

# Uluslararası Finansal İşlemlerde Risk Olgusu

— ◆ —  
Güven Delice\*

## Giriş

**U**luslararası finansal piyasalar 1970’li yılların başlarından bu yana önemli bir dönüşüm süreci yaşamaktadır. Bu süreçte fonların ülkeler arasında daha serbest bir akışkanlığa kavuşmasına paralel olarak uluslararası ticaretin finansmanında uygulanan teknikler ve finansal araçlar da çeşitlendi. Haberleşme ve bilgi işlem teknolojisindeki hızlı ilerlemenin sağladığı olanakların da katkısıyla fonların ülke içinde ve ülkeler arasında transferi sürat ve kolaylık kazanarak, coğrafi uzaklık ve zaman farkından doğan sorunlar hemen hemen ortadan kalktı. Bu dönemin en önemli özelliği uluslararası finansal ortamın giderek artan şekilde aşırı değişken<sup>1</sup> bir yapıya bürünmesiydi. Uluslararası olarak işlem yapan, şirketler bankalar, hükümet birimleri ve finansal yatırımcılar aşırı fiyat dalgalanmaları ve bunların yarattığı risk ortamı ile karşı karşıya kaldılar. Bu aşırı değişken ortamın oluşmasında etkili olan temel faktörler şunlardı:

---

\* Yrd. Doç. Dr., Erciyes Üniversitesi, Nevşehir İİBF, İktisat Bölümü.

<sup>1</sup>“Aşırı değişkenlik”, volatilité kavramının karşılığı olarak kullanılmakta olup, piyasada fiyatların inişli çıkışlı bir seyir izlemesi anlamına gelmektedir.

- Bretton Woods sabit kur sisteminin yerini dalgalı kur sisteminin alması,
- Piyasaların küreselleşmesi ve teknolojik gelişmeler,
- Karmaşık yapılı yeni yatırım alternatiflerinin ortaya çıkması,
- Dünya kredi fon arzındaki artış,
- Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki finansal kurumların aynı alanda birbirleriyle yoğun rekabete girişmeleri.

Finansal kararlarda dikkate alınması gereken önemli karar kriteri risk faktörüdür. Eğer yapılan işlem uluslararası bir boyut taşıyorsa bu risk olgusu daha da karmaşık bir boyut kazanmaktadır. Bu sebeple söz konusu risklerin yönetilmesi gerekmektedir. Etkin bir risk yönetimi üç adımda gerçekleştirilir:

1. Risklerin ayrı ayrı tanımlanması
2. Risk büyüklüklerinin ve risk baskı düzeylerinin ölçümü
3. Ölçülen risk büyüklüğü ve baskı düzeyine göre riski elimine edecek yöntemlerin uygulanması

Bu çalışmanın amacı, üç aşamalı bu sürecin ilk iki aşamasına yönelik genel bir çerçeve sunmaktır. Bu çerçevede çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde genel olarak finansal işlemler ve bu işlemlerde tarafların karşılaştıkları riskler incelenecektir. İkinci bölümde uluslararası finansal işlemlerin yapısı genel bir çerçeve içinde sunulduktan sonra üçüncü bölümde söz konusu işlemlerde karşılaşılan riskler, döviz kuru riski ve ülke riski başlıkları altında ana hatlarıyla incelenecek ve ülke riskinin ölçümü üzerinde durulacaktır.

## **I. Finansal İşlemler ve Risk**

Finansal kaynakların fon sahiplerinden fon talep edenlere aktarılmasına yönelik işlemler bir ülkede iktisadî faaliyetlerin finansmanı ile ilgili faaliyetlerin tümünü kapsar. Küçük veya büyük, yurtiçi veya uluslararası düzeyde olsun bütün finansal piyasalar tacirler, yatırımcılar ve borçlancılar için para, sermaye ve risk transferi veya değişimi için kolaylıklar sunarlar. Piyasaların bu rolü icra etme kabiliyetleri aracılar tarafından önerilen hizmetlerin kalitesi ve kamu otoritelerinin koydukları kısıtlayıcı tedbirlerin boyutu tarafından belirlenir (Ayling, 1986: 21).

Piyasa

Modern yatırım analizinde risk kavramı, finansal yatırımın beklenen getirisindeki olumsuz sapmaları ifade eder. Risk, bir yatırım kararının belirsizlik ortamı içindeki sonuçlarının neler olabileceği konusunda objektif değerlendirmelerin yapılabileceği bir durumdur.

Makroekonomik ve finansal göstergelerdeki değişkenliklere kaynaklık eden iki risk grubu vardır<sup>2</sup> (Shapiro, 1999: 23):

1. Sistemik risk: Çeşitlendirilemeyen risk olarak da adlandırılan bu risk grubu genel üretim seviyesi, enflasyon, faktör fiyatları, faiz oranları ve hammadde maliyetleri gibi makro değişkenlerde meydana gelen dalgalanmalar ile sosyo-politik istikrarsızlıktan kaynaklanır. Her işletmenin belli bir düzeyde sistemik riski vardır.

2. Sistemik olmayan risk: Belirli bir işletme ve/veya işletmenin faaliyetinde bulunduğu sektöre özgü faktörlerden kaynaklanır. Bu risk etkin portföy çeşitlendirme stratejilerinin uygulanması yolu ile azaltılabilir veya tamamen elimine edilebilir.

Bir yatırımın riski, yatırımdan beklenen getirinin karar aşamasında tam olarak kestirilememesi, yatırımdan beklenen getirinin belli bir düzeyin altına düşmesi veya yatırılan sermayenin tümünün veya bir kısmının kaybedilmesi şeklinde ortaya çıkabilir.

Bir finansal işlemde maruz kalınabilecek riskler iki grupta toplanabilir (Sarwal, 1989: 11):

- Finansal ve ekonomik riskler
- İşlem riskleri

Aşağıda bu risk türleri anahatlarıyla incelenecektir.

## A. Finansal ve Ekonomik Riskler

Bu riskler finansal araç veya işlemin taraflarının finansal pozisyonlarında veya piyasa koşullarında gerçekleşen değişikliklerin ortaya çıkarabileceği tehditlerle ilişkilidir. Her finansal işlem birden fazla risk içermektedir.

<sup>2</sup> Esas olarak bu ayırım Sharpe (1964) tarafından yapılmıştır. Sharpe, finansal yatırımlar ve borçlanma açısından risk kavramını iki kaynağa bağlamış ve pazar ilintili (sistemik risk) ve pazar dışı koşullardan kaynaklanan (sistemik olmayan risk) terimlerini ortaya koymuştur. Bu ayırımı bütün finansal işlemleri kapsayacak şekilde kullanabiliriz.

Başlıca ekonomik ve finansal risk türleri, kredi riski, faiz oranı riski, piyasa riski ve likidite riskidir.

### **1. Kredi Riski**

Borçlunun alacaklıya olan yükümlülüğünü yerine getirmede başarısız olma riskidir ve karşı tarafın temerrüdünden kaynaklanan potansiyel zararları ifade eder. Diğer bir ifade ile, borçlunun sözleşme tarihinde veya daha önce iflâs vb. gibi sebeplerle ödeme güçlüğü içine düşmesidir. Bu çerçevede bir organizasyonun veya bireyin kendi finansal yükümlülüklerini karşılamakta yetersiz kalması kredi riskini doğurur. Para piyasasında kredi riski, borç alan taraf için söz konusu olmayıp, borç veren taraf için ise her zaman borç alan tarafın borcunu zamanında ödeyememesi riskidir. Bu çerçevede bankacılık açısından söz konusu risk, verilen kredinin, kısmen veya tamamen geri dönmeme riskini ifade eder (Aksel, 1995: 23). Bu risk üç endüstri riski, karşı taraf (counterparty) riski ve denkleşmeme riski (settlement) olmak üzere üç alt gruba ayrılarak incelenebilir (Bkz. Sarwal, 1989: 12).

