

İmalat Sektöründe Kur Riskinin Birincil Ve İkincil Etkileri Ve Kur Riskine Karşı Çözüm Önerileri

Deniz AKSU *

ÖZET

Türkiye'deki imalatçı firmaların sahip olduğu ithalat bağımlılığı, finansman açıklarının ağırlıklı YP krediler ile finanse edilmesi ve bilinçsiz yönetim nedeniyle kur riskine maruz kaldığı görülmektedir. Makalede maruz kalınan kur riskinin mali veriler üzerindeki birincil (öz kaynak erozyonu) ve ikincil (ertelenmiş likidite riski) etkilerinin tespiti ve alınabilecek tedbirler hakkında bilgi verilmektedir. Kur riski ve etkileri tespit edilirken merkez bankası imalat sektörü bilanço, gelir tablosu ve rasyolarından faydalanılmıştır. 2005-2014 aralığındaki mali veriler rasyo ve trend analizi açısından değerlendirilmiştir. Mali veriler üzerindeki kur kaynaklı negatif etkilerden; YP bazlı faturalandırma, kur hareketlerinin fiyata yansıtılması, operasyonel hedging ve finansal hedging yöntemleri kullanılarak korunmanın mümkün olduğu ortaya konulmuştur. Kur riskinden korunmak için sayılan 4 temel enstrüman; şirketlerde görülen öz kaynak erozyonu ve biriken ertelenmiş likidite risklerinin olumsuz etkilerini sınırlayabilir. Bu enstrümanlar şirketlerin faaliyet döngüleri ile uyumlu bir biçimde; faaliyet karlılığından, dönem net karlılığına geçilirken kur kaynaklı negatif etkilerin sınırlandırılması amacıyla kullanılmalıdır.

Anahtar Kelimeler: Kur Riski, Kur Riskinin Yönetimi, Kur Riskinin Mali Veriler Üzerindeki Etkisi.

JEL Sınıflandırması: G32, F31.

Primary And Secondary Effects Of The Currency Risk In The Production Sector And Solution Offers For The Currency Risk

ABSTRACT

It is seen that the manufacturing companies in Turkey are exposed to the currency risk due to the import dependency they have, filling their financial gaps mainly with foreign currency loans, and the unconscious management. In this article, information with respect to the determination of the primary (resource erosion) and secondary (delayed liquidity risk) effects of the currency risk exposed on the financial data and the possible measures to be taken is provided. While the currency risk and its effects were determined, central bank manufacturing sector balance sheet, income statement and ratios were utilized. Financial data between 2005 and 2014 was evaluated in terms of ratio and trend analysis. It is revealed that protection from the currency-related negative effects on financial data is possible with the use of foreign currency based billing, reflection of the currency movements to the price, operational hedging and financial hedging methods. Four main instruments considered in terms of avoiding the currency risk may limit the negative effects of the resource erosion seen in the companies and deferred accumulated liquidity risks. These instruments should be used in order to limit the negative currency-related effects while shifting from the operating profitability to the net profit for the period in a compatible manner with the operating cycles of the companies.

Keywords: Currency Risk, Currency Risk Management, Effect of the Currency Risk on the Financial Data.

Jel Classification: G32, F31.

* Kıdemli Uzman Deniz Aksu, T.C. Halk Bankası, Proje Değerlendirme Mali Tahlil ve İstihbarat Daire Başkanlığı, deniz3aksu@gmail.com

1. GİRİŞ

Türkiye'deki imalat sektörü ithalat bağımlılığı ile faaliyetlerini sürdürmektedir (Özmen, 2014) ve imalat sektörü konsolide bilançosunda finansman açıklarının ağırlıklı olarak YP (yabancı para) krediler ile finanse edildiği görülmektedir (tcmb.gov.tr, 2015). Bu durum imalat sektörünün yüksek düzeyde döviz açık pozisyonu üretmesine neden olmaktadır (tcmb.gov.tr, 2015). İthalatta ve YP kredilerde ağırlıklı pay USD ve EUR kurlarına aittir. İhracatta USD'nin yanı sıra Avrupa Birliğine yapılan ihracatlar nedeniyle EUR'da belirli oranda paya sahiptir. Bu nedenle döviz kurlarındaki artış ve azalışlar hem kur riski hem de çapraz kur riski doğurmaktadır. Bu çalışmada ağırlıklı paya sahip olması nedeniyle EUR ve USD bazlı kur riskinin analizi üzerinde durulmuştur.

2000'li yılların başına kadar Türkiye'de döviz kurlarında çeşitli nedenler ile düzenli yükseliş ve yüksek enflasyon süreci yaşanmıştır. Bu sebeple tüm sektörlerde döviz kuru artışı beklentisi oluşmuş ve beklentiler sürekli olarak olumlu yönde karşılanmıştır.

2002-2007 yılları aralığında USD kurunun gerilediği veya istikrarlı davrandığı görülmektedir. EUR'nun ise aynı dönemde görece istikrarlı olduğu görülmektedir. 2008 yılının son çeyreğinde ise bu süreç sona ermiş, EUR ve USD döviz kurunda yüksek oranlı artış yaşanmış ve TL'nin bu iki döviz cinsi karşısındaki değer kaybı süreci değişen aralıklar ile günümüze kadar devam etmiştir.

Tarafımızca enflasyon muhasebesi uygulamasının sona erdiği dönem başlangıç noktası olarak alınmış olup, 2005-2014 aralığında imalat sektörü konsolide TCMB verileri baz alınarak kur riski açısından değerlendirilmiştir. Döviz kurlarının belirlenmesinde bilançoların değerlendirilmesine tabi tutulduğu TCMB yıl sonu kur değerleri baz alınmıştır.

Kurların artış trendinde olduğu 2007-2014 yılları aralığında Türkiye imalat sektöründe faaliyet gösteren firmalar kur riskinden korunabilmek için gerekli tedbirleri uygulamakta başarılı olamamışlardır. Bu dönem aralığında öz kaynaklar / pasif toplamı oranının % 52,1'den % 38,4'e gerilediği görülmüştür. (tcmb.gov.tr, 2015). Özkaynak / pasif toplamı oranında yaşanan gerilemenin ağırlıklı olarak uzun vadeli yabancı kaynaklardaki artış ile karşılandığı ve bu sebeple sektör likiditesinde ciddi bir bozulma oluşmadığı görülmektedir. Ancak özkaynaklarda bu derece büyük bir gerilemenin likiditeye etkisinin bu derece zayıf olduğunu düşünmek son derece yanıltıcı bir analiz olacaktır. Tarafımızca yapılan değerlendirmede ilerleyen vadelere bu durumun ikincil bir etkiye neden olacağı ve likidite oranlarını gerileteceği düşünülmektedir. Bu durumun çalışmada son yıl olarak alınan 2014 yıl sonu itibarıyla birikmiş bir ertelenmiş likidite riski doğurduğu değerlendirilmiştir.

Çalışmanın 2. bölümünde kur riskinin tanımı, türlerinden bahsedilmiştir. 3. bölümde Türkiye imalat sektörünün maruz kaldığı kur riskinin temel nedenleri incelenmiştir. 4. bölümde Türkiye imalat sektöründe 2005-2014 yılları arasındaki kur hareketlerinin mali veriler üzerindeki birincil ve ikincil etkileri incelenmiştir. 5. bölümde Türkiye imalat sektörü

firmalarının kur riskini azaltabilmek için alabileceği tedbirlerden bahsedilmiştir. 6. bölümde çalışmanın sonuçları sunulmuştur.

2. KUR RİSKİNİN TANIMI VE TÜRLERİ

Döviz kurlarında çeşitli nedenler ile oluşan aşağı veya yukarı yönlü hareketlerin işletmelerin mali durumu üzerinde meydana getirdiği olumsuz etki döviz kuru riski olarak tanımlanabilir. Döviz kurundan etkilenme riski (currency risk exposure), belirli bir dönemde belirli bir döviz cinsinde beklenen nakit girişlerinin beklenen nakit çıkışlarından fazla veya az olması durumunda ortaya çıkar ve oluşan bu yeni durum; net döviz pozisyonu olarak isimlendirilir. Nakit girişleri nakit çıkışlarından büyükse fazla (Uzun) pozisyon, tersi olarak nakit çıkışları nakit girişlerinden büyükse eksik (Kısa) pozisyon durumu söz konusudur. Üçüncü bir seçenek olarak nakit girişleri ve nakit çıkışlarının aynı dönem için eşit olması durumunda ise, tam pozisyon söz konusudur (Rodriguez ve Carter, 1984:150). Bir döviz cinsinin belli bir andaki pozisyonu şu şekildedir:

- Nakit Girişleri > Nakit Çıkışları ise Fazla (Uzun) Pozisyon
- Nakit Girişleri > Nakit Çıkışları ise Eksik (Kısa) Pozisyon
- Nakit Girişleri = Nakit Çıkışları ise Tam Pozisyon

Bir döviz cinsinde fazla (Uzun) pozisyon alan bir işletme, o dövizin değerinin düşmesi riski ile karşı karşıyadır. Fazla (Uzun) pozisyon da dövizin değerinin düşmesi zarar, yükselmesi ise kâr ile sonuçlanır. Bir döviz cinsinde eksik (Kısa) pozisyon alan bir işletme, o dövizin değerinin yükselmesi riski ile karşı karşıyadır. Eksik (Kısa) pozisyonda dövizin değerinin düşmesi kâr, yükselmesi ise zarar ile sonuçlanır. Belli bir döviz cinsinde tam pozisyon alan bir işletme için ilgili döviz kurlarındaki değer azalış ya da artışı mali durumunda herhangi bir değişikliğe yol açmayacaktır. Çünkü nakit girişlerindeki artış ya da azalışlar, nakit çıkışlarındaki azalış ya da artışlarla dengelenecektir (Arslan, 2005).

Döviz kuru riski firmalar açısından çok boyutlu bir risk unsurudur. Döviz kurlarındaki dalgalanmalar işletmeler için üç tür risk üretmektedir. Bunlar; işlem riski, muhasebe riski ve ekonomik risktir.

2.1. İşlem Riski

İşlem riski, YP türünde gerçekleştirilen uluslararası işlemlerin nakit akımlarının, kur hareketlerinden etkilenmesidir (Robock ve Simmons, 1989:556). Bu tanıma YP bazlı ulusal işlemleri eklemek de mümkündür. Çünkü günümüzde aynı ülkedeki firmalar da kur riskinden korunmak amacıyla kendi içerisinde YP bazlı faturalaşma yoluna gidebilmektedir.

Belirli bir vade sonunda döviz ile ödemedede bulunacak firma, sözleşme tarihindeki döviz kurunda oluşan değişiklikler neticesinde işlem riski ile karşı karşıya kalabilir. Bunun sonucunda işletme yerli para üzerinden daha fazla ödeme yapmak zorundadır. Örneğin bir firmanın 1.000.000 USD (1 USD = 2 TL) değerindeki malı 30 gün vadeli olarak aldığını

varsayalım. Vade sonunda, 1 USD = 3 TL olduğu varsayımı altında döviz cinsinde görülen artış nedeniyle firma daha fazla ödeme yapmak zorunda kalacaktır.

2.2. Muhasebe Riski

Muhasebe riski yabancı para bazlı olarak belirlenmiş varlık veya kaynak hesaplarının muhasebe kayıtları nedeniyle ulusal para birimine çevrilmesi sonucunda oluşan risktir. Bu açıdan bakıldığında bağlı olunan grup firmalarının mali verilerinin farklı kurlara göre dönüştürülmeleri nedeniyle, grubun ana firması açısından ortaya çıkan kayıp ve kazançları ifade eder (imf.org, 2015). İşlem riski bir fiziksel alım-satım sonucunda ortaya çıkarken muhasebe riskinde herhangi bir fiziki alım-satım söz konusu değildir.

2.3. Ekonomik Risk

Ekonomik risk döviz kurlarında beklenmeyen dalgalanmaların, işletmenin gelecekteki nakit akımları ile firma değeri üzerinde doğuracağı etkileri ifade eder (imf.org, 2015). Ekonomik risk ile işlem riski birbirinden nakit akımlarının meydana gelme zamanı açısından ayrılmaktadır. İşlem riski, ekonomik riskin bir parçasıdır. Çünkü kur dalgalanmalarına bağlı olarak halen sözleşmeye bağlanmış işlemlerden doğan kazanç ve kayıplar işletmenin gelecekteki nakit akımlarını etkiler. Ekonomik riskten farklı olarak, sözü edilen işlemler kısa süreli olup sözleşmeye bağlanmış niteliktedir. Ekonomik riskte, daha çok geleceğe yönelik olarak kurların firma değeri ve rekabet gücüne etkilerinin sonuçları üzerinde durulmaktadır. Diğer bir deyişle, işlem riskinde bilinen ve kısa süreli sözleşmelere bağlanmış işlemler söz konusu iken, ekonomik riskte, bilinmeyen ve uzun dönemli nakit akışları söz konusudur (Arslan, 2005).

