

Döviz Kuru Riski Yönetimi: Türkiye Tütün Endüstrisi Örneği

Exchange Rate Risk Management: The Case Of Turkish Tobacco Industry

Murat DOĞANAY

Tütün ve Alkol Piyasası Düzenleme Kurumu

Kurul Üyesi¹

Ankara, Türkiye

muratdoganay@gmail.com

Özet

Küreselleşme ile birlikte döviz kuru hareketleri sadece finansal kuruluşlar değil aynı zamanda reel sektör firmaları için daha önemli hale gelmiştir. Döviz kuru riski finansal olmayan firmalarda hem varlıklar hem de kaynaklar açısından önemlidir. Maruz kalınan döviz kuru riskinin yönetilmesi bu firmaların rekabet gücü üzerinde etkili olacaktır.

Bu çalışmada yoğunlaşmanın çok yüksek olduğu tütün endüstrisinde yer alan firmaların döviz kurlarındaki değişimlerden etkilenme düzeyleri, döviz kuru bazında para pozisyonu yapılarının belirlenmesi ve kur riski yönetimine yönelik yaklaşımlarının belirlenmesi araştırılmıştır.

Firmaların özellikle ihracat işlemlerinde döviz kuru riskinden korunmayı istedikleri sonucuna varılmıştır. Firmaların önemli bir kısmında sistematik şekilde kur riski yönetiminin olmadığı belirlenmiştir. Firmalar kur riskinden korunmak amacıyla işletme içi teknikleri finansal araçlara göre daha fazla tercih etmektedirler. Finansal araçların kur riskinden korunmak amacıyla kullanılmamasında ithalat işlemlerinin bulunması ve kur artışına yönelik beklentiler etkili olmuştur. Tütün endüstrisinde firmaların, kullandıkları döviz kredilerini döviz kuru risk yönetim aracı olarak kullandıkları sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Döviz kuru riski, Risk yönetimi, Tütün endüstrisi, Riskten korunma

Abstract

The exchange rate movements, along with globalization, have become more important not only for financial institutions but also for real sector companies. Also exchange rate risk is important for non-financial companies regards to both assets and liabilities. Management of this exchange rate risk exposure has an impact on competitiveness of these companies.

¹ Çalışmada yer alan görüş ve değerlendirmeler Tütün ve Alkol Piyasası Düzenleme Kurumunun görüşlerini yansıtmaz.

This paper reviews the impact level of exchange rate movements, determination of the structure of exchange rate risk position on the basis of currency and also determination of the approaches to exchange rate risk management in the tobacco industry which has very high concentration level.

It's found that the firms want to hedge against the exchange rate risk particularly in the export transactions. A significant number of firms don't use exchange rate risk management systematically. The firms prefer operational hedging much more than financial hedging. The primarily reasons of not using financial tools in the exchange rate risk management are the presence of import transactions and the expectation of exchange rate increase.

Finally, it's concluded that the firms use foreign currency loans as a tool for exchange rate risk management in order to balance their exchange rate risk position.

Keywords: Exchange rate risk, Risk management, Tobacco Industry, Hedging,

Giriş

Günümüzde reel sektör firmalarının da finansal kuruluşlar kadar döviz kurundaki değişimlerden etkilenmeye açık olduğu görülmektedir. Küreselleşme ile birlikte başka bir ülkede ortaya çıkan ekonomik etkiler çok kısa bir zaman içinde diğer döviz kurlarını etkileyebilmektedir. Döviz kurlarındaki bu değişimler, özellikle dış ticaret işlemleri gerçekleştiren firmalar açısından oldukça önemli bir risk oluşturmaktadır. Son yıllarda ABD'nin parasal genişleme süreci ve sonrasında parasal genişlemenin yavaşlatılmaya başlanması sürecinde tüm döviz kurlarında önemli değişimler görülmektedir.

Reel sektör firmalarının maruz kaldığı döviz kuru riski yönetilmediği durumda, belirsizliğin artmasıyla birlikte firmaların rekabet gücünü olumsuz etkilemektedir. Dolayısıyla firmaların maruz kaldığı döviz kuru riskinin yönetilmesi, firmaların finansal performansının yanında ülkenin ihracat pazarlarındaki küresel rekabet gücünde de etkili olmaktadır.

Döviz kurlarındaki değişimin düzeyi ihracat yapan firmaların ileriye dönük fiyatlama yapmasında etkili olurken, ithalat yapan firmaların ithal girdi kullanım oranı ölçüsünde maliyetlerinde etkili olmaktadır. Sadece döviz kuru riskinden kaynaklı değişimlerden dolayı maliyet ve ürün fiyatlarındaki değişim arz ve talep düzeyinde de etkili olabilmektedir. Firmalar döviz kuru değişimlerinden varlık tarafından etkilendiği gibi kaynak tarafından da etkilenebilmekte, özellikle firmaları kullandığı dövize endeksli krediler aracılığıyla döviz kuru riskine maruz kalmaktadır.

Yoğunlaşmanın yüksek olduğu sektörlerde firmaların rekabet avantajı sağlayabilmek ve bu risklerden korunmak için döviz kuru riskini etkin şekilde yönetmeleri daha da önem kazanmaktadır. Döviz kuru riski yönetiminin etkin şekilde uygulanmasıyla muhtemel risklerin ortadan kaldırılması sektör içindeki az sayıda rakiplere göre finansal açıdan öngörülebilirliği artırabilmektedir.

Döviz kuru riski yönetiminin uygulanma düzeyine ilişkin değerlendirmelerin daha açıklayıcı olması açısından sektörel yaklaşımın benimsenmesi önemlidir. Farklı sektördeki farklı firmaların aynı kistaslarla değerlendirilmesi mevcut durumdan farklı bir görünümün ortaya çıkmasına neden olabilmektedir. Bu itibarla döviz kuru riski yönetimine yönelik değerlendirmelerin aynı sektörde olması gibi ortak özelliklere sahip firmalarla birlikte yapılması önemlidir.

Çalışmada döviz kuru riski yönetimi ve kullanılan yöntemler, çalışmanın yapıldığı endüstri hakkında bilgiler, konuyla ilgili çalışmalar ve endüstrideki firmaların döviz kuru riski yönetimine olan yaklaşımları incelenmiştir.

Döviz Kuru Riski Yönetimi

İşletmelerin temel amaçları ortaklarının refahını en üst düzeye çıkarılması diğer bir ifadeyle işletme değerinin artırılmasıdır. İşletmelerin değeri ise stratejik risk olarak ifade edilen döviz kuru, faiz oranları ve mal/hizmet fiyatlarına duyarlıdır (Moffett & Karlsen, 1994). Bu duyarlılık işletmenin finansmanında olduğu kadar doğrudan faaliyetleri ve rekabet avantajında da etkili olabilmektedir.

Döviz kuru riskini, yabancı para birimleri karşısında yerli para biriminin değer kazanması veya değer kaybetmesinden kaynaklı değişim olarak tanımlayabilmek mümkündür. Döviz kuru riski sadece yerli ve yabancı para birimleri arasındaki değer farklılığından değil firmaların satış, satın alma veya kredi işlemlerinde kullandığı farklı para birimlerindeki değişimlerden de kaynaklanabilmektedir.

Dünyada tek bir para biriminin kullanılması veya altın standardı para birimi kabul edilmesi durumunda döviz piyasalarına da gerek kalmayacağından (Seyidoğlu, 2003) hareketle döviz kuru riski ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla döviz kurundaki değişimden etkilenme düzeyi, firmanın yabancı para birimleriyle gerçekleştirdiği işlemler kadar ülkede uygulanan para politikalarıyla da ilişkilidir. Finansal sektördeki kuruluşların döviz kurundaki değişimlerden etkilenme düzeyleri ile ithal girdi kullanım oranının az olan ve daha çok iç piyasaya yönelik tekstil sektöründeki firmaların etkilenme düzeyleri arasında farklılık görülmektedir. Finansal olmayan şirketler için döviz kuru riski yönetimi şirketlerin finans bölümlerince yerine getirilirken, çokuluslu şirketlerde döviz kuru riskinin yönetilmesini denetlemek için risk komitesinin de olduğu görülmektedir (Papaioannou, 2006).