### **2- Faiz Oranı Riski**

Faiz oranlarında gerçekleşebilecek olumsuz değişimler sonucu, faiz maliyetinin artması veya yatırım ve kredi gelirlerinin azalması riskidir. Borçlanma araçlarında gözlenen en önemli risk faiz oranı riskidir. Borçlanma araçlarının getirisi, piyasada geçerli faiz oranlarını yansıtacağından, faiz oranlarının düzeyindeki değişimler, borçlanma araçlarının piyasa fiyatlarının değişmesi anlamına gelir (Marshall ve Bansal, 1992:191). Faiz oranı riski sistematik bir risktir. Hem yatırımcılar hem de ihracatçılar için geçerlidir. Uluslararası finansal işlemler söz konusu olduğunda bu risk türü daha karmaşık bir nitelik kazanmaktadır. Ekonomik birimler, farklı paralarla borçlanma ve borç vermekten doğan risklerle karşılaşır. Her bir paranın kendi faiz oranı yapısı vardır ve bu yapı bir paradan diğerine önemli bir şekilde değişebilir. Sonuç olarak, birkaç para ile işlem yapıldığı zaman faiz oranı riskinin yönetimi çok daha önemli bir olgu hâline gelir.

Finansal yatırımlarda faiz oranı riski, bir şirket tarafından ihraç edilen menkul kıymetlerin fiyatının faiz oranlarındaki değişimlerden etkilenmesidir. Faiz oranlarındaki değişimler ile menkul kıymetin fiyatındaki değişimler arasında ters yönlü bir ilişki vardır.

Piyasa

Finansal varlıklar, faiz oranlarındaki değişimlerden aynı derecede olmamakla birlikte, aynı yönde etkilenmektedirler. Bu açıdan faiz oranı riski daha çok tahviller gibi, sabit getirili menkul kıymetlerin fiyatlarını etkiler. Diğer yandan hisse senetleri de belirli ölçüde faiz oranı riski taşırlar. Çünkü cari faiz oranı değiştiğinde hisse senetlerinin değeri de değişecektir. Bankacılık açısından, faiz değişiklikleri veya kur değişiklikleri bankanın net faiz getirisi üzerinde olumlu veya olumsuz etkiler yapar ve bu etkiler bankanın net gelirin, bu nedenle de piyasa değerine yön verir.

### **3- Piyasa Riski**

Devredilebilir (negotiable) araçların piyasa değerlerinde faiz ve döviz kurlarındaki hareketlerin dışındaki faktörler (yatırımcı tercihlerindeki veya bir şirketin beklentilerindeki değişiklikler gibi) nedeniyle ortaya çıkan değişikliklerin doğurduğu zarar riskidir (Sarwal, 1989: 13). Bir piyasada belirli aktifler için fiyatların ters yönde hareket etmesi ile ortaya çıkar.

### **4- Likidite Riski**

Belirli ürünlerin piyasalarının yeterince derin olmaması, yani ekonomik birimlerin alım satım yapması için piyasanın uygun bir şekilde fonksiyon görmemesi sonucu ortaya çıkar. İki şekilde oluşabilir: Nakit likiditesi, likit kaynaklardaki bir yetersizlik sebebiyle finansal yükümlülükleri karşılayamama sonucu ortaya çıkan zarar riskini, piyasa likiditesi ise, bir varlığın istenildiğinde paraya çevrilememesi ya da önemli değer kaybı ile paraya çevrilmesi durumunu ifade eder. Yatırım araçları için likidite riski, sahip olunan menkul kıymet ve bunun işlem gördüğü ikinci el piyasa ile yakından ilişkilidir. (Parlakkaya: 20). Bankalar açısından likidite riski, bankanın yükümlülüklerini karşılama konusunda kaynak yaratma zorluklarıyla karşılaşması veya yüksek maliyetle borçlanmaya başvurma zorunda kalması şeklinde ortaya çıkar.

## **B. İşlem Riskleri**

Yapıları gereği bu riskleri genel ifadelerle tanımlamak güçtür. Bu risklerin tanımı işlemin genel yapısına ve bir kurumun o işlemi gerçekleştirmek için benimsediği prosedürlere bağlıdır. Başlıca işlem riski türleri şunlardır: Hile, yapılan bir işlemin kaydının yapılmaması, bir işlemin ters bir

işlemlerle denkleştirilmemesi, yanlış tarafla denkleştirme yapılması, bilgisayar sisteminde bilgilerin işlenmesini veya mevcut bilgilere ulaşılmasını engelleyecek olumsuzluklar olması (Sarwal, 1989: 16).

## II. Uluslararası Finansal İşlemler

Yurtiçi finansal piyasalarda işlem yapan ekonomik birimler aynı işlemleri sınır ötesi faaliyetlere dönüştürdüklerinde uluslararası finansal işlemler gerçekleşmektedir. Bu bağlamda esas olarak üç grup uluslararası işlem- den söz edebiliriz:

- İşletmelerin (özellikle çokuluslu şirketlerin) uluslararası üretim, yatırım ve ticarî faaliyetleri,
- Uluslararası finansal yatırımlar ve borçlanmalar<sup>3</sup>,
- Uluslararası bankacılık faaliyetleri

Geleneksel olarak şirketler, finansal yatırımcılar<sup>4</sup> ve borçlanıcılar ilk olarak yurtiçi finansal fırsatlara, ikinci etapta ulusal sınırların ötesindeki olanaklara bakma eğilimindedirler. Bununla birlikte son 30 yılda söz konusu birimlerin finansal karar alma sürecinde uluslararası olanakları daha ciddi bir şekilde değerlendirmelerine yol açan güçlü motifler oluşmuştur. Bunlardan en önemlileri:

1. İşletmelerin birden fazla faaliyet alanıyla uğraşmaları ve çokuluslu teşebbüslere doğru gelişen trend ile birlikte büyük uluslararası şirketler çoğunlukla kendi dolaysız yabancı sermaye yatırımlarını desteklemek için uluslararası finansal işlemlerle uğraşmaktadırlar. Bu şirketleri uluslararası finansal işlem yapmaya iten unsurlar politik faktörler olabileceği gibi, sadece dış piyasalarda işlem yapmayı daha ucuz veya daha az riskli buldukları için de bu yola başvurabilirler.

<sup>3</sup> Bir borçlanma aracı, borç alanla borç veren arasındaki ilişkiyi sağlayan bir senet niteliğindedir. Borçlanan taraf, borcunu faiziyle birlikte ödeyeceğini taahhüt etmekte ve yükümlülüklerinin tamamını yerine getirdiğinde ilişki sona ermektedir. Borçlanma aracının ikincil piyasası varsa, bu bir finansal varlık niteliği kazanmakta, borçlanan taraf ihraççı (issuer), aracı elinde bulunduran kişi (borç veren) yatırımcı veya taşıyıcı, aynı tertip borçlanma araçlarının tümü ise ihraç (issue) olarak adlandırılmaktadır (Bkz. Bolak, 1998: 57).