3. TÜRKİYE'DEKİ İMALAT SEKTÖRÜNÜN MARUZ KALDIĞI KUR RİSKİNİN TEMEL NEDENLERİ

3.1. İthalat Bağımlılığının Yüksekliği

Türkiye, tarihsel olarak ara (hammadde ve malzeme) ve sermaye (yatırım) malları ithalatına bağımlı bir sanayi yapısına sahip olmuştur. İmalat sanayi genelinde ithalat-üretim oranının hızlı bir biçimde arttığı, ancak ihracat-toplam arz oranının bu hızlı artışı desteklemediği tespit edilmiştir (Saygılı vd, 2010: 11).

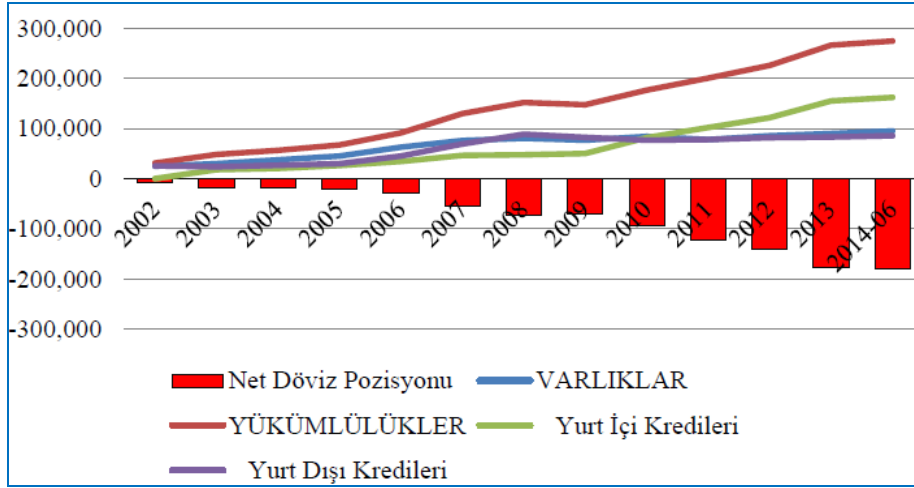
Türkiye ekonomisinde önemli yer tutan çok sayıda sektörün (doğrudan veya dolaylı olarak) hammadde ve malzeme yönünden önemli ölçüde ithalata bağımlı olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, ekonomik büyüme oranının artması ile birlikte birçok mal grubuna yönelik olarak oluşacak ek talep tamamıyla ithalat yoluyla karşılanmakta ve üretimin ithalat bileşeni hızla yükselmektedir (Saygılı vd, 2010: 101). Dolayısıyla ithalat bağımlılığının bu derece yoğun ve kaçınılmaz olduğu ülkemizde mikro açıdan firmaların faaliyet

hacimlerinde yabancı para bazlı borçların gelirlere göre daha ağırlıkta olması kaçınılmazdır. Bu durum kur riskinin en temel nedenleri arasındadır.

3.2. Net Döviz Pozisyon Açığının Yüksekliği

Reel sektör firmalarının döviz pozisyon açığına ilişkin Şekil 1’de sunulmuş olup, 2005-2014 aralığında pozisyon açığının kayda değer düzeyde artış kaydettiği görülmektedir. Döviz pozisyon açığının yüksekliği ve yükseliş hızı, ihracat ve YP bazlı gelirlerin sınırlı olması nedeniyle mali veriler üzerinde kaçınılmaz olarak kur kaynaklı olumsuz etki üretmiştir.

Şekil 1: Reel Sektör Firmalarının Döviz Varlık ve Yükümlülükleri



Kaynak : TCMB

3.3. Firma Sahiplerinin ve Yöneticilerinin Etkisi

Firma sahip ve yöneticileri ile yapılan görüşmelerde kur riskine karşı alınabilecek tedbirler açısından bilinçli hareket edebilme yeteneğinin sınırlı düzeyde olduğu görülmektedir. Firmalar kurların yükselmesi veya düşmesini bir kar sağlama aracı olarak görebilmektedir. Kur dalgalanmalarından korunmak yerine bazı firmalar kurun gelecek değerini tahmin etmek suretiyle bu artış azalışlardan kar sağlama yolunu seçmektedir. Kurun tahmin edilmesi çok zor bir konu olduğundan ve tamamen spekülasyon bir içeriğe sahip olduğundan çoğu kez firmaların bu tahminlerinde yanıldığı görülmektedir. Bu durum çoğu firma için kur riskinin yanı sıra spekülasyon yönetim riskini de doğurmaktadır. Yapılması gereken firmaların faaliyet yapılarına uygun hedging yöntemlerini tespit edip bunları uygulamasıdır. Burada kur hareketlerinden doğacak zararlar başından öngörülerek faaliyet karlılığının korunmaya çalışılması ve dönem net karı ile faaliyet karlılığı arasındaki farkın kur etkisi nedeniyle açılmasını engellemek esas olmalıdır.

4. TÜRKİYE İMALAT SEKTÖRÜ MALİ VERİLERİNDE KUR RİSKİNİN ETKİLERİ

4.1. Kur Riskinin Birincil Etkisi : Özkaynak Erozyonu

Aşağıda sunulan Tablo 1 ve 2’de görüleceği üzere 2007 yılında özkaynak / aktif toplamı oranı % 51,7 iken kurların artış süreciyle birlikte 2014 yılına gelindiğinde bu oranın % 38,4’e gerilediği görülmektedir. Hızlı gerileme hareketlerinin ise kurların hızlı yükseliş kaydettiği 2008, 2011, 2013 yıllarında gerçekleştiği görülmektedir. Aşağıda kur artışları ile özkaynaklardaki oransal gerileme arasındaki ilişki detaylandırılmıştır.

Kur artışlarının mali verilere etkisi temel olarak gelir tablosunda iki farklı hesap üzerinden takip edilmektedir. İlk olarak kambiyo kar ve zararları hesabı YP bazlı bilanço hesaplarının kur değerlemelerini içerir. İmalatçı firmalarda bu hesapların ağırlıklı olarak mal alım-satımı neticesinde oluşan YP bazlı varlık ve kaynak hesaplarının değerlemesini içerdiği görülmektedir. İkinci olarak finansman giderleri hesabı, faiz giderlerinin yanı sıra YP kredilerin kur değerlemelerini içermektedir. Tablo 2’de kambiyo hesapları ile finansman giderleri hesabının dönemler itibariyle değerleri yer almaktadır.

Tablo 2’ye göre kambiyo hesaplarının tüm dönemlerde birbirine yakın düzeyde belirdiği görülmüştür. Bu durum şu şekilde yorumlanabilir. Kurların yükseldiği dönemlerde firmalar peşin alımları tercih ederek yurtdışı ithalatları banka kredisi ile finanse etme yoluna gidebilmektedir. Vadeli ithalatlarda oluşan vergi yükü (Kaynak Kullanımı Destekleme Fonu-KKDF) ve peşin alım iskontolarının avantaj sağlaması gibi nedenlerden ötürü firmalar, kurların yükseldiği dönemlerde, peşin ithalat yolunu seçebilmektedir. Bu sebeple kur artışlarının kambiyo hesaplarındaki etkisi sınırlı düzeyde gerçekleşmektedir. Ancak bu durum gerekli olan finansman ihtiyacını satıcı kredilerinden (satıcılar hesabı + borç senetleri hesabı) banka kredileri hesabına kaydırmaktadır. Peşin alımlar banka kredileri ile finanse edilmeye başlanmaktadır. Sonuç olarak, YP kredi hacmi büyümekte ve banka kredisi kanalıyla döviz pozisyon açığı oluşmasına neden olabilmektedir. Bu noktada kur artışlarının somut etkisini tespit ederken, aşağıdaki 3 verinin birlikte değerlendirilmesi faydalı olacaktır.

- Tablo 1 incelendiğinde tüm dönemlerde YP kredilerin toplam kredi hacminde ağırlıklı ve kayda değer düzeyde yüksek bir paya sahip olduğu ve YP kredi kullanımlarının uzun vadede yoğunlaştığı görülmektedir.

- Tablo 2 incelendiğinde USD ve EUR döviz kurlarının eş zamanlı olarak 2008, 2011 ve 2013 yıllarında yüksek düzeyde yükseliş kaydettiği görülmektedir.

- Tablo 2 incelendiğinde 2008, 2011 ve 2013 yıllarında finansman giderleri ve kambiyo kar/zararı hesaplarının, önceki dönemlere kıyasla, mali tablolar üzerinde yüksek düzeyde negatif etki yaptığı görülmektedir. Finansman giderleri hesabındaki ilgili üç dönemdeki hızlı yükselişin, ağırlıklı olarak negatif kur değerlemelerinden kaynaklandığı net olarak görülebilir.

Tablo 1: İmalat Sektör Yabancı Para Kredi Vade Ayrımı

Dönem	K.V. YP Kredi / Toplam Kredi	U.V. YP Kredi / Toplam Kredi	YP Kredi / Toplam Kredi
2005	39%	35%	74%
2006	35%	34%	69%
2007	26%	43%	68%
2008	30%	40%	70%
2009	24%	41%	65%
2010	21%	43%	65%
2011	21%	49%	70%
2012	22%	46%	68%
2013	21%	47%	68%
2014	19%	43%	62%

Kaynak : TCMB

Tablo 2: USD, EUR Dönem Sonu Döviz Kurları, İmalat Sektör Kambiyo Hesapları, Finansman Giderleri Hesabı, Özkaynak / Aktif Toplamı Oranı ve Likidite Rasyoları

Dönem	USD	EUR	Kambiyo Karı + Zararı	Finansman Giderleri	Özkaynak / Aktif Toplam (%)	Cari Oran	Likidite Oranı
2005	1,343	1,59	1.261.285	-3.286.760	51,8	155,9	93
2006	1,413	1,859	878.407	-7.421.607	50,6	155,9	93,4
2007	1,165	1,71	2.982.796	-5.001.217	51,7	159	95,3
2008	1,512	2,141	-154.418	-16.147.269	44,3	141,1	83,3
2009	1,506	2,16	2.016.872	-9.562.695	47	147,4	92,3
2010	1,546	2,049	2.665.513	-8.853.969	44,5	150,1	93,7
2011	1,907	2,459	-410.915	-14.606.913	40,9	145	86,4
2012	1,783	2,352	4.347.568	-9.182.667	41,5	145,4	88,3
2013	2,134	2,937	-1.758.753	-19.039.113	38,4	143,6	88,9
2014	2,319	2,821	3.091.707	-16.822.199	38,4	148,1	92,7
Toplam	-	-	14.920.062	-109.924.409	-	-	-

Kaynak : TCMB

Yukarıdaki 3 veriyi birlikte değerlendirdiğimizde; her iki döviz kurunun da kayda değer düzeyde yükseldiği dönemlerde bu yükselişin önceki dönemlere kıyasla yüksek düzeyde mali tablolara negatif etki ettiği görülmektedir. Tablo 1 ve 2’de görüleceği üzere 2007 yılında özkaynak / aktif toplamı oranı % 51,7 iken kurların artış süreciyle birlikte 2014 yılına gelindiğinde bu oranın % 38,4’e gerilediği görülmektedir. Hızlı gerileme hareketlerinin ise kurların hızlı yükseliş kaydettiği 2008, 2011, 2013 yıllarında gerçekleştiği görülmektedir.

Bu durum kur artışlarının özkaynak düzeyindeki oransal gerilemede önemli ölçüde etkiye sahip olduğunu ortaya koymaktadır. Çünkü negatif kur değerlemeleri nedeniyle oluşan yüksek finansman giderleri imalat sanayinin potansiyel karlılık düzeyine ulaşmasını engellemekte ve şirketlerin otofinansman politikası uygulama imkanlarını sınırlandırmaktadır. Sınırlı düzeyde/potansiyelinin altında bir düzeyde uygulanan otofinansman politikası firmalarının varlık finansmanında kullandığı özkaynak düzeyinin önemli ölçüde gerilemesine neden olmaktadır.

Özkaynakların aktif finansmanındaki payının gerilemesi kuşkusuz sadece kur artışları neticesinde gerçekleşmemiştir. Bu gerilemeyi etkileyen başka faktörler sayılabilir. Bu noktada etkinin büyüklüğünü tespit edebilmek açısından 2014 özkaynak düzeyi ile 2005-2014 aralığındaki kümülatif finansman giderleri kıyaslanmalıdır. Çünkü finansman giderleri doğrudan sonuç niteliğinde olan kar/zarar hesaplarını etkiler ve kar/zarar ise özkaynak içerisinde birikimli olarak izlenir. Finansman giderleri hesabının Tablo 3'de sunulan kümülatif etkisi (2005 – 2014 aralığındaki toplam finansman gideri : 109.924.409 TL) yadsınmaz düzeydedir. Bu kümülatif etkinin % 86'sı ise 2008-2014 aralığında (94.214.825 TL) gerçekleşmiştir. 2014 yılındaki % 38,4 oranını temsil eden toplam imalat sektörü özkaynak tutarı ise 178.680.478 TL'dir (2005-2014 aralığındaki zirve nokta). 2014 yılı özkaynak tutarı ile finansman giderlerinin kümülatif tutarı birlikte değerlendirildiğinde, 2007-2014 aralığında yaşanan özkaynak erozyonunun en önemli bileşenlerinden birinin yüksek düzeyde beliren finansman giderleri olduğu görülmektedir.

2005-2014 dönem aralığında, EUR ve USD döviz kurlarının (bağımsız değişkenler) özkaynak / pasif toplamı oranı (bağımlı değişken) üzerindeki etkisini saptamaya yönelik olarak tarafımızca çoklu regresyon analizi denenmiştir. Ancak tüm bağımsız değişkenler açısından oluşan çoklu doğrusal bağlantı sorunu nedeniyle sağlıklı sonuç üretmemiştir. Çoklu doğrusal bağlantı sorununu gidermek için uygulanan panel veri analizi ve ayrıca değerlendirilen korelasyon çalışmaları dönem sayısının analize elverişsiz düzeyde olması nedeniyle sağlıklı sonuç üretmemiştir.

4.2. Kur Riskinin İkincil Etkisi : Ertelenmiş Likidite Riski

Yukarıda söz edildiği gibi 2008, 2011, 2013 dönemlerinde USD ve EUR'daki kur artışlarının özkaynak / pasif toplamı oranında önemli oranda erozyona neden olduğu görülmektedir. Fakat Tablo 2'de görüldüğü üzere likidite oranları incelendiğinde özkaynak / pasif toplamı oranındaki gerilemenin sektör likiditesine olan etkisinin çok sınırlı düzeyde kaldığı görülmektedir. Özkaynak / pasif toplamı oranında yaşanan gerilemenin ağırlıklı olarak uzun vadeli yabancı kaynaklardaki artış ile karşılandığı ve bu sebeple sektör likiditesinde ciddi bir bozulma oluşmadığı görülmektedir. Ancak özkaynaklarda bu derece büyük bir gerilemenin likiditeye etkisinin bu derece zayıf olduğunu düşünmek son derece yanıltıcı bir analiz olacaktır. Öncelikle özkaynaklardaki gerilemenin niçin likiditeye etkisinin sınırlı kaldığını basitleştirilmiş bilanço üzerinde gösterelim.

X firması için yapılan simülasyonda, firma yeni kurulmuştur ve 100 TL 'lik sermayesini mevduatlarda değerlendirmektedir. Kurulduğu 1. dönemde 3 yıl anapara ve faiz geri ödemesiz yatırım kredisi kullanmıştır. 100 USD 'lik yatırım kredisi ile maddi duran varlık yatırımı yapmıştır. Simülasyonu basitleştirmek için, 3 yıl boyunca yatırım süreci nedeniyle bilanço ve gelir tablosundaki diğer hesaplarda bir hareket olmadığını varsayıyoruz. Ödenmiş sermayesi ile yatırım sonrası dönemde işletme sermayesi ihtiyacının karşılanması planlanmaktadır. Örnekte dolar kuru 1. Dönem 1 TL, 2. dönem 1,5 TL, 3. dönem 2 TL olarak varsayılmıştır. USD değerlemeleri finansman gideri hesabı üzerinden gerçekleştirilmiştir. Buna göre 3 dönemin rasyoları incelendiğinde 2. dönemde kur değerlemesi nedeniyle zarar olduğu ve bu zarar nedeniyle özkaynak / pasif toplamı oranının gerilediği ancak değerlendirme uzun vadeli krediler üzerinden yapıldığı için bu gerilemenin likiditeye yansımadağı görülmektedir. 3. dönemde ise 4. dönemde ödemesi gelecek olan tutarlar dönemsellik ilkesi gereği kısa vadeli banka kredileri hesabında izlenmeye başlamıştır. Bu sebeple hem özkaynak / pasif toplamındaki gerileme devam etmiş, hem de likidite oranları bozulmaya başlamıştır. Eğer üçüncü dönemde kur yine 1,5 TL olarak kalsaydı hiç kur değerlemesi yapılmassa dahi likidite oranı yine bozulacaktı. Sonuç olarak uzun vadeli kredilerin kur değerlemeleri belirli bir süre likidite üzerinde olumsuz etki yapmamakla birlikte bir süre sonra vadesi gelecek olan ödemeler nedeniyle likidite oranlarının gerilemesine neden olacağı görülmektedir. Bu durumu; kur riskinin mali tablolar üzerindeki ikincil etkisi olarak yani ertelenmiş likidite riski olarak ifade edebiliriz.

Tablo 3: Temsili X Firmasının Bilanço ve Gelir Tablosundaki Kur Değerlemesi

	1. Dönem	2. Dönem	3. Dönem	X A.Ş. BİLANÇOSU	1. Dönem	2. Dönem	3. Dönem
DÖNEN VARLIKLAR	100	100	100	KV YABANCI KAYNAKLAR	0	0	50
Banka Mevduat	100	100	100	K.V. Banka Kredileri	0	0	50
				UV YABANCI KAYNAKLAR	100	150	200
DURAN VARLIKLAR	100	100	100	U.V. Bank Kredileri	100	150	200
Maddi Duran Varlıklar	100	100	100	ÖZKAYNAK	100	50	0
				Ödenmiş Sermaye	100	100	100
				Geçmiş Yıllar Zararları	0	0	-50
				Dönem Net Karı	0	-50	-50
AKTİF TOPLAM	200	200	200	PASİF TOPLAM	200	200	200

X A.Ş. GELİR TABLOSU	1. Dönem	2. Dönem	3. Dönem
Finansman Giderleri	0	-50	-50
Dönem Net Karı	0	-50	-50

Tablo 4 : Temsili X Firmasının Rasyoları

Dönem	USD	Özkaynak / Aktif Toplam (%)	Cari Oran	Likidite Oranı
1. Dönem	1	50	100	100
2. Dönem	1,5	25	100	100
3.Dönem	2	0	50	50

Tablo 3’de görüleceği üzere finansman giderleri hesabına yansıyan negatif kur değerlemeleri, nihai olarak özkaynaklara (dönem net karı veya geçmiş yıllar zararları) negatif değerler olarak nüfuz etmektedir. Bunun karşılığında özkaynaklardaki nisbi gerileme kadar, kısa ve uzun vadeli yabancı kaynaklarda değerlendirme artışı oluşmaktadır. Tekrar imalat sektörü bilançolarına dönersek, Tablo 1’de görüldüğü üzere YP Kredi / Toplam Kredi oranı 2007-2014 aralığında % 62-70 aralığında gerçekleşmiştir. U.V. YP Kredi / Toplam Kredi oranı ise % 41-49 aralığında değişen değerler almıştır. Bu oranlardan da açık bir biçimde anlaşılacağı üzere Türkiye imalat sektörü kredi borcu ağırlıklı olarak YP bazlıdır ve YP bazlı borcun büyük bölümü uzun vadeli yapıdadır.

Temsili örnekteki yapıya benzer bir biçimde 2007-2014 aralığındaki; negatif kur değerlemeleri karşılığında, ağırlıklı olarak uzun vadeli YP kredilerdeki pozitif değerlendirme ile karşılanmış ve sonuç olarak negatif kur değerlemelerinin 2. dönemde likidite oranları üzerindeki etkisi sınırlı düzeyde kalmıştır.

Kısa ve uzun vadeli YP kredilerin negatif kur değerlemeleri kredi vadeleri geldikçe ödenmekte, realize olmaktadır. Bu kredilerin vadeleri gelip ödemelerinin yapılması; değerlendirme farkı kadar oluşan zararın finansmanı sonucunu doğurmaktadır. X firmasında olduğu gibi 1. dönemde yatırım 100 TL, karşılığında kullanılan kredi de 100 USD = 100 TL’dir. 3. dönemde ise kredinin değeri 200 TL’ye ulaşmış ancak yatırım halen 100 TL’dir. Aradaki 100 TL’lik fark zarar olarak kaydedilmiştir. Basitleştirmek adına şu şekilde ifade etmek mümkün olabilir. Kredinin 3. dönemde tamamı ödenseydi, 100 TL’si ile maddi duran varlık yatırımı yapıldı, 100 TL’si ile zarar finansmanı yapıldı denilebilirdi.

Bu zarar finansmanının likiditeye etkisinin hiç olmayacağı savunmak doğru değildir. Nihai olarak likiditeye etkileri kaçınılmazdır sadece burada likidite etkisinin vade sorunu ortaya çıkmaktadır. Bu sebeple 2007-2014 aralığında oluşan değerlemelerin birincil olarak özkaynak / pasif toplam oranını önemli ölçüde geriletmediği, ikincil olarak ertelenmiş likidite riski doğurduğu söylenebilir. Sonuç olarak uzun vadeli YP kredilerin negatif kur değerlerinin düzenli bir biçimde arttığı periyotlarda bir süre likidite etkisi görünmese dahi kur vadelerine bağlı olarak belirli bir süre sonunda likidite oranlarında gerilemeye neden olması kaçınılmazdır. Bu durum ertelenmiş likidite riski olarak ifade edilebilir.

5. TÜRKİYE'DEKİ İMALAT SEKTÖRÜ FİRMALARININ KUR RİSKİNE KARŞI ALABİLECEĞİ TEDBİRLER

Uluslararası alanda firmaların kur riskinden korunmasına yönelik çok sayıda ampirik araştırma yapılmıştır. Genel olarak uluslararası gelişmiş piyasalarda dahi kur hareketleri ciddi bir risk unsuru olarak değerlendirilirken; ülkemizde bu risk unsurunun hafife alındığı, kur kaynaklı zararların nedenselliğinin tam olarak kavranamadığı ve zararlara yönelik olarak anlamlı tedbirlerin geliştirilemediği görülmektedir.

Kur riski konusu ele alınırken döviz kurunun yükselmesi ve düşmesi birer risk unsuru olarak algılanmalı ve ortaklar/yöneticiler tarafından her iki yöndeki hareket için de firma bazlı olarak mikro korunma yöntemleri geliştirilmelidir.

Ülkemizdeki imalat sektörü firmaları, her iki yöndeki kur hareketi sonucunda oluşacak kur riskinden korunabilmesi için 4 temel enstrümanı uygulamaya koyabilir. Bu enstrümanlar YP bazlı faturalandırma, kur hareketlerinin fiyata yansıtılması, operasyonel hedging ve finansal hedging olarak sınıflandırılabilir (Takatoshi vd, 2010:5).

Tablo 5: Kur Riskinin Yönetimine İlişkin Yöntemler

YP bazlı faturalandırma	Operasyonel Hedging	Finansal Hedging		Fiyatlama politikası - Fiyata yansıtma
USD / EUR bazlı faturalandırma yapılabilir.	Doğal Hedging		Türev Ürünler	TL bazlı faturalandırma yapılması durumunda, kur hareketlerinin ek faturalandırma ile fiyata yansıtılıp / yansıtılmaması
	A. Gelir ve harcamaların operasyonel olarak eşleştirilmesi	YP (EUR/USD) Borçlanma	Forward Opsiyon Diğer...	
B. Üretim bölgelerinin çeşitlendirilmesi				
C. Maliyet kompozisyonunda köklü değişiklikler				

Kaynak : Takatoshi Ito, Satoshi Koibuchi, Kiyotaka Sato ve Junko Shimizu, Exchange Rate Exposure And Risk Manegement: The Case Of Japanese Firms, 2015:ss 21. (Tablodaki Operasyonel Hedging ve Finansal Heding bölümleri ,Döhring :2008, ‘den alınmıştır. Maliyet kompozisyonunda köklü değişiklikler bölümü tarafınca eklenmiştir.)

5.1. Yabancı Para Bazlı Faturalandırma

İthalatçı bir firmanın tüm tedariklerini USD bazlı gerçekleştirdiğini varsayarsak, faturalandırma işlemini TL bazlı gerçekleştirmesi ilgili firmanın kur riskine maruz kalmasına neden olacaktır. Bu durumda eğer faturalandırma işlemi USD bazlı yapılabilseydi kur riski ortadan kaldırılabilirdi. Firmalar kur dalgalanmalarından korunmak için her zaman YP bazlı faturalandırma şansı bulamayabilir. Bu yöntem Türkiye konumundaki ülkeler için uygulanması son derece zor bir yöntemdir. Genel olarak YP bazlı faturalandırmanın ülkemiz koşullarında başarılı bir biçimde uygulanabilmesi için; yeni geliştirilen ve talebi yüksek ürünler veya tekel/tekele yakın düzeyde kısmi rekabetçi ürün piyasalarının varlığı bulunmalıdır.

5.2. Fiyatlama Politikası – Fiyata Yansıtma

Firmalar, YP bazlı faturalandırma yapamadığı durumlarda, kur artışlarının boyutuna bağlı olarak ürün satış fiyatının başa-baş noktasına yaklaşması veya bu noktada gerçekleşmesi neticesinde, ek faturalandırma yaparak kur hareketlerini fiyatlarına yansıtma yolunu seçebilir. Bu politikanın handikapı kur hareketlerinden tam olarak korunma sağlayamamasıdır. Fakat yine de belirli oranda bir kar marjına ulaşılabilmesi veya belirli bir kar marjının korunabilmesi açısından ülkemiz imalat sektöründe uygulanma imkanı bulunan bir tedbirdir.

5.3. Operasyonel Hedging

Operasyonel hedging firmanın kendi içerisinde ticari faaliyetleri ile ilgili yapabileceği operasyonel düzenlemeler ile kur riskinden korunabilmesini içermektedir. Aşağıdaki yöntemler operasyonel tedbirlere örnek olarak verilebilir.

A. Gelir ve harcamaların operasyonel olarak eşleştirilmesi, belirli oranda kur riskinden korunma sağlamaktadır. Örneğin; faaliyet döngüsü açığı/fazlasının yönetilmesi; yüksek kur riskine sahip bir firmanın kur riskinden belirli oranda korunmasını sağlayabilir. Bir firmanın alacak tahsil süresinin 100 gün ve tüm alacaklarının TL bazlı olduğunu, stok tutma süresinin 100 gün olduğunu ve borç ödeme süresinin 50 gün olduğunu tüm borçların USD bazlı olduğunu varsaydığımızda; sonuç olarak faaliyet döngüsü açığı 150 gündür. 150 günlük açığın USD bazlı döviz veya döviz endekli banka kredisi ile finanse edildiğini varsayarsak, firmanın tüm finansman yapısı döviz bazlı ve gelir kompozisyonu TL bazlı olacaktır. Ülkemizdeki yaygın durum bu örneğe çok yakındır. İthalat bağımlılığı bulunan firmalar ucuz maliyetli olduğu için döviz kredisi ile finansmanı tercih etmektedir ve bu kompozisyona göre yüksek oranda kur riskine maruzdurlar.

Burada stok tutma süresi ve alacak tahsil süresini çeşitli iskontolar uygulayarak azaltmak ve nakde dönüştürülen değerleri USD bazlı borcun kapatılmasında kullanmak faydalı olabilecektir. Bu açıdan değerlendirildiğinde faaliyet döngüsü açığı ne kadar daralırsa firma o kadar düşük USD bazlı borca ihtiyaç duyacaktır ve kur riskini o düzeyde daraltacaktır. Bu durum uygulanan iskontolar nedeniyle brüt karlılığı olumsuz etkileyecektir ancak kur dalgalanmalarının verdiği zararın belirsizliği ve daha yüksek olması ihtimali yerine bu tür bir uygulama dönemselsel olarak tercih edilebilir.

Yukarıdaki durumun aksine vade kısaltımının yapılamadığı durumlarda şirketler ne yapmalıdır. Buna ilişkin çözüm önerisi ‘‘C’’ bölümünde ve finansal hedging bölümünde ayrıca sunulmuştur.

B. Yerli para biriminin uzun süre değer kazanması durumunda ihracatçı firmaların bu durumdan olumsuz etkilenmesi söz konusu olabilir. Yerli para biriminin değer kazandığı durumlar baz alınır, ihracat hacminin belirli para birliklerinin olduğu bölgelerde yoğunlaşması durumunda, kur riskinden korunmak adına üretim yerleri çeşitlendirilebilir. Örneğin cironun % 30’unun Avrupa Ülkeleri, % 40’ının ABD’ye yapılması durumunda merkez ülkede bir büyük fabrika işletmek yerine ABD’de ve/veya Avrupa ülkelerinde daha düşük kapasiteli fabrikalar işletmek kur riskinden korunmak adına faydalı olabilecektir. Bu uygulama ile sabit ve değişken maliyet yapısı belirli oranda ilgili ülke para birimi ile gerçekleştirileceğinden merkez ülke para birimindeki değerlenme yurtdışı maliyetlerini karşılama da görece avantajlı konuma gelecektir.

Ancak bu seçeneğin uygulanmasında ölçek sorunu ortaya çıkabilir. Yüksek hacimli kurumsal firmalar açısından uygulanması daha kolay bir seçenektir. Örneğin yerli para biriminin sürekli değerlendirildiği Japonya’da büyük ölçekli endüstrilerde faaliyet gösteren şirketler (Örnek: Toyota) bu uygulamayı başarılı bir biçimde hayata geçirmişlerdir.

C. TL’nin aşırı değer kaybettiği dönemlerde (2008-2014) üretim ve alacak-borç kompozisyonunda radikal bir değişikliğe gidilmesine firma/ sektör koşulları müsaade etmiyor ise bu durumda hammadde tedarik yapısında köklü değişikliklere gidilerek brüt kar marjının iyileştirilmesi hedeflenebilir. Bu durumda brüt kar marjı iyileştirilerek kambiyo ve finansman giderlerinde döviz kaynaklı öngörülemeyen ve yüksek artışlar kısmen telafi edilebilir. Örneğin maliyet yapısında çelik hammaddesinin büyük oranda yer tuttuğu imalatçı bir firmayı ele alalım. Çelik hammaddesinin Avrupa ülkeleri yerine maliyet olarak daha avantajlı ve yakın kalitede üretim yapan Uzak Doğu Ülkelerine kaydırılması firmanın belirli oranda brüt karlılığını iyileştirmesi anlamına gelebilecektir. Bu uygulamada bazı handikaplar bulunsa da kısa ve orta vadeli olarak bu tür bir değişikliğe gidilmesi brüt kar marjındaki iyileşme sonucunu doğuracak kur kaynaklı oluşan zararların kısmen telafi edilmesini sağlayacaktır.

5.4. Finansal Hedging

Finansal hedging dendiğinde genel olarak iki tür tedbir düşünülmektedir. Birincisi aynı zamanda bir yönüyle operasyonel hedging diyebileceğimiz YP bazlı borçlanma yapılması, ikincisi ise türev ürünlerin kullanılmasıdır.

Faaliyet döngüsü açığını tamamen banka kredisi ile finanse eden firmaları ele aldığımızda; bir firmanın tamamen ihracat yaptığını, bir firmanın ise tamamen yurtiçi piyasaya satış yaptığını düşünelim. İhracat yapan firma için USD bazlı kredi, tamamen yurtiçi satış yapan firma içinse TL bazlı kredi kullanımı kur riskinden korunmak için daha faydalı olacaktır. Bu yapılar içerisinde önemli olan firma sahip ve yöneticilerinin tamamen faaliyetlerine uygun kredi döviz türünü seçmeleridir. Döviz kurundaki artış/ azalış yönünün öngörülebildiği varsayımı ile spekülasyon olarak kredi türünü belirleyen bir firmanın, kullandığı kredi türü faaliyet döngüsü gereklerine uymayan bir kredi türü olabilir. Örneğin yurt içine TL bazlı satış yapan bir firma sahibinin faaliyet döngüsü açığını kurun düşeceği beklentisi altında USD kredi ile finanse etmesi söz konusu olabilir. Bu durumda döviz kurunun yanlış öngörülmesi söz konusu olabilir ve firmalar açısından yüksek kur riski doğabilir.

Türev ürün (Forward, Opsiyon, Diğer...) kullanımlarının ise firmaları kur riskinden koruduğu pek çok çalışmada kanıtlanmıştır. Ülkemizde forward ürününün yaygın olarak kullanılmadığı görülmektedir. Forward uygulamasını başarılı bir biçimde yapan firmalar olduğu gibi bilinçsiz ve hatalı uygulamalar yapan firmalar da bulunmaktadır. Bazı firmalar spekülasyon amaçlı forward kullanımı yapabilmektedir.

Örneğin kur riskinden ve faaliyet döngüsünün gereklerinden bağımsız bir biçimde kurların yükseleceği beklentisi ile firma sahip ve/veya yöneticilerinin forward işlemi yaptığı ve bu işlemde spekülasyon saiki ile kar sağlamayı planladığı görülmektedir. Ülkemizde türev ürün kullanımı konusunda ciddi ölçüde bilgi ve bilinç eksikliği bulunmaktadır. Spekülasyon saiki ile imalatçı firmalar tarafından türev ürün kullanılması ciddi anlamda olumsuz sonuçlar doğurabilmektedir. Burada yapılması gereken, firma faaliyetleri ile uyumlu türev ürün kullanımının sağlanmasıdır. Maliyetler hangi USD kuru aralığında yoğunlaşıyorsa, TL bazlı satış işlemleri neticesinde beklenen gelirler içinde ilgili USD kuru aralığında veya mümkün olduğunca bu aralığa yakın düzeyde forward işlemi yapılmalıdır.

Bartram, Brown and Minton (Bartram vd, 2010:149) tarafından 16 ülke üzerinde 1.150 imalatçı firma üzerinde yapılan ampirik çalışma kur hareketlerini fiyata yansıtma ve operasyonel hedging işlemlerinden her birinin % 10-15 aralığında, finansal hedging işleminin ise % 40 oranında kur riskinden korunma sağladığını göstermiştir.

6. SONUÇ

Sonuç olarak imalat sektörü; yüksek düzeyde beliren YP borçluluğu, ithalat bağımlılığı ve firma yönetimlerindeki bilinçsizlik nedeniyle yüksek düzeyde kur riski taşımaktadır. Taşınan kur riski 2007-2014 aralığında; varlık finansmanında özkaynak

katkısının % 51,7'den % 38,4'e gerilemesindeki en önemli nedenlerden birisidir. Ayrıca ertelenmiş likidite riski biriktirmiştir.

Ülkemizdeki imalat sektörü firmaları, her iki yöndeki kur hareketi sonucunda oluşacak kur riskinden korunabilmek için 4 temel enstrümanı uygulamaya koyabilir. Bu enstrümanlar YP bazlı faturalandırma, kur hareketlerinin fiyata yansıtılması, operasyonel hedging ve finansal hedging olarak sınıflandırılabilir.

Kur riskinden korunmak için sayılan 4 temel enstrüman; şirketlerde görülen özkaynak erozyonu ve biriken ertelenmiş likidite risklerinin olumsuz etkilerini sınırlayabilir. Bu enstrümanlar şirketlerin faaliyet döngüleri ile uyumlu bir biçimde; faaliyet karlılığından, dönem net karlılığına geçilirken kur kaynaklı negatif etkilerin sınırlandırılması amacıyla kullanılmalıdır. Bunun dışında kur hareketlerinden faaliyet dışı kazanç sağlamaya yönelik spekülasyon saikleriyle kur riski yönetilmemelidir.

KAYNAKLAR

- Aslan, Ceren (2005), "Döviz Kuru Riski ve Yönetimi", acikarsiv.ankara.edu.tr/browse/2399/3097.pdf (28.12.2015)
- Bartram, S. M. - Brown, G. W. - Minton, B. A., (2010), "Resolving The Exposure Puzzle: The Many Facets Of Exchange Rate Exposure", *Journal of Financial Economics*, pp. 149.
- Döhring, B., (2008), "Hedging and Invoicing Strategies to Reduce Exchange Rate Exposure: A Euro-Area Perspective," *Economic Papers* 299, European Commission
- Ito, T.- Koibuchi, S.- Sato, K., -Shimizu, J. (2015), "Exchange Rate Exposure And Risk Management: The Case Of Japanese Firms", p.21.
- Ito, T.- Koibuchi, S.- Sato, K.- Shimizu, J. (2010a), "Exchange Rate Risk Management and Choice of Invoice Currency of Japanese Firms – from the 2009 RIETI Questionnaire Survey Results," p.5
- Özmen, Erdal (2014), *Reel Döviz Kuru ve Türkiye Dış Ticaret Dinamikleri*, <http://www.erc.metu.edu.tr/menu/series14/1412.pdf> (11.12.2015)
- Rodriguez, M. Rita - Carter, E. Eugene (1984), *International Financial Management*, Prentice Hall Inc.
- Robock, H. Stefan – Simmons, Kenneth (1989), *International Business and Multinational Enterprises*, Richard D. Irwin Inc., 1989., s.556.
- Saygılı, Şeref. – Cihan, Cengiz. – Yalçın, Cihan. – Hamsici, Türknur (2010), *Türkiye İmalat Sanayiinin İthalat Yapısı*, TCMB Çalışma Tebliği No : 10/02.
<http://www3.tcmb.gov.tr/sector/2015/menu.php> (11.12.2015)
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp06255.pdf> (11.12.2015)

<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/cc98a57a-7f35-4e7e-8606-5740429bd9f4/EN1413.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACEcc98a57a-7f35-4e7e-8606-5740429bd9f4> (11.12.2015)