Döviz kuru riski, genel itibarıyla iki başlıkta incelenmektedir. Bunlar muhasebe (dönüşüm) riski ve ekonomik risktir. Dönüşüm riski, para birimlerinin birbirine çevrilmesinin bir sonucu olarak değil, esas olarak bir para birimi ile ifade edilmesi gereksiniminden ortaya çıkmaktadır (Çelik, 2002).

Döviz kurlarındaki değişimin firmanın değeri üzerindeki etkisi ise ekonomik risk olarak tanımlanabilir. Ekonomik risk, sadece finansal açıdan değil uzun vadede firmanın pazarlama, üretim, tedarik gibi fonksiyonlarını etkileyen bir unsurdur. Bu riskin etkisi firmaların uluslararası işlemlerinin boyutuna bağlı olduğu kadar faaliyet gösterilen ekonominin dışa açıklık derecesine de bağlıdır (Çelik, 2002, s. 32) (Martinez-Solano, 1998).

Maliyetlerin yerli para, fiyatlandırmanın ise dövizle yapıldığı durumlarda, dövizin yurtiçine göre değerli olması avantajlı fakat yerli paranın değerli olduğu durumlarda işletme aleyhine olmaktadır (Yıldırım, 2003, s. 28). Ancak döviz kurundaki olası değişimlerin firma üzerindeki etkisi sektörün özelliklerine, firmanın ürün ve faaliyet alanlarının çeşitliliğine göre daha karmaşık yapıda olabilmektedir.

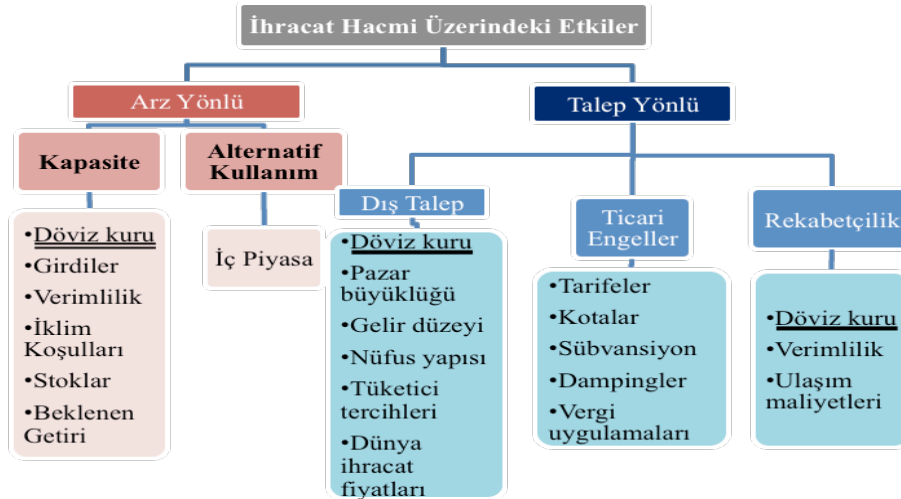
Ekonomik risk, işlem riski ve faaliyet riski olarak belirtilmekte; işlem riski, döviz kurlarındaki beklenmeyen değişimlerin işletmelerin döviz cinsinden varlıkları ve yükümlülükleri üzerindeki etkisi olarak tanımlanmaktadır (Doğukanlı, 2012). İşlem riski faaliyet riskinden farklı olarak kısa süreli olup sözleşmeye bağlı, üzerinde

anlaşmaya varılmış işlemlerden kaynaklanan risklerdir (Çelik, 2002). Faaliyet riski ise göreceli olarak daha uzun vadeli bir risk olmaktadır.

İşletmelerin döviz kurunda gelişebilecek değişimin yönünden tam olarak nasıl etkilenebileceğinin belirlenebilmesi, kullanılan girdilerin ve nakit akışındaki döviz yapısının belirlenmesine bağlıdır. Girdi maliyetleriyle uyumlu nakit akımlarının olduğu işletmelerde döviz kuru riski sınırlı olmaktadır. Ancak yerli para cinsinden girdi kullanan, faaliyetlerini yabancı para cinsinden yapan işletmeler önemli ölçüde döviz kuru riskine maruz kalmaktadır. Bu işletmelerin döviz kuru riskinden korunmaları, kar marjlarını korumalarını ve rakiplere göre daha uzun vadeli fiyatlandırma yapabilme imkânlarını kolaylaştırabilmektedir. Gerek ülke genelinde gerekse firma düzeyinde ihracat hacmini etkileyen unsurlar arasında döviz kurlarının hem arz yönlü hem de talep yönlü etkili olduğu görülmektedir. Dolayısıyla ülke ekonomisinin rekabetçi özelliğinin devam edebilmesi için firmaların döviz kuru riskini yönetmeleri önem kazanmaktadır.

Firmalar kur riskinden korunmayı hedeflerken başlıca 4 yaklaşımı esas almaktadırlar. Bunlar; riskten çekinme, riske uyum sağlama, riskin yönlendirilmesi, çeşitlendirme yoluyla riskin azaltılmasıdır (Grosse & Kujawa, 1995, s. 164). Firmaların döviz kuru riski yönetiminde kullandığı araç ve stratejileri işletme dışı ve işletme içi olmak üzere iki grupta değerlendirmek mümkün olduğu gibi sözleşmeli korunma yöntemleri, faaliyet stratejileri ile korunma ve mali yöntemlerle korunma şeklinde üç grupta da incelenmektedir (Seyidoğlu, 2003, s. 248-249).

Kur riski yönetiminde işletme dışı araçların başında sözleşmeye dayalı finansal araçlar gelmektedir. Bu grupta forward, futures ve opsiyon sözleşmelerinden oluşan vadeli işlem sözleşmeleri ve döviz kuru üzerine yapılan swap anlaşmaları yer almaktadır. Kur riskinden korunmaya yönelik yapılandırılmış dolaylı kullanılan finansal araç grubunda ise leasing, forfaiting, factoring, sukuk gibi varlığa dayalı menkul kıymetler yer almaktadır.



Şekil 1 İhracat Hacmini Etkileyen Unsurlar

Kaynak: Mark Smith, "Impact of Exchange Rate Export Volume" Reserve Bank of New Zealand Bulletin, 2004 Vol:7 No:1 s.6.

İşletme içi döviz kuru riskinden korunmaya yönelik başlıca araç ve stratejiler ise şunlardır;

- Döviz cinsinden ödeme ve tahsilatın hızında değişikliğe gidilmesi
- Ulusal para ile faturalandırma yöntemi
- Gelir ve maliyet kaynaklı nakit akımların uyumlaştırılması
- Kur riskinin tedarikçi veya alıcı firmalarla paylaşılması
- Fiyatlama politikaları ve ürün/pazar çeşitlendirmesi

Tütün Endüstrisine İlişkin Bilgiler

Tütün piyasası, perakende satışlar bakımından değerlendirildiğinde sarmalık kıyılmış tütün, sigara, sigarillo, puro, makaron(içinde tütünün yer almadığı boş sigara tüpü)vb. ürünlerden oluşmaktadır. Küresel ölçekte, tütün piyasasının 838.1 milyar dolar seviyesinde olduğu, 2009-2013 döneminde yıllık bileşik büyüme oranının %4.2 gibi güçlü bir büyümeye işaret ettiği; tahminlerin 2013-2018 dönemi için de büyümenin hızlanacağını öngördüğü belirtilmektedir (Marketline Industry Profile, 2014).

Tütün piyasası değerinin küresel dağılımına bakıldığında 710.5 milyar dolar ile sigaraların %85'lik pazar payına sahip olduğu, sigarillo ve puroların ise 94 milyar dolar ile %11'lik pazar payına sahip olduğu görülmektedir. 2018 yılında küresel tütün piyasasının büyüklüğünün 1 trilyon 55 milyar dolar seviyesine yükseleceği tahmin edilmektedir. Küresel ölçekte tütün piyasasında faaliyet gösteren firmalar açısından yoğunlaşmanın olduğu dikkat çekmektedir. Küresel pazar payının %64'lük kısmı 4 firmadan oluşmaktadır. Küresel ölçekte bu sektörü etkileyen unsurların başında kaçak veya sahte ürünlerin geldiği ve bu ürünlerin %10 oranında (yaklaşık 600 milyar adet sigara) olduğu belirtilmiştir (Marketline Industry Profile, 2014, s. 13).

Anadolu'ya tütünün girişi 17.yy başlarına denk gelmektedir. Bu tarihlerden itibaren tütün üretimi devam etmiş, hatta cumhuriyetin kuruluş yıllarından 1960'lı yıllara kadar ihracat gelirleri içinde tütün ihracatının payı %25-%40 aralığında gerçekleşmiştir (Şahin & Taşlıgil, 2013). 1986 yılında tütün üretiminde devletin inhisarının sona erdiği (Sayıştay, 2014) ve 1986 yılından itibaren tütün endüstrisinin küresel bütünleşme sürecinin hızlandığı, 1991 yılında Tekel haricinde bir sigara fabrikasının kurulduğu ve sonrasında 2008 yılına kadar toplam 6 sigara fabrikasının kurulduğu görülmektedir. 2014 itibariyle tütün ürünleri sektöründe farklı alanlarda olmak üzere toplamda 20 ayrı firma bulunmaktadır. Ayrıca tütün işleme alanında faaliyet gösteren ve tütün alımı gerçekleştiren 13 ayrı firma bulunmaktadır (TAPDK, 2016).

Tütün ürünleri sektöründe (sigara ve diğer tütün ürünleriyle) 2014 itibariyle yurtiçi toplam satış hasılatının 34 milyar 652 milyon TL ve ihracat hasılatının 479.1 milyar dolar olduğu görülmektedir. Tütün işleme alanındaki ihracat ise 2014 yılında 522.3 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

2014 itibariyle 48 farklı ülkeye sigara ihracatı yapıldığı ancak ilk 5 ülke olan Bahreyn, İran, Irak, Lübnan ve İsrail'in %57'lik paya sahip olduğu görülmektedir.

Tablo 1 Sigara Üretim ve Satışına İlişkin Bilgiler

Sigara Milyon	Toplam Kurulu Kapasite (Adet/Yıl)	İç Piyasa Satış Miktarı (Adet/Yıl)	İç Piyasa Satış Hasılatı (TL)	İhracat Miktarı (Adet)	İhracat Hasılatı (Dolar)
2012	117.837,7	99.257,1	30.588,3	32.393,1	337,2
2013	126.263,1	91.659,5	32.646,1	36.794,6	380,6
2014	131.813,1	94.681,2	34.624,8	44.761,2	475,0

Türkiye’de sigara ithalatı yapılmamakla birlikte tütün ürünleri imalatında ithal girdilerin de kullanıldığı görülmektedir. 24. Fasılda (Tütün ve tütün yerine geçen işlenmiş maddeler) 2012 yılında 487,4 milyon dolar, 2013 yılında 505,9 milyon dolar ve 2014 yılında 563,7 milyon dolar olmak üzere ithalatının yapıldığı görülmektedir. Ancak aynı fasıldaki ihracat verileri de dikkate alındığında 2014 itibariyle 508.4 milyon dolarlık dış ticaret fazlası gerçekleşmiştir. Endüstrinin dış ticaret profiline bakıldığında ihracatta sigara, ithalatta ise yaprak tütün ithalatı ağırlık kazanmaktadır.

Türkiye’de tütün piyasasına bakıldığında küresel ölçekteki yoğunlaşmanın yansımaları görülmektedir. TÜİK yaptığı çalışmayla faaliyet gösteren girişimleri 515 farklı sınıfta değerlendirerek sanayi ve hizmet sektörlerindeki yoğunlaşmayı yıllık bazda açıklamaktadır. 2012 yılı itibariyle tütün ürünleri imalatı kapsamında 24 girişimci yer almakta; CR4 oranının 80.5 olduğu ve bu oranın da sektördeki yoğunlaşmanın çok yüksek olduğuna² işaret ettiği değerlendirilmektedir. (TÜİK, 2015). Yoğunlaşmanın çok yüksek olduğu, dış ticaret işlemleri ve küresel bütünleşmenin yüksek olduğu bu sektörde döviz kurundaki değişimlerin önemli bir etkiye sahip olacağı açıktır.

Döviz Kuru Riski Yönetimi ile İlgili Çalışmalar

Ulusal paranın değerinin değişimi sadece dış ticareti değil ekonomideki pek çok parametreyi de etkileyebilmektedir (Coşkun & Taylan, 2009, s. 159-160). Bu etkiler şirketler özelinde yatırım kararlarından pazarlama stratejilerine kadar farklı boyutlarda olabilmektedir. 1987-2005 dönemini kapsayan çalışmada Öngel ve Alkış (2008) kur belirsizliğinin ve milli gelirdeki artışın uzun dönemde özel yatırımlar üzerinde etkili olmadığı sonucuna ulaşmıştır. Ulaşılan sonuçların, Türkiye’de reel döviz kurlarının, finansal değişkenler üzerinde daha etkili olduğuna işaret edebileceği belirtilmiştir. Pradhan ve diğerleri (2004) ise döviz kuru belirsizliği ve yatırım ilişkisinin çeşitli ülkelerde izlenen farklı makroekonomik politikalar gibi çeşitli faktörlere bağlı olarak farklılık gösterebildiğini belirtmiştir. Aynı çalışmada döviz kurundaki belirsizlik ile yatırım harcamaları arasında anlamlı bir ilişki bulunmamıştır. Serven (2003) gelişmekte olan ülkeleri kapsayan çalışmasında döviz kuru belirsizliği ve özel yatırımlar arasında

² Yoğunlaşma oranı (CR4: Concentration Ratio), bir ekonomik sınıftaki en büyük 4 girişimin ciroları toplamının, o ekonomik sınıftaki toplam ciro değerine bölünmesiyle elde edilmiştir. Yoğunlaşma düzeyleri; CR4 < 30 ise düşük derecede yoğunlaşma, 30 ≤ CR4 < 50 ise orta derecede yoğunlaşma, 50 ≤ CR4 < 70 ise yüksek derecede yoğunlaşma, CR4 ≥ 70 ise çok yüksek derecede yoğunlaşma olarak belirlenmiştir.

güçlü ve negatif bir ilişkinin bulunduğunu, dışa açık ekonomilerde bu etkinin daha büyük olduğunu işaret etmiştir.

Acaravcı ve Öztürk (2003) döviz kurundaki belirsizliğin reel ihracatı negatif yönde etkilediği sonucuna ulaşmıştır. Ancak döviz kurundaki belirsizliğin ihracatı olumsuz etkilemesinin kısa dönemli olduğu belirtilmiştir. Benzer şekilde Solakoğlu (2010) reel ihracatın, artan döviz kuru riskinden olumsuz etkilendiği sonucuna ulaşmıştır. Aynı çalışmada daha büyük ve daha yaşlı firmaların döviz kuru riskinden daha fazla etkilendikleri belirtilmiştir. Yaşlı firmaların ihracat hacminin parite riskinden olumsuz etkilendiği, ihracat odaklı firmaların ise bu gelişmelerden daha fazla etkilendikleri vurgulanmıştır.

Özen, Yolaş ve Özdemir (2006) BIST’de (İMKB) faaliyet gösteren imalat şirketlerine yönelik yaptıkları çalışmada, işletmelerin pek çoğunun kur riskiyle karşı karşıya kaldıkları, bu riske karşı kur politikasına sahip oldukları ancak politika oluşturmada hassas olmadıkları sonucuna ulaşmıştır. Ayrıca ihracat ve ithalat oranı yüksek işletmelerin döviz kurlarındaki değişimlerden daha fazla etkilendiği, döviz kuru riskinden korunmak amacıyla finansal yöntemleri kullanmama nedenlerinin başında işletmelerin bu yöntemler hakkında yeterince bilgi sahibi olmadıkları sonucuna ulaşılmıştır.

Allayannis ve Ofek (2001) S&P 500 içindeki finansal olmayan firmaları kapsayan çalışmasında firmaların döviz kuru türev araçlarını riskten korunma amacıyla kullandıkları ve ciddi bir şekilde döviz kuru risklerini azalttıkları ve bu türev ürünlerin kullanma kararının dış ticaret işlemleri gibi dış faktörlere bağlı olduğu belirtmiştir.

Chow ve Chen (1998)Tokyo borsasında işlem gören 1110 firmayı kapsayan çalışmalarında firmaların maruz kalınan döviz kuru riskinden olumsuz etkilendikleri, Japon Yen’inin değer kaybetmesiyle hisse getirilerinin de düştüğü sonucuna ulaşılmıştır. Bu etkinin gerekçesi iki unsura bağlanmıştır. Japonya’nın ağırlıklı olarak hammadde ithalatı yaptığı ve firmaların Yen’deki değer artışlarından kaynaklı ters etkilerle başa çıkmayı öğrendikleri buna karşılık yüksek ithalat oranına sahip sektörlerde Yen’deki değer kaybından daha fazla etkilendikleri belirtilmiştir. Dominguez ve Tesar (2006) yaptıkları çalışmada, kur riskine maruz kalınmasının yönüne göre zaman içinde firma değerini etkilediği; döviz kuruna maruz kalmanın firma ve sektör özellikleriyle ilişkili olduğu, firmaların kur riskine karşı davranışlarını dinamik şekilde uyarladıkları belirtilmiştir. Ayrıca firmaların kur riskinden etkilenmelerinin çokuluslu olma durumu, yabancı satışları, uluslararası varlıkları ve sektör ölçeğinde rekabet ve ticaret düzeyiyle ilişkili olduğu vurgulanmıştır.

Ito, Koibuchi vd. (2015) Japonya’da anket yöntemiyle farklı sektörlerdeki 227 firmayı kapsayan çalışmalarında, risk yönetim aracı olarak hem finansal hem de operasyonel araçların birlikte kullanılarak kur riskinin azaltıldığını belirtmişlerdir.

Ünal ve Altın (2010)tarafından otomotiv sektöründe faaliyet gösteren halka açık 6 şirket üzerinde yapılan çalışmada, yabancı döviz pozisyonu ile piyasa değeri arasında ilişki olmadığına ulaşılmış, daha önceki çalışmalarla uyumlu sonuç elde edildiği belirtilmiştir. Mutluay ve Turaboğlu (2013) ise 1997-2007 döneminde İMKB’de yer alan 55 finansal olmayan firmanın, döviz kuru değişiminden etkilenmelerini incelemiştir. TL’nin reel olarak değerlendirilmesinin/değer kaybetmesinin firmaların mali performansını olumsuz/olumlu etkilediği; firmaların döviz kuru etkilerine açık olmaları

ile ihracatçı olmalarının arasında anlamlı bir ilişkinin bulunduğu, buna karşılık toplam varlıkları ve firmanın yaşı arasında anlamlı bir ilişkinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Sezer (2006) ihracatçı işletmelerin büyük ölçüde kur değişimlerinin bankalar aracılığıyla izledikleri, işletmelerin %90'nına yakını kur değişimlerinden korunmak amacıyla türev araçlarından yararlanmadıkları sonucuna ulaşılmıştır. İşletmelerin %80'inin ise döviz pozisyonlarını vade, tutar ve döviz cinsinden denkleştirdikleri ve döviz kuru değişiklikleri karşısında en çok uygulanan pazarlama stratejisinin fiyatlandırma değişikliği olduğu belirlenmiştir. Diğer bir çalışmada ise Bayrakdaroğlu, Sarı ve Heybeli (2013) araştırma kapsamındaki firmalarının çoğunun döviz kuru riskinden etkilendiği, türev araçları kullananların sayısının az olduğu, büyük firmaların ise spekülasyon amaçlı türev araçları kullandıkları sonucuna ulaşılmıştır.

Döviz kuru riskindeki değişimin ekonomi üzerindeki etkileri üzerine yapılan çalışmalara da rastlanmaktadır. Tarı ve Yıldırım (2009) yaptıkları çalışmada döviz kuru belirsizliğinin ihracat hacmi üzerinde uzun dönemde negatif etkide bulunduğu ancak kısa dönemde etkili olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Tunçsiper ve Öksüzler (2006) tarafından yapılan çalışmada ise döviz kuru riskinin toplam ve sektörel ihracatı negatif ve önemli ölçüde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Clark ve diğerlerince (2004) yapılan çalışmada da uzun dönemli döviz kuru oynaklığının ticaret üzerinde istatistiksel olarak anlamlı negatif bir etkiye sahip olduğu, döviz kuru oynaklığındaki bir standart sapmalık artışın ticaret hacmini %7 oranında azalttığı sonucuna ulaşılmıştır. Buna karşılık Aristotelous (2001) 1899-1999 dönemini kapsayan, 110 yıllık verilerden oluşan çalışmada ne döviz kuru oynaklığının ne de kur rejimi farklılıklarının ihracat hacmi üzerinde etkisinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Allayannis, Brown ve Klaper (2001) yaptıkları çalışmada Doğu Asya bölgesindeki 8 farklı ülkeden finansal olmayan 327 firma verileriyle yapılan çalışmada, döviz kuru riski yönetiminde türev araçların kullanılmasının firmaların faaliyetlerinin verimliliği ile pozitif ilişkisinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca türev araçları kullanan firmaların kriz döneminde türev araçları kullanmayanlara göre daha yüksek performans göstermesine ilişkin sonuca ulaşamadığı belirtilmiştir. Bradley ve Moles (2002) yaptıkları çalışma kapsamındaki firmaların önemli bir bölümünün, girdileriyle satışlarını aynı para cinsinden yaparak kur riski yönetiminin yapıldığı, işletme içi risk yönetiminin uygulandığı sonucuna ulaşılmıştır. Aabo, Høg ve Kuhn (2010) ise yaptıkları çalışmada orta ölçekli üretim işletmelerinde, ithalat ile döviz kurundan korunma amaçlı türev araçlar arasında güçlü negatif yönlü bir ilişkinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. İthalat düzeyinin bütünleşik risk yönetiminde önemli bir unsur olduğu ve finansal riskten korunma araçlarındaki ihtiyacı azalttığını vurgulamışlardır.

Doğukanlı, Özmen ve Yücel (2010) yaptıkları çalışmada 1999-2009 döneminde İMKB'de bulunan firmaların döviz kuruna olan duyarlılıkları sektörel açıdan değerlendirilmiştir. Dolar kurundaki değişimden hizmetler sektörünün negatif forex betasına sahip olduğu (olumsuz etkilendiği), mali ve sınai sektörlerin ise pozitif forex betasına sahip olduğu (hisse getirilerinin yükseldiği) sonucuna ulaşılmıştır. Euro kuru açısından mali ve hizmet sektörleri negatif forex betasına sahipken, sınai sektörlerin pozitif forex betasına sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca, firmaların faaliyet gösterdikleri sektörlerin döviz kuru duyarlılıklarını dikkate alarak risklere karşı korunma araçlarından yararlanma yoluna gitmeleri önerilmiştir.

Çömlekçi ve Güngör (2012) finansal risklerden korunmak amacıyla firma dışı riskten korunma araçlarını tercih eden otel işletmelerinin, türev ürünleri kullandıkları, en fazla forward işlemini tercih ettikleri sonucuna ulaşmışlardır.

Yapılan çalışmaların büyük bir bölümünde sektöre özgü faktörlerin yeterince dikkate alınmadığı görülmektedir. Kur riskinden etkilenme düzeyinde sektördeki işletmelerin uluslararasılaşma düzeyinin, rekabet yoğunluğunun ve özellikle üretim ve maliyet yapısının da dikkate alınması önem kazanmaktadır.

Araştırmanın Amacı, Yöntemi ve Kapsamı

Araştırmanın amacı, tütün endüstrisinin döviz kurlarındaki değişimin düzeyinden etkilenmeleri, döviz kuru bazında para pozisyon yapılarının belirlenmesi ve kur riski yönetimine yönelik yaklaşımlarının belirlenmesidir. Bu çalışma, sektörel yoğunlaşmanın yüksek olduğu tütün endüstrisinin döviz kuru riski yönetimi ve döviz kuru değişimlerine olan duyarlılığını inceleyen ilk çalışma olma özelliğine sahiptir.

Araştırmanın Yöntemi ve Kapsamı

Tütün endüstrisinde anketin yapılmaya başlandığı 2015 Kasım dönemi itibariyle tütün mamulleri alanında 20, tütün işleme alanında ise 13 ayrı firma yer almaktadır. Bu firmalar sigara, sigarillo-puro, pipoluk tütün, sarmalık kıyılmış tütün, nargilelik tütün, makaron üretimi, tütün işleme alanlarında faaliyet göstermektedir. Bazı firmaların birden fazla alanda faaliyet gösterdiği bilindiğinden dolayı ankete katılımlarında ağırlıklı olarak faaliyet gösterdikleri alanı belirtmeleri istenmiştir. Araştırma evreni 33 firmadan oluşmaktadır. Tütün endüstrisinde yer alan firma sayısının toplamda 33 olmasından dolayı istatistiksel olarak küçük kitle kategorisinde değerlendirilmektedir. Bu kitlelerde yapılan anket çalışmalarında beklenen geri dönme oranının %20-%30 olması yüksek kabul edilmektedir (Peterson, 1982, s. 210). Araştırmanın kapsamında anket yöntemi uygulanmış olup, endüstride faaliyet gösteren firmalara anketler elektronik ortamda iletilmiş, 20 firmadan geçerli yanıt alınmış %60 oranında geri dönüş sağlanmıştır. Yanıt alınan firmaların, finansal büyüklük olarak endüstrinin %90'nını yansıttığı değerlendirilmektedir.

1. Genel nitelikli bilgiler (Faaliyet süresi, yabancı sermaye durumu vb.)
2. Döviz dağılımına ilişkin bilgiler
 - ✓ İhracat ve ithalat işlemlerindeki dağılım
 - ✓ Gelir ve maliyetlerdeki dağılım
 - ✓ Yabancı kaynak olarak kredilerdeki dağılım
3. Kur riski yönetiminde kullanılan araçlara ilişkin bilgiler

Hazırlanan ankette çoktan seçmeli, açık uçlu, birden fazla seçenekli ve 5'li likert ölçeğinde hazırlanan sorular yer almıştır. Anketin hazırlanmasında benzer konuları kapsayan çalışmalar(Doğanay & Koçsoy, 2011), (TİM, 2015)dikkate alınmıştır.

Elde edilen veriler tanımlayıcı istatistik yöntemleri kullanılarak değerlendirilmiştir. Bu süreçte IBM SPSS Statistics 23 programı kullanılmıştır.

Bulgular

Araştırmada katılımcılara yöneltilen soruların birbirleriyle tutarlılığını, soruların değerlendirilmesindeki türdeşliğini belirlemek amacıyla güvenilirlik analizi yapılmıştır. Sosyal bilimlerde anket tekniği kullanılarak yöneltilen soruların güvenilirliğinin ölçülmesinde Cronbach Alfa değeri kullanılmıştır. Cronbach Alfa değerinin güvenilirlik düzeyini yansıtmada güçlü bir araç olduğu belirtilmektedir (L.Leech, C.Barrett, & A.Morgan, 2005). Buna göre araştırma kapsamında tanımlayıcı ifadelerin dışındaki yanıtlar birlikte değerlendirildiğinde Cronbach Alfa değeri, %75,5 olarak bulunmuştur. Bu değer güvenilirlik eşiği olarak kabul edilen % 60 oranından yüksek olması (Akgül & Çevik, 2003) bu ölçeğin güvenilir olduğunu göstermektedir.

Endüstriye İlişkin Genel Bilgiler ve Döviz Kuru Değişimlerinden Etkilenme Yapısına İlişkin Bulgular

Endüstrideki firmaların ağırlıklı olarak faaliyet gösterdiği alanlara bakıldığında 6 firmanın sigara, 4 firmanın diğer tütün ürünleri ve 10 firmanın da tütün işleme alanındaki firmalardan oluştuğu görülmektedir.

Endüstride yer alan firmaların faaliyet sürelerinin 2-86 yıl ve ortalamasının 26.1 yıl olduğu görülmektedir. Kategori bazında bakıldığında ise sigara alanındaki firmaların 14.1 yıl, sigara dışındaki diğer tütün ürünlerindeki firmaların 6.25 yıl ve tütün işleme alanındaki firmaların ortalama 41.3 yıldır faaliyet gösterdiği görülmektedir. Dünya ölçeğinde firmaların ortalama ömrünün 40-50 yıl arasında (De Geus, 2002, s. vii) olduğu bilindiğine göre bu alandaki firmaların faaliyet sürelerinin yüksek olduğu dikkat çekmektedir.

Tablo 2 Araştırmaya İlişkin Genel Bilgiler

	Sigara Üretimi	Diğer Tütün Ürünleri	Tütün İşleme
Araştırma Kapsamındaki Firma Sayısı	6	4	10
Faaliyet Süresi Yıl (Ortalama)	5 - 28 (14,1)	2 - 10 (6,25)	3 - 86 (41,3)
İhracat Yapılan Ülke Sayısı (Ortalama)	1 - 25 (8,5)	2 - 3 (2,3)	1 - 25 (11,3)
Finans Bölümünde Çalışan Sayısı(Ortalama)	2 - 32 (10,8)	1-3 (2,25)	1 - 11 (4,7)

Anket sonuçlarına göre 7 firmanın %100 yabancı sermayeli, 1 firmanın yabancı sermaye oranının %50'den fazla ve 12 firmanın ise %100 yerli firma olduğu görülmektedir. Firmaların yurtdışındaki yatırımlarına bakıldığında ise 16 firmanın yurtdışı yatırımlarının olmadığı, 3 firmanın çok sayıda ülkede yatırım faaliyetinin olduğu ve 1 firmanın ise yalnızca bir ülkede yatırımlarının olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Araştırma kapsamındaki firmaların çalışan sayısı bakımından 4'ü mikro işletme kategorisinde, 4'ü küçük işletme, 8'i orta büyüklükteki işletme ve 4'ü de büyük ölçekli işletme kategorisinde yer almaktadır. Finans bölümünde çalışan sayısı 1 ile 32 kişi arasında değişirken, yabancı sermayeli firmalarda finans bölümünde çalışan sayısının göreceli olarak daha yüksek olduğu görülmektedir.

Tamamı yerli sermayeli firmaların finans bölümünde çalışan sayısı ortalama 3,3 iken aynı oran yabancı sermayeli firmalarda ortalama 10 kişi olmaktadır. Firmaların ihracatlarının toplam satış hacmi içerisindeki oranının ortalama %52,9 olduğu, ithalatlarının ise ortalama %19,8 oranında olduğu görülmektedir.

Araştırma kapsamındaki firmalardan hiçbiri gerek ihracat gerekse ithalat işleminde döviz kurundaki değişimlerden etkilenmeyi istememektedir. Diğer taraftan firmaların özellikle ihracat işleminde kur değişimlerinden daha fazla korunmak istedikleri dikkat çekmektedir. Firmaların döviz kurundaki değişimden korunmayı istemelerine karşın buna yönelik uyguladıkları yöntemler ve aldıkları önlemler araştırma kapsamında değerlendirilmiştir.

Tablo 3 Kur Riskine Yönelik Sistemik Uygulama Durumu

Sistemik yabancı para-yabancı para döviz kuru riskine yönelik uygulamanın varlığı		Evet	Hayır	Yeterince değil
Sistemik yabancı para-Türk Lirası döviz kuru riskine yönelik uygulamanın varlığı	Evet	5 (%100)	0	0
	Hayır	0	6 (%75)	1 (%14,3)
	Yeterince değil	0	2 (%25)	6 (%85,7)

Ki-Kare için Serbestlik Derecesi:4 Ki-Kare Hesap: 27,372 p-Değeri: 0,0000005

Firmaların sistemik olarak döviz kuru riskinden korunmalarına ilişkin yapılan incelemede 5 firmanın hem döviz kuru hem de farklı döviz kuru paritelerine (örneğin Euro/Dolar vb.) ilişkin uygulamalarının bulunduğu, 6 firmanın ise buna ilişkin herhangi bir uygulamasının olmadığı görülmüştür. Sistemik şekilde kur riski uygulamasının bulunduğunu belirten firmaların orta ve büyük ölçekli firmalar olduğu dikkat çekmektedir.

Araştırma kapsamındaki firmaların döviz kuru riskinden korunmaya yönelik olarak uyguladıkları araçları işletme içi uygulamaları ve finansal araçları kapsayacak şekilde ifade etmesi istenmiştir. İşletme içi uygulamaların göreceli olarak daha fazla uygulandığı buna karşın finansal araçların döviz kurundaki değişimlerden korunmak üzere kullanılmadığı dikkat çekmektedir.

Tablo 4 Döviz Kuru Riskinden Korunmada Kullanılma Düzeyleri

	Hiç	Çok az	Kısmen	Çoğunlukla	Tamamen
Borç ve alacakların aynı döviz cinsinden dengelenmesi	3	2	5	7	3
Satışların ve maliyetlerin aynı döviz cinsine bağlanması	3	2	8	4	1
Yurtdışı iştiraklerin ticari faaliyetleriyle yoluyla	16			1	
Forward işlemi	11	3	4		
Vadeli işlem sözleşmeleri	14	1	2		
Opsiyon işlemi	15	2			
Swap işlemi	15	2			

Finansal araçların kullanılmamasındaki temel gerekçeler sorulduğunda; 5 firma ithalatlarının da bulunması, 5 firma döviz kurunda artış beklentisi ve 3 firma karlılığı ortadan kaldırması gibi nedenlerin etkili olduğunu belirtmiştir. Benzer şekilde 4 firma finansal araçlarla ilgili bilginin yeterli olmadığını, 2 firma da daha önceki işlemlerden kaynaklanan kötü tecrübenin etkili olduğunu ve 2 firma da bu araçların maliyetli olduğunu belirtmiştir. Bu sonuçlar da firmaların döviz kuru riskinden korunmada finansal araçlardan daha çok içsel araçları tercih ettiklerini desteklemektedir.

Tütün endüstrisinde ihracat fiyatlamasında kullanılan gün sayısı ortalama 100.9 gün iken ithalat yapılan ürünlerin fiyatlamasındaki ortalama gün sayısı ortalama 41.9 olmaktadır. İhracat ve ithalat işlemleri aynı para cinsinden yapılsa bile fiyatlamada kullanılan süre farklılığı risk kaynağı olabilecektir. Bu durumda firmaların ihracat fiyatlamasını daha uzun süreli yapmalarından dolayı kur riskiyle karşı karşıya kalabilecekleri dikkat çekmektedir.

Döviz Pozisyonuna İlişkin Bulgular

Araştırma kapsamında firmaların ihracat ve ithalat işlemlerindeki döviz dağılımlarını ve bu işlemlerin satışlar içindeki oranlarını ifade etmeleri istenmiş ve her bir döviz cinsi bazında firmaların ayrı ayrı kur pozisyonu belirlenmiştir. Her bir firmanın aynı para cinsinden ihracatının satışlarına olan oranı ve aynı para cinsinden ithalatının satışlarına olan oranı satışlara göre uyarlanmış; oransal ifadelerin belirli bir düzlemde aynı değeri yansıtması sağlanmıştır. İhracat ve ithalat için hesaplanan oranların arasındaki fark o firmanın dış ticaret işleminden kaynaklı döviz pozisyonunu göstermektedir.

Örnek vermek gerekirse ihracatın %80'inin, ithalatın %10'unun Dolar cinsinden yapılması; ihracatın satışlara oranının %70 ve ithalatın satışlara oranının %10 olması durumunda, Dolar cinsinden döviz pozisyonu +%55 olmaktadır. Firma Dolar/TL kurundaki düşüşlerden olumsuz etkilenirken artışlarından olumlu etkilenecektir. Euro cinsinden ihracatın satışlara oranı %2,8 ve Euro cinsinden ithalatın satışlara oranı %9 ise döviz pozisyonu -%6,2 olarak hesaplanacaktır. Bu durumda firma Euro/TL artışlarından olumsuz etkilenirken, düşüşlerinden olumlu etkilenecektir. Kur riskinden korunmak amacıyla dış ticaret işlemlerinin dengeli yapılması, dış ticaret işlemleri aşamasında kur riskinin kontrol edilmesi, ihracattan ve ithalattan kaynaklı döviz pozisyon farkının olmaması ya da mümkün olduğu kadar az olması beklenmektedir. Verilen ifadeler endüstri genelinde değerlendirildiğinde, Dolar cinsinden istatistiksel olarak anlamlı pozitif pozisyonunun oluştuğu, Dolar cinsinden net dış ticaret para

pozisyonu ortalama %32.2 olduğu, diğer döviz kurlarında ise istatistiksel olarak sıfırdan farklı olmadığı görülmektedir.

Tablo 5 Para Pozisyonu Örnek Hesaplama

Örnek Hesaplama	Dolar	Euro	TL
İhracat İçindeki Oranı (A)	%80	%4	%16
İhracatın Satışlara Oranı (B)		%70	
İhracatın Satışlara Göre Para Pozisyonu (A*B)	%56	%2,8	%11,2
İthalat İçindeki Oranı (C)	%10	%90	0
İthalatın Satışlara Oranı (D)		%10	
İthalatın Satışlara Göre Para Pozisyonu (C*D)	%1	%9	%0
Net Dış Ticaret Para Pozisyonu (A*B)-(C*D)	+ %55	- %6,2	+ %11,2

Yalnızca dış ticaret işlemlerinde oluşan endüstri pozisyonuna göre değerlendirme yapılacak olursa, Dolarda oluşan pozitif yönlü pozisyon dolayısıyla bütün endüstrisi Dolar kurundaki düşüşlerden olumsuz, artışlardan olumlu etkilenebilecektir.

Araştırma kapsamında firmaların dış ticaret işlemlerindeki döviz dağılımının yanı sıra firmanın tüm faaliyetlerini kapsayan gelir ve maliyetleri içindeki oranları da ifade etmeleri istenmiştir. Döviz kuru riski pozisyonu gelir ve maliyetler boyutunda değerlendirildiğinde, aynı döviz cinsi bakımından firmaların gelir ve maliyetleri arasında döviz pozisyonunun olmaması veya mümkün oldukça az olması beklenebilir.

Tablo 6 Net Dış Ticaret Para Pozisyonu

	N	Mean	Std. Deviation	Std. ErrorMean
DTDolar	17	32,2519	43,74316	10,60928
DTEuro	12	3,4107	25,43689	7,34300
DTSterlin	2	-,3100	,41012	,29000
DTTL	4	26,0175	25,70489	12,85244

Net Dış Ticaret Para Pozisyonu One-Sample Test Test Value = 0						
	t	df	Sig. (2-tailed)	MeanDif f.	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
DTDolar	3,04	16	,008	32,25	9,76	54,74
DTEuro	,46	11	,651	3,41	-12,75	19,57
DTSterlin	-1,06	1	,479	-,31	-3,99	3,37
DTTL	2,02	3	,136	26,01	-14,88	66,91

Sonuçlar incelendiğinde, dış ticaret işlemlerinde olduğu gibi firmaların tüm faaliyetleri kapsamında da Dolar cinsinden pozitif pozisyon oluşması istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Dış ticaret işlemlerinden kaynaklı para pozisyonuna benzer şekilde Euro ve TL'nin istatistiksel olarak sıfırdan farklı olmadığı görülmektedir. Ancak maliyetlerin büyük ölçüde TL ile yapılmasından kaynaklı negatif pozisyon oluştuğu ve %90 güven düzeyinde sıfırdan farklı olduğu ve bunun da beklenen bir durum olduğu değerlendirilmiştir. Gelir ve maliyetlerdeki yabancı para pozisyonu, bütün

endüstrisindeki firmaların dış ticaret işlemlerindeki döviz pozisyonundaki yapıyı destekleyici mahiyettedir.

Tablo 7 Faaliyet Para Pozisyonu

	N	Mean	Std. Deviation	Std. ErrorMean
FaalDolar	17	33,0259	47,21776	11,45199
FaalEuro	12	-6,7550	30,05583	8,67637
FaalTL	18	-26,9333	59,64649	14,05881

Faaliyet Para Pozisyonu One-SampleTestTest Value = 0						
	t	df	Sig. (2-tailed)	MeanDiff.	95%Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
FaalDolar	2,88	16	,011	33,025	8,748	57,303
FaalEuro	-,77	11	,453	-6,755	-25,851	12,341
FaalTL	-1,91	17	,072	-26,933	-56,594	2,728

Firmanın dış ticaret işlemleri ile tüm faaliyetlerindeki döviz pozisyonları birlikte değerlendirildiğinde, Dolar cinsinden pozitif pozisyon olduğu buna karşın Euro ve TL cinsinden işlemlerde işletme içi faaliyetlerle kur riskinin belli ölçüde dengelendiği görülmektedir.

Araştırma kapsamında firmaların döviz cinsinden kredilerinin satışları içindeki oranını ifade etmeleri istenerek, firmanın faaliyetleri kapsamında oluşan döviz pozisyonlarının krediler aracılığıyla dengelenme durumunun ortaya çıkartılması amaçlanmıştır.

Tütün endüstrisinde kredi kullandığını belirten firmaların, kullandıkları kredilerin toplam satışları içindeki oranının ortalama %51,9 oranında olduğu, TL cinsi kredilerin satışlara oranı ortalamasının ise %17,2 seviyelerinde gerçekleştiği görülmektedir.

Tablo 8 Döviz Kredilerine Göre Uyarlanmış Faaliyet Para Pozisyonu

	N	Mean	Std. Deviation	Std. ErrorMean
KrediDolar	18	13,3661	42,83019	10,09517
KrediEuro	12	-19,6008	24,31405	7,01886
KrediTL	18	-40,2822	61,88014	14,58529

One-SampleTestTest Value = 0						
	t	df	Sig. (2-tailed)	MeanDif f.	95% ConfidenceInterval of the Difference	
					Lower	Upper
KrediDolar	1,324	17	,203	13,366	-7,932	34,665
KrediEuro	-2,793	11	,018	-19,600	-35,049	-4,152
KrediTL	-2,762	17	,013	-40,282	-71,054	-9,510

Buna göre firmaların her birinin toplam satışlarına göre uyarlanmış, faaliyet döviz pozisyonu ile döviz endeksli krediler arasında farkın olmayışı, kur riskinin alınmadığını; pozitif para pozisyonu olması durumunda negatif etkiye sahip aynı para cinsinden kredi kullanılmasıyla riskin ortadan kaldırıldığına işaret edebilecektir. Döviz kredilerinin de dikkate alınmasıyla ortaya çıkan para pozisyonlarına bakıldığında Euro

ve TL bakımından istatistiksel olarak anlamlı negatif para pozisyonu oluşurken, Dolar para pozisyonunun sıfırdan farklı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Dolar cinsinden para pozisyonlarına bakıldığında net dış ticaret pozisyonunun satışların %32.2'si oranında; faaliyet para pozisyonunun %33'ü oranında olduğu ancak Dolar cinsinden alınan kredilerin de dikkate alınmasıyla dengelenmenin sağlandığı görülmüştür. Diğer taraftan Euro ve TL bazında kredilerle birlikte bütün endüstrisinde negatif para pozisyonu olduğu, Euro cinsinden satışların -%19,6'sı oranında negatif para pozisyonu olduğu dikkat çekmektedir. Euro kurunda görülecek artışların olumsuz etkilere neden olabileceği değerlendirilmektedir.

Sonuç

Tütün endüstrisinde, yoğunlaşmanın, dış ticaret ve yabancı sermaye etkisiyle uluslararasılaşma düzeyinin ve özellikle bütün işleme alanındaki firmaların faaliyet sürelerinin göreceli olarak yüksek olduğu görülmektedir.

Araştırma kapsamında firmaların döviz kurundaki değişimlerden korunmayı özellikle ihracat işlemlerinde istedikleri sonucuna ulaşılmıştır. Buna karşın sistematik şekilde kur riskinden korunmaya yönelik uygulaması olan firma oranı %25 oranındadır. Araştırma kapsamındaki firmaların hepsi dış ticaret işlemlerinde kur riskinden korunmayı isterken buna yönelik sistematik bir uygulama yoluna gitmemektedirler. Bu durumla ilişkili olarak firmaların döviz kuru riskinden korunmada kullanılan yöntemler bakımından işletme içi uygulamaları finansal araçlara göre daha fazla tercih ettikleri görülmektedir. Böylelikle firmalar döviz kuru riskinden korunma stratejisini sistematik şekilde uygulamak yerine faaliyetler süresince uyguladıkları sonucuna ulaşılmaktadır. Diğer taraftan yabancı sermayeli firmaların gerek finans bölümündeki çalışan sayısının yüksekliği gerekse de verilen diğer ifadelerden kur riskini büyük ölçüde dengeledikleri görülmektedir.

Dış ticaret para pozisyonları ve faaliyet para pozisyonlarına ilişkin bulgular birlikte değerlendirildiğinde; Dolar dışındaki para cinslerinde denge sağlandığı, Dolar cinsinden pozitif para pozisyonu olduğu ve bunun da kur riskine işaret ettiği sonucuna varılmıştır.

Bununla birlikte dövize endeksli kredilerin, döviz kuru risk yönetim aracı olarak kullanıldığı, özellikle Dolar bazlı krediler aracılığıyla, Dolar kurunda ortaya çıkan pozitif pozisyonların dengelendiği sonucuna ulaşılmıştır. Buna karşın Euro bazlı kredilerin de dikkate alınmasıyla Euro döviz kurunda negatif pozisyon olduğu bulgusuna varılmıştır.

Firmaların döviz kuru riskinden korunmayı istemelerine karşın gelecek dönem için kurlarda artış beklenmekte ve ithalatla kur riskinin dengelenmesi hedeflenmektedir. Ulaşılan diğer bulgular da firmaların kur riskinden korunmaya yönelik finansal araçları beklenildiği kadar tercih etmediği, işletme içi yöntemlerini veya dış ticaret işlemlerini kullanma eğiliminde oldukları sonucuna varılmıştır.

Kaynakça

- Aabo, T., Høg, E., & Kuhn, J. (2010). Integrated foreign exchange risk management: The role of import in medium-sized manufacturing firms. *Journal of Multinational Financial Management*, 20, 235-250.
- Acaravcı, A., & Öztürk, İ. (2003). Döviz Kurundaki Değişkenliğin Türkiye İhracatı Üzerine Etkisi. *Review of Social, Economic & Business Studies*, 2, 197-206.
- Akgül, A., & Çevik, O. (2003). *İstatistiksel Analiz Teknikleri*. Ankara: Emek Ofset.
- Allayannis, G., & Ofek, E. (2001). Exchange rate exposure, hedging, and the use of foreign currency derivatives. *Journal of International Money and Finance*, 20, 273-296.
- Allayannis, G., Brown, G. W., & Klaper, L. F. (2001). Exchange Rate Risk Management: Evidence From East Asia. *Darden Graduate School Working Paper No. 01-09*.
- Aristotelous, K. (2001). Exchange-rate volatility, exchange-rate regime, and trade volume: evidence from the UK-US export function (1889-1999). *Economic Letters*, 87-94.
- Bayrakdaroğlu, A., Sarı, B., & Heybeli, B. (2013, Ocak). İşletmelerinin Finansal Risk Yönetiminde Türev Ürün Kullanımlarına İlişkin Bir Saha Arastırması: Denizli İli Örneği. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 57-73.
- Bradley, K., & Moles, P. (2002). Managing strategic exchange rate exposures: evidence from UK firms. *Managerial Finance*, 28, 28-42.
- Çelik, O. (2002). *Kur Değişim Etkilerinin Muhasebeleştirilmesi*. Ankara: Turhan Kitabevi.
- Chow, E. H., & Chen, H.-L. (1998). The determinants of foreign exchange rate exposure: Evidence on Japanese firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 6, 153-174.
- Clark, P., Tamirisa, N., Wei, S.-J., Sadikov, A., & Zeng, L. (2004, Mayıs). *Exchange Rate Volatility and Trade Flows - Some New Evidence*. Haziran 1, 2015 tarihinde IMF: <http://www.imf.org/external/np/res/exrate/2004/eng/051904.pdf> adresinden alındı
- Çömlekçi, İ., & Güngör, B. (2012). Beş Yıldızlı Otel İşlemlerinde Muhasebe-Finans Yöneticilerinin Finansal Riskten Korunma Yöntemlerine İlişkin Algıları. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*(33), 49-66.
- Coşkun, M., & Taylan, A. S. (2009). Döviz Kurlarındaki Değişim İhracat ve İthalat Hacmini Etkiler mi? 1999-2007 Türkiye Örneği. *Mufad Dergisi*(42), 157-168.
- De Geus, A. P. (2002). *The Living Company: Habits for Survival in a Turbulent Business Environment*. Boston: Harvard Business School Press.
- Doğanay, M., & Koçsoy, M. (2011). A Field Study Concerning The Effects of Economic Crisis on International Trading Companies and The Measures Taken. *African Journal of Business Management*, 5(22), 9477-9489.
- Doğukanlı, H. (2012). *Uluslararası Finans* (3 b.). Adana: Karahan Yayınları.

- Dominguez, K., & Tesar, L. L. (2006). Exchange rate exposure. *Journal of International Economics*, 68, 188-218.
- Grosse, R., & Kujawa, D. (1995). *International Business: Theory and Managerial Applications*. Irwin Professional Publishing.
- Ito, T., Koibuchi, S., Sato, K., & Shimizu, J. (2015). Exchange Rate Exposure and Risk Management: The case of Japanese Exporting Firms. *NBER Working Paper No. 21040*, 1-24.
- L.Leech, N., C.Barrett, K., & A.Morgan, G. (2005). *SPSS for Intermediate Statistics: Use and Interpretation*. New Jersey: Lawrence Erlbaum Associates.
- Marketline Industry Profile. (2014, Eylül). Global Tobacco. 0199(0817).
- Martinez-Solano, P. (1998). Foreign Exchange Exposure on The Spanish Stock Market: Sources of Risk and Hedging. *Lancaster University Working Papers*, 1-25.
- Moffett, M. H., & Karlsen, J. K. (1994). Managing Foreign Exchange Rate Economic Exposure. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 5(2), 157-175.
- Mutluay, A. H., & Turaboğlu, T. T. (2013). Döviz kuru değişimlerinin firma performansına etkileri: Türkiye Örneği. *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar*, 7(1), 59-78.
- Öngel, A., & Alkış, M. T. (2008). Döviz Kuru Belirsizliğinin Özel Sektör Sabit Sermaye Yatırımları Üzerine Etkisi. *Uluslararası Ekonomi ve Dış Ticaret Politikaları*, 3(1-2), 161-184.
- Özen, E., Yolaş, S., & Özdemir, L. (2006). İMKB'deki İmalat İşletmelerinin Döviz Kuru Riskinden Korunma Düzeylerine İlişkin Bir Araştırma. 5. Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi (s. 241-249). Tokat: Gaziosmanpaşa Üniversitesi.
- Papaioannou, M. (2006). Exchange Rate Risk Measurement and Management? Issues and Approaches for Firms. *South-Eastern Europe Journal of Economics*, 2006(2), 129-146.
- Peterson, R. A. (1982). *Marketing Research*. Texas: Business Publication.
- Pradhan, G., Schuster, Z., & Upadhyaya, K. P. (2004). Exchange Rate uncertainty and the level of investment in selected South-east Asian countries. *Applied Economics*, 36(19), 2161-2165.
- Şahin, G., & Taşlıgil, N. (2013). Türkiye'de Tütün Yetiştiriciliğinin Tarihsel Gelişimi ve Coğrafi Dağılımı. *Doğu Coğrafya Dergisi*, 18(30), 71-102.
- Sayıştay. (2014). *TTA Gayrimenkul A.Ş. Raporu*. Sayıştay.
- Servén, L. (2003). Real-Exchange-Rate Uncertainty and Private Investment in LDCs. *The Review of Economics and Statistics*, 85(1), 212-218.
- Seyidoğlu, H. (2003). *Uluslararası Finans* (4. Baskı b.). İstanbul: Güzem Cem.
- Sezer, S. (2006). Döviz Kur Riskine Karşı Dış Ticaret Firmalarının Duyarlılığı: Kayseri Örneği. *Paradoks*, 2(1), 1-11.

- Solakoğlu, M. N. (2010). Exchange Rate Exposure and real Exports. *Applied Economics Letters*, 17, 457-462.
- TAPDK. (2016), "Piyasa Düzenlemeleri" www.tapdk.gov.tr 01.02.2016
- Tarı, R., & Yıldırım, Ç. (2009). Döviz Kuru Belirsizliğinin İhracata Etkisi: Türkiye İçin Bir Uygulama. *Yönetim ve Ekonomi*, 16(2), 95-105.
- TİM. (2015). "*İhracatçı Eğilim Anketi (2015 1. çeyrek)*". <http://www.tim.org.tr> 20.08.2015
- TÜİK. (2015), "Sanayi ve Hizmet Sektörlerinde Yoğunlaşma 2012": <http://www.tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=16195#> 20.08.2015
- Tunçsiper, B., & Öksüzler, O. (2006). Döviz Kuru Riski Türkiye'nin İhracatını Azaltır mı? Hata Doğrulama Yöntemi ile Bir Ampirik Değerlendirme. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 2(3), 1-13.
- Ünal, O., & Altın, H. (2010). Döviz Kur Riski İle Şirket Değeri Arasındaki İlişkinin İMKB Otomotiv Sektöründe Analizi. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*(26), 277-287.
- Yıldıran, M. (2003). *İhracat Yapan İşletmelerde Kur Riski Yönetimi ve Denizli Bölgesinde Değişik Ölçekli Firmalarda Uygulama*. Isparta: Doktora Tezi.

Exchange Rate Risk Management: The Case Of Turkish Tobacco Industry

Murat DOĞANAY

Republic of Turkey
Tobacco and Alcohol Market Regulatory Authority
Member of the Board
Ankara, Turkey
muratdoganay@gmail.com

Extensive Summary

Introduction

The exchange rate movements, along with globalization, have become more important not only for financial institutions but also for real sector companies. These movements constitute a significant risk especially for foreign trade operations companies. Also exchange rate risk is important for non-financial companies regards to both assets and liabilities. Management of this exchange rate risk exposure has an impact on competitiveness of these companies.

While companies aim to hedge exchange rate risk, four major approaches are adopted: risk hedging, adapting to risk, risk diversion and diversification. (Grosse & Kujawa, 1995, s. 164). Exchange rate risk management techniques used by companies are classified as financial (external) and operational (internal) hedging. Best known financial hedging tools are forward and futures derivatives.

The global tobacco market had total revenues of \$838.1bn in 2013, representing a compound annual growth rate (CAGR) of 4.2% between 2009 and 2013. The performance of the market is forecast to accelerate, with an anticipated CAGR of 4.7% for the five-year period 2013 - 2018, which is expected to drive the market to a value of \$1,055.1bn by the end of 2018. The global tobacco market is rather concentrated with four leading market players taking around 64% of the total market in value terms. Similarly, Turkish tobacco industry has very high concentration level.

Solakoğlu (2010) found that real exports are negatively impacted by an increase in exchange rate risk. In addition, size of the trade volume and the dependence on domestic market for revenue generation are found to be important for the aforementioned relationship.

Özen, Yolaş ve Özdemir (2006) emphasized that many companies encounter with exchange rate risks and they have a control policy against to them. Also the companies are not sensitive to build proactive policy against to exchange rate risk. Chow ve Chen(1998) found that Japanese firms are more adversely affected by yen depreciation if they are in industries with higher imports ratios and in the non-traded industries and less detrimentally affected if they are in industries with higher exports Firms with high leverage, low liquidity and high cash dividends have high exposures.

Ito, Koibuchi vd. (2015) indicated that firms with greater dependency on sales in foreign markets have greater foreign exchange exposure and risk is reduced by both financial and operational hedging.

Because of clarifying of evident approaches which are used by companies, evaluation of exchange rate risk management industry level is fairly important. This paper reviews the impact level of exchange rate movements, determination of the structure of exchange rate risk position on the basis of currency and also determination of the approaches to exchange rate risk management in the tobacco industry which has very high concentration level.

Methodology

Because of tobacco industry concentration level is very high, research universe consists of 33 companies as the date of November 2015. Twenty of these companies operate in raw tobacco processing and the rest of them operate in the field of tobacco products. Surveys were sent to these companies via internet and twenty responses were received from them. Surveys included multiple-choice questions, open-ended questions, multiple choice questions and 5-point likert scales questions

The findings are grouped as follows:

General information (corporate life, foreign capital, etc.)

Information on exchange rate position (foreign transactions, cost and income, fx loans as external source)

Information on exchange rate risk management techniques

Findings

It is seen that the level of concentration and foreign trade transactions and operating period of the firms especially in the field of tobacco processing are relatively higher than the other industries

In tobacco industry, different strategies are followed in import and export pricing regarding time. In export pricing, on an average 100.9 days are used by the firms whereas in import pricing, 41.9 days are used. Thereupon, even if export and import transactions are denominated in the same currency, there would be a risk for the firms because of the time difference.

Although the firms want to implement the exchange rate risk management policy entirely their operations, they don't use systematically. The main reasons of that are rising of exchange rates and using of import transactions.

Finally the firms prefer operational hedging much more than financial hedging in order to hedge against currency risk. Also the firms use foreign currency loans as a tool for exchange rate risk management specially US Dollar loans in order to balance their positive exchange rate of dollar risk position.