<sup>4</sup> Uluslararası piyasada iki büyük dizi finansal işlemin yapılmakta olduğu gözlenmektedir. Bunlar menkul kıymetler üzerine uluslararası işlemler (mevcut senetlerin alımı ve satımı) ve uluslararası piyasalarda yeni menkul kıymet ihraçlarını içerir.

2. Büyük ve küçük portföy yatırımcıları portföy riskini azaltma ve portföy getirisini ve likiditesini artırma yönünde doğal bir isteğe sahiptirler. Portföy performansını dengelemede en önemli olgu çeşitlendirmedir. Uluslararası çeşitlendirme yapmak suretiyle bir ülkenin menkul kıymet karakteristikleri, diğer ülkelerdeki menkul kıymet karakteristiklerine karşı dengelenebilmektedir.

3. Yurtiçi piyasalar giderek ihtiyaçları ve yurtiçi finansal topluluğun spekülatif işlem güdülerini karşılamada yetersiz hâle geldi. Bu da, borçlanıcıları ve yatırımcıları, yeni ihraçlar, ikincil piyasalar, finansal aktifler ve araçlar dizisinin yurtiçindeki kadar çok daha geniş olduğu dış piyasaları kullanmaya zorladı.

4. Kamu sektörleri bütçe pozisyonlarının büyüklüğüne bağlı olarak dünya finansal piyasalarında borçlanıcı veya borç verici olarak faaliyette bulunabilmektedirler. Büyük miktarlarda fonlar içerdiği için hükümetlerin borçlanması veya borç vermesi dünya çapındaki finansal piyasalarda arz-talep ve dolayısıyla fiyatlar üzerinde önemli bir etki oluşturmaktadır.

Uluslararası olarak faaliyet gösteren esas birimler uluslararası şirketlerdir. Geniş bir perspektiften bakıldığında aşağıdaki işlemleri yapan şirketleri uluslararası şirket kategorisinde değerlendirebiliriz.

- Bir ülkede imalat yapan, fakat ürünlerinin bir kısmını veya tamamını başka bir ülkede satan şirketler,

- Bir ülkede imalat yapan fakat hammaddelerinin bir kısmını veya tamamını başka bir ülkeden ithal eden şirketler

- Bir başka ülkede şube kuran (imalat ve/veya ürünlerinin satışı için) şirketler,

- Uluslararası yatırımlar yapan şirketler,

- Uluslararası iş ilişkileri (örneğin, franchise, patent veya know-how anlaşmaları şeklinde) olan şirketler.

Günümüzde hemen hemen her işletme uluslararası ekonomik olaylardan etkilenmektedir. Bir işletme ya doğrudan ihracat-ithalat yapar veya ihracat-ithalat yapan yabancı firmalarla ürün ve hammadde piyasalarında rekabet eder. Global ekonomi uluslararası olarak daha fazla entegre oldukça bir işletmenin içinde bulunduğu ülkeye dışsal olan etkiler o işletme için çok daha önemli olmaya başlamıştır (Folks ve Aggarwal, 1988: 2).

Uluslararası şirketler projelerini finanse etmek ve işlemlerini yapabilecekleri çeşitli paraları kullanmak için hem ulusal hem de uluslararası finansal piyasalara ihtiyaç duyarlar. Özellikle çokuluslu şirketler kendi uzun vadeli borçlanma ihtiyaçlarını karşılamak için Europiyasaları ve yabancı tahvil piyasalarını özel bir şekilde kullanabilirler (Bkz. Stonehill ve Moffet 6). Büyüklükleri ve ilgi alanlarının genişliği sayesinde çokuluslular yabancı piyasaları da ya doğrudan veya yabancı ülkelerdeki bağlı şirketleri kanalıyla (ana şirketler ve şubeler arasındaki çift taraflı ödemeler üzerinden) kullanırlar (Ayling, 1986: 28).

Konuya uluslararası finansal yatırımlar açısından bakıldığında şöyle bir manzarayla karşılaşılır. Finansal kararların bir alt başlığını oluşturan yatırım kararları, sahip olunan maddî kıymetlerin verimli alanlara plase edilmesi demek olup, genel anlamda piyasanın bulunduğu her ortamda verilebilir.

Uluslararası finansal yatırımlar genel olarak üç şekilde gerçekleştirilir:

- Yabancı menkul kıymet borsalarında tahvil veya hisse senedi satın alınması,
- Yabancı bir bankada mevduat hesabı açtırılması
- Yabancı hazine bonosu veya mevduat sertifikası satın alınması.

Finansal yatırımcı açısından aranılan yatırım türü, yurtiçi piyasada mevcut değilse veya uluslararası piyasalar benzer düzeylerdeki riskler için daha yüksek getiri oranları sunuyorsa yatırımcılar yatırım fırsatları için yabancı piyasalara yönelirler (Ayling, 1986: 25). Hangi ülkede yatırımın daha kârlı olacağı ise iki faktöre bağlıdır:

- İki ülke arasındaki faiz farkı,
- Vadeli teslim kurlarındaki prim veya iskonto oranı.

Borçlanıcılar da yabancı piyasaları kullanmak suretiyle sermaye maliyetlerini minimize edebilirler.<sup>5</sup>

Sermaye piyasalarında yatırım kararı genellikle iki temel esasa dayanır: Risk ve getiri. Bir finansal varlığın getirisi sabit getirili varlıklarda faize,

<sup>5</sup> 1970'lerin başlarından beri gelişen uluslararası finansal piyasaların etkisiyle yeterli kredi değerliliği olan bazı şirketler rahatlıkla daha ucuz fon temin edebilmektedirler. Bununla birlikte, aynı zaman diliminde genişleyen talep sebebiyle daha ucuz borç kaynakları bulma hem vade hem de para açısından daha da güçleşmiş durumdadır (Cangöz, 1997: 39).

## Piyasa



ortaklık ifade eden kâğıtlarda ise kâr payına alım satım fiyatları arasındaki fark eklenerek bulunur (Geniş bilgi için bkz. Delice, 2000: 58-63).

Uluslararası finansal işlemlerle yoğun bir şekilde uğraşan üçüncü birim bankalarıdır. Uluslararası bankacılık, ticarî bankaların uluslararası ticaret ve finansal işlemler konusunda yürüttükleri çeşitli faaliyetleri kapsar. Ticari bankalar uluslararası işlemleri kolaylaştırmada hayati bir rol oynarlar. Bu bankalar uluslararası ticarete garanti verilmesine ve finansmanına yardım ederler. Bankalar bir şirketin yabancı malları satın alması veya yabancı menkul kıymetlere yatırım yapması için gerekli fonları elde edebilmeleri için rezervlerinde çeşitli paraları bulundurlar. Bunlara ilâveten şirketlere forward sözleşmeler sunarlar (Bkz. Madura, 1986: 281). Ticarî bankalar ayrıca, değişik ülkelerdeki şirketlere kredi sağlarlar. Bu uluslararası borç verme rolü giderek daha fazla önem ve ilgi kazanmaktadır (Madura, 1986: 471).

Finans sektöründe İkinci Dünya Savaşı sonrasında ortaya çıkan en önemli gelişmelerden biri de bankacılığın uluslararasılaşmasıdır. Finansmanda yeni bir çağın başlangıcını ifade eden bu gelişme, özellikle Batı Avrupa ve Batı Yarımküresindeki büyük ticarî bankacılık kurumları tarafından başlatılmıştır. Özellikle 1970'ler ve 1980'ler boyunca uluslararası bankaların işlem miktarlarında anî bir yükselme ve yapılan işlem türünde önemli bir dönüşüm yaşandı. Euroçekler, döviz opsiyonları, döviz swapları ve daha uzun vadeli forward işlemler ve diğer türev ürünlerle ilgili işlemler bankaların işlem hacimlerinde önemli yer edinmeye başladı. Europiyasaların büyümesi bankaların kredi verme kabiliyetlerini büyük ölçüde artırdı (Ayling, 1986: 84). Bankalar arasında artan rekabetin bir sonucu farklı piyasalardaki borçlanma ve borç verme oranlarının birbirine daha yakın hâle gelmesi olurken, bir başka sonucu finansal araçların dizaynındaki esnekliğin artması oldu.

### III. Uluslararası Finansal İşlemlerde Risk

Uluslararası ortamda işlem yapan ekonomik birimler, sadece yurtiçi işlem yapanlara göre yukarıda izah edilen risklere ilâveten farklı finansal risklerle karşılaşır. Uluslararası ticarî ve finansal ilişkilerden doğan bu ilâve riskler esas olarak iki başlık altında toplanabilir:

- 1- Döviz kuru riski
- 2- Ülke riski

Bu ilâve finansal riskler normal olarak, söz konusu birimlerin birden fazla para ve birden fazla hükümetle işlem yapması olgusundan doğmaktadır. Dış dünya ile yoğun ilişkileri olan bir ülkedeki bireysel yatırımcıların, işletmelerin, bankaların ve hükümet birimlerinin ilgili ülke dışındaki ekonomik konjonktürden, ülke paralarının hareketlerinden lehte ve aleyhte etkilenmesi kaçınılmazdır. Bir şirketin, bankanın, borçlanıcının veya finansal yatırımcının bu risklerden biri veya birkaçı tarafından potansiyel olarak etkilenebilirlik derecesi, o birimin "risk baskısı" (exposure) olarak adlandırılır. En büyük riske açıklık dünya finansal piyasalarından gelmektedir<sup>6</sup>. Özellikle esas uğraş alanı uluslararası aktiviteler olan büyük şirketler veya finansal kurumlar bu piyasalardan gelen riske maruz kalmaktadırlar<sup>7</sup>.

Uluslararası finansal yönetim, uluslararası olarak işlem yapan bir şirketin, bir bankanın veya bir borçlanıcının yerel piyasalarda işlem yapanlara göre karşılaştığı ilâve finansal risklerin yönetimi ile ilgilidir. Etkin bir risk yönetimi üç adımda gerçekleştirilir:

1. Risklerin ayrı ayrı tanımlanması
2. Risk büyüklüklerini ve risk baskı düzeylerinin ölçümü
3. Ölçülen risk büyüklüğü ve baskı düzeyine göre riski elimine edecek yöntemlerin uygulanması

Risk tanımlanıp, doğru bir şekilde ölçüldükten sonraki adım onun ortaya çıkmasını engellemektir. Risklerin ölçülmesi aşamasında yapılması gereken, ilgili ekonomik birimin risk profilinin çıkarılmasıdır. Risk profili bir performans kriteri ve fiyat arasındaki ilişkinin belirlenmesidir. Farklı firmalar aynı cins fiyat riskine maruz olabilir, ancak bundan değişik oranlarda etkilenebilirler (Bkz. Marshall ve Bansal, 1992: 148)

<sup>6</sup> Son otuz yıl boyunca uluslararası işletmelerin büyümesi sebebiyle çeşitli uluslararası piyasalar gelişti. İlgili literatürde genel olarak dört tür uluslararası finansal piyasadan söz edilir:

- 1- Döviz piyasaları
- 2- Europara piyasaları
- 3- Eurokredi piyasaları
- 4- Eurotahvil piyasaları

Bu piyasalar uluslararası işlemlerin büyük bir kısmında rol oynarlar (Bkz. Madura, 1986: 18).

<sup>7</sup> Daha geniş bir perspektiften bakıldığında bütün şirketler günlük işlemlerinde, uluslararası yatırımlarında ve/veya kendi piyasalarındaki uzun vadeli stratejik pozisyonlarında finansal riskle karşılaşır. (2:1)

## Piyasa

Son birkaç yılda finansal risk ölçümleri ile ilgili araştırmalarda büyük bir ivme ortaya çıktı. Geçmişte bu konuda daha çok duruma özgü (ad-hoc) ve birbiri ile uyumlu olmayan ölçümler kullanılırken, günümüzde problem iyi bir şekilde formüle edilmiş ve oldukça kullanışlı çözümler geliştirilmiştir. Bu yeni risk ölçümleri, yatırımcılar ve finansal kurumlar için olduğu kadar düzenleyici birimlerden de büyük ilgi görmektedir.

### A. Döviz Kuru Riski

Döviz kurlarındaki dalgalanmaların ortaya çıkardığı risktir. 1971'de Bretton Woods Sistemi, önlemek üzere dizayn edildiği uluslararası parasal sorunlar karşısında çöktü. Döviz kurlarının sabitlenmesi esası üzerine kurulu olan bu sistemin yerini, uluslararası finansal işlemler için önemli fırsatlar sunan ve önemli problemler çıkaran bugünkü dalgalı döviz kuru sistemi aldı (Shapiro, 1999: 85). Makroekonomik göstergelerin değişkenliğini azaltacağı ve serbest ticareti kolaylaştıracağı öngörülen yeni sistem, beklenenin aksine, döviz kurlarında aşırı dalgalanmalarla birlikte anılmaya başlandı ve bu dalgalanmaların oluşturduğu döviz kuru riski, finansal yönetimin en önemli uğraş alanlarından biri oldu.

Uluslararası finansal işlemlerin hemen tamamı, ilgili ekonomik birimin ulusal parası dışındaki paraları da gerekli kıldığından, bu işlemlerin merkezinde döviz işlemleri yer almaktadır. Uluslararası finansal yatırımlar, dış ticaretin finansmanı, uzun vadeli kredi hareketleri, işletmeden işletmeye yapılan ödemeler, devletten devlete sermaye hareketleri ve bankaların uluslararası alandaki faaliyetleri gibi uluslararası fon akışına yol açan faaliyetlerin hepsi bu bağlamda ele alınabilir. Diğer taraftan bazı işlemler mutlak anlamda döviz ticaretine yöneliktir.<sup>8</sup>

Farklı ulusal paraların değerinde ortaya çıkan dalgalanmalar uluslararası işlem yapan bir şirket veya bankanın finansal yönetimi üzerine ilâve sorumluluklar yüklemektedir. Farklı paralar arasındaki döviz kurlarındaki hareketler ile potansiyel kârlar elde edilebileceği gibi, büyük zararlarla da karşılaşılabilir.

Bir şirket yurtdışında yatırım yaptığı veya uluslararası ticarete taraf olduğu zaman elde edeceği gelirler ve katlanacağı maliyetler muhtemelen

<sup>8</sup> Günümüzde döviz işlemlerinin büyük kısmı ticari işlemlerden çok pür finansal işlemlerle ve uluslararası sermaye hareketleriyle ilgilidir.

bir yabancı para cinsinden birimlendirilecektir. Ayrıca ödeme yöntemleri ve uluslararası ticaretin vadeleri de şirketin riske açıklık boyutunu etkileyecektir. Bir şirket her ne sebeple olursa olsun yabancı para cinsinden birimlendirilmiş varlıklar, yükümlülükler veya gelir akımlarına sahipse döviz riskine açıktır. Bu risk finansal riskler arasında uluslararası işlem yapan birimleri en fazla etkileyen risklerin başında gelmektedir.

Bir karar birimi, döviz pozisyonu<sup>9</sup> açık olduğu zaman, yani döviz alacak ve borçlarının bakiyesi sıfır değilse kur riski ile karşı karşıyadır demektir. Eğer döviz alacakları, döviz borçlarının üzerindeyse bu karar biriminin uzun ya da alacaklı döviz pozisyonuna sahip olduğu söylenir. Buna karşılık döviz taahhütleri döviz alacaklarından fazla ise kısa veya borçlu döviz pozisyonundan söz edilir (Folks ve Aggarwal, 1988: 3).

Döviz kuru risk baskısının ölçümünde kullanılacak verilerin güvenilir olması gereklidir. Ayrıca bilgiler güncelleştirilmeli ve mümkün olduğu kadar kapsamlı olmalıdır. Daha sonra uluslararası işlemde bulunan kur riski baskısının yönetilmesi için bu baskısının büyüklüğünü ölçmeye dönük prosedürler tanımlanmalıdır.

Geleneksel olarak döviz risk baskısını belirlemede üç farklı döviz kuru riski tanımı yapılır: İşlem riski, dönüştürme riski ve ekonomik risk<sup>10</sup>.

**İşlem Riski:** Ulusal para ve işlemin yapıldığı yabancı ülke parası arasındaki kur farklılıklarının cari nakit akışı üzerinde oluşturduğu potansiyel etki olarak tanımlanır. Döviz kurunda bir değişme olmadan önce taahhüt edilmiş fakat kurda değişme olduktan sonra yerine getirilen yükümlülüklerin etkisini yansıtır. Bu risk bir yabancı para ile yapılması gereken bir çok işlem türünden (ürün satışları, uluslararası piyasalardan borçlanma ve borç verme gibi) kaynaklanabilir. Buckley (1986)'e göre işlem riski, döviz kurundaki değişikliklerin hâlihazırda gerçekleştirilmiş olan işlemlerle ilişkili yabancı para ile birimlendirilmiş nakit akımlarının beklenen değerini nasıl etkileyeceği ile ilgilidir (Aktaran, Cangöz, 1997: 17).

**Dönüştürme Riski:** Muhasebe veya bilanço riski olarak da bilinir. Özellikle çokuluslu şirketlerin yabancı ülkelerdeki bağlı şirketlerinin finansal tablolarının ana şirketin finansal tabloları ile konsolide edilmesi

<sup>9</sup> Döviz pozisyonu bir firma ya da bankanın yabancı para olarak alacakları ve borçları arasındaki pozitif veya negatif fark olarak tanımlanır.

<sup>10</sup> Söz konusu risklerle ilgili hedging stratejileri ile ilgili olarak bkz. Jacque, 1993: 99-105.

sırasında, bağlı şirketlerin finansal tablolarında yer alan kalemlerin, ana şirketin bulunduğu ülkenin parasına çevrilmesi sonucunda ortaya çıkar (Erdoğan, 1993: 122). Uluslararası şubelerin finansal tabloları ev sahibi ülkenin paraları cinsinden hazırlanırlar. Ev sahibi ülke ile ana ülke paralarının kurlarındaki değişiklikler sebebiyle yapılan konsolidasyon muhasebe kayıtlarında kazanç veya kayıplar ortaya çıkarır.

Ekonomik Risk: Ticarî risk olarak da adlandırılan bu risk türü, döviz kuru dalgalanmalarının cari ve gelecekteki nakit akım değerleri üzerindeki etkisini ifade eder. (Stonehill ve Moffet, 1993: 3). Döviz kuru değişiklikleri faiz oranları ve yurtiçi enflasyon oranlarını etkilediği için, kurlarda meydana gelen beklenmeyen değişikliklerin etkisi, hem yurtdışı faaliyetleri olan işletmeler hem de yurtiçi piyasaya yönelik faaliyet gösteren işletmeler açısından önem taşır (Bkz. Aggarwal ve Soenen, 1989). Bu etki şirketler üzerinde çok ciddi bir baskı oluşturur ve ölçülmesi ve yönetilmesi daha zordur. Teoride ekonomik riskin sadece döviz kurlarındaki beklenmeyen değişikliklerden doğabileceği savunulmaktadır (Cangöz, 1997: 21).

## B. Ülke Riski

Bir finansal işlemin taraflarını ayrı ayrı etkileyen finansal koşullar veya diğer faktörlerden ziyade genel olarak belirli bir ülkeyi olumsuz bir şekilde etkileyen olayların kaynaklık ettiği sınır ötesi finansal işlemlerdeki zarar riskini ifade eder. Bazı yazarlar ülke riskini sadece uluslararası kredi işlemleri ile ilişkilendirmektedirler (Bkz. Ciarrapico, 1992: 4). Ancak daha geniş anlamda söz konusu risk bir ülkenin kendi finansal yükümlülüklerini yerine getirme kabiliyetini ve istekliliğini yansıtır<sup>11</sup> (Hoti, 2002). Bir ülkenin uyguladığı ekonomi politikasının bir parçası olarak sermayenin, karların, faiz gelirlerinin veya yabancı borçlanıcılara ve/veya yatırımcılara verilen teminat ücretlerinin yurtdışına çıkarılması üzerine kısıtlamalar koymasından veya döviz yetersizliği sebebiyle ülkenin dış borç yükümlü

<sup>11</sup> Uluslararası finans literatüründe ülke riski konusunda önemli bir kavram karmaşası olduğu dikkat çekmektedir. Bazı çalışmalarda ülke riski yerine hükümet riski, politik risk, ticarî risk gibi kavramlar da kullanılmaktadır. Bazı durumlarda bu risk türleri içiçe girmektedirler. Örneğin bir özel sektör kuruluşunun aldığı dış krediyi ödeyememesi hükümetin yanlış politikalarından kaynaklanıyorsa ülke riski; şirket yönetiminin kötü yönetiminden kaynaklanıyorsa ticarî risk kavramı içerisine dahil edilmektedir (Bkz. Ciarrapico, 1992: 4).

lüklerini yerine getirememesinden kaynaklanan zarar riskini ifade eden transfer riski de (Sarwal, 1989: 12) ülke riski bağlamında ele alınabilir.

Ülke riski esas olarak sınır ötesi kredi verme işlemlerinde ve dolaysız yabancı sermaye yatırımları durumunda belirgin olmakla birlikte, uluslararası ticarî ve finansal işlemlerin tamamı açısından önem arz etmektedir.

Ülke riski analizlerinde bir ülke açısından riski tayin eden ekonomik, finansal ve politik faktörleri ve bunların karşılıklı olarak etkileşimleri değerlendirilir. Çeşitli risk derecelendirme (rating) kurumları ülkelerin risk derecelerini belirlerken politik, ekonomik ve finansal riskle ilgili alternatif ölçümleri dikkate alan niteliksel ve niceliksel bilgi dizisinden yararlanırlar. Önde gelen risk derecelendirme kuruluşlarının hepsi (Standart & Poor's Rating Group -S&P-, Moody's Investor Service, Euromoney, Institutional Investor, Economist Intelligence Unit -EIU-, Business Environment Risk Intelligence -BERI ve International Country Risk Guide -ICRG) ülke risk derecelerini belirlemede farklı yöntemler kullanarak, bir dizi niceliksel ve niteliksel bilgiyi tek bir indeks veya derece şeklinde ifade ederler.

Literatürde ülke riskinin varlığı konusunda bir görüş birliği olmakla birlikte ülke riski baskısının tanımı konusunda bir kesinlik yoktur. Bunun yerine ülke riski kavramı, bir ülkenin politik ve ekonomik ortamını etkileyen çok sayıda faktörle ilgili belirsizlik baskısını kapsayacak şekilde kullanılmaktadır. Teoride farklı ülke riski türleri yer almaktadır (Bkz. Cangöz, 1997: 45). Ülke riski iki temel bileşenden oluşur (Erb, et al., 1996: 30):

- Ülkenin borç ödeme istekliliği (Politik risk)
- Ülkenin borç ödeme kabiliyeti (Ekonomik ve finansal gelişmelerle ilgili risk),

### 1- Politik Risk

Bir ülke hükümetinin<sup>12</sup> uygulamaları sonucunda meydana gelen ve bir yatırımın veya yatırım pozisyonunun değerinde değişme ihtimali ortaya çıkaran durumlar politika risk olarak tanımlanabilir. Yabancı ülkelere

<sup>12</sup> Hükümet kavramı daha geniş anlamda düşünülmelidir. Bu çerçevede ulusal hükümetler ve yerel hükümetlerin (eyalet hükümetleri, bölgesel hükümetler gibi) yanısıra, uluslararası hükümetler (AB gibi) ve yarı resmî örgütler de bu kategoride ele alınmalıdır (2:6)

faaliyet gösteren bütün birimlerin faaliyetleri bu riskten etkilenir. Bu risklerden en fazla etkilenenler uluslararası yatırım yapan çokuluslu şirketlerdir. Uluslararası yatırımcıların karşı karşıya kaldıkları riskler, bir ülkede yaptıkları yatırımların kamulaştırılması, kâr transferlerini önleyici kambiyo rejimleri, yüksek oranlı vergi ve tarifeler, yapılacak yatırımlarda o ülke vatandaşlarına ortaklık hakkı verme zorunluluğu, daha önceden yapılabılır nitelikte olan faaliyetleri illegal yapan yeni kanunların çıkarılması ve tüketici koruma yasalarının çıkarılması (örneğin gıda güvenliği ile ilgili yasal düzenleme) şeklinde özetlenebilir. Bu açıdan en uç risk kamulaştırma riskidir.

Politik risk analizi, politik olayların ve koşulların uluslararası ticarî işlemler ve kârlar üzerinde bir etki ortaya çıkarma olasılığını belirleme amacına dönüktür. Politik riskin belirlenmesi için farklı yöntemler kullanılır. Bunlar genellikle aşağıdaki faktörleri dikkate alırlar (Cangöz, 1997: 46):

1. Hangi rejimler gelecek yıllarda güç kazanacak? Farklı rejim senaryoları belirlenmekte ve her bir senaryonun olasılığı tahmin edilmektedir
2. Her bir rejim senaryosunun aşağıdaki olgular üzerindeki etkisi ne olacaktır?
  - a. Politik karmaşa: Genel grevler, yaygın gösteriler, ayaklanmalar, gerilla hareketleri ve savaşlar şeklinde şiddet olgusunun gerçekleşmesi.
  - b. Uluslararası işlemler üzerine kısıtlamalar konulması: Öz kaynaklar, yerel işlemler, vergileme, kâr transferleri üzerine konulan kontroller ve kambiyo kontrolleri.
  - c. Uluslararası ticaret üzerine konulan kısıtlamalar: Tarifeler, tarifedışı engeller, ihracat sübvansiyonları ve o ülkeye ihracat yapanların karşılaştıkları güçlükler.
  - d. Ekonomi politikası: Finansal ve parasal kontroller, iş kanunları ve uluslararası borçlanma uygulamaları.

## **2- Ekonomik ve Finansal Gelişmelerle İlgili Riskler**

Bir ülkedeki ekonomik gelişmelerle ilişkili ülke riski politik riskten daha belirsizdir. Çünkü ekonomik, sosyal ve politik faktörlerin etkilerini ayırmak oldukça güçtür. Genel olarak söz konusu risk grubu ekonomik ve finansal risk kategorilerine ayrılmakta; ekonomik risk ölçülürken, temel

makroekonomik göstergeler (sermaye birikimi / GSYİH, tasarruflar / GSYİH, bütçe açığı / GSYİH, para arzı artışı, yaşam standartları gibi) analiz edilirken, finansal risk ölçümünde dış borç / ihracat, borç servisi / GSYİH, faiz ödemeleri / ihracat, rezervler / ithalat gibi finansal göstergeler analize tabi tutulmaktadır<sup>13</sup>.

### C. Ülke Riskinin Ölçülmesi

Ülke riskinin ölçümü aşağıda, 1980'de International Report editörlerinin kurdukları<sup>14</sup> ve büyük bir ülke grubu için aylık temelde veri sağlayan tek derecelendirme kurumu olan ICRG (International Country Risk Guide) modeli çerçevesinde incelenecektir<sup>15</sup>.

#### 1. ICRG Rating Sistemi<sup>16</sup>

ICRG modeli, kredi açılacak, yatırım veya ticaret yapılacak ülke hükümetinin izlediği ekonomik politika ve tutumlarını inceleyerek, ülkenin barındırdığı risk faktörlerini belirlemek ve böylece ilgili ülkenin güvenilirliğini (özel ve kamu sektörünün borçlarını ödeyebilirliği, finansal ve reel yatırımlar yapılması halinde yüklenilecek risk) belirlemek amacıyla dönük bir modeldir. Kurumsal yatırımcılar, bankalar, çokuluslu şirketler, ithalatçı ve ihracatçılar, döviz tacirleri (traders) vb. uluslararası işlem yapan birimler ICRG değerlendirmelerini dikkate alarak, kendi uluslararası finansal işlemlerinin bugün ve gelecekte finansal, ekonomik ve politik risklerden nasıl etkilenebileceğini belirleyebilmektedirler. ICRG, Ocak 1984'ten beri 90 ülke için (Mart 2002 itibarıyla bu sayı 140 ülkeye çıkarıldı) ekonomik, finansal, politik ve bileşik risk derecelendirmesine yönelik aylık temelde veriler toplamakta ve yayınlamaktadır (Hoti, 2002).

<sup>13</sup> Ülke finansal riskinin değerlendirilmesinde kullanılan bazı yeni parametreler şunlardır: finansal risk primi, borç ödeme iktidarsızlığı veya illikidite, maksimum borç düzeyi ve volatilité.

<sup>14</sup> 1992'de ICRG, International Reports'dan The PRS Group'a geçti

<sup>15</sup> Risk ölçümleri oldukça teknik ve uzmanlık isteyen analizler olduğu için günümüzde birçok uluslararası şirket ve banka bu ölçümleri kendileri yapmak yerine bu alanda uzmanlaşmış kurumlara başvurumaktadırlar. Çok büyük uluslararası finansman kuruluşları bile çeşitli risklerin ölçümü ve değerlendirmesini yapacak uzmanları istihdam etme konusunda isteksiz davranmakta, bu konuda söz konusu kurumların değerlendirmelerini esas almaktadır.

<sup>16</sup> Bu bölüm yoğun olarak [http://ssdc.ucsd.edu/ssdc/pdf/IRIS\\_doc.pdf](http://ssdc.ucsd.edu/ssdc/pdf/IRIS_doc.pdf) ve [http://www.prsgroup.com/commonhtml/methods.html#International\\_Country\\_Risk](http://www.prsgroup.com/commonhtml/methods.html#International_Country_Risk) kaynaklarından yararlanılarak hazırlanmıştır.



Bu model çerçevesinde üç alt kategoride (politik, finansal ve ekonomik risk) 22 değişken incelenmektedir. Bu geniş risk kategorileri bağlamında söz konusu ülke için kapsamlı bir risk yapısı sunulmaktadır.

Politik risk kapsamında 12, finansal ve ekonomik risk kapsamında ise 5'er değişken yer almaktadır. Her bir değişkene maksimum bir sayısal değer (risk puanı) verilmektedir. Puan ne kadar yüksek olursa değişkenin riski o kadar düşük olarak değerlendirilmektedir. Herhangi bir risk değişkenine verilebilecek en yüksek puan, sistem içerisinde önceden belirlenir ve söz konusu puanın ne olacağı o değişkenin bir ülkenin toplam riski içerisindeki nispi önemine (ağırlığına) bağlıdır.

ICRG çalışanları, politik bilgilerle ekonomik ve finansal verileri toplayarak, tutarlı (uygun) bir değerlendirme temelinde her bir risk değişkeni için bunları risk puanları hâline dönüştürürler. Politik risk değerlendirmeleri mevcut bilginin subjektif analizi temelinde yapılırken, finansal ve ekonomik risk değerlendirmeleri yalnızca objektif veriler temelinde yapılmaktadır. Bu 22 değişkene ilâveten, ICRG modeli ile söz konusu üç risk grubunun her biri için bir derecelendirme ve her bir ülke için genel bir puan hesaplanmaktadır.

22 değişkenin her biri için bir risk derecelendirmesi (rating) yapıldıktan sonra, her bir risk kategorisindeki değişkenler ayrı ayrı risk kategorileri için (politik, finansal veya ekonomik) bir risk derecelendirmesi sağlayacak şekilde bir araya getirilirler. Bu kategorilerin risk derecelendirmeleri daha sonra ülkenin genel (veya bileşik) risk derecelendirmesini ölçen bir formül temelinde birleştirilir. Bu bileşik derecelendirme ayrı ayrı üç indeks puanının doğrusal bir kombinasyonudur (Bkz. Erb et al., 1996: 30). Politik, finansal, ekonomik veya bileşik derecelendirme ne kadar yüksek olursa, risk o kadar düşük olur (veya tersi de söz konusu olabilir).

Risk değerlendirme süreci söz konusu ülkenin cari riskinin değerlendirilmesiyle başlar. Bu değerlendirme her bir risk kategorisi içerisinde yer alan değişkenler için ayrı ayrı yapılır. Risk değişkenlerine verilen dereceler mevcut bilgiden ve aşağıda verilen ilkelere göre uyumlaştırılmış verilerden elde edilir.

**Politik Risk Dereceleri:** Politik risk derecelendirmesi, ICRG'nin kapsadığı ülkelerin politik istikrarını mukayeseli temelde değerlendirilmesine yöneliktir. Bu, politik risk bileşenleri olarak adlandırılan, önceden be-

Belirlenmiş bir grup faktöre risk puanları verilmek suretiyle yapılır. Her bir değişkene verilen en düşük puan sıfır olurken, en yüksek puan değişkene toplam politik risk değerlendirmesi içerisinde verilen sabit ağırlığa bağlıdır. Her bir durumda toplam risk puanı ne kadar düşük olursa risk o kadar yüksek (veya tersi) olur. Kullanılan politik risk göstergeleri şunlardır:

- a. Siyasal istikrar
- b. Sosyoekonomik koşullar
- c. Yatırım profili
- d. İçsel çatışma
- e. Dışsal çatışma
- f. Rüşvet ve yolsuzluk
- g. Siyasete asker müdahalesi
- h. Dinsel gerginlikler
- i. Hukuk ve düzen
- j. Etnik gerginlikler
- k. Demokratik sorumluluk (hesap verebilirlik)
- l. Bürokrasinin kalitesi

**Finansal Risk Dereceleri:** Finansal Risk derecelendirmesinin amacı, bir ülkenin finansal yükümlülüklerini yerine getirme kabiliyetini değerlendirmektir. Esas olarak bu ölçüm, bir ülkenin resmî, özel ve ticarî borç yükümlülüklerini finanse etme kabiliyetini tespitine yöneliktir. Bu, finansal risk bileşenleri olarak adlandırılan, önceden belirlenmiş bir grup faktöre risk puanları verilmek suretiyle yapılır. Derecelendirme süreci yukarıdaki gibidir. Ülkeler arasında karşılaştırma yapmak için finansal risk bileşenleri ulusal ekonomik/finansal yapı içerisinde ölçülen veriler arasında kabul edilen rasyolar üzerine kuruludur. Karşılaştırmaya konu olan, verilerin kendileri değil, bu rasyolardır. Her bir değişkene (rasyo) verilen risk puanları sabit bir ölçekten alınır. Kullanılan değişkenler;

- a. Dış borç / GSYİH
- b. Mal ve hizmet ihracı / dış borç servisi
- c. Mal ve hizmet ihracı / cari hesap
- d. Aylık ithalat / uluslararası likidite
- e. Döviz kuru istikrarı

**Piyasa**

**Ekonomik Risk Dereceleri:** Amaç, bir ülkenin mevcut ekonomik gücü ve zayıflıkların değerlendirilmesidir. Genel ifadelerle, ekonominin güçlü yönünün zayıf yönüne ağır bastığı yerlerde düşük, tersi durumda ise yüksek ekonomik risk olacaktır. Ekonomik risk ölçülürken kullanılan değişkenler;

- a. Fert başına GSYİH
- b. GSYİH'daki yıllık reel artış
- c. Yıllık enflasyon oranı
- d. Bütçe dengesi / GSYİH
- e. Cari hesap dengesi / GSYİH

Bileşik risk derecesi hesaplanırken, politik risk derecesi bileşik ratingin %50'sini, finansal ve ekonomik risk ise ayrı ayrı %25'ini oluşturur.

Toplam risk hesaplanırken aşağıdaki formül kullanılır:

$$CPFER (X \text{ Ülkesi}) = 0.5 (PR + FR + ER)$$

$$PR = \sum PR_i$$

$$ER = \sum ER_i$$

$$FR = \sum FR_i$$

Burada:

CPFER: Bileşik-risk (politik, finansal ve ekonomik) derecesi

PR: Toplam politik risk göstergeleri

FR: Toplam finansal risk göstergeleri

ER: Toplam ekonomik risk göstergeleri

Risk değişkenleri ve risk kategorileri için ayrı ayrı hesaplanan risk puanları risk derecesini gösterir. Her bir durumda sayı ne kadar yüksek olursa, risk o kadar düşük olur. Bu, risk derecesinin tek bir risk bileşeni, bir risk kategorisi veya Bileşik Risk (toplam risk puanları -TRP- içinde fiili risk puanlarının -ARP- nispi durumu) içinde görülmesini ve ülkeler arası karşılaştırma yapılmasını olanaklı kılar.

ARP, "çok yüksek", "çok düşük" şeklinde bir sıralama içinde veya Risk Bileşeni, Risk kategorisi veya Bileşik Risk temelinde karşılaştırmalı olarak da ifade edilebilir. Bu ifadelendirme,  $(ARP/TRP) * 100$  oranı üzerinden

hesaplanarak yapılır ve aşağıdaki tabloda gösterildiği gibi değerlendirilir. Bileşik risk her zaman 100'ün bir oranı olduğu için, ayrıca hesaplanması gerekmez.

|                    |               |
|--------------------|---------------|
| Çok Yüksek Risk    | %00.0 - %49.9 |
| Yüksek Risk        | %50.0 - %59.9 |
| Orta Derecede Risk | %60.0 - %69.9 |
| Düşük Risk         | %70.0 - %79.9 |
| Çok Düşük Risk     | %80.0 - %100  |

Örneğin,

- 10.0'lık bir yatırım profili için  $ARP = 10$ ;  $TRP = 12.0$  ise  $(10/12) * 100 = \%83.3$  Çok düşük risk

- 32.0'lık bir finansal risk derecesi için  $ARP = 32$ ;  $TRP = 50$  ise  $(32/50) * 100 = \%64$  Orta Derecede Risk

- 53.0 olan bir bileşik risk derecesi söz konusu ise bu toplamın  $\%53$ 'üne karşılık gelir ve yüksek risk bandında yer alır.

### Sonuç

Dünya finansal piyasaları günümüzde 30 yıl öncesinden çok daha etkin ve kompleks bir yapıya kavuştu. İletişim ve bilgi teknolojisindeki ilerlemeler, yeni finansal araçlar ve risk yönetim tekniklerinin finansal risk yönetiminde kullanılmasını mümkün hâle getirdi. Finansal piyasaların entegrasyon düzeyi arttıkça finansal yönetimin uluslararası boyutu giderek önem kazanmaya başladı. Bu çerçevede uluslararası finansal işlemlerin taşıdığı ilâve risklerin tanımlanması, ölçülmesi ve yönetilmesi olgusu uluslararası finans literatürünün önemli inceleme konularında biri hâline geldi. Uluslararası finansal işlemlerde karşılaşılan ve yönetilmesi gereken iki risk kaynağı vardır. Bunlar, döviz kuru riski ve ülke riskidir. Uluslararası finansal yönetimin temel olgusu olan etkin risk yönetimi için

Piyasa

bu risklerin doğru bir şekilde tanımlanması, riske açıklık derecesinin tespit edilmesi (riskin ölçülmesi) ve daha sonra uygun korunma araçlarının kullanılması gereklidir.

### **Kaynakça**

Aggarwal, Raj ve Luc A. Soenen. "Managing Persistent Real Changes in Currency Values: The Roles of Multinational Operating Strategies", *Columbia Journal of World Business*, Fall 1989, 60-67.

Aksel, H. Ayşe Fyüboğlu, *Risk Yönetim Aracı Olarak Futures Piyasaları: Yapısı, İşleyiş Mekanizmaları ve Bazı Ülke Örnekleri*, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, No:21, Ankara, 1995.

Ayling, D.E., *The Internationalisation of Stockmarkets: The Trend Towards Greater Foreign Borrowing and Investment*, Gower Publishing Ltd., 1986.

Bolak, Mehmet., *Finans Mühendisliği: Kavramlar ve Araçlar*, Beta Basım Yayım, İstanbul, 1998.

Cangöz, M. Coşkun., *Company Risk Management Under International Uncertainties*, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, 1997.

Ciarrapico, Anna Micaela., *Country Risk: A Theoretical Framework of Analysis*, Dartmouth Publishing Co. Ltd., Dartmouth, 1992.

Delice, Güven., "Uluslararası Finansal Sermaye Akımlarını Belirleyen Faktörler", *Ankara Üniversitesi, Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, Cilt: 55, No: 1, Ocak-Mart 2000, 53-77.

Erb, Claude B., Campbell R. Harvey ve Tadas E. Viskanta., "Political Risk, Economic Risk, and Financial Risk", *Financial Analyst Journal*, November/December 1996, 29-46.

Erdoğan, Niyazi., *Uluslararası İşletmelerde Mali Risk ve Yönetimi ve Çağdaş Finansman Teknikleri*, Mu-Ka, Ankara, 1993

Hoti, Suhejla. "Snapshot Images of Country Risk Ratings: An International Comparison" <http://www.iemss.org/iemss2002/proceedings/pdf/volume%20due/344.pdf>, Erişim Tarihi, 15.12.2003.

[http://ssdc.ucsd.edu/ssdc/pdf/IRIS\\_doc.pdf](http://ssdc.ucsd.edu/ssdc/pdf/IRIS_doc.pdf), Erişim Tarihi, 15.12.2003.

[http://www.prsgroup.com/commonhtml/methods.html#International\\_Contry\\_Risk](http://www.prsgroup.com/commonhtml/methods.html#International_Contry_Risk), Erişim Tarihi, 15.12.2003.

Jacque, Laurent L., "Management of Foreign Exchange Risk: A Review Article", *International Financial Management*, Edited by. Stonehill Arthur I. Michael H.

Moffet, General Editor: John H. Dunning, UN, Department of Economic and Social Development, London, Routledge, c1993, 86-114.

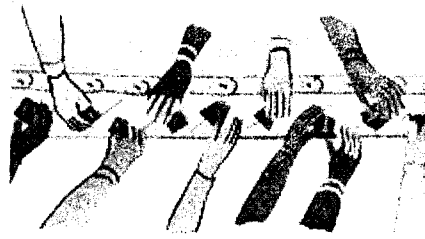
Madura, Jeff., *International Financial Management*, West Publishing Company, New York, 1986.

Marshall, John F., ve Vipul K. Bansal., *Financial Engineering: A Complete Guide to Financial Innovation*, New York Institute of Finance, New York, 1992.

Sarwal, Arun Kumar, *KPMG International Handbook of Financial Instruments*, London: Butterworths, 1989.

Sharpe, William, "Capital Asset Prices: A Theory Of Market Equilibrium Under Conditions of Risk" ve *Journal of Finance*, 19, 1964, 425-442.

Stonchill Arthur I. ve Michael H. Moffet., Introduction: International Financial Management," *International Financial Management*, Edited by. Stonchill Arthur I. ve Michael H. Moffet, General Editor: John H. Dunning, UN, Department of Economic and Social Development, London, Routledge, c1993, 1-22.



## İktisat ve Ahlâk

Ömer DEMİR

İktisatla ahlâk arasındaki ilişkiler, günlük hayatın akışı içinde sık sık tartışılan fakat akademik ölçülere uygun olarak nadiren olarak ele alınan bir konudur. Yaygın kültürde, zenginleşme ile ahlâk arasında ters bir ilişki kurulmakta ve ahlâksızlık yapmadan zenginleşmenin imkansız olduğu söylenmektedir. Acaba, gerçekten öyle midir? İktisadi faaliyet kendiliğinden ahlâksız veya ahlâksızlığa teşvik edici midir? Öyleyse, herkes aynı zamanda bir iktisadi aktör olduğuna göre herkes ahlâksız mıdır? Yoksa ahlâksızlık zenginlik merdiveninde belli bir basamaktan sonra mı başlamaktadır? **Ömer Demir** *İktisat ve Ahlâk'ta* önyargılarla dolu bir alana taze bir soluk getirmektedir.

**LiBeRTE**

kitaplığınızda özgürlüğe yer açın...

LiBeRTE