

FINANSAL RİSKTEN KORUNMA FONLARI (HEDGE FUNDS)^a

C. Coşkun KÜÇÜKÖZMEN^b, Murat MAZIBAŞ^c
Kasım 2005

ÖZET

'Hedge fund' olarak bilinen ve global bazda faaliyet gösteren büyük yatırım fonları, yatırımcılarına sağladıkları büyük karların/getirilerin yanı sıra başta Asya krizi olmak üzere birçok finansal krizin tetikleyicisi olmakla da suçlanmaktadır. Çalışmada, söz konusu fonlar değişik açılardan ele alınarak tanıtılmakta, strateji ve politika önerilerinde bulunmaktadır. Çalışmanın bir diğer amacı da, 1990 ve 2000'li yıllarda ülkemizde yaşanan krizlere farklı bir bakış açısı getirmeye çalışarak, bu fonların Türkiye için bir tehdit mi, fırsat mı olduğu konusuna ışık tutmaktır.

Anahtar kelimeler: Hedge funds, uluslararası yatırım fonları, uluslararası sermaye akımları, sıcak para, finansal kriz

GİRİŞ

Finansal korunma (hedge) fonları, kişi ve kuruluşların finansal piyasalardaki işlemlerinden kaynaklanan risklerin, ilave birtakım finansal işlemlerin gerçekleştirilmesi ya da araçların kullanması suretiyle azaltılmasına ya da tamamen ortadan kaldırılmasına duyulan ihtiyaçtan doğmuştur. Önceleri '*finansal korunma*' sağlamaya yönelik yapılan işlemler zaman içerisinde başlı başına getiri elde edilen işlemlere dönüşmüştür. Yaşanan bu dönüşüm sonucunda ortaya çıkan yüksek getiriler bu fonları zamanla '*finansal korunma sağlama*' amacından uzaklaştırmıştır.

Dünyada finansal liberalizasyonun yaşandığı ve globalleşmenin hız kazandığı 1980'li ve 90'lı yıllarda hızlı bir büyüme gösteren ve 2004 yılında sayısı 8.000'i aşan, yönettikleri fonların büyüklüğü de 1 trilyon dolara yaklaşan bu sektör, hem ulusal hem de uluslararası piyasalarda ve ekonomilerde birtakım sorunları da beraberinde getirmiştir.

Türleri ve yatırım stratejileri itibarıyla geniş bir yelpazede faaliyet gösteren bu fonların yüksek getiri sağlamalarının altında, getirileri azaltıcı etkide bulunan vergi, denetim, karşılık ayırma gibi birçok yasal yükümlülükten bağımsız şekilde faaliyette bulunmaları yatmaktadır. Ayrıca, yatırım stratejilerine göre değişmekle birlikte genellikle saldırgan ve spekülatif hareketlerde bulunmaları, hatta piyasa dinamikleri sağlam olmayan küçük ve orta ölçekli ekonomilerde piyasaları manipüle etmeye ve yönlendirmeye yönelik davranışlar sergilemeleri sayesinde getirilerini yüksek düzeylere çıkarabilmektedirler. Getirilerini maksimize etmek amacıyla kullandıkları yatırım stratejileri, getirinin düzeyine bağlı olarak üstlenilen risklerin de yüksek olmasını beraberinde getirmektedir.

Az sayıda yatırım stratejisi ve bunlara göre faaliyette bulunan fonlar hariç olmak üzere, finansal korunma fonlarının (HF) "*finansal korunma sağlama*" işlevi büyük oranda ortadan kalkmış durumdadır. İstisnaları olmakla birlikte HF'ler zaman içerisinde ancak belli bir tutarın üstündeki (genellikle 1 milyon dolar) fonları kabul eden, yüksek gelir düzeyindeki kişilerin servetlerini bir takım riskler üstlenmek suretiyle artırmayı amaçlayan yatırım fonları haline dönüşmüş durumdadır.

^a Çalışmada ileri sürülen görüşler yazarların sorumluluğunda olup hiçbir kurum ve kuruluşu bağlamaz.

^b Dr.C.Coşkun KÜÇÜKÖZMEN, Orta Doğu Teknik Üniversitesi, Uygulamalı Matematik Enstitüsü, Finansal Matematik Bölümü. E-posta: kcoşkun@metu.edu.tr.

^c Murat MAZIBAŞ, Orta Doğu Teknik Üniversitesi, Uygulamalı Matematik Enstitüsü, Finansal Matematik Bölümü Doktora Öğrencisi, E-posta: e151303@metu.edu.tr.

Son yıllarda, HF'lere en yüksek getiri sağlayan yatırım stratejileri genellikle gelişmekte olan piyasalara (emerging markets) yönelik makro stratejileridir. Yüksek getiri elde edebilmek amacıyla benimsenen saldırgan stratejiler ve alınan yüksek riskler, Asya krizini yaşayan ülkelerle, Avustralya'da olduğu gibi, faaliyette bulunulan ülkenin mali sisteminde sistemik riskler doğurabilen veya piyasaların işleyiş dinamiklerini bozan sonuçlara da sebep olabilmektedir. Bu şekilde hareket eden fonlardan bazıları, ülkelerin ekonomik gidişatlarını bozabilecek, finansal istikrarı tehlikeye düşürebilecek seviyede tehlikeli işlemlere de girişebilmektedir.

Dünyanın en büyük yatırım şirketlerinden birisi ve dünyanın en büyük HF'si olan Long Term Capital Management (LTCM)'nin ardında önemli miktarda gerçekleşmiş risk bırakarak 1998 yılında zorunlu tasfiyesinin en önemli sonuçlarından birisi, hiç kuşkusuz, HF'ler konusundaki bilincin artmasıdır.

LTCM olayını takip eden dönemde, yalnızca küçük ve orta büyüklükteki ekonomiler için değil gelişmiş piyasalar için de birçok riski beraberinde taşıdığı tecrübe edilen HF'lerin kontrol altında bulundurulmasına veya bunlardan kaynaklanan risklerin azaltılmasına yönelik girişimler başlatılmıştır. Bu çerçevede, gelişmiş ülkelerden başlayarak uluslararası organizasyonlar tarafından bir takım tedbirler alınması gündeme getirilmiştir. Bu çabalar, bu fonların tüm dünyadaki faaliyetlerine yönelik olarak Basel Bankacılık Denetimi Komitesi¹, Uluslararası Menkul Kıymet Komisyonları Organizasyonu (IOSCO), Finansal İstikrar Forumu (FSF), Uluslararası Swap ve Türevler Birliği (ISDA) gibi uluslararası kuruluş ve organizasyonların çatısı altında gerçekleştirilmeye çalışılmaktadır.

Getiri açısından oldukça cazip piyasalardan birisi konumunda bulunan ülkemiz finansal piyasaları, birçok uluslararası yatırım bankası ve fonunun yanında global HF'lerin de gözdesi bir piyasa konumundadır. Özellikle 1990'lı yıllardan itibaren ülke gündemine gelen ancak ne olduğu konusunda çok fazla bilgi sahibi olunmayan '*sıcak para*', bir anlamda bu tür uluslararası yatırımcıların ülkemiz finansal piyasalarında yürüttükleri faaliyetlerinde kullandıkları fonları ifade etmektedir.

Sıcak paranın ülke ekonomilerine etkileri öteden beri akademik çalışmalara konu olagelmıştır. Bu fonların, küçük ve derinliği olmayan ülkelerin finansal piyasalarına giriş çıkışları, çoğu zaman piyasaların dengesini bozacak hızda ve miktarda olabilmektedir. Bu tür '*sıcak paraları*' yöneten kuruluşlardan kontrol edilmesi ve gözetim altında bulundurulması en zor olanları HF'lerdir.

Getiri sıralamasında yıllarca en yüksek getiri sağlayan piyasalar arasında yer almış ve birçok krize sahne olmuş olan ülkemiz piyasalarında, uluslararası piyasalarda birçok krize neden olduğu iddiaları nedeniyle kötü üne sahip HF'lerin faaliyetlerinin daha dikkatli olarak mercek altına alınması bir zorunluluk haline gelmiştir. Yaşanılan krizlerden önemli birtakım dersleri alabilmek için, krizlere Türkiye'nin dünya finansal sisteminin bir parçası olduğu ve uluslararası '*sıcak para*' trafiğini yöneten kuruluşların Türk piyasalarında da yıllardır faaliyette bulunduğu noktasının gözden kaçırılmaması gereklidir.

Çalışmanın temel amacı, global finans sisteminin önemli bir parçası durumunda olan ve çok az kısıt altında faaliyette bulunan HF'ler konusunda temel bilgiler aktarmak, Türk mali sisteminin bu fonlar karşısındaki durumunu irdelemek ve bu fonların olumsuz etkilerini en aza indirecek tedbirlerin neler olması gerektiği konusunda strateji ve politika önerilerinde bulunmaktır.

Bu amaçla, çalışmanın birinci bölümünde, HF'lerin tarihsel gelişimi, tanımı, yatırım stratejileri ve fon çeşitleri, sayıları ve yönettikleri fonlar, diğer yatırım fonlarından ayrılan tipik özellikleri, fonların yasal zemini, yatırımcıların ve ekonomilerin bu fonlardan kaynaklanan belli başlı riskleri ile dünyada bu fonların faaliyetlerine yönelik düzenleme yaklaşımları ele alınacaktır.

¹ Basel Committee on Banking Supervision (BCBS): BIS bünyesinde kurulu olan ve G-10 üyesi ülkelerin bankacılık denetim otoritelerinin önderliğinde bankacılık ve bankacılık denetimi konusunda uluslararası standartları belirlemeye yönelik çalışmalar yürüten Komite (<http://www.bis.org/bcbs/aboutbcbs.htm>).

Çalışmanın ikinci bölümünde, Türk mali sisteminin bu fonlar karşısındaki durumu değerlendirilerek, mali sistemin HF'ler karşısındaki güçlü ve zayıf yönleri ile bunların faaliyetleri nedeniyle karşı karşıya bulunduğu tehditleri ve fırsatları değerlendiren bir analiz yapılacaktır.

Son bölümde ise, yapılan değerlendirmeler ışığında Türk mali sisteminde HF'lere yönelik olarak izlenebilecek politika ve stratejilerin neler olabileceği tartışılacak, strateji ve politika önerilerinde bulunulacaktır. Bu çalışmanın temel amacı HF'ler konusunda bir farkındalığın oluşmasına katkıda bulunmak, zengin akademik içeriğe sahip bu konuda araştırmaları teşvik etmektir.

I. FİNANSAL KORUNMA (HEDGE) FONLARI

A. Tanım

HF'lerin tarihi 1940'lı yıllara uzanmaktadır. İlk finansal korunma fonu 1949 yılında Albert Wislow Jones tarafından kurulmuştur. Jones, yatırımcılardan topladığı ve kendi tasarruflarını da dahil ettiği fonlarla hisse senetlerinden müteşekkil bir portföy oluşturmuştur. Oluşturduğu portföydeki riskleri finansal korumaya almak (hedge etmek) amacıyla Jones'un geliştirdiği yatırım tekniği; uzun pozisyondaki hisse senetlerine karşılık diğer hisse senetlerini açığa satış yapmak suretiyle karşı kısa pozisyon oluşturması, bu şekilde elindeki hisse senetlerinin genel piyasa riskini finansal koruma almak suretiyle ortadan kaldırması şeklindeydi. Jones, finansal korunma sağlama amaçlı açığa satışların yanında portföyün getirisini artırmak için finansal kaldıraç² etkisinden de yararlanmıştı.

Jones'un geliştirdiği yatırım stratejileri ile sağladığı finansal korunma ve yatırım fonlarının gösterdiği yüksek performans uzunca bir süre kimsenin dikkatini çekmemişti. Ancak, 1966 yılında 'Fortune Magazine'de yayımlanan ve Jones'un fonunun son on yıldaki yüksek getiri performansı ile bunun dayandığı yatırım stratejilerini anlatan bir makale³ ile finansal korunma fonları (hedge funds, HF) finans dünyası gündemine girmiştir. Bu makalenin yayımının ardından, Jones'un yatırım stratejisi birçok yatırımcı için ilham kaynağı olmuş, bu tarihten itibaren benzer şekilde faaliyet gösteren fonların sayısı hızla artmaya başlamıştır⁴.

Geçmiş çok eskilere dayanmayan ancak kısa sürede oldukça yüksek tutarlarda fonları yönetmeye başlayan HF'lerin ne tür faaliyet gösteren kuruluşlar olduğu konusunda birçok farklı tanım geliştirilmeye çalışılmıştır. HF'ler konusunda genel kabul görmüş bir tanım bulunmamasıyla birlikte, finansal korunma fonu (hedge fund) terimi "*münferiden örgütlenmiş, profesyonel yatırım yöneticilerince idare edilen ve her yatırımcının kolaylıkla ulaşamayacağı derecede dışarıya kapalı faaliyette bulunan yatırım şirketleri*" olarak bilinmektedir (PWG, 1999; s.1).

Finansal korunma fonlarının tanımlanmasına yönelik olarak bir başka yaklaşıma göre ise (Reuters, 1996);

² Finansal kaldıraç konusunda birçok tanım bulunmaktadır. Bunlardan, geleneksel bilançoya dayalı finansal kaldıraç, bilançonun aktifinde bulunan riskli aktiflerin veya pasifinde bulunan riskli yükümlülüklerin yatırımcının özkaynaklarına oranını ifade etmektedir. Geleneksel tanım, finansal kuruluşların bilanço dışı kalemlerinde bulunan türev ürünler gibi finansal araçları ve bunlara ilişkin pozisyonları içermediğinden oldukça eksik kalmaktadır. Bir diğer kaldıraç tanımı olan ekonomik kaldıraç ise, bir şirketin üstlendiği riskler ile bu riskleri karşılayabilme gücü bir arada değerlendirilerek hesaplanmaktadır. Finansal kaldıraç, fon yöneticisine yönetilmesi amacıyla yatırımcılar tarafından verilen fonlarla birlikte fon şirketinin özkaynaklarının haricinde borçlanmak suretiyle çok daha fazla tutarlarda yatırım yapma imkânı vermektedir.

³ Makale, 'Fortune Magazine' dergisinin 1966 yılındaki sayısında "The Jones' That Nobody Can Keep Up With" başlığıyla yayımlanmıştır.

⁴ HF'lerin tarihi ile ilgili daha fazla bilgi için bakınız: Gabelli (2000).

—HF’ler yönetimlerine verilen az miktardaki fonu, borçlanma yoluyla yeni kaynaklar da sağlayarak (finansal kaldıraç etkisinden de faydalanarak), daha yüksek miktarda fon haline getirmek suretiyle idare eden ve saldırgan bir strateji takip eden yatırım fonlarıdır.

—HF’ler, genellikle şahsi yatırım ortaklığı şeklinde kurulmuşlardır ve kamuya açıklamada bulunma yükümlülükleri bulunmamaktadır.

—HF’ler, kısa dönemli piyasa hareketlerinden maksimum getiriye elde edebilmek amacıyla finansal piyasalara yüksek tutarlarda yatırımlar yapmakta, ayrıca bu piyasalarda türev araçlardan çok yoğun bir şekilde yararlanmaktadır.

—HF’ler, piyasalarda kısa ve uzun pozisyonlar almakta, yüksek tutarlarda yatırım yaptıkları sektörlerde kendi aleyhlerine fiyat hareketlerinin gerçekleşmesi halinde pozisyonlarını kapatarak bu sektörleri hızlı bir şekilde terk edebilmektedir.

—HF’lerin bu şekildeki hareketleri, piyasalardaki fiyat hareketlerini hızlandırmakta, piyasaların fiyat hareketlerine ve hızlı giriş ve çıkışlara hassasiyetini büyük ölçüde etkilemektedir.

B. HF’lerin Tipik Özellikleri

HF’lerin tipik özelliklerinden ilki, belli bir yatırım stratejisi çerçevesinde çok esnek bir şekilde hareket etmeleri ile davranış ve tutum konusunda birbirlerinden büyük farklılıklar gösterebilmeleridir. HF’ler, global ölçekte faaliyet göstermekte, yeni piyasalar aramakta ve global ekonomideki büyük değişikliklere veya mikro ekonomik koşullardaki değişimlere yönelik olarak yaptıkları analizlere dayalı olarak spekülasyon pozisyonlar almaktadırlar.

HF’ler, ayrıca, beklenmeyen olaylara yönelik finansal iddialara girmeye (bet) eğilimli bulunmakta, haddinden fazla risk üstlenebilmekte, piyasa risklerine karşı kendilerini finansal korumaya almak suretiyle piyasalardaki fiyat hareketlerinden menfaat sağlayabilmekte ve finansal araçları yapılandırma veya yeni finansal araçlar geliştirebilme yeteneğine sahip bulunmaktadır.

HF’lerin bir diğer tipik özelliği de, risk-getiri profilinin, fonun yatırım stratejisi tarafından belirlenmesi ve yatırım stratejilerinin dinamik olarak uygulanması nedeniyle, bu fonların riske göre ayarlanmış performanslarının değerlendirilmesinin çok zor olmasıdır.

HF’lerin taşıyacakları finansal kaldıraç seviyesi, yatırımcıların risk alma tutum ve tercihlerinin sonucu olarak belirlenen alım-satım stratejisine bağlı olarak farklılıklar göstermektedir (FSF, 2000, 2001, 2002).

C. HF Çeşitleri ve Stratejileri

HF sektörünün önemli bir özelliği, şirketlerin büyüklükleri, alım-satım stratejileri ve kaldıraç imkânını kullanma derecelerine göre kendi içerisinde büyük farklılıklar göstermesidir⁵.

HF’ler, yatırım stratejilerine ve finansal davranışlarına göre birbirinden farklılıklar göstermekte ve çoğu zaman yatırım stratejilerine göre adlandırılmaktadır. HF’ler, birçok farklı sınıflandırmaya tabi tutulabilmekle beraber geniş anlamda başlıca iki farklı grupta ele alınmaktadır (BCBS, 1999a):

1. Grup- Makro (Global) fonlar: Bu tür HF’ler, temel ekonomik göstergelerin seviyesi ve olası değişim yönü konusunda birtakım beklentilere dayalı olarak pozisyon almaktadır. Bu tür fonlar, belirleyici özellik itibarıyla, hisse senedi, tahvil ve bono ile döviz piyasalarında hem nakit hem de türev araçlar kullanmak suretiyle faaliyette bulunmaktadır. Son yıllarda, özellikle yükselen piyasalar başta olmak üzere, birçok makro fon global alım-satım stratejilerine göre faaliyette bulunmaktadır. En çok bilinen global fonlar George Soros’un Quantum Fonu ile Julian Robertson’un Tiger Fonu’dur.

⁵ HF sektörü konusunda ve HF çeşitleri konusunda detaylı bir tartışma için bakınız: IMF (1998).

2. Grup- Göreceli değer veya arbitraj fonları: Bu tür HF'ler, getiri ve performansları birbirleriyle karşılaştırılabilir finansal araçlara ilişkin olarak alınan pozisyonlarda, ters pozisyon almak suretiyle riski azaltma stratejisi izleyen fonlardır. Bu fonlar, kullandıkları araçların değerlerindeki göreceli değişikliklere göre finansal bahislere girmektedir. Bu tür fonlar tipik olarak piyasadaki fiyat hareketlerine bağlı olarak genel piyasa riskindeki değişimlere karşı finansal korunma sağlama stratejisi izlemektedirler. Bu tür fonların risklerinin büyümesinin temel nedeni, kaldıraç imkânını kullanmaları, büyük işlem hacimlerine ulaşmaları ve dinamik alım-satım stratejileri takip etmeleridir.

Geniş anlamdaki sınıflandırmanın yanında HF'ler, benimsedikleri temel yatırım stratejilerine bağlı olarak da sınıflandırmaya tabi tutulabilmektedir (Friedland, 2000). HF'lerin benimsedikleri başlıca yatırım stratejileri ve bunların beklenen risklilik durumu ayrıntılı olarak Ek'te verilmektedir (Tablo 5).

D. HF'lerin Sayısı ve Yönettiği Fonlar

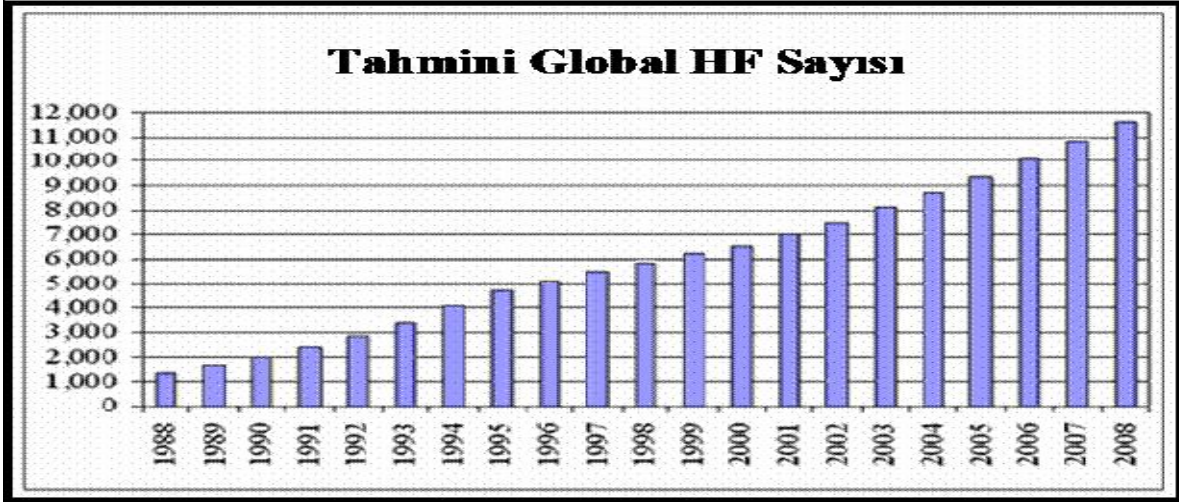
Finansal piyasalar arasındaki sınırların büyük oranda ortadan kalkması spekülâtif sermaye hareketlerini hızlandırmıştır. Sermaye hareketleri üzerine getirilen kısıtların da büyük oranda ortadan kalkması ve finansal faaliyetlerin global ölçekte gerçekleştirilmesi büyük uluslararası bankalarla birlikte yatırım fonlarının da hem sayı hem de yönettiği fonlar itibarıyla hızla büyümesini sağlamıştır. Bu gelişmeler; vergi, hukuki yükümlülükler, düzenlemeler, kamuya açıklamada bulunma ve denetime tabi olma gibi yükümlülüklerden büyük oranda muaf bulunan ve bu sayede getiri oranları yüksek olan HF'lerin sayı ve yönettiği fon miktarında da hızlı bir büyümeyi beraberinde getirmiştir.

HF'lerin, kamuya oldukça sınırlı düzeyde açıklamada bulunma yükümlülükleri nedeniyle, bu sektörün büyüklüğü konusunda net ve doğru bilgiler edinmek oldukça güçtür. HF'lerin sayısı ve yönettikleri fonlar konusundaki mevcut bilgiler HF'ler tarafından farklı veri kaynaklarına gönüllü olarak sağlanan ve aralarında büyük farklılıklar bulunan bilgilerden oluşmaktadır. PWG raporuna göre, 1998 yılı ortalarında 2500-3500 civarındaki HF, sermaye büyüklüğü olarak yaklaşık 200-300 milyar dolar ve aktif büyüklüğü⁶ olarak da 800-1000 milyar dolar civarