile yapılacak yatırımlarda opsiyon sözleşmeleri ile faiz oranı sabitlenebilir.” ifadelerinden oluştuğu görülmektedir.

Forward Boyutu’nun içyapısı incelendiğinde forward boyutunun; “Otelimiz forward sözleşmelerini kullanarak döviz kuru riskinden korunabilir.” ve “Yabancı kaynak kullanımı ile yapılacak yatırımlarda forward sözleşmeleri ile faiz oranı sabitlenebilir.” ifadelerinden meydana geldiği görülmektedir.

3.8.6. Risk Algısına Yönelik Frekans Analizi

Otel işletmelerin risk algılamalarına yönelik yapılan frekans analizine ilişkin sonuçlar Tablo 3.12’de sunulmuştur.

Tablo 3.12’deki otel işletmelerinin finansal risk algılarını belirlemeye yönelik olarak frekans analizi sonuçları incelendiğinde; otel işletmelerinde anketi cevaplayan yanıtlayıcıların % 93,3’lük (97) kısmı “Otel işletmeleri için finansal riskler her zaman mevcuttur” önermesine “katılıyorum” veya “kesinlikle katılıyorum” şeklinde görüş bildirmiştir. 6 yanıtlayıcı (% 5,8) bu görüşe “kısmen katılıyorum” diye yanıt verirken yalnızca 1 kişi (% 1) “kesinlikle katılmıyorum” şeklinde görüş bildirmişlerdir. Bu durum 5 yıldızlı otel işletmelerinin yöneticilerinin, finansal risklere her zaman maruz olduklarını kabul ettikleri şeklinde yorumlanmaktadır.

Tablo 3.12. Otel İşletmelerinin Risk Algısına Yönelik Frekans Analizi

<i>İFADELER</i>	Kesinlikle Katılmıyorum		Katılmıyorum		Kısmen Katılıyorum		Katılıyorum		Kesinlikle Katılıyorum		Ortalama	Standart Sapma
	F	%	F	%	F	%	F	%	F	%		
Otelimiz için finansal riskler her zaman mevcuttur.	1	1,0	-	-	6	5,8	48	46,2	49	47,1	4,384	,687
Otel yönetiminin finansal risklere müdahale edebilmesi söz konusu değildir.	42	40,4	41	39,4	12	11,5	9	8,7	-	-	1,884	,927
Otelimiz maruz kaldığı finansal riskleri belli oranda azaltabilir.	3	2,9	13	12,5	19	18,3	41	39,4	28	26,9	3,750	1,077
Etkili bir risk yönetimi ile otelimizin karşılaşılabileceği finansal riskler, tamamen kontrol altına alınabilir.	19	18,3	24	23,1	16	15,4	23	22,1	21	20,2	3,029	1,424
Otelimiz için herhangi bir finansal risk söz konusu değildir.	63	60,6	28	26,9	8	7,7	4	3,8	1	1,0	1,576	,866

“Otel yönetiminin finansal risklere müdahale edebilmesi söz konusu değildir” önermesine, 41 yanıtlayıcının (% 39,4) katılmadığı, 42 yanıtlayıcı (% 40,4) ise kesinlikle katılmadığı görülmektedir. Aynı ifadeye 9 yanıtlayıcı (% 8,7) katıldığını, 12 yanıtlayıcı (% 11,5) ise kısmen katıldığını ifade etmemiştir. Anketi yanıtlayanlar arasında kesinlikle katılmıyorum şeklinde görüş belirten kimse bulunmamaktadır. Bu bulgu doğrultusunda, otel yöneticilerinin finansal risklere müdahale edebileceklerini düşündükleri söylenebilir.

Otel yöneticilerinin sadece % 2,9’u (3) “Otelimiz maruz kaldığı finansal riskleri belli oranda azaltılabilir” önermesine “kesinlikle katılmıyorum” şeklinde yanıt vermiştir. Aynı önermeye 41 yönetici (% 39,4) katıldığını, 28 yönetici ise kesinlikle katıldığını ifade etmiştir. Otel yöneticilerinin % 84,6’unun riskten korunma

yöntemlerini kullanarak finansal risklerin azaltılabileceğini ifade etmesi bu konuda otel yöneticileri arasında görüş birliği olduğu şeklinde yorumlanabilir.

“Etkili bir risk yönetimi ile otelimizin karşılaşılabileceği finansal riskler tamamen kontrol altına alınabilir” ifadesine “kesinlikle katılmıyorum” veya “katılmıyorum” şeklinde yanıt verenlerin sayısı (43 kişi - % 41,4), “katılıyorum” veya “kesinlikle katılıyorum” şeklinde cevaplayanların sayısı (44 kişi - % 42,3) ile yaklaşık olarak aynıdır. Bu durum riskten tamamıyla korunma konusunda, otel yöneticileri arasında karşıt görüşlerin var olduğunu göstermektedir.

Katılımcıların %87,5'i (91 kişi), “Otelimizi için herhangi bir finansal risk yoktur” önermesine karşıt görüş bildirmişlerdir. Otel yöneticilerinin bu ifadeye verdikleri yanıtlar ışığında otel işletmeleri için finansal risklerin varlığında söz etmek mümkündür.

Tablo 3.12’de ki sonuçlar özetlenecek olursa; otel yöneticilerinin büyük bir çoğunluğu finansal risklerin varlığını kabul etmekte ve riskten korunma yöntemleri ile finansal riskin azaltılabileceği görüşünü savunmaktadır. Finansal riskin tamamen kontrol edilmesi konusunda ise ortak bir görüş bulunmamaktadır.

3.8.7. Firma İçi Riskten Korunma Yöntemlerine İlişkin Frekans Analizi

Otel işletmelerinde kullanılan firma içi riskten korunma yöntemlerine ilişkin yapılan frekans analizine ait sonuçlar Tablo 3.13’de görülmektedir.

Tablo 3.13. Otel İşletmelerinin Firma İçi Riskten Korunma Yöntemlerini Belirlemeye Yönelik Frekans Analizi

İFADELER	Kesinlikle Katılmıyorum		Katılmıyorum		Kısmen Katılıyorum		Katılıyorum		Kesinlikle Katılıyorum		Ortalama	Standart Sapma
	F	%	F	%	F	%	F	%	F	%		
Otelimiz döviz kuru riskinden korunmak için nakit döviz giriş / çıkışlarını aynı döneme denk getirebilir.	1	1,0	23	22,1	21	20,2	42	40,4	17	16,3	3,490	1,042
Otelimiz döviz kuru riskinden korunmak için nakit döviz girişlerini döviz çıkışlarından önceye ayarlayabilir.	5	4,8	12	11,5	26	25,0	42	40,4	19	18,3	3,557	1,068
Otelimiz fon ihtiyacına uygun vadeli finansman sağlayarak faiz oranı riskinden korunabilir.	1	1,0	6	5,8	41	39,4	37	35,6	19	18,3	3,644	,880
Otelimiz satıcılar ile iyi ilişkiler kurarak "girdi fiyatlarının yükselmesi riskinden" korunabilir.	5	4,8	16	16,3	34	32,7	24	23,1	23	22,1	3,384	1,193

Firma içi riskten korunma yöntemleri hakkında otel yöneticilerinin görüşlerine ilişkin yapılan frekans analizinin sonuçlarına bakıldığında, ifadeler verilen yanıtların ortalamalarının 3,384 ile 3,644 arasında değiştiği görülmektedir (1-Kesinlikle katılmıyorum, 5- Kesinlikle katılıyorum). Otel işletmelerinde kullanılabilecek firma içi riskten korunma teknikleri arasında uygun vadeli finansman sağlayarak faiz oranı riskinden korunma ilk sırada gelmektedir (Ort: 3,644). Bunu, nakit akışlarının zamanlaması olarak ifade edilen döviz girişlerini döviz çıkışlarında önceye ayarlama takip etmektedir (Ort: 3,557). Firma içi riskten korunma yöntemleri arasında yer alan ifadeler katılım düzeyi en yüksek olan üçüncü yöntem ise literatürde “çakıştırma” olarak ifade edilen döviz giriş ve çıkışlarını aynı döneme denk getirme işlemidir (Ort: 3,490). Tedarik zincir yönetimi ile girdi fiyatlarının yükselmesinden korunma yönteminin ise katılımcıların yanıtları sonucu en düşük ortalamaya (3,384) sahip olan yöntem olduğu görülmektedir.

3.8.8. Otel İşletmelerinin Türev Ürün Algılarını Belirlemeye Yönelik Frekans Analizi

Otel işletmelerinin türev ürün algılamalarını belirlemeye yönelik yapılan frekans analizine ilişkin sonuçlar Tablo 3.14’de yer almaktadır.

Tablo 3.14. Otel İşletmelerinin Türev Ürün Algısı

İFADELER	Kesinlikle Katılmıyorum		Katılmıyorum		Kısmen Katılıyorum		Katılıyorum		Kesinlikle Katılıyorum		Ortalama	Standart Sapma
	F	%	F	%	F	%	F	%	F	%		
Forward sözleşmeleri riskten korunma araçlarının en avantajlısıdır.	-	-	10	9,6	23	22,1	47	45,2	23	22,1	3,805	,897
Futures sözleşmeleri riskten korunma araçlarının en avantajlısıdır.	-	-	4	3,8	48	46,2	36	34,6	16	15,4	2,615	,792
Opsiyon sözleşmeleri riskten korunma araçlarının en avantajlısıdır.	-	-	24	23,1	31	29,8	36	34,6	13	12,5	3,365	,976
Swap sözleşmeleri riskten korunma araçlarının en avantajlısıdır.	8	7,7	50	48,1	35	33,7	9	8,7	2	1,9	2,490	,836
Turizm sektörüne en uygun riskten korunma aracı forward sözleşmeleridir.	-	-	11	10,6	26	25,0	41	39,4	25	24,0	3,776	,938
Turizm sektörüne en uygun riskten korunma aracı futures sözleşmeleridir.	5	4,8	51	49,0	31	29,8	17	16,3	-	-	2,576	,821
Turizm sektörüne en uygun riskten korunma aracı opsiyon sözleşmeleridir.	-	-	26	25,0	31	29,8	32	30,8	15	14,4	3,346	1,012
Turizm sektörüne en uygun riskten korunma aracı swap sözleşmeleridir.	7	6,7	53	51,0	34	32,7	8	7,7	2	1,9	2,471	,812

Araştırma kapsamında anket yanıt veren otel yöneticilerinin % 67,3’ü (70) en avantajlı riskten korunma yönteminin forward sözleşmeleri olduğunu belirtmiştir. Türev ürünler arasında riskten korunma yöntemlerinin en avantajlısının hangisi olduğunu belirlemeye ilişkin yöneltilen sorulara verilen yanıtların ortalamaları irdelendiğinde en avantajlı türev ürünün forward sözleşmeleri (ort: 3,805) olduğu görülmektedir. Forward sözleşmelerini sırasıyla, opsiyon sözleşmeleri (3,365), futures sözleşmeleri (2,615) ve swap sözleşmeleri (2,490) izlemektedir.

Turizm sektörüne yönelik olarak türev ürünler arasında en avantajlı yöntemin hangisi olduğunu belirlemeye ilişkin yapılan frekans analizini sonuçları incelendiğinde, turizm sektörü için en uygun riskten korunma aracının forward sözleşmeleri (ort: 3,776) olduğu görülmektedir. Diğer türev ürünlerin sıralaması ise; opsiyon sözleşmeleri (ort: 3,346), futures sözleşmeleri (ort: 2,576) ve swap sözleşmeleri (ort: 2,471) şeklindedir.

3.8.9. Türev Ürünler ile ilgili Olumsuz Algıların Belirlenmesine Yönelik Frekans Analizi

Literatürde zaman ve iş gücü kaybına neden olmaları ve nakit akışlarını olumsuz etkilemeleri türev ürünlerin olumsuz yönleri olarak ifade edilmektedir (Hull, 2009). Bu olumsuzluklara, otel yöneticilerinin katılım düzeylerini belirlemek amacıyla frekans analizi yapılmıştır ve sonuçlar Tablo 3.15’de sunulmuştur.

Tablo 3. 15. Türev Ürünler ile ilgili Olumsuz Algılara İlişkin Frekans Analizi

İFADELER	Kesinlikle Katılmıyorum		Katılmıyorum		Kısmen Katılmıyorum		Katılıyorum		Kesinlikle Katılıyorum		Ortalama	Standart Sapma
	F	%	F	%	F	%	F	%	F	%		
Futures sözleşmeleri ile uğraşmak otelimiz için zaman kaybına yol açar	7	6,7	24	23,1	34	32,7	33	31,7	6	5,8	3,06	1,026
Swap sözleşmeleri ile uğraşmak otelimiz için zaman kaybına yol açar.	3	2,9	33	31,7	39	37,5	27	26,0	2	1,9	2,92	,877
Opsiyon sözleşmeleri ile uğraşmak otelimiz için zaman kaybına yol açar.	5	4,8	42	40,4	28	26,9	24	23,1	5	4,8	2,82	,999
Forward sözleşmeleri ile uğraşmak otelimiz için zaman kaybına yol açar.	17	16,3	26	25,0	33	31,7	23	22,1	5	4,8	2,74	1,123
Futures sözleşmeleri ile uğraşmak otelimiz için işgücü kaybına yol açar.	6	5,8	23	22,1	37	35,6	34	32,7	4	3,8	3,06	,968
Swap sözleşmeleri ile uğraşmak otelimiz için işgücü kaybına yol açar.	3	2,9	31	29,8	47	45,2	22	21,2	1	1,0	2,87	,808
Opsiyon sözleşmeleri ile uğraşmak otelimiz için işgücü kaybına yol açar.	4	3,8	37	35,6	34	32,7	25	24,0	4	3,8	2,88	,948
Forward sözleşmeleri ile uğraşmak otelimiz için işgücü kaybına yol açar.	24	23,1	29	27,9	37	35,6	12	11,5	2	1,9	2,41	1,029

Opsiyon sözleşmelerine ödenen primler otelimizin maliyetlerini artırarak kârlılığını azaltır.	1	1,0	23	22,1	38	36,5	35	33,7	7	6,7	3,23	,905
Futures sözleşmelerinde yatırılan teminatlar otelimizdeki nakit akışlarını olumsuz etkiler.	5	4,8	25	24,0	29	27,9	43	41,3	2	1,9	3,11	,958

Otel işletmelerinin türev ürünler ile ilgili olumsuz algılamalarının belirlenmesine yönelik yapılan frekans analizine ilişkin sonuçlar Tablo 3.15’de yer almaktadır. Buna göre, otel yöneticileri türev ürünlerin zaman kaybına yol açtığı konusunda kesin ifadeler kullanmaktan kaçınmaktadırlar. Türev ürünlerin zaman kaybına neden olduğuna görüşler çoğunlukla “katılıyorum”, “kısmen katılıyorum” ve “katılıyorum” olduğu görülmektedir. “Futures sözleşmeleri ile uğraşmak otelimiz için zaman kaybına neden olur” ifadesine 24 kişi (% 23,1) “katılmıyorum”, 34 kişi (% 32,7) “kısmen katılıyorum” ve 33 kişi (% 31,7) “katılıyorum” yönünde görüş bildirmiştir. “Swap sözleşmeleri ile uğraşmak otelimiz için zaman kaybına neden olur” ifadesine 33 kişi (% 31,7) “katılmıyorum”, 39 kişi (% 37,5) “kısmen katılıyorum” ve 27 kişi (% 26,0) “katılıyorum” yanıtını vermiştir. Benzer bir dağılım opsiyon sözleşmelerinde görülmektedir. “Opsiyon sözleşmeleri ile uğraşmak otelimiz için zaman kaybına neden olur” ifadesine “katılmıyorum” yanıtını veren 42 kişi (% 40,4), “kısmen katılıyorum” yanıtını veren 28 kişi (% 26,9) ve “katılıyorum” yanıtını veren 24 kişi (% 23,1) bulunmaktadır. Forward sözleşmelerinde ise bu dağılım; “katılmıyorum” 26 kişi (% 25,0), “kısmen katılıyorum” 33 kişi (% 31,7) ve “katılıyorum” 23 kişi (% 22,1) şeklindedir. İfadelere katılım düzeylerine ilişkin ortalamalarına bakıldığında ise otel yöneticileri, futures sözleşmeleri (ort.: 3,06) ile uğraşmanın en fazla zaman kaybına neden olduğunu düşünmektedir. Futures sözleşmelerini sırasıyla; swap sözleşmeleri (ort.: 2,92), opsiyon sözleşmeleri (ort.: 2,82) ve forward sözleşmeleri (ort.: 2,74) izlemektedir.

Türev ürünlerin işgücü kaybına neden olduğuna dair ifadelere genel olarak bakıldığında otel yöneticilerinin bu konuda da kesin yargılarda bulunmadıkları görülmüştür. Forward sözleşmeleri (“Kesinlikle katılmıyorum”, 24 kişi - % 23,1) hariç türev ürünler ile uğraşmanın işgücü kaybına neden olacağı görüşüne “kesinlikle katılıyorum” veya “kesinlikle katılmıyorum” yanıtını verenler % 6’yı geçmemektedir. Yanıtlayıcıların % 68,3’ü (71 kişi) futures sözleşmelerinin iş gücü kaybına neden olduğunu ifadesine “kısmen katılıyorum” veya “katılıyorum” yönünde görüş belirtirken,

23 kişi (% 22,1) katılmadıklarını belirtmiştir. Swap sözleşmelerinin iş gücü kaybına neden olduğu görüşüne “kısmen katılıyorum” veya “katılıyorum” şeklinde yanıt veren 69 kişi (% 66,4) varken, “katılmıyorum” şeklinde görüş belirten 31 kişi (%29,8) bulunmaktadır. Anketi yanıtlayanların % 51’i (53 kişi) forward sözleşmelerinin iş gücü kaybına neden olduğu görüşüne katılmamaktadır.

İfadelere katılım düzeylerine ilişkin ortalamalarına bakıldığında ise otel yöneticileri, iş gücü kaybına en az neden olan türev ürünün forward sözleşmeleri (ort.: 2,41) olduğunu düşünmektedirler. Forward sözleşmelerini sırasıyla; swap sözleşmeleri (ort.: 2,87), opsiyon sözleşmeleri (ort.: 2,88) ve futures sözleşmeleri (ort.: 3,06) takip etmektedir.

Ankete katılan otel yöneticilerinin %70,2’si (73 kişi) “Opsiyon sözleşmelerine ödenen primler otelimizin maliyetlerini artırarak kârlılığı azaltır” ifadesine “kısmen katılıyorum” veya “katılıyorum” yanıtını vermiştir. Aynı zamanda yanıtlayıcıların % 41,3’ü (43 kişi) futures sözleşmelerinde yatırılan nakit teminatların otelin nakit akışını olumsuz olarak etkileyeceğini düşünmektedir.

3.8.10. Korelasyon Analizi

Cohen ve diğ. (2003), korelasyon analizinin, iki değişken arasındaki ilişkinin şiddetini ve yönünü ölçmede kullanıldığını ifade etmişlerdir. Araştırmada yapılan faktör analizi sonucu ortaya çıkan boyutlar arası ilişkinin ölçülmesinde korelasyon analizi kullanılmıştır. Korelasyon analizine ilişkin sonuçlar, Tablo 3.16’da verilmiştir.

Tablo 3.16. Finansal Riske Etki Eden Faktörler ve Riskten Korunma Yöntemleri Arasındaki İlişkiye Yönelik Korelasyon Tablosu

Boyutlar	Makro Ekonomik Değişkenler	Girdi Fiyat Artış Riski	Döviz Kuru Riski	Faiz Oram Riski	Yatırım Riski	Futures Sözleşmeleri	Swap Sözleşmeleri	Opsiyon Sözleşmeleri	Forward Sözleşmeleri
Makro Ekonomik Değişkenler	1								
Girdi Fiyat Artış Riski	,407(*)	1							
Döviz Kuru Riski	,578(*)	,699(*)	1						
Faiz Oram Riski	,515(*)	,296(*)	,465(*)	1					
Yatırım Riski	,486(*)	,523(*)	,519(*)	,272(*)	1				
Futures Sözleşmeleri	,424(*)	,332(*)	,454(*)	,472(*)	,298(*)	1			
Swap Sözleşmeleri	,331(*)	,351(*)	,264(*)	,360(*)	,273(*)	,515(*)	1		
Opsiyon Sözleşmeleri	,387(*)	,104	,176	,327(*)	,320(*)	,466(*)	,291(*)	1	
Forward Sözleşmeleri	,445(*)	,285(*)	,236	,409(*)	,117	,205	,245	,146	1

* Korelasyon 0,01 düzeyinde anlamlı (2 yönlü)

Korelasyon analizinde; Pearson Correlation katsayısının mutlak değeri olarak 0-0,30 arasında olması düşük, 0,30 – 0,70 arasında olması orta, 0,70 ve üzeri olması yüksek düzeyde bir ilişki olarak tanımlanmaktadır (Büyüköztürk, 2008: 34). Boyutlara ayırarak yapılan korelasyon analizinde, veriler arasındaki ilişkinin anlamlılık değeri olarak $p < 0,01$ olarak ele alınmıştır. Tablo 3.16’da verilen korelasyon analizi sonuçlarına göre Pearson Correlation değerleri dikkate alındığında makro ekonomik değişkenler ile futures, opsiyon, swap ve forward sözleşmeleri arasında orta düzeyde, pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğu görülmektedir.

Girdi fiyat artış riski ile futures ve swap sözleşmeleri arasında pozitif yönlü orta dereceli bir ilişkiye rastlanmıştır. Bunun yanı sıra forward sözleşmeleri ile girdi fiyat artış riski arasında pozitif yönlü zayıf derecede bir ilişki tespit edilmiştir.

Döviz kuru riski ile futures sözleşmeleri arasında orta düzeyde pozitif yönlü anlamlı bir ilişki bulunmakta iken swap sözleşmeleri ile döviz kuru riski arasında pozitif yönlü ve zayıf derecede bir ilişki mevcuttur.

Faiz oranı riski ile futures, opsiyon, swap ve forward sözleşmeleri arasında orta düzeyde pozitif yönlü anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

Yatırım riski ile opsiyon sözleşmeleri arasında pozitif yönlü orta derecede bir ilişki tespit edilmiştir. Bununla birlikte, futures ve swap sözleşmeleri ile yatırım riski arasında düşük düzeyde, pozitif yönlü, anlamlı bir ilişkiye rastlanmıştır.

Tablo 3.17.'da risk unsurları ve riskten korunma yöntemleri arasındaki korelasyonel ilişki sayıları ve ilişki düzeyleri görülmektedir. Buna göre ilişki sayısına ve ilişki derecesine göre riskten korunma yöntemleri ile makro ekonomik değişkenler ve faiz oranı riski boyutları arasında en fazla sayıda ve en yüksek derecede ilişki olduğu görülmektedir.

Tablo 3.17. Koreleasyon İlişki Düzeyleri ve Sayısı

	İlişki Düzeyi $p < 0,01$		
	Düşük	Orta	Toplam
Makro Ekonomik Değişkenler	-	4	4
Girdi Fiyat Artış Riski	1	2	3
Döviz Kuru Riski	1	1	2
Faiz Oranı Riski	-	4	4
Yatırım Riski	2	1	3

3.8.11. Regresyon Analizi

Bağımsız değişkenlerin, bağımlı değişkenler üzerindeki etkilerini belirlemek amacı ile regresyon analizi yapılmıştır. Faktör analizi sonucu ortaya çıkan risk unsurlarını yansıtan, makro ekonomik değişkenler, girdi fiyat artış riski bağımsız değişken olarak, döviz kuru riski, faiz oranı riski ve yatırım riski bağımsız değişkenler olarak belirlenmiştir. Riskten korunma yöntemlerini yansıtan futures, swap, opsiyon ve forward sözleşmeleri ise bağımlı değişkenler olarak belirlenmiştir. Regresyon analizlerine ilişkin sonuçlar Tablo 3.18, 3.19, 3.20 ve 3.21'de sunulmuştur.

Tablo 3.18. Finansal Risk Algısını Etkileyen Unsurlar ile Futures Sözleşmelerine Yönelik Regresyon Tablosu

Değişkenler	B	Std. Sapma	Beta	t	Sig.
Makro Ekonomik Değişkenler	,139	,127	,126	1,101	,274
Girdi Fiyat Artış Riski	,039	,137	,035	,283	,778
Döviz Kuru Riski	,225	,150	,203	1,495	,138
Faiz Oranı Riski	,290	,100	,293	2,894	,005
Yatırım Riski	,035	,111	,033	,313	,755
R = 0,553 R ² : = 0,305 F = 8,615 p < 0,05					

Bağımlı Değişken: Futures Sözleşmeleri

Tablo 3.18. incelendiğinde modelin genel anlamda istatistiksel olarak anlamlı olduğu, riske etki eden boyutların, riskten korunma yöntemlerinden olan futures sözleşmelerinin kullanımını % 30,5 oranında açıkladığı, diğer bir ifade ile riskten korunma yöntemi olarak futures sözleşmelerinin kullanımı %30,5 oranında bu boyutlara bağlı olarak şekillendiği anlaşılmaktadır. Bununla birlikte değişkenler arasındaki ilişkiye yönelik standardize edilmiş regresyon katsayısı ve regresyon katsayılarının anlamlılığına ilişkin t-testi sonuçları incelendiğinde faiz oranı riskinin ($\beta = ,290$ ve $t = 2,894$) futures sözleşmelerini anlamlı düzeyde etkilediği görülmektedir ($p < 0,05$). Öte yandan, makro ekonomik değişkenler, girdi fiyat artış riski, döviz kuru riski ve yatırım riskinin, futures sözleşmelerinin kullanımını anlamlı düzeyde etkilemediği görülmektedir ($p > 0,05$). Bu doğrultu; “ $H_{2,4}$: Otel işletmelerinin risk algılamalarına etki eden **faiz oranı riski** ile riskten korunma yöntemlerinden futures arasında anlamlı bir ilişki vardır.” hipotezi kabul edilirken; “ $H_{2,1}$: Otel işletmelerinin risk algılamalarına etki eden makro ekonomik faktörler ile riskten korunma yöntemlerinden futures arasında anlamlı bir ilişki vardır.”, “ $H_{2,2}$: Otel işletmelerinin risk algılamalarına etki eden döviz kuru riski ile riskten korunma yöntemlerinden futures arasında anlamlı bir ilişki vardır.”, “ $H_{2,3}$: Otel işletmelerinin risk algılamalarına etki eden girdi fiyat artış riski ile riskten korunma yöntemlerinden futures arasında anlamlı bir ilişki vardır.” ve “ $H_{2,5}$: Otel işletmelerinin risk algılamalarına etki eden yatırım riski ile riskten korunma yöntemlerinden futures arasında anlamlı bir ilişki vardır.” hipotezleri reddedilmektedir.

Tablo 3.19. Finansal Risk Algısını Etkileyen Unsurlar ile Swap Sözleşmelerine Yönelik Regresyon Tablosu

Değişkenler	B	Std. Sapma	Beta	t	Sig.
Makro Ekonomik Değişkenler	,179	,145	,150	1,240	,218
Girdi Fiyat Artış Riski	,384	,156	,318	2,458	,016
Döviz Kuru Riski	-,243	,172	-,204	-1,413	,161
Faiz Oranı Riski	,282	,114	,265	2,467	,015
Yatırım Riski	,076	,126	,068	,601	,549
R = 0,470 R ² : = 0,221 F = 5,570 p < 0,05					

Bağımlı Değişken: Swap

Tablo 3.19. incelendiğinde modelin genel anlamda istatistiksel olarak anlamlı olduğu, riskten korunma yöntemi olarak swap sözleşmelerinin kullanımını % 22,1 oranında riske etki eden faktörlere bağlı olarak şekillendiği anlaşılmaktadır. Bununla birlikte değişkenler arasındaki ilişkiye yönelik standardize edilmiş regresyon katsayısı ve regresyon katsayılarının anlamlılığına ilişkin t-testi sonuçları incelendiğinde; girdi fiyat artış riski ($\beta = ,384$ ve $t = 2,458$) ve faiz oran riskinin ($\beta = ,282$ ve $t = 2,467$) swap sözleşmelerini anlamlı düzeyde etkilediği görülmektedir ($p < 0,05$). Diğer taraftan, makro ekonomik değişkenler, döviz kuru riski ve yatırım riskinin, swap sözleşmelerinin kullanımını anlamlı düzeyde etkilemediği görülmektedir ($p > 0,05$). Bu durumda; “ $H_{4.3}$: Otel işletmelerinin risk algılamalarına etki eden **girdi fiyat artış riski** ile riskten korunma yöntemlerinden swap arasında anlamlı bir ilişki vardır.” ve “ $H_{4.4}$: Otel işletmelerinin risk algılamalarına etki eden **faiz oranı riski** ile riskten korunma yöntemlerinden swap arasında anlamlı bir ilişki vardır.” hipotezleri kabul edilirken; “ $H_{4.1}$: Otel işletmelerinin risk algılamalarına etki eden makro ekonomik faktörler ile riskten korunma yöntemlerinden swap arasında anlamlı bir ilişki vardır.”, “ $H_{4.2}$: Otel işletmelerinin risk algılamalarına etki eden döviz kuru riski ile riskten korunma yöntemlerinden swap arasında anlamlı bir ilişki vardır.” ve “ $H_{4.5}$: Otel işletmelerinin risk algılamalarına etki eden yatırım riski ile riskten korunma yöntemlerinden swap arasında anlamlı bir ilişki vardır.” hipotezleri reddedilmektedir.

Tablo 3.20. Finansal Risk Algısını Etkileyen Unsurlar ile Opsiyon Sözleşmelerine Yönelik Regresyon Tablosu

Değişkenler	B	Std. Sapma	Beta	t	Sig.
Makro Ekonomik Değişkenler	,331	,143	,279	2,317	,023
Girdi Fiyat Artış Riski	-,128	,154	-,107	-,829	,409
Döviz Kuru Riski	-,167	,170	-,142	-,984	,327
Faiz Oranı Riski	,222	,113	,210	1,963	,052
Yatırım Riski	,286	,125	,257	2,288	,024
R = 0,472 R ² : = 0,223 F = 5,632 p < 0,05					

Bağımlı Değişken: Opsiyon

Tablo 3.20 incelendiğinde modelin genel anlamda istatistiksel olarak anlamlı olduğu, riske etki eden boyutların, riskten korunma yöntemi olarak opsiyon sözleşmelerinin kullanımını % 22,3 oranında açıkladığı anlaşılmaktadır. Bununla birlikte değişkenler arasındaki ilişkiye yönelik standardize edilmiş regresyon katsayısı ve regresyon katsayılarının anlamlılığına ilişkin t-testi sonuçları incelendiğinde; makro ekonomik değişkenlerin ($\beta = ,331$ ve $t = 2,317$), faiz oranı riskinin ($\beta = ,222$ ve $t = 1,963$) ve yatırım riskinin ($\beta = ,286$ ve $t = 2,288$) opsiyon sözleşmelerini anlamlı düzeyde etkilediği görülmektedir ($p < 0,05$). Diğer taraftan, girdi fiyat artış riski ve döviz kuru riskinin, opsiyon sözleşmelerinin kullanımını anlamlı düzeyde etkilemediği görülmektedir ($p > 0,05$). Bu durumda; “*H_{3.1}: Otel işletmelerinin risk algılamalarına etki eden **makro ekonomik faktörler** ile riskten korunma yöntemlerinden opsiyon arasında anlamlı bir ilişki vardır.*”, “*H_{3.4}: Otel işletmelerinin risk algılamalarına etki eden **faiz oranı riski** ile riskten korunma yöntemlerinden opsiyon arasında anlamlı bir ilişki vardır.*” ve “*H_{3.5}: Otel işletmelerinin risk algılamalarına etki eden **yatırım riski** ile riskten korunma yöntemlerinden opsiyon arasında anlamlı bir ilişki vardır.*” hipotezleri kabul edilmektedir. “*H_{3.2}: Otel işletmelerinin risk algılamalarına etki eden döviz kuru riski ile riskten korunma yöntemlerinden opsiyon arasında anlamlı bir ilişki vardır.*” ve “*H_{3.3}: Otel işletmelerinin risk algılamalarına etki eden girdi fiyat artış riski ile riskten korunma yöntemlerinden opsiyon arasında anlamlı bir ilişki vardır.*” hipotezleri ise reddedilmektedir.

Tablo 3.21. Finansal Risk Algısını Etkileyen Unsurlar ile Forward Sözleşmelerine Yönelik Regresyon Tablosu

Değişkenler	B	Std. Sapma	Beta	t	Sig.
Makro Ekonomik Değişkenler	,556	,153	,416	3,636	,000
Girdi Fiyat Artış Riski	,414	,165	,307	2,503	,014
Döviz Kuru Riski	-,325	,182	-,243	-1,786	,077
Faiz Oranı Riski	,322	,121	,270	2,656	,009
Yatırım Riski	-,242	,134	-,193	-1,809	,073
R = 0,550 R ² : = 0,303 F = 8,510 p < 0,05					

Bağımlı Değişken: Forward

Tablo 3.21. incelendiğinde modelin genel anlamda istatistiksel olarak anlamlı olduğu, riske etki eden boyutların, riskten korunma yöntemi olarak forward sözleşmelerinin kullanımını % 30,3 oranında açıkladığı anlaşılmaktadır. Bununla birlikte değişkenler arasındaki ilişkiye yönelik standardize edilmiş regresyon katsayısı ve regresyon katsayılarının anlamlılığına ilişkin t-testi sonuçları incelendiğinde; makro ekonomik değişkenlerin ($\beta = ,556$ ve $t = 3,636$), girdi fiyat artış riskinin ($\beta = ,414$ ve $t = 2,503$) ve faiz oranı riskinin ($\beta = ,322$ ve $t = 2,656$) forward sözleşmelerinin kullanımını anlamlı düzeyde etkilediği görülmektedir ($p < 0,05$). Diğer taraftan, döviz kuru riskinin ve yatırım riskinin, forward sözleşmelerinin kullanımını anlamlı düzeyde etkilemediği görülmektedir ($p > 0,05$). Bu durumda; “*H_{1.1}: Otel işletmelerinin risk algılamalarına etki eden **makro ekonomik faktörler** ile riskten korunma yöntemlerinden forward arasında anlamlı bir ilişki vardır.*”, “*H_{1.3}: Otel işletmelerinin risk algılamalarına etki eden **girdi fiyat artış riski** ile riskten korunma yöntemlerinden forward arasında anlamlı bir ilişki vardır.*” ve “*H_{1.4}: Otel işletmelerinin risk algılamalarına etki eden **faiz oranı riski** ile riskten korunma yöntemlerinden forward arasında anlamlı bir ilişki vardır.*” hipotezleri kabul edilmektedir. “*H_{1.2}: Otel işletmelerinin risk algılamalarına etki eden döviz kuru riski ile riskten korunma yöntemlerinden forward arasında anlamlı bir ilişki vardır.*” ve “*H_{1.5}: Otel işletmelerinin risk algılamalarına etki eden yatırım riski ile riskten korunma yöntemlerinden forward arasında anlamlı bir ilişki vardır.*” hipotezleri ise reddedilmektedir.

3.8.12. İlişki İncelemeye Yönelik Analizler

Altunışık ve diğ. (2007) farklılıkları incelemeye yönelik parametrik analiz tekniklerini T - testi, ve Anova testleri olarak sıralamışlardır. Bu araştırmada farklılık tekniklerinden T-testi ve tek yönlü Anova testi kullanılmıştır.

3.8.12.1. Risk Algısına Etki Eden Faktörler ve Riskten Korunma Yöntemlerine İlişkin Tek Yönlü Anova Testleri

Yapılan analizler sonucunda otel işletmelerinin risk algısına etki eden faktörler ve riskten korunma yöntemleri ile otel işletmelerinin bölgesi, türü, statüsü, faaliyet dönemi, toplam gelirleri ve giderleri arasında anlamlı bir fark bulunmuştur. Bu farklılıklar aşağıda tablolar halinde sunulmuştur. Ayrıca otel işletmelerinin hukuki yapısı ile risk algısı ve riskten korunma yöntemleri arasında farklılık belirlenememiştir. Bir başka ifade ile otel işletmelerinin hukuki yapısı ile risk algılamaları ve riskten korunma yöntemlerine bakış açılarında bir değişim söz konusu değildir.

Tablo 3.22. Otel İşletmelerinin Bulunduğu Bölge ile Risk Algısı ve Riskten Korunma Boyutlarına İlişkin Tek Yönlü Anova Testi

Değişkenler	Varyansın Kaynağı	Kareler Toplamı	df	Kareler Ortalaması	F	P	Anlamlı Fark	Test Türü
Risk Algısı Boyutlarına İlişkin Tek Yönlü Anova Testi								
Makro Ekonomik Değişkenler	Gruplar Arası	7,858	4	1,965	5,086	,001	Güneydoğu ile diğer bölgeler	Scheffe
	Grup İçi	37,470	97	,386				
Girdi Fiyat Artış Riski	Gruplar Arası	,438	4	,110	,242	,914	-	
	Grup İçi	43,898	97	,453				
Döviz Kuru Riski	Gruplar Arası	1,393	4	,348	,769	,548	-	
	Grup İçi	43,950	97	,453				
Faiz Oranı Riski	Gruplar Arası	2,785	4	,696	1,258	,292	-	
	Grup İçi	53,710	97	,554				
Yatırım Riski	Gruplar Arası	2,740	4	,685	1,383	,246	-	
	Grup İçi	48,057	97	,495				
Riskten Korunma Boyutlarına İlişkin Tek Yönlü Anova Testi								
Futures Sözleşmeleri	Gruplar Arası	3,353	4	,838	1,535	,198	-	
	Grup İçi	52,966	97	,546				
Swap Sözleşmeleri	Gruplar Arası	1,328	4	,332	,507	,731	-	
	Grup İçi	63,531	97	,655				
Opsiyon Sözleşmeleri	Gruplar Arası	6,447	4	1,612	2,710	,034	-	
	Grup İçi	57,688	97	,595				
Forward Sözleşmeleri	Gruplar Arası	11,434	4	2,858	4,015	,005	Akdeniz - Marmara	Scheffe
	Grup İçi	69,057	97	,712				

Araştırmanın veri setinde yer alan otel işletmeleri ikiden fazla bölgede bulunmasından dolayı tek yönlü varyans analizi ile test edilmiştir. Test sonuçlarının istatistiksel olarak daha iyi sonuç vermesi için seçeneklerin en az iki veya daha fazla durum içermesi gerekmektedir Bu nedenle Doğu Anadolu ve Karadeniz Bölgeleri analiz

dışında tutulmuştur. Risk algısına etki eden faktörlerden makro ekonomik değişkenler ($F= 5,086$, $p<0,05$) ve riskten korunma yöntemlerine ilişkin faktörlerden forward sözleşmeleri ($F= 4,015$, $p<0,05$) ve opsiyon sözleşmeleri ($F= 2,710$, $p<0,05$) ile otel işletmelerinin bulunduğu bölgeler arasında anlamlı bir fark bulunmuştur. Bölgeler arası farklılığın kaynağını bulmaya yönelik olarak; değişkenlerin eşit varyansa sahip oldukları durumlar için Scheffe testi uygulanmıştır. Analiz sonuçlarına göre; Güneydoğu Anadolu Bölgesi ile Akdeniz, Ege, İç Anadolu ve Marmara Bölgeleri arasında makro ekonomik değişkenler algısında farklılık bulunmaktadır. Riskten korunma aracı olarak forward sözleşmelerinin tercihi konusunda ise yalnızca Akdeniz ve Marmara Bölgeleri arasında farklılık olduğu tespit edilmiştir. Opsiyon sözleşmeleri ile otel işletmelerinin bulunduğu bölgeler arasında anlamlı bir farklılık bulunmasına rağmen, farklılığının hangi gruplar arasında bulunduğu belirlenememiştir.

Risk algısına etki eden faktörlerden girdi fiyat artış riski, döviz kuru riski, faiz oranı riski, yatırım riski ve riskten korunma yöntemlerine ilişkin faktörlerden futures ve swap sözleşmeleri ile otel işletmelerinin bulunduğu bölgeler arasında anlamlı bir farklılık bulunmamaktadır.

Tablo 3.23. Otel İşletmelerinin Türü ile Risk Algısı ve Riskten Korunma Boyutlarına İlişkin Tek Yönlü Anova Testi

Değişkenler	Varyansın Kaynağı	Kareler Toplamı	df	Kareler Ortalaması	F	P	Anlamlı Fark	Test Türü
Risk Algısı Boyutlarına İlişkin Tek Yönlü Anova Testi								
Makro Ekonomik Değişkenler	Gruplar Arası	,035	2	,018	,039	,962	-	
	Grup İçi	45,869	101	,454				
Girdi Fiyat Artış Riski	Gruplar Arası	,436	2	,218	,490	,614	-	
	Grup İçi	44,871	101	,444				
Döviz Kuru Riski	Gruplar Arası	,073	2	,037	,080	,923	-	
	Grup İçi	46,135	101	,457				
Faiz Oranı Riski	Gruplar Arası	3,314	2	1,657	3,071	,051	-	
	Grup İçi	54,510	101	,540				
Yatırım Riski	Gruplar Arası	,658	2	,329	,645	,527	-	
	Grup İçi	51,467	101	,510				
Riskten Korunma Boyutlarına İlişkin Tek Yönlü Anova Testi								
Futures Sözleşmeleri	Gruplar Arası	6,649	2	3,324	6,734	,002	Diğer Oteller ile Kıyı ve Şehir Otelleri	Scheffe
	Grup İçi	49,862	101	,494				
Swap Sözleşmeleri	Gruplar Arası	9,238	2	4,619	8,246	,000	Diğer Oteller ile Kıyı ve Şehir Otelleri	Scheffe
	Grup İçi	56,571	101	,560				
Opsiyon Sözleşmeleri	Gruplar Arası	1,520	2	,760	1,222	,299	-	
	Grup İçi	62,800	101	,622				
Forward Sözleşmeleri	Gruplar Arası	1,209	2	,604	,753	,474	-	
	Grup İçi	81,096	101	,803				

Otel işletmelerinin türleri ikiden fazla gruptan oluştuğu için tek yönlü varyans analizi ile test edilmiştir. Riskten korunma yöntemlerine ilişkin faktörlerden futures sözleşmeleri ($F= 6,734$, $p<0,05$) ve swap sözleşmeleri ($F=8,246$, $p<0,05$) ile otel işletmelerinin türü arasında anlamlı bir fark bulunmuştur. Hangi tür oteller arasında farklılığın olduğunu tespit etmeye yönelik yapılan Scheffe testi sonuçlarına göre; diğer oteller (kayak ve termal) ile kıyı ve şehir otellerinin riskten korunma yöntemi olarak futures ve swap sözleşmelerini algılamalarında farklılık olduğu tespit edilmiştir.

Risk algısına etki eden faktörlerden makro ekonomik değişkenler, girdi fiyat artış riski, döviz kuru riski, faiz oranı riski, yatırım riski ve riskten korunma

yöntemlerine ilişkin faktörlerden opsiyon ve forward sözleşmeleri ile otel işletmelerinin türleri arasında anlamlı bir farklılık bulunmamaktadır.

Tablo 3.24. Otel İşletmelerinin Statüsü ile Risk Algısı ve Riskten Korunma Boyutlarına İlişkin Tek Yönlü Anova Testi

Değişkenler	Varyansın Kaynağı	Kareler Toplamı	df	Kareler Ortalaması	F	P	Anlamlı Fark	Test Türü
Risk Algısı Boyutlarına İlişkin Tek Yönlü Anova Testi								
Makro Ekonomik Değişkenler	Gruplar Arası	,757	2	,379	,841	,434	-	
	Grup İçi	45,051	100	,451				
Girdi Fiyat Artış Riski	Gruplar Arası	4,032	2	2,016	4,896	,009	Yerli Zincir İşletme – Bağımsız Yerli	Scheffe
	Grup İçi	41,172	100	,412				
Döviz Kuru Riski	Gruplar Arası	,976	2	,488	1,139	,324	-	
	Grup İçi	42,861	100	,429				
Faiz Oranı Riski	Gruplar Arası	,423	2	,211	,394	,675	-	
	Grup İçi	53,627	100	,536				
Yatırım Riski	Gruplar Arası	1,170	2	,585	1,155	,319	-	
	Grup İçi	50,632	100	,506				
Riskten Korunma Boyutlarına İlişkin Tek Yönlü Anova Testi								
Futures Sözleşmeleri	Gruplar Arası	,667	2	,333	,682	,508	-	
	Grup İçi	48,905	100	,489				
Swap Sözleşmeleri	Gruplar Arası	3,756	2	1,878	3,179	,046	-	
	Grup İçi	59,075	100	,591				
Opsiyon Sözleşmeleri	Gruplar Arası	,785	2	,393	,618	,541	-	
	Grup İçi	63,470	100	,635				
Forward Sözleşmeleri	Gruplar Arası	2,663	2	1,332	1,710	,186	-	
	Grup İçi	77,852	100	,779				

Otel işletmelerinin statüleri ikiden fazla gruptan oluştuğu için tek yönlü varyans analizi ile test edilmiştir. Test sonuçlarının daha iyi sonuç vermesi için seçeneklerin en az iki veya daha fazla durum içermesi gerekmektedir Bu nedenle Bağımsız Yabancı İşletmeler analiz dışında tutulmuştur. Risk algısına etki eden faktörlerden girdi fiyat artış riski ($F= 4,896$, $p<0,05$) ve riskten korunma yöntemlerinden swap sözleşmeleri ($F= 3,179$ $p<0,05$) ile otel işletmelerinin statüleri arasında anlamlı bir fark bulunmuştur. Otel işletmelerinin statüleri arasındaki farklılığın kaynağını bulmaya yönelik yapılan Scheffe testi sonuçlarına göre; Yerli Zincir İşletmeler ile Bağımsız Yerli İşletmeler

arasında girdi fiyat artış riski algısında farklılık bulunmaktadır. Swap sözleşmeleri ile otel işletmelerinin statüleri arasında anlamlı bir farklılık bulunmasına rağmen, farklılığının hangi gruplar arasında bulunduğu belirlenememiştir.

Risk algısına etki eden faktörlerden makro ekonomik değişkenler, döviz kuru riski, faiz oranı riski, yatırım riski ve riskten korunma yöntemlerine ilişkin faktörlerden futures, opsiyon ve forward sözleşmeleri ile otel işletmelerinin statüleri arasında anlamlı bir farklılık bulunmamaktadır.

Tablo 3.25. Otel İşletmelerinin Faaliyet Dönemi ile Risk Algısı ve Riskten Korunma Boyutlarına İlişkin Tek Yönlü Anova Testi

Değişkenler	Varyansın Kaynağı	Kareler Toplamı	df	Kareler Ortalaması	F	P	Anlamlı Fark	Test Türü
Risk Algısı Boyutlarına İlişkin Tek Yönlü Anova Testi								
Makro Ekonomik Değişkenler	Gruplar Arası	,696	2	,348	,778	,462	-	
	Grup İçi	45,207	101	,448				
Girdi Fiyat Artış Riski	Gruplar Arası	,589	2	,295	,666	,516	-	
	Grup İçi	44,718	101	,443				
Döviz Kuru Riski	Gruplar Arası	2,312	2	1,156	2,660	,075	-	
	Grup İçi	43,897	101	,435				
Faiz Oranı Riski	Gruplar Arası	4,159	2	2,079	3,913	,023	-	
	Grup İçi	53,666	101	,531				
Yatırım Riski	Gruplar Arası	3,083	2	1,541	3,174	,046	-	
	Grup İçi	49,042	101	,486				
Riskten Korunma Boyutlarına İlişkin Tek Yönlü Anova Testi								
Futures Sözleşmeleri	Gruplar Arası	2,315	2	1,158	2,157	,121	-	
	Grup İçi	54,196	101	,537				
Swap Sözleşmeleri	Gruplar Arası	1,999	2	1,000	1,582	,211	-	
	Grup İçi	63,809	101	,632				
Opsiyon Sözleşmeleri	Gruplar Arası	1,469	2	,734	1,180	,311	-	
	Grup İçi	62,851	101	,622				
Forward Sözleşmeleri	Gruplar Arası	6,371	2	3,186	4,237	,017	-	
	Grup İçi	75,934	101	,752				

Otel işletmelerinin faaliyet dönemi ile risk algısı ve riskten korunma boyutları arasındaki ilişkinin tespiti için tek yönlü anova testi uygulanmıştır. Araştırmanın veri

setinde yer alan otel işletmeleri ikiden fazla farklı dönemde faaliyette bulunmasından dolayı tek yönlü varyans analizi ile test edilmiştir. Risk algısına etki eden faktörlerden faiz oranı riski ($F= 3,913$, $p<0,05$) ve yatırım riski ($F= 3,174$, $p<0,05$) ve riskten korunma yöntemlerinden forward sözleşmeleri ($F= 4,237$, $p<0,05$) ile otel işletmelerinin faaliyet dönemleri arasında anlamlı bir fark bulunmuştur. Otel işletmelerinin statüleri arasındaki farklılığın kaynağını bulmaya yönelik olarak varyansların eşit olduğu durumlar için Scheffe testi yapılmıştır. Fakat risk algısına etki eden faktörlerden faiz oranı riski, yatırım riski ve riskten korunma yöntemlerinden olan forward sözleşmeleri ile otel işletmelerinin faaliyet dönemleri arasında anlamlı bir farklılık bulunmasına rağmen, farklılığının hangi gruplar arasında bulunduğu belirlenememiştir.

Risk algısına etki eden faktörlerden makro ekonomik değişkenler, girdi fiyat artış riski, döviz kuru riski ve riskten korunma yöntemlerine ilişkin faktörlerden futures, opsiyon ve swap sözleşmeleri ile otel işletmelerinin faaliyet dönemleri arasında anlamlı bir farklılık bulunmamaktadır.

Tablo 3.26. Otel İşletmelerinde Uygulanan Riskten Korunma Yöntemlerinin Esas Amaçları ile Risk Algısı ve Riskten Korunma Boyutlarına İlişkin Tek Yönlü Anova Testi

Değişkenler	Varyansın Kaynağı	Kareler Toplamı	df	Kareler Ortalaması	F	P	Anlamlı Fark	Test Türü
Risk Algısı Boyutlarına İlişkin Tek Yönlü Anova Testi								
Makro Ekonomik Değişkenler	Gruplar Arası	,324	3	,108	,230	,875	-	
	Grup İçi	45,061	96	,469				
Girdi Fiyat Artış Riski	Gruplar Arası	2,495	3	,832	1,865	,141	-	
	Grup İçi	42,792	96	,446				
Döviz Kuru Riski	Gruplar Arası	1,533	3	,511	1,132	,340	-	
	Grup İçi	43,335	96	,451				
Faiz Oranı Riski	Gruplar Arası	,584	3	,195	,333	,802	-	
	Grup İçi	56,153	96	,585				
Yatırım Riski	Gruplar Arası	4,023	3	1,341	2,689	,051	-	
	Grup İçi	47,867	96	,499				
Riskten Korunma Boyutlarına İlişkin Tek Yönlü Anova Testi								
Futures Sözleşmeleri	Gruplar Arası	1,931	3	,644	1,322	,272	-	
	Grup İçi	46,732	96	,487				
Swap Sözleşmeleri	Gruplar Arası	1,193	3	,398	,637	,593	-	
	Grup İçi	59,903	96	,624				
Opsiyon Sözleşmeleri	Gruplar Arası	2,263	3	,754	1,186	,319	-	
	Grup İçi	61,073	96	,636				
Forward Sözleşmeleri	Gruplar Arası	4,877	3	1,626	2,070	,109	-	
	Grup İçi	75,373	96	,785				

Araştırmanın veri setinde yer alan otel işletmeleri ikiden fazla bölgede bulunmasından dolayı tek yönlü varyans analizi ile test edilmiştir. Değişkenlerin eşit varyansa sahip oldukları ve olmadıkları durumlar için Scheffe ve Dunnet C testleri dikkate alınmıştır. Bu testlerin sonuçlarına göre; riskten korunma yönteminin esas amacı olarak mevcut zararları azaltma, mevcut riskleri azaltma, mevcut zararları telafi etme veya hepsi (muhtemel riskleri öngörülemez, mevcut riskleri azaltma ve mevcut zararları telafi etme) olarak gören otel işletmelerinin risk algısına etki eden faktörler ve riskten korunma yöntemlerini kullanımı arasında anlamlı bir farklılık gözlemlenememiştir.

Tablo 3.27. Otel İşletmelerinin Gelirleri ile Risk Algısı ve Riskten Korunma Boyutlarına İlişkin Tek Yönlü Anova Testi

Değişkenler	Varyansın Kaynağı	Kareler Toplamı	df	Kareler Ortalaması	F	P	Anlamlı Fark	Test Türü
Risk Algısı Boyutlarına İlişkin Tek Yönlü Anova Testi								
Makro Ekonomik Değişkenler	Gruplar Arası	2,431	4	,608	1,384	,245	-	
	Grup İçi	43,473	99	,439				
Girdi Fiyat Artış Riski	Gruplar Arası	1,876	4	,469	1,069	,376	-	
	Grup İçi	43,432	99	,439				
Döviz Kuru Riski	Gruplar Arası	4,304	4	1,076	2,542	,044	-	
	Grup İçi	41,905	99	,423				
Faiz Oranı Riski	Gruplar Arası	18,114	4	4,528	11,290	,000	2.500.000TL - altı ve 2.500.001-5.000.000TL ile 5.000.001-7.500.000TL, 7.500.001-10.000.000TL, 10.000.000TL ve üstü	Scheffe
	Grup İçi	39,711	99	,401				
Yatırım Riski	Gruplar Arası	1,387	4	,347	,677	,610	-	
	Grup İçi	50,737	99	,512				
Riskten Korunma Boyutlarına İlişkin Tek Yönlü Anova Testi								
Futures Sözleşmeleri	Gruplar Arası	5,934	4	1,484	2,904	,026	-	
	Grup İçi	50,577	99	,511				
Swap Sözleşmeleri	Gruplar Arası	4,310	4	1,077	1,734	,148	-	
	Grup İçi	61,499	99	,621				
Opsiyon Sözleşmeleri	Gruplar Arası	3,456	4	,864	1,405	,238	-	
	Grup İçi	60,864	99	,615				
Forward Sözleşmeleri	Gruplar Arası	14,651	4	3,663	5,360	,001	2.500.001-5.000.000TL ile 7.500.001-10.000.000TL, 10.000.000TL ve üstü	Scheffe
	Grup İçi	67,654	99	,683				

Otel işletmelerinin gelir dilimleri ikiden fazla gruptan oluştuğu için tek yönlü varyans analizi ile test edilmiştir. Risk algısına etki eden faktörlerden faiz oranı riski ($F= 11,290$, $p<0,05$), döviz kuru riski ($F= 2,542$, $p<0,05$) ve riskten korunma yöntemlerine ilişkin faktörlerden futures sözleşmeleri ($F= 2,904$, $p<0,05$), forward sözleşmeleri ($F= 5,360$, $p<0,05$) ile otel işletmelerinin gelir seviyeleri arasında anlamlı bir fark bulunmuştur. Otel işletmelerinin gelir seviyeleri arasındaki farklılığın kaynağını bulmaya yönelik yapılan Scheffe testi sonuçlarına göre; yıllık geliri 2.500.001TL-

5.000.000TL arası olan otel işletmeleri ile yıllık geliri 7.500.001TL-10.000.000TL arası ve 10.000.000TL üzeri olan otel işletmelerinin riskten korunma yöntemi olarak forward sözleşmelerini algılamaları arasında anlamlı bir fark olduğu tespit edilmiştir. Bunun yanı sıra risk algısına etki eden faktörlerden döviz kuru riski ve riskten korunma yöntemlerinden futures sözleşmeleri ile otel işletmelerinin gelirleri arasında anlamlı bir farklılık bulunmasına rağmen, farklılığının kaynağı tespit edilememiştir.

Risk algısına etki eden faktörlerden makro ekonomik değişkenler, girdi fiyat artış riski, yatırım riski ve riskten korunma yöntemlerine ilişkin faktörlerden opsiyon ve swap sözleşmeleri ile otel işletmelerinin gelirleri arasında anlamlı bir farklılık bulunmamaktadır.

Tablo 3.28. Otel İşletmelerinin Giderleri ile Risk Algısı ve Riskten Korunma Boyutlarına İlişkin Tek Yönlü Anova Testi

Değişkenler	Varyansın Kaynağı	Kareler Toplamı	df	Kareler Ortalaması	F	P	Anlamlı Fark	Test Türü
Risk Algısı Boyutlarına İlişkin Tek Yönlü Anova Testi								
Makro Ekonomik Değişkenler	Gruplar Arası	1,433	4	,358	,797	,530	-	
	Grup İçi	44,471	99	,449				
Girdi Fiyat Artış Riski	Gruplar Arası	2,147	4	,537	1,231	,302	-	
	Grup İçi	43,160	99	,436				
Döviz Kuru Riski	Gruplar Arası	1,568	4	,392	,869	,485	-	
	Grup İçi	44,641	99	,451				
Faiz Oranı Riski	Gruplar Arası	6,413	4	1,603	3,087	,019	2.000.001-4.000.000TL ile 6.000.001-8.000.000TL	Dunnett C
	Grup İçi	51,412	99	,519				
Yatırım Riski	Gruplar Arası	,296	4	,074	,141	,966	-	
	Grup İçi	51,829	99	,524				
Riskten Korunma Boyutlarına İlişkin Tek Yönlü Anova Testi								
Futures Sözleşmeleri	Gruplar Arası	9,703	4	2,426	5,131	,001	2.000.000TL ve altı ile 4.000.001-6.000.000TL, 6.000.001-8.000.000TL	Scheffe
	Grup İçi	46,808	99	,473				
Swap Sözleşmeleri	Gruplar Arası	,894	4	,224	,341	,850	-	
	Grup İçi	64,915	99	,656				
Opsiyon Sözleşmeleri	Gruplar Arası	10,987	4	2,747	5,099	,001	2.000.000TL ve altı ile 4.000.001-6.000.000TL, 6.000.001-8.000.000TL	Scheffe
	Grup İçi	53,332	99	,539				
Forward Sözleşmeleri	Gruplar Arası	5,076	4	1,269	1,627	,174	-	
	Grup İçi	77,230	99	,780				

Otel işletmelerinin gider dilimleri ikiden fazla gruptan oluştuğu için tek yönlü varyans analizi ile test edilmiştir. Risk algısına etki eden faktörlerden faiz oranı riski ($F= 3,087$, $p<0,05$) ve riskten korunma yöntemlerine ilişkin faktörlerden futures sözleşmeleri ($F= 5,131$, $p<0,05$) ve opsiyon sözleşmeleri ($F= 5,099$, $p<0,05$) ile otel işletmelerinin gider seviyeleri arasında anlamlı bir fark bulunmuştur. Gider seviyeleri arası farklılığın kaynağını bulmaya yönelik yapılan Scheffe testi sonuçlarına göre; yıllık gideri 2.000.000TL ve altı olan otel işletmeleri ile yıllık gideri 4.000.001TL–6.000.000TL ve 6.000.001TL–8.000.000TL arası olan otel işletmelerinin riskten korunma yöntemi olarak futures sözleşmelerini kullanımları arasında anlamlı bir fark olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca yıllık gideri 2.000.000TL ve altı olan otel işletmeleri ile yıllık gideri 4.000.001TL–6.000.000TL ve 6.000.001TL–8.000.000TL arası olan otel işletmelerinin opsiyon sözleşmelerini algılamalarında anlamlı bir farklılık bulunmaktadır. Diğer taraftan değişkenlerin eşit varyansa sahip olmadıkları durumlar için Dunnet C testi dikkate alındığında, gider dilimlerine göre; yıllık gideri 2.000.001TL–4.000.000TL ile 6.000.0001TL–8.000.000TL arasında olan otel işletmelerinin riske etki eden faktörlerden faiz oranı riskini algılamaları arasında anlamlı bir fark bulunmuştur.

Risk algısına etki eden faktörlerden makro ekonomik değişkenler, girdi fiyat artış riski, döviz kuru riski, yatırım riski ve riskten korunma yöntemlerine ilişkin faktörlerden forward ve swap sözleşmeleri ile otel işletmelerinin giderleri arasında anlamlı bir farklılık bulunmamaktadır.

3.8.12.2. Risk Algısına Etki Eden Faktörler ve Riskten Korunma Yöntemlerine İlişkin T Testleri

Yapılan analizler sonucunda otel işletmelerinin risk algısına etki eden faktörler ve riskten korunma yöntemleri ile otel işletmelerinin riskten korunma araçları hakkında bilgi sahipliği ve riskten korunma araçlarının kullanımı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık belirlenememiştir.

Tablo 3.29. Riskten Korunma Araçları Hakkında Bilgi Sahipliği ile Risk Algısı ve Riskten Korunma Yöntemlerine İlişkin T-Testi

Riskten Korunma Araçları Hakkında Bilginiz Var mı?		Varyansların Eşitliği için Levene Testi Sonuçları		Ortalamaların Eşitliği İçin T - Testi			
		F	Sig.	t	df	Anlamlılık Durumu (Çift Yönlü)	Ortalama Farkları
Risk Algısı Boyutlarına İlişkin T - Testi							
Makro Ekonomik Değişkenler	Varyanslar Eşit	1,805	,182	-,380	102	,705	-,0888
	Varyanslar Eşit Değil			-,551	12,165	,591	
Girdi Fiyatları Riski	Varyanslar Eşit	6,961	-,010	,591	102	,556	,1371
	Varyanslar Eşit Değil			,380	8,519	,713	
Döviz Kuru Riski	Varyanslar Eşit	5,554	,020	1,463	102	,147	,3398
	Varyanslar Eşit Değil			,955	8,540	,366	
Faiz Oranı Riski	Varyanslar Eşit	,356	,552	,534	102	,594	,1400
	Varyanslar Eşit Değil			,461	9,099	,655	
Yatırım Riski	Varyanslar Eşit	,941	,334	-,530	102	,598	-,1318
	Varyanslar Eşit Değil			-,428	8,930	,679	
Riskten Korunma Boyutlarına İlişkin T - Testi							
Futures Sözleşmeleri	Varyanslar Eşit	,139	,710	,985	102	,327	,2546
	Varyanslar Eşit Değil			,934	9,381	,374	
Swap Sözleşmeleri	Varyanslar Eşit	,148	,701	,285	102	,776	,0797
	Varyanslar Eşit Değil			,245	9,083	,812	
Opsiyon Sözleşmeleri	Varyanslar Eşit	2,339	,129	1,001	102	,319	,2757
	Varyanslar Eşit Değil			,733	8,727	,483	
Forward Sözleşmeleri	Varyanslar Eşit	,054	,817	,394	102	,694	,1233
	Varyanslar Eşit Değil			,353	9,198	,732	

Tablo 3.29’da riskten korunma araçları hakkında bilgi sahipliğine göre risk algısı ve riskten korunma yöntemlerini kullanımında farklılık olup olmadığını belirlemeye yönelik yapılan t-testine ilişkin sonuçlar sunulmaktadır. Riskten korunma araçları hakkında bilgi sahibi olma ile ilgili önerme evet ve hayır olarak iki gruptan oluştuğu için farklılık ölçümü için t-testi kullanılmıştır. Test sonuçlarına göre otel yöneticilerinin riskten korunma araçları hakkında bilgi sahibi olmalarına göre risk algılarında ve riskten

korunma yöntemlerini kullanımlarında anlamlı bir farklılık olmadığını tespit edilmiştir ($p > 0,05$).

Tablo 3.30. Riskten Korunma Araçları Kullanımı ile Risk Algısına İlişkin T-Testi

Riskten Korunma Araçlarını Kullanıyor musunuz?		Varyansların Eşitliği için Levene Testi Sonuçları		Ortalamaların Eşitliği İçin T -Testi			
		F	Sig.	t	df	Anlamlılık Durumu (Çift Yönlü)	Ortalama Farkları
Makro Ekonomik Değişkenler	Varyanslar Eşit	,587	,445	-1,186	101	,238	-,22159
	Varyanslar Eşit Değil			-1,471	23,809	,154	-,22159
Girdi Fiyatları Riski	Varyanslar Eşit	2,031	,157	-,625	101	,533	-,11231
	Varyanslar Eşit Değil			-,492	16,509	,629	-,11231
Döviz Kuru Riski	Varyanslar Eşit	,299	,586	1,059	101	,292	,19712
	Varyanslar Eşit Değil			,873	16,874	,395	,19712
Faiz Oranı Riski	Varyanslar Eşit	,002	,968	-,810	101	,420	-,17045
	Varyanslar Eşit Değil			-,837	19,607	,413	-,17045
Yatırım Riski	Varyanslar Eşit	4,401	,038	-1,408	101	,162	-,27424
	Varyanslar Eşit Değil			-1,154	16,826	,265	-,27424

Otel işletmelerinin riskten korunma araçlarını kullanımı hakkındaki önerme evet ve hayır olarak iki gruptan oluştuğu için farklılık ölçümü için t-testi kullanılmıştır. Tablo 3.30’da riskten korunma araçları kullanımları ile risk algılamaları arasında anlamlı bir farklılık olup olmadığını belirlemeye yönelik yapılan t-testine ilişkin sonuçlar sunulmaktadır. Yapılan test neticesinde, otel işletmelerinin riskten korunma araçlarını kullanımlarına göre risk algılamalarında anlamlı bir farklılık olmadığını sonucuna ulaşılmıştır ($p > 0,05$).

SONUÇ

Sonuç bölümünde öncelikle literatüre ilişkin kısa bilgiler sunulacak sonraki aşamada araştırma ulaşılan bulguların değerlendirilmesine yer verilecektir. Bu kapsamda risk algısı ve riskten korunma yöntemleri otel işletmelerinin bakış açıları doğrultusunda değerlendirilmeye çalışılacaktır.

Literatürde risk beklenen sonuçlar ile gerçekleşen sonuçlar arasındaki farklılık olarak tartışılmaktadır. Bu tanımdan yola çıkarak, insanlar için hastalıklara yakalanmak, işletmeler için satışlarının istenilen düzeyde olmaması, ülkeler için politikalarının gerçekleşmemesi, bankalar için kullandıkları kredilerin geri ödenmemesi, sigorta şirketlerin için sigortaladıkları varlıkların hasar görmesi, kargo firmaları için teslim aldıkları bir malı yerine ulaştıramamaları birer risk unsuru olarak tanımlanabilir. Hayatın her anında var olan riskler, özellikle işletmelerin doğasında vardır. Geleceğe yönelik yapılan planların, geliştirilen stratejilerin, hazırlanan bütçelerin istenilen sonuçlara ulaşmaması her zaman için olasıdır. Bu durumun en temel nedeni gelecekte vukuu bulabilecek olayların veya değişimlerin bugünden tam olarak bilinmemesidir. Yani bir başka deyişle, gelecekte var olan belirsizlikler riski meydana getirmektedir. Bu yönüyle risk ile belirsizlik arasında sıkı bir ilişki bulunmaktadır. Belirsizliğin artması muhtemel riskleri artırmaktadır. İşletmeler, ülkeler, kişiler çeşitli yollarla geleceğe dair belirsizlikleri azaltma yoluyla muhtemel risklerden korunmak istemektedir. Bu nedenle riskin tanımlanması, sınıflandırılması, risk çeşitlerinin belirlenmesi otel işletmeleri açısından büyük önem arz etmektedir.

Literatürde riskin çeşitli tanımları yapılmaktadır ve bu tanımlamalar sonucu çok sayıda risk sınıflandırması da ortaya çıkmıştır. Risk çeşitlerinin tanımlanması, işletmelerin faaliyet gösterdikleri süre zarfında maruz oldukları/olabilecekleri risk türlerine karşı çeşitli korunma stratejileri geliştirmelerini kolaylaştıracaktır. Bu kapsamda literatürde en yaygın olarak tartışılan risk sınıflandırılması Sistematik Risk ve Sistematik Olmayan Risk şeklindedir. Diğer taraftan işletmelerin piyasa riski, faiz oranı riski, döviz kuru riski, enflasyon riski, girdi fiyatı artış riski, kredi riski, likidite riski, faaliyet riski, yönetim riski, hukuki risk, politik risk, ülke riski vb. birçok riske maruz kaldıkları görülmektedir. Turizm işletmeleri ise özellikle politik risk, ülke riski, ekonomik risk ve finansal riskten etkilenmektedir. Finansal olarak turizm işletmelerine

etki eden risk unsurları ise döviz kuru riski, faiz oranı riski, yatırım riski, girdi fiyat artışı riskidir.

İşletmelerin karşı karşıya kaldıkları bu risklerin bir kısmından kaçınması mümkün değilken, bazı risklerden çeşitli yöntemlerle korunması muhtemeldir. İşletmeler risk yönetimi ile olası finansal kayıplara karşı çeşitli yöntemlerle korunma sağlamaya çalışmaktadırlar. Rasyonel yaklaşım gereği de işletmelerin riskten korunma yöntemlerini kullanarak riskleri önleme çabası içinde olması gerekmektedir. Eğer işletmeler riskten korunma çabası içinde değilse bunun nedeni; riskin varlığından haberdar olmaması veya riskten korunma yöntemleri hakkında bilgi sahibi olmamasıdır. Bazen de riske konu varlığın parasal değeri düşük olduğu zamanlarda ayrıca bir korunma stratejisi geliştirmek istemeyebilirler. Diğer taraftan, işletmelerin riskten korunma politikasında kullanacağı yöntem ve bu yöntemi kullanmanın işletmeye getireceği ek maliyetler ve yükümlülükler de önem taşımaktadır.

İşletmeler riskten korunmada ticari itibar, işlem hacmi, piyasa payı vb. unsurlara bağlı olarak kendi bünyelerinde geliştirdikleri firma içi yöntemleri kullanabilecekleri gibi işletme dışı kaynaklardan faydalanarak firma dışı riskten korunma yöntemlerinden de yararlanabilmektedirler. Firma içi yöntemler; işletmedeki nakit akışlarının, döviz giriş ve çıkışlarının, faiz gelirlerinin ve giderlerinin aynı zamana denk getirilmesini esas alan eşleştirme, çakıştırma, netleştirme, ulusal para ile faturalama, döviz sepetleri oluşturma gibi yöntemlerin genel adı olarak kabul edilmektedir. Firma dışı yöntemler ise mal, hizmet veya finansal varlıkların ileri bir tarihte teslimine ilişkin bugünden alım satımının yapılarak riskten korunma sağlanması olarak açıklanmaktadır. Türev ürünler olarak da ifade edilen firma dışı riskten korunma yöntemleri; forward, futures, opsiyon ve swap olarak farklı özelliklere sahip 4 farklı sözleşme türünden oluşmaktadır.

Forward sözleşmeleri vadeli işlemlerin en basit ve en eski türüdür. İleri tarihte söz konusu olacak herhangi bir varlığın, bugünden vadesinin, fiyatının, miktarının ve kalitesinin belirlenerek sözleşmeye bağlanması işlemidir. Gelecekteki faiz oranı, döviz kuru ve ticari ürün fiyat risklerine karşı korunma sağlayan forward sözleşmeleri, organize borsalarda işlem görmedikleri için taraflara kredi riski getirmektedir. Buna karşın standart sözleşmeler olmamaları yönüyle de forward sözleşmeleri riskten tam korunmaya imkan sağlamaktadır.

Futures sözleşmeleri alıcısına belirli bir miktardaki ve kalitedeki standart bir malı veya finansal varlığı, belirli bir vadede ve belirli bir fiyattan teslim alma yükümlülüğü getiren sözleşmelerdir. Korunma, spekülasyon veya arbitraj amaçlı düzenlenen futures sözleşmeleri döviz, faiz, endeks ve ticari ürün üzerine düzenlenmektedir. Forward sözleşmelerine göre devri daha kolay olan futures sözleşmeleri marjin sistemi nedeni ile nakit akışları üzerinde olumsuz etkilere neden olabilmektedir.

Opsiyon sözleşmeleri; belirli miktardaki bir varlığı, gelecekte belirli bir tarihte, önceden belirlenen bir fiyat üzerinden satın alma ya da satma hakkı veren sözleşmelerdir. Riskin, beklenen değerlerden olumlu veya olumsuz sapmalar olduğu düşünüldüğünde opsiyon sözleşmeleri olumsuz durumda koruma sağlarken, olumlu durumlardan da yararlanmaya imkân sağlamaktadır. Opsiyon sözleşmeleri kazanılan hakkın türüne, kârlılık durumuna, kullanım zamanına, işlem gördüğü piyasalara göre opsiyon türleri olarak sınıflandırılmaktadır. Genel olarak döviz kuru riski, faiz oranı riski, hisse senedi riski ve ticari ürün fiyat artış risklerinden korunmaya yönelik olarak düzenlenmektedir.

Swap sözleşmeleri; farklı karaktere sahip gelecekteki iki nakit akımının birbirleriyle takas edilmesi ile faiz oranları ile döviz kurundaki dalgalanmalardan kaynaklanabilecek riskleri azaltmak ve bu risklerin oluşturabileceği olumsuzlukları önlemek için geliştirilmiş bir finansal tekniktir. Tarafların mukayeseli üstünlüklerinin her iki tarafında faydasına olacak şekilde kullanılması esasına dayanmaktadır ve işletmelere uzun vadeli korunma imkanı sunmaktadır.

Çalışma kapsamında “Türkiye’de faaliyet gösteren beş yıldızlı otel işletmelerinde finansal risk algısına etki eden unsurlar nelerdir” ve “Bu risk unsurlarından korunmak için hangi yöntemler tercih edilmektedir” sorularına cevap aranmıştır. Araştırmaya Türkiye’deki tüm bölgelerden 5 yıldızlı otel işletmeleri katılmıştır. En fazla katılım Akdeniz Bölgesinden olmuştur. Dolayısıyla araştırmanın daha fazla Akdeniz Bölgesindeki otel işletmelerinin riske bakış açılarını ve riskten korunma yöntemlerini kullanımını yansıttığı söylenebilir. Diğer taraftan kısmen de olsa Ege ve Marmara Bölgelerinde faaliyet gösteren beş yıldızlı otel işletmelerinin de bakış açılarını içerdiği ve otel işletmelerinin önemli bir kısmının turistik bölgelerde (Akdeniz, Ege ve Marmara Bölgelerinde) yoğunlaştığı savunulabilir.

Otel işletmeleri çoğunlukla şehir oteli ve kıyı oteli olmak üzere çoğunluğu bağımsız yerli işletmelerden oluşmakta ve bu oteller, Antalya, İzmir ve İstanbul gibi metropol kentlerde yer almaktadır. Bu bilgiler ışığında beş yıldızlı otel işletmelerinin ağırlıklı olarak batı ve güney kıyı şeridinde kümелendiği, yarısının kıyı yarısının şehir oteli olduğu söylenebilir. Ayrıca sektörde yerli sermayeli otel işletmelerinin oranı daha fazladır. Fakat gelişen ekonomik şartlar ve küreselleşen dünya da şirket birleşmelerinin, devralma veya ele geçirmelerinin her geçen gün artıyor olması bu dengenin gelecek yıllarda değişebileceği fikrini de beraberinde getirmektedir.

Araştırmaya konu olan otel işletmelerinin ortalama doluluk oranları %60'ın üzerindedir. Otel işletmelerinin önemli bir bölümünün yıllık ortalama 5.000.001TL ve üzeri geliri; 4.000.001TL ve üzeri gideri bulunmakta ve otel işletmelerinin yaklaşık olarak dörtte üçü mali kayıtlarını hem ulusal para hem de yabancı para cinsinden tutmaktadır. Bu durum otel işletmelerine döviz kurundaki değişimlerin finansal tablolarına olan etkilerini görebilme imkanı sunmaktadır. Giderlerin ulusal para – yabancı para cinsinden dağılımda; işçilik ve hizmet giderlerinin ulusal para, yiyecek-içecek giderlerinin ise yabancı para cinsinden olduğu görülmektedir. Emek yoğun bir sektör olan turizm sektöründe çalışanların büyük kısmının Türk vatandaşı olması, işçilik giderlerinin önemli kısmının Türk parası cinsinden ödenmesinin nedeni olarak gösterilebilir. Ayrıca yiyecek-içecek giderleri içinde yabancı para cinsinden olan giderlerinin fazla olması ise ithal içeceklerin yabancı para cinsinden faturalandırılmasından kaynaklanmaktadır. Özellikle turistik bölgelerde yer alan otel işletmelerinin misafirleri çoğunlukla yabancı ülke vatandaşları oldukları için ücretlendirme de uluslararası geçerliliği olan para birimleri üzerinde yapılmaktadır. Bu nedenle oda gelirleri büyük bir kısmı yabancı para cinsinden gerçekleşmektedir. Otel işletmelerinin yabancı para cinsinden giderlerinin veya gelirlerinin yüksek olması işletmenin maruz olduğu döviz kuru riskinin yüksek olması anlamına gelmektedir. Bu yönüyle otel işletmelerinde yiyecek-içecek bölümü dışındaki bölümler için döviz kurunun yükselmesi olumlu sonuçlar doğurmaktadır. Yiyecek-içecek bölümünde ise ulusal paranın yabancı para cinsinden değer kazanması kârlılığı olumlu yönde etkileyecektir. Eğer otel işletmesinin döviz geliri döviz giderinden fazla ise ulusal paranın değerlendirilmesi, tersi durumda ise döviz kurunun artması döviz kuru riski olarak

görülebılır. Bu durumda uygun riskten korunma araçları kullanılarak bu riskin yok edilmesi veya azaltılması işletme lehine olacaktır.

Otel işletmelerini her zaman finansal riskler ile karşı karşıya olduklarını kabul etmektedirler. Etkin bir riskten korunma politikası ile finansal risklere müdahale edebileceklerini ve finansal risklerin işletmelerine olası etkilerini azaltılabileceklerini düşünmektedirler. Ayrıca finansal riskleri tamamen kontrol altına alamayacaklarını da savunmaktadırlar.

Genel olarak riske açık bir sektör olan turizm işletmeleri özellikle finansal riskten korunma yolunda çeşitli çabalar göstermektedir. Araştırmaya katılan otel işletmelerinin tamamına yakını riskten korunma araçları hakkında bilgi sahibidir. Otel işletmelerinin riskten korunmadaki esas amacı, işletme faaliyetlerinin sürdürülmesi ile ortaya çıkan, işletmelerin ve sektörün yapısında var olan mevcut risklerden korunmaktır. Otel işletmelerinin piyasada karşılaşılabilecekleri risklerin farkında oldukları ve bu risklerden korunmak için hangi yöntemi kullanmaları gerektiği konusunda bilgi sahibi oldukları çalışma sonucunda ortaya çıkmıştır.

Araştırma sonuçlarına göre otel işletmeleri riske etki eden unsurları makro ekonomik değişkenler, döviz kuru riski, girdi fiyat riski, faiz oranı riski ve yatırım riski olarak algılamaktadır. Ayrıca otel işletmeleri finansal risklerden korunmak amacıyla türev ürünleri; forward, futures, opsiyon ve swap sözleşmelerini kullanmaktadırlar.

Otel işletmelerinin Makro Ekonomik Değişkenler algılamaları; girdi fiyatları, döviz kuru, siyasi ve ekonomik gelişmelerden oluşmaktadır. Turizm sektörünün siyasi ve ekonomik gelişmelerden en hızlı ve en yüksek derecede etkilenen sektörlerden biri olması, otel işletmelerinin risk algılamalarına etki eden faktörler arasında makro ekonomik değişkenlerin yer almasının nedeni olarak gösterilebilir. Otel işletmelerinin risk algılarına etki eden unsurlardan, girdi fiyatlarının ve döviz kurunun belli bir tarihteki değerinin bilinmesi; otel işletmelerin finansal riskleri önleminde, hizmet fiyatlandırmasında, gider hesaplamalarında ve nakit yönetiminde önem arz etmektedir. Otel işletmeleri girdi fiyat artış riski ve döviz kuru riskinden korunarak giderlerini daha gerçekçi şekilde hesaplayabilecek, bunun sonucu olarak hizmet fiyatlandırmasını daha sağlıklı yapabilecektir. Böylelikle etkin bir nakit yönetimi ile likidite riskine de maruz kalmayacaklardır. Risk algısına etki eden diğer bir unsur olan faiz oranı riskinden ise otel işletmeleri faiz oranlarının yükseldiği dönemlerde, firma dışı riskten korunma

araçları ile faiz oranını sabitlemeye çalışarak ve dış kaynak yerine öz kaynaklara yönelerek korunmaktadır. Ayrıca, otel işletmeleri yatırım riskinin yüksek olduğu dönemlerde belirsizliklerin azalmasını beklemektedirler. Bu dönemlerde, yatırım kararlarının ertelenmesi yoluyla riskten korunmaya çalışmaktadırlar.

Otel işletmeleri, riskten korunma araçlarından futures sözleşmeleri ile döviz kuru riskinden, girdi fiyat artış riskinden ve faiz oranı riskinden korunma sağlayabileceklerini, gelirlerinin azalmasını ve giderlerinin artmasını önleyebileceklerini düşünmektedirler. Swap sözleşmeleri ile de faiz oranı ve döviz kuru riskinden korunarak giderlerinin azaltılması yoluyla kârlılıklarını artırabilecekleri kanaatindedirler. Opsiyon sözleşmeleri ile girdi fiyat artış riski, döviz kuru riski ve faiz oranı riskinden korunabilen otel işletmeleri, giderlerinin artmasını ve gelirlerinin azalmasını da önleyebilmektedir. Otel işletmeleri forward sözleşmeleri ile de döviz kuru riskinden ve faiz oranı riskinden korunabilmektedirler.

Otel işletmelerinin firma içi yöntemlerle riskten korunmada belli bir yöntem izleyemedikleri sonucuna ulaşılmıştır. Bu durumun nedeni olarak firma içi riskten korunma yöntemlerini kullanabilme ihtimallerinin işletmenin ticari güçleri ile orantılı olmasından kaynaklandığı düşünülmektedir. Örneğin otel işletmeleri sundukları hizmetlerde rakip işletmelere karşı göreceli üstünlüğe sahip oldukları zaman, istedikleri para birimi üzerinden faturalandırma sağlayarak döviz kuru riskinden korunabilmektedirler. Benzer şekilde yüksek miktarda yiyecek-içecek malzeme alımı gerçekleştiren işletmeler, satıcı ilişkilerinde pazarlık güçlerinin yükselmesi sayesinde girdi fiyat artış riskinden daha az etkilenmektedir.

Otel işletmeleri diğer sektörlerin ve turizm sektörünün özelliklerini dikkate alarak riskten korunma araçlarına yönelik bir değerlendirme yaptıklarında; hem riskten korunma yöntemlerinin türü hem de avantaj sıralamasında çok farklılığın olmadığını ifade etmektedirler. Riskten korunma yöntemleri arasında en avantajlı olarak forward sözleşmelerini görmektedirler. İkinci olarak opsiyon sözleşmelerini, üçüncü olarak ise futures sözleşmelerini görmektedirler. En az avantaja sahip riskten korunma yöntemi olarak swap sözleşmelerini görmektedirler. Bu sıralamada forward sözleşmelerinin standart sözleşmeler olmaması, istenilen ürün için istenilen vade ve miktarda düzenlenebiliyor olmasının etkili olduğu söylenebilir. Ayrıca forward işlemlerin, sözleşme tarihine kadar nakit akımı gerektirmemesi diğer bir avantaj nedeni olarak

belirtilebilir. Turizm sektörüne ilişkin riskten korunma araçlarının avantaj sıralamasının değişmemesi ise farklı sektörlerde sadece sektöre etki eden risk türünün değiştiği, riskten korunma yöntemlerinin değişmediği olarak yorumlanmaktadır.

Otel işletmeleri türev ürünlerin zaman ve iş gücü kaybına neden olduğuna ilişkin görüşlere dair kesin yargılardan kaçınmaktadır. Bununla beraber, otel işletmelerinin bu konuda ortak bir görüşü bulunmamaktadır. En fazla iş gücü ve zaman kaybına neden olan türev ürünü olarak forward sözleşmeleri görülmektedir. Bunun sebebi ise forward sözleşmelerinin riskten korunma da en çok tercih edilen yöntem olması nedeni ile en fazla zamanın ve iş gücünün forward sözleşmelerine ayrılmasıdır. Futures sözleşmeleri ise türev ürünler arasında en az iş gücü ve zaman kaybına neden olan türev ürün olarak görülmektedir. Ayrıca opsiyon ve futures sözleşmelerinin nakit akışlarını olumsuz etkileyerek kârlılığı azalttığı görüşü karşısında otel yöneticilerinin kararsız olduğu söylenebilir.

Makro ekonomik değişkenlerde meydana gelen değişimler, otel işletmelerinin riskten korunma yöntemlerinin tümünün kullanımını etkilemektedir. Siyasi ve ekonomik gelişmeler tüm sektörlerde olduğu gibi turizm endüstrisini de doğrudan ve dolaylı olarak etkilemekte ve riskten korunma yöntemlerinin kullanımını değiştirmektedir. Bu nedenle makro ekonomik değişkenler ile riskten korunma yöntemleri arasında sıkı bir ilişkinin mevcut olduğu savunulabilir.

Otel işletmelerinin girdi fiyat artış riski algısı, riskten korunma yöntemlerinden forward ve swap sözleşmelerinin kullanımını etkilemektedir. Forward sözleşmelerinin genellikle ticari mallar üzerine düzenlemesi ve fiziki teslimat ile sonuçlanması, girdi fiyat artış riski ile forward sözleşmeleri arasında bir etkileşim olarak netice vermektedir. Bunun yanı sıra özellikle yabancı zincir işletmeler, girdi fiyatlarının düşük olduğu piyasalarda, o piyasa koşullarına uygun döviz veya faiz oranı üzerinden işlem yapabilmektedirler. Bu sayede, swap sözleşmelerinin kendilerine sağladığı mukayeseli üstünlüklerden yararlanarak, girdi fiyat artış riskini önleyebileceklerdir. Bu durum girdi fiyat artış riski ile swap sözleşmeleri arasında görülen etkileşimin nedeni olarak gösterilebilir. Ayrıca otel işletmelerinin girdi fiyat artış riski algısı ile opsiyon ve futures sözleşmeleri arasında ilişki görülmemesi, otel işletmelerinin ticari ürün fiyatlarına yönelik korunma araçlarını kullanımlarının, spekülatif amaçlar içinde alınıp satılabilen türev ürünlerden uzak durma eğiliminde olmaları ile açıklanabilir.

İşletmelerinin gerek yatırım gerekse çalışma sermayesi ihtiyaçlarının karşılanmasında, öz kaynaklarla veya yabancı kaynaklarla fon sağlamayabilmeleri faiz oranları ile yakından ilişkilidir. Diğer bir ifade ile faiz oranlarının sermaye maliyetinin belirlenmesinde ki rolü, faiz oranı riskinin yönetilmesini önemli kılmaktadır. Bu nedenle otel işletmelerinin faiz oranı riski algısı, tüm riskten korunma yöntemleri üzerinde etkili olmaktadır.

Otel işletmelerinin döviz kuru riski algısı, riskten korunma yöntemleri üzerinde etkili olmamaktadır. Döviz kuru riskinden korunmak için otel işletmelerinin yoğunlukla eşleştirme, çakıştırma, aynı döviz cinsinden faturalandırma gibi firma içi korunma yöntemlerini tercih etmeleri bu durumu açıklamaktadır. Ayrıca son yıllarda döviz kurlarının Türk parası karşısında önemli bir değişim göstermemesi, döviz kuru riskinden korunmada türev ürünlere olan ihtiyacı azaltmıştır. Kutukız, 2005 yılında yaptığı çalışmada 2001 yılı ve öncesi dönemde en önemli risk unsuru olarak faiz oranı riskinin, 2001 yılı sonrasında ise döviz kuru riskinin görüldüğünü tespit etmiştir. Bu çalışma sonuçları da göstermektedir ki, 2001 yılında yaşanan kriz sonrası otel işletmelerinin risk algılamalarında öne çıkan döviz kuru riski, tekrar yerini faiz oranı riskine bırakmıştır. Başka bir ifade ile, 2001 krizi sonrası en önemli görülen risk unsuru faiz oranının riskinden döviz kuru riskine doğru kayma eğilimi gösterirken, 2008–2009 küresel ekonomik krizi sonrasında otel işletmeleri en önemli risk unsuru olarak döviz kuru riski yerine faiz oranı riskini görmeye başlamışlardır.

Otel işletmelerinin yatırım riski algısı, riskten korunma yöntemlerinden opsiyon sözleşmelerinin kullanımını etkilemektedir. Bu durumun nedeni ise spekülatif veya arbitraj amaçlarıyla da düzenlenen opsiyon sözleşmelerinin olumsuz durumda koruma sağlaması ve olumlu durumlardan da yararlanmaya olanak sunması olarak yorumlanabilir. Ayrıca otel işletmelerinin yatırım riski algısının forward, futures ve swap sözleşmeleri üzerinde etkili olmaması ise otel işletmelerinin yatırım riskinin yükseldiği dönemlerde, bu riskten korunmak yerine yatırım kararlarını ertelemeyi tercih etmeleri ile izah edilebilir.

Çalışma sonucunda, otel işletmelerinin risk algısına etki eden faktörler ve riskten korunma yöntemleri ile otel işletmelerinin bölgesi, türü, statüsü, faaliyet dönemi, toplam gelirleri ve giderleri arasında anlamlı bir farklılıklar bulunmuştur. Ayrıca otel işletmelerinin hukuki yapısı ile risk algısı ve riskten korunma yöntemleri arasında

farklılık belirlenememiştir. Bir başka ifade ile, otel işletmelerinin hukuki yapısı ile risk algılamaları ve riskten korunma yöntemlerine bakış açılarında bir değişim söz konusu değildir.

Otel işletmeleri bulundukları bölgelere göre riski farklı algılamakta ve farklı riskten korunma yöntemlerini tercih etmektedirler. Risk algısına etki eden faktörlerden makro ekonomik değişkenler algılaması, Güneydoğu Anadolu Bölgesi ile Akdeniz, Ege, İç Anadolu ve Marmara Bölgeleri arasında farklılık göstermektedir. Bunun nedeni olarak Güneydoğu Anadolu Bölgesi'nin demografik yapısının otel işletmeleri için siyasi ve ekonomik risk algısında farklılıklar oluşturmasıdır. Riskten korunma yöntemlerine ilişkin faktörlerden forward sözleşmeleri ile otel işletmelerinin bulunduğu bölgeler arasında farklılık bulunmaktadır. Bu farklılığın nedeni Akdeniz ve Marmara Bölgelerinden kaynaklanmaktadır. Farklılığın sebebinin ise Akdeniz bölgesinde zirai faaliyetlerin daha çok görülmesi nedeni ile tarıma dayalı ürünler üzerine forward sözleşmelerinin düzenlenmesinden kaynaklandığı tahmin edilmektedir.

Yerli zincir işletmeler ile bağımsız yerli işletmeler arasında risk algısına etki eden faktörlerden girdi fiyat artış riski algısında farklılık bulunmaktadır. Farklılığın zincir işletmeler ile bağımsız işletmeler arasında görülmesi, tedarik zinciri yönetiminden kaynaklandığı şeklinde yorumlanabilir. Zincir işletmelerin sahip olduğu miktar iskontosu avantajı ve satıcı ilişkileri, girdi fiyat riski algılamasının bağımsız işletmelere göre farklı olmasına neden olarak gösterilebilir.

Otel işletmelerinin riskten korunma yöntemi olarak swap ve opsiyon sözleşmelerini kullanmalarında kış dönemi faaliyet gösteren otel işletmeleri ile faaliyetlerine tüm yıl devam eden otel işletmeleri arasında anlamlı bir farklılık bulunmaktadır. Kış dönemi faaliyet gösteren işletmelerin diğer dönemlerde spekülasyon amaçlı opsiyon sözleşmelerini kullanıyor olması riskten korunma yöntemlerinin kullanımlarında farklılık görülmesine sebebiyet verebilir.

Yıllık geliri 5.000.000TL altında olan otel işletmeleri ile yıllık geliri 5.000.000TL ve üzeri olan otel işletmelerinin faiz oranı riski algılamalarında farklılık bulunmaktadır. Otel işletmelerinin yıllık cirosu arttıkça elinde bulundurabileceği geçici süreli fon miktarının artış gösterecek olması, otel işletmelerinin faiz oranı riski algılamalarında farklılığa neden olacaktır. Ayrıca otel işletmelerinin yıllık ciroları ile işletme büyüklüklerinin doğru orantılı olabileceği düşünülürse; maddi ve maddi

olmayan duran varlık yatırımlarından kaynaklanan finansman ihtiyacı otel işletmelerini faiz oranı riskine daha duyarlı hale getirecektir.

Yıllık cirosu 2.500.001TL-5.000.000TL arasında olan otel işletmeleri ile 7.500.001TL ve üzeri geliri olan otel işletmelerinin, riskten korunma yöntemi olarak forward sözleşmelerini algılamalarında farklılık bulunmaktadır. Gelir seviyesi yüksek olan otel işletmelerinin riskten korunma yöntemi olarak forward sözleşmelerinin kullanımının gelir seviyesi düşük olan otel işletmelerine göre farklılık göstermesi, riskten korunma politikasının belirlenmesinde öncelikli olarak hedge edilecek risk miktarının önem taşıması ile açıklanabilir.

Çalışma sonucunda elde edilen bulgular ve kullanılan ölçekler bu alanda yapılacak çalışmalara katkı sağlayacaktır. Bu çalışmada kullanılan ölçekler farklı sektörlerde faaliyet gösteren işletmeleri kapsayacak araştırmalara hizmet edecek şekilde uyarlanabilir. İlerde yapılacak çalışmalar için araştırmacılara, otel işletmeleri sınıflandırmasının diğer kategorilerini de içeren veya turizm endüstrisinin tüm alt sektörlerini kapsayan araştırmalar yapılması önerilebilir. Öte yandan, bu çalışmanın ölçekleri farklı sektörlerde faaliyet gösteren işletmelerde de uygulanabileceği gibi turizm sektörüne etki eden diğer risk (doğal riskler, ülke riskleri, politik riskler, yasal riskler vb.) faktörlerini belirlemeye, otel işletmelerinde riske maruz değeri ölçmeye yönelik araştırmalar da yapılabilecek çalışmalar arasında yer almaktadır.

KAYNAKÇA

- Abaum, G., Strandkov J. ve Dueer E. (1998). *International Marketing and Export Management*. Third Edition, Singapore, Addison Wesley Longman Publishing.
- Akmut, Ö. (1989). *Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi*. Ankara.
- Akçaoğlu, E. (2002). *Finansal Türev Ürünlerin Vergilendirilmesi*. Ankara: Turhan Kitabevi.
- Akgün, A. İ. (1996). “Borç Yönetim Aracı Olarak Faiz Swap’ı”. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı: 123, 34–41.
- Aksoy, A. (1988). *Menkul Kıymet Yatırımlarının Analizi*. Ankara: Gazi Üniversitesi Yayınları.
- Alpan, F. (1999). *Örnekle Futures Anlaşmalar ve Opsiyonlar*. İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Altunışık, R., Coşkun R., Bayraktaroğlu S. ve Yıldırım E. (2007). *Sosyal Bilimlerde Araştırma Yöntemleri – SPSS Uygulamalı*. (5. Baskı), Sakarya: Sakarya Yayıncılık.
- Ankrom, Robert K. (1989). “Hedging Techniques and Costs”. Boris Antl and Richard Ensor (Ed.), *Management of Foreign Exchange Risk*. Second Edition, London: Euromoney Publications.
- Apak, S. (1995). *Uluslararası Finansal Teknikler Analiz Teori Uygulama*. İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi.
- Arman, T. T. (1997). *Risk Analizine Giriş*. İstanbul: Alfa Yayınları.
- Arıkan, N. A (2000). *Türev İşlemlerin Hukuki ve Vergisel Boyutu*. İstanbul: Maliye Hesap Uzmanları Derneği Yayını.
- Atan, M. (2002). *Risk Yönetimi ve Türk Bankacılık Sektöründe Bir Uygulama*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Ankara: Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Azaltun, M. ve Kaya, E. (2006). *Konaklama İşletmelerinde Muhasebe Uygulamaları*. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Balcı, A. (2001). *Sosyal Bilimlerde Araştırma: Yöntem, Teknik ve İlkeler*. (3. Baskı), Ankara: Pegem Yayınevi

- Basel Committee (1998), *Framework for Supervisory Information about Derivatives and Trading Activities*. Basel Committee and Technical Committee of International Organization of Security Commissions.
- Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurulu (2001), *Bankaların İç Denetim ve Risk Yönetimi Sistemleri Hakkında Yönetmelik*. 08.02.2001 Tarih ve 24312 Sayılı Resmi Gazete.
- Berkman, H., Bradbury, M. E. and Magan, S. (1997). An International Comparison of Derivatives Use, *Financial Management*, 26, 69–73.
- Berksoy, H. (2000). “Opsiyon Sözleşmeleri (Option Contract) ve Vadeli İşlem Sözleşmelerinin (Futures Contract) Özellikleri, İşleyişi ve Vergilendirilmesi-I”, *Vergi Sorunları Dergisi*, Sayı 143, 114–130.
- Bielecki, R. T. and Rutkowski, M. (2002). *Credit Risk: Modeling, Valuation and Hedging*. Berlin: Springer – Verlag Berlin Heidelberg, Germany.
- Bolak, M. (2004). *Risk ve Yönetimi*. İstanbul: Birsan Yayınevi.
- Bolgün, E. ve Akçay B. (2003). *Risk Yönetimi*, İstanbul: Scala Yayıncılık.
- Brenner, M., Ou, Y. E. and Zhang E. J. (2006). “Hedging Volatility Risk”, *Journal of Banking and Finance*, 30, 811-821.
- Bryan, D. and Rafferty M. (2006). *Capitalism with Derivatives – A Political Economy of Financial Derivatives, Capital and Class*. New York: Palgrave Macmillan, USA.
- Brealey, R. A., Stewart C. M. ve Alan J. M. (1997). *İşletme Finansının Temelleri*. (Çev. Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan, ve Hatice Doğukanlı). İstanbul: Literatur Yayınevi
- Buckley, A. (1996). *Multinational Finance*. Third Editon, Great Britain: Prentice Hall Europe.
- Büyüköztürk, Ş. (2008). *Sosyal Bilimler İçin Veri Analizi El Kitabı*. (9. Baskı), Ankara: Pegem Akademi.
- Caplan, P. (2009). *Risk Revisited*. London: Pluto Pres.
- Cebe, M. (2006). *Türev Piyasalarda Var Yöntemiyle Risk Yönetimi*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Bursa: Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Ceylan, A. (2003). *Finansal Teknikler*. Bursa: Ekin Kitabevi.

- Ceylan A. ve Korkmaz T. (2006). *Sermaye Piyasası ve Menkul Kıymet Analizi*. Bursa: Ekin Kitabevi.
- Ceylan A. ve Korkmaz T. (2008). *İşletmelerde Finansal Yönetim*. (10.Baskı), Bursa: Ekin Kitabevi.
- Chambers, N. (2007). *Türev Piyasalar*. (2. Baskı), İstanbul: Beta Basım.
- Chorafas, D. N. (2008-a). *Risk Accounting and Risk Management for Accountants*. Burlington; Cima Publishing.
- Chorafas, D. N. (2008-b). *Introduction to Derivative Financial Instruments, Finance and Investing*. McGraw-Hill Companies, USA.
- Cohen, J., Cohen P., West G. S. and Aiken, L. S. (2003). *Applied Multiple Regression / Correlation Analysis for the Behavioral Sciences*. Third Editon, New Jersey: Lawrence Erlbaum Associates, USA.
- Crocker, K. S. (2003). "Risk and Risk Management". Meyer, Donald J. (Ed.), *Economics of Risk*. Michigan: W.E.Upjohn Institute for Employment Research.
- Çelikoğlu, U. (1994). *Döviz ve Faiz Risk Yönetiminin Fonksiyonel Etkileri ve Bankalarda Faizi Belirleyen Faktörler*. (Yeterlilik Tezi), İzmir: T.Vakıflar Bankası, T.A.O.
- Çıdamlı, M. (1996). *Çok Uluslu İşletmelerde Kur Riskine Karşı Korunma Yöntemleri*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Dargahi-Noubary, G. R. and Smith S. (2001). "Measuring Investment Risk Based on Tail Thickness". *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 16, 81–94
- Demirağ, İ. and Goddard S. (1994). *Financial Management for International Business*. England: McGraw Hill Book Cooperation.
- Demirkan, Ş. (2006). *Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarında İşlem Gören Vadeli İşlem Sözleşmeleriyle Piyasa Risklerinin Yönetilmesi*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Ankara: Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Dowd, K. (1998). *Beyond Value At Risk, The new since of risk management*. New York: John Wiley and Sons.
- Doğukanlı, H. (2001). *Uluslararası Finans*. Ankara: Nobel Kitabevi.

- Duarte, J. (2006). *Futures and Opsiyon for Dummies*. Indianapolis: Wiley Publishing Inc. Indiana.
- Dönmez, Ç. A., Başaran, Y., Doğru, G., Yılmaz, M. K., Uğur, S., Kartallı, Y. Ugan, G. (2002). *Finansal Vadeli İşlem Piyasalarına Giriş*. İstanbul: İMKB yayınları.
- Ebiçlioğlu, F. K. ve Kahraman, A. (1999). *Forward İşlemleri İşleyişi ve Vergisel Boyutu*. Ankara: TÜRMOB Yayınları- No:22.
- Economist Intelligence Units (2005). *Regulatory Risk*. London, Erişim Tarihi: 02.01.2010, www.riskcenter.com/story.php?id=11260.
- Eken, H. M. (1992). “Bankalarda Aktif-Pasif Yönetimi”. *Bankacılar Dergisi*, Sayı: 7, 48–52.
- Emir, M. (2004). “Ülke Riskinin Ölçüm Kriterleri ve Tahvil Marjları Üzerine Etkisi: Genel Bir Değerlendirme”. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 21, 74–79.
- Ercan, İ. ve Kan, İ. (2004). “Ölçeklerde Güvenilirlik ve Geçerlilik”, *Uludağ Üniversitesi Tıp Fakültesi Dergisi*, 30 (3), 211-216.
- Erdem, F. (2001). “Girişimcilerde Risk Alma Eğilimi ve Belirsizliğe Tolerans İlişkisine Kültürel Yaklaşım”, *Akdeniz İ.İ.B.F Dergisi*, (2), 43–61.
- Erdil, T. B. (2008). *Finansal Türevler ve Kredi Temerrüt Swaplarının Teori ve Uygulamaları*. (Yayımlanmamış Doktora Tezi). İstanbul: Kadir Has Üniversitesi.
- Erdoğan, E. (2006). *Enerji Türev Piyasaları*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Zonguldak: Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Erdoğan, N. (1995). *Uluslar arası İşletmelerde Mali Risk ve Yönetimi & Çağdaş Finansal Teknikler*. İstanbul: Kent Matbaacılık.
- Erturan, A. (2003). *Menkul Kıymetlerin Pazarlanması ve Aracı Kurumlar Üzerine Bir Uygulama*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Ankara: Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Ertürk, E. (1994). *Döviz Ekonomisi*. İstanbul: Der Yayınları.
- Eyyüboğlu Aksel, H. A. (1995). *Risk Yönetimi Aracı Olarak Futures Piyasaları*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu.
- Fabozzi F. ve Modigliani F. (1995). *Capital Markets Institutions and Instruments*. Second Edition, New Jersey: Prentice Hall.

- Fıstıkçı, N. (2007). *Döviz Piyasası ve Kur Riskinden Korunma Yöntemleri: Türev Enstrümanlar Ve Türkiye’de Kullanılabilirliği*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Gaziantep: Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Fidan, N. (2005). *Riske Maruz Değer (RMD) ve Bir Uygulama*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Frey, R. and Runggaldier J. W. (1999). “Risk Minimizing Hedging Strategies Under Restricted Information: The Case of Stochastic Volatility Models Observable Only at Discrete Random Times”. *Mathematical Methods for Operations Research*, 50, 339-350.
- Froot, K. A., Scharfstein, D. S. and Stein J. C. (1993). “Risk Management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies”. *The Journal of Finance*, 48 (5), 1629 – 1658.
- Geiger, H. (2000). *Regulating and Supervising Operational Risk for Banks*, Zurich: Institut für Schweizerisches Bankenwesen, Working Paper, No. 25.
- Golafshani, N. (2003). “Understanding Reliability and Validity in Qualitative Research”, *The Qualitative Report*. 8 (4), 597–607.
- Guay, W. and Kothari S.P. (2003). “How much do firms hedge with derivatives?”. *Journal of Financial Economics*, 70, 423-461.
- Gümüşeli, S. (1994). *Döviz Kuru ve Faiz Oranı Risklerinden Korunma Teknikleri*. Ankara: Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Yayın No:179.
- Güngör, B. (1998). *Türev Ürünleri ve Türev Ürünlerin Muhasebeleştirilmesi*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Erzurum: Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Gür, E. (2007). *Bankacılıkta Risk Yönetimi ve Riskin Ölçüm Yöntemleri*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: Maltepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Heaney, R. and Winata, H. (2005). “Use of Derivatives by Australian Companies”. *Pasific Basin Finance Journal*, 13, 411-430.
- Hedges, L. V. ve Olkin I. (1985). *Statistical Methods for Meta – Analysis*. California: Academic Pres.

- Hirtle, B. (2009). "Credit Derivatives and Bank Credit Supply", *Journal of Financial Intermediation*, 18, 125-150.
- Hsu, L. T. (Jane) and Jang, S. (Shawn) (2008). "The Determinant of the Hospitality Industry's Unsystematic Risk: A Comparison Between Hotel and Restaurant Firms". *International Journal of Hospitality & Tourism Administration*, 9 (2), 105-127.
- Hull, J. C. (2009). *Options, Futures, And Other Derivatives*. Seventh Edition, New Jersey: Pearson Education International, Prentice Hall, USA.
- Hunt, P.J and Kennedy J.E. (2000). *Financial Derivatives in Theory and Practice*. Chichester: John Wiley and Sons Ltd, England.
- İstanbul Ticaret Odası (2006). *Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsaları*. İstanbul: İTO Yayın No: 2006 – 19.
- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (2008). *Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu*. İstanbul: İMKB Yayınları.
- İslamoğlu, A. H. (2002). *Bilimsel Araştırma Yöntemleri*. İstanbul: Beta Basım Yayım.
- Jang, S. (Shawn), Tang C. (Hugo) and Chen, M. H. (2008). "Financing Behaviors of Hotel Companies". *International Journal of Hospitality Management*, 27, 478-487
- Jarrow, R. ve Turnbull, S. (1995). *Derivative Securities*. Ohio: South-Western College Publishing.
- Jorion, P. (2000). *Value At Risk, The New Benchmark for Managing Financial Risk*. Second Edition, New York: McGraw-Hill.
- Kadioğlu, E. (2003). *Şirketlerin Karsılaştıkları Kur Riski ve Kur Riskinin Yönetilmesi*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, Nisan.
- Kanalıcı, H. (1997). *Hisse Senedi Fiyatlarının Tespiti ve Tesir Eden Faktörler*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No: 77.
- Karan, C. (2007). *Türkiye’de Döviz Dayalı Vadeli İşlem Sözleşmeleri Takası ve Uygulaması*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü.
- Karan, M. B. (2004). *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*. (2. Baskı), Ankara: Gazi Kitabevi.

- Karatepe, Y. (2000). *Türev Piyasaları*. Ankara: Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayını, Yayın No: 587.
- Kaval, H. (2000). *Bankalarda Risk Yönetimi*. Ankara: Yaklaşım Yayınları.
- Kayahan, C. (2007). *Reel Sektörde Riske Maruz Değer (RMD) Yöntemi ile Ölçülen Kur Riskine Karşılık Vadeli İşlem Kontratlarının Kullanılması*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Afyon: Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Kaygusuz, S. Y. (1998). *Finansal Türev Ürünlerinde Muhasebe Esasları*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu.
- Kemahlı, M. U. (2006). *Finansal Hizmet Pazarlaması, Türev Araçlar, “Vadeli İşlem Ve Opsiyon Borsası A.Ş.” Örneği*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Kepçe, N. (2007). *Swap Sözleşmelerinin Finansal Tablolarda Raporlanması*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Kılınç, İ. (2003). *Stratejik Planlama – Finansal Performans İlişkisi ve 4-5 Yıldızlı Otel İşletmeleri Uygulaması* (Yayınlanmamış Doktora Tezi). İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Kırım, A. (1991). “Mali Risk Yönetimi Açısından Döviz ve Faiz Opsiyonları”. *Bankacılar Dergisi*, 2 (5), 38–44.
- Kısa, T. (1997). *Bankaların Mali Başarısızlığını Tahminine Yönelik Çok Boyutlu Model*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Ankara: Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Kocabey, A. (2007). *Vadeli İşlemler, Türkiye’de Vadeli İşlemler Portföyü Hazırlama ve Bir Uygulama*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Kocaeli: Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Kocaman, B. Ç. (2004). *Finansal Piyasalar – Kurumlar, Teknikler ve Araçlar*-. Ankara: Siyasal Kitabevi.
- Kolb, R. W. and Overdahl, J. A. (2003). *Financial Derivatives*. New Jersey: John Wiley and Son Inc., Hoboken, USA.
- Kozak, N., Kozak, A. M. ve Kozak, M. (2001). *Genel Turizm – İlkeler ve Kavramlar*. (5. Baskı), Ankara: Detay Yayıncılık.

- Kunt, S. A. (2008). *Kredi Temerrüt Swapları ve Türkiye'nin Kredi Temerrüt Swap Priminin Belirlenmesine Yönelik Bir Çalışma*. (Yayımlanmamış Doktora Tezi). İstanbul: İstanbul Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Kutukız, D. (2005). "Turizm Sektöründe Döviz Riski ve Korunma Yöntemleri". *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 28, Ekim, 198–207.
- Kültür ve Turizm Bakanlığı (2009). *Turizm Belgeli Tesis İstatistikleri – 2008*. Ankara: T.C. Kültür ve Turizm Bakanlığı Yatırım ve İşletmeler Genel Müdürlüğü, 2009 – 5, Kasım.
- Lepp, A., Gibson, H. and Lane, C. (2010). "Image and Perceived Risk: A study of Uganda and its Official Tourism Website". *Tourism Management*, June, 1-10.
- Lin, C. T. and Chen, M. Y. (2009). "Hedging Strategic Flexibility in the Distribution Optimization Problem". *Omega*, 37, 826 – 837.
- Liu, J. and Pan, J. (2003). "Dynamic Derivatives Strategies". *Journal of Financial Economics*, 69, 401-430.
- Malhotra, N. K. (1999). *Marketing Research an Applied Orientation*. 3. Edition, New Jersey: Prentice Hall.
- Mallin, C., Ow-Yong, K. and Reynolds, M. (2001). "Derivatives Usage in UK Non-Financial Listed Companies". *The European Journal of Finance*, 7, 63-91.
- Marshall, A. P. (2000). "Foreign Exchange Risk Management in UK, USA and Asia Pasific Multinational Companies". *Journal of Multinational Financial Management*, 10, 185–211.
- Maurice, D. L. (1996). *International Finance*. New York: McGraw- Hill Book Company.
- McDonald, R. L. (2006). *Derivatives Market*. Boston: Addison Wesley, Pearson Education Inc., USA.
- Mcrae, T. W. (1996). *International Business Finance*. England: John Wiley & Sons Ltd..
- Mesci, M. (2008). *Türkiye'deki Seyahat Acentalarında Performans Değerlendirme Yaklaşımları: A Grubu Seyahat Acentalarına Yönelik Bir Alan Araştırması*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Düzce: Düzce Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- Michenaud, S. and Solnik B. (2008). “Applying Regret Theory to Investment Choices: Currency Hedging Decisions”. *Journal of International Money and Finance*, 27, 677-694.
- Miron, P. and Swannell, P. (1995). *Pricing and Hedging Swaps*. Great Britain: Euromoney Publication.
- Moosa, A. I. (2003). *International Financial Operations*. New York: Palgrave Macmillan, USA.
- Morales, R. R., Gamberger, D., Smuc, T. and Azuaje, F. (2009). “Innovative Methods in Assessing Political Risk for Business Internationalization”. *Research in International Business and Finance*, 23, 144-156.
- Nakip, M. (2006). *Pazarlama Araştırmaları – Teknikler ve (SPSS Destekli) Uygulamalar*. Ankara: Seçkin Yayınevi.
- Nunnally, J. C. (1967). *Psychometric Theory*. New York: MacGraw-Hill Book Company.
- Onursal, E. (2003). “Küçük Bir Maliyet Karşılığında Risklerden Arınmak Mümkün”. *Dış Ticaret Dergisi*, Ankara: Ekim Ayı Özel Sayısı, Elektronik versiyon, Erişim tarihi (30.07.2010), <http://www.dtm.gov.tr/dtmweb/index.cfm?action=detayrk&yayinID=548&icerikID=654&dil=TR>
- Oxford Dictionaries (2010). Erişim Tarihi: 04.04.2010, <http://www.oxforddictionaries.com/definition/hedge?view=uk>
- Örten, R. ve Örten, İ. (2001). *Türev Finansal Araçlar ve Muhasebe Uygulamaları*, Ankara: Gazi Kitabevi.
- Özdemir Mühsürler, L. (2005). *İşletmelerde Döviz Kuru Riskinden Korunma (Hedging) Yöntemleri: İmkb’de İşlem Gören İmalat İşletmeleri Üzerine Bir Araştırma*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Afyon: Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Özer, A. (2008). *Türev Ürünler Piyasası, Vergilendirilmesi, Muhasebeleştirilmesi Ve Türkiye’deki Durumu*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Erzurum: Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- Özharar, A., Dirik, B., Çokaklı, O. S., Ülgür, T. ve Emecan, Z. (2005). “Opsiyonların Riske Maruz Değerinin (RMD) Hesaplanması”. *Bankacılar Dergisi*, Sayı: 52, 94-102.
- Parasız, İ. (1999). *Modern Ansiklopedik Ekonomi Sözlüğü*. Bursa: Ezgi Kitapevi Yayınları.
- Parasız, İ. (2000). *Para, Banka ve Finansal Piyasalar*. (7. Baskı), Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları.
- Parasız, İ. ve Yıldırım, K. (1994). *Uluslararası Finansman*. Bursa: Ezgi Kitapevi Yayınları.
- Parlakkaya, R. (2005). *Finansal Türev Ürünler ile Mali Risk Yönetimi ve Muhasebe Uygulamaları*. (2. Baskı), Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Peker, İ. (1997). *Türev Araçlar, Riskleri, Düzenlemeleri ve Kontrol Sistemler*. SPK Yeterlilik Etüdü.
- Pelosi, M. K., Sandifer, T. M. and Sekeran, U. (2001). *Research and Evaluation For Business*. New York: Wiley Publishing.
- Pilipoviç, D. (1998). *Valuing and Managing Energy Derivatives-Energy Risk*. New York: McGraw-Hill.
- Polito, E. (2010). *Is the Forward Exchange Rate A Useful Indicator of the Future Exchange Rate*. Erişim Tarihi: 15.06.2010, <http://www.elon.edu/ipe/polito.pdf>.
- Popov, V. and Stutzmann, Y. (2003). *How is Foreign Exchange Managed: An Empirical Study Applied to Two Swiss Companies*. University of Lausanne, Erişim Tarihi: 12.01.2010, http://www.hec.unil.ch/cms_mbf/master_thesis/0314.pdf.
- Purnanandam, A. (2007). “Interest Rate Derivatives at Commercial Banks: An Emprical Investigation”. *Journal of Monetary Economics*, 54, 1769-1808.
- Redhead, K. and Hughes, S. (1988). *Financial Risk Management*. England: Gower Publishing Company.
- Resmi Gazate (2005). *Turizm Tesislerinin Belgelendirilmesine ve Niteliklerine İlişkin Yönetmelik*. 21.06.2005, Sayı: 25852.
- Ritchiea, B. W. (2004). “Chaos, Crises and Disasters: A Strategic Approach to Crisis Management in the Tourism Industry”. *Tourism Management*, 25, 669–683.

- Sarıkamış, C. (2000). *Sermaye Pazarları*. İstanbul: Alfa Yayınları.
- Sarıkaya, M. S. (2006). *Türk Bankacılık Sistemindeki Riskler ve Piyasa Riski Ölçüm Teknikleri*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Ankara: Gazi Üniversitesi Eğitim Bilimleri Enstitüsü.
- Sayılğan, G. (1995). “Finansal Risk Yönetimi”. *Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, Ocak-Haziran, Cilt: 50, No:1–2, 323-334.
- Sekaran, U. (2003). *Research Methods For Business – A Skill Building Approach*. 4. Edition, Hermitage Publishing Services, John Wiley & Sons, USA.
- Sermaye Piyasası Kurulu (1997). *Menkul Kıymetler Piyasalarında Sistemik Riskler*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayın No:60.
- Sevil, G. (2001). *Finansal Risk Yönetimi Çerçevesinde Piyasa Volatilitésinin Tahmini ve Portföy Var Hesaplamaları*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları.
- Seyar, A. Z. (2006). *Riskten Kaçınmada Kullanılan Türev Ürünler ve Yeni Uygulamalar*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Seyidoğlu, H. (1997). *Uluslararası Finans*. (2. Baskı), İstanbul: Güzem Yayınları.
- Shadid, S. (2009). “The Weighted Risk Analysis”. *Safety Science*, 47, 668-679.
- Skalpe, O. (2003). “Hotels and Restaurants – Are the Risks Rewarded? Evidence from Norway”. *Tourism Management*, 24, 623 – 634.
- Sungil J., Joungman, K. and Sangjae L. (2006). “The Persistence of Abnormal Earnings and Systematic Risk”. *Tourism Management*, 27, 867–873.
- Taleb, N. (1997). *Dynamic Hedging – Managing Vanilla and Exotic Options*. New York: John Wiley and Sons Inc., USA.
- Taşpolat, A. (2005). *Uluslar arası Bankacılık ve Dış Ticaret*. İstanbul: Erol Ofset.
- Tavşancıl, E. (2002). *Tutumların Ölçülmesi ve SPSS ile Veri Analizi*. Ankara: Nobel Yayınevi.
- Teker, S. (1999). *Faiz Oranı ve Döviz Kuru Riski Yönetimi*. Ankara: Ekonomik Araştırmalar Merkezi Yayınları.
- Tunaboğlu, A. N. (2008). *Döviz Kuru Riski Ve Firma Değeri İle İlişkisi: İMKB Şirketleri Üzerine Bir Uygulama*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Ankara: Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- Tosun, T. (2006). *Türev Araçlar, Kaos Teorisi Ve Fraktal Yapıların Vadeli İşlem Zaman Serilerinde Uygulanması*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü.
- Türk Dil Kurumu (2009). *Büyük Türkçe Sözlük*. Erişim Tarihi: 09.11.2009, <http://tdkterim.gov.tr/bts/?kategori=verilst&kelime=risk&ayn=tam>.
- Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği (2000), *Risk Yönetimi*. TÜSİAD Bankacılık Çalışma Grubu.
- Tütüncübaşı, C. (2006). *Türev Araçları ile İlgili İşlemler ve Bu İşlemlerin Hukuki Niteliği*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü.
- Usta, Ö. (2008). *İşletme Finansı ve Finansal Yönetim*. (3. Baskı), Ankara: Detay Yayıncılık.
- Usta, Ö. (2009). *Turizm – Genel ve Yapısal Yaklaşım*. (2. Baskı), Ankara: Detay Yayıncılık.
- Uyar, F. (2004). *Türev Araçların İşlem Gördüğü Tezgah Üstü Piyasaların Düzenlenmesi*. Ankara: SPK Yeterlilik Etüdü.
- Uysal, M. (1998). “Londra Döviz Piyasası”. *Hazine Dergisi*, 9, Ocak, 1-20.
- Uzunoğlu, S. (1998). *Yeni Finansman Teknikleri*. (2. Baskı), İstanbul: Strata Yayınları.
- Yalçınkaya, T. (2004). “Risk ve Belirsizlik Algılamasının İktisadi Davranışlara Yansımaları”. *Muğla Üniversitesi İİBF Tartışma Tebliğleri*. Muğla, No: 2004 - 05.
- Yavrutürk, R. (2008). *Uluslararası İşletmelerde Döviz Kuru Riski Ve Bu Riskin Yok Edilmesi İçin Uygulanan Teknikler: Bir Uygulama*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Yazıcıoğlu, Y. ve Erdoğan, S. (2004). *SPSS Uygulamalı Bilimsel Araştırma Yöntemleri*. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Yetim, S. (1991). “Repo, Swap, Forward, Türkiye ve Dünya Uygulaması”. *Hazine ve Dış Ticaret Dergisi*, Sayı: 10, 128-133.
- Yıldız, B. (2006). *Yeni Finansal Araçlardan Türev Ürünler ve Vergilendirilmesi*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Trabzon: Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- Yıldıran, M. (2003). *İhracat Yapan İşletmelerde Kur Riski Yönetimi ve Denizli Bölgesinde Değişik Ölçekli Firmalara Uygulama*. (Yayımlanmamış Doktora Tezi). Isparta: Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Yıldıran, M. ve Tanyeri, M. (2006). *Reel Sektör İşletmeleri İçin Döviz Kuru Risk Yönetimi*. Ankara: Turhan Kitabevi.
- Yıldırım, A. ve Şimşek, H. (2005). *Sosyal Bilimlerde Nitel Araştırma Yöntemleri*. (5. Baskı), Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Yılmaz, M. K. (1995). *Menkul Kıymetler Piyasasında Vadeli İşlemler ve Opsiyonlar Kullanılarak Oluşturulan Bazı Temel Stratejiler*. İstanbul: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Türev Piyasa Araştırma Serisi, No: 3.
- Yılmaz, M. K. (2002). *Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri*. İstanbul: Der Yayınları, Yayın No:339.
- Yükçü, S. ve Yücel, T. (1995). *Bankacılıkta Türev Ürünlerin Muhasebeleştirilmesi, Bugünkü Durum ve Yapılması Gerekenler*. İzmir: Türkiye Bankalar Birliği, Yayın No: 191.
- Zaimoğlu T. (2001). *Risk Sermayesi ve Türkiye’de Uygulama Olanakları*. Ankara: SPK Yayın No: 19.

ÖZGEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler	
Adı Soyadı	İstemi ÇÖMLEKÇİ
Doğum Yeri ve Tarihi	Erzurum, 15.09.1982
Eğitim Durumu	
Lisans Öğrenimi	Ege Üniversitesi – İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi
Y. Lisans Öğrenimi	-
Bildiği Yabancı Diller	İngilizce
Bilimsel Faaliyetleri	1 Kitap Bölümü 2 Bildirili Sempozyum Katılımı
İş Deneyimi	
Stajlar	T.C. Merkez Bankası
Projeler	2 adet Bilimsel Araştırma Projesi
Çalıştığı Kurumlar	T.C. Ziraat Bankası A.Ş.
İletişim	
E-Posta Adresi	istemicomlekci@hotmail.com
Tarih	15.04.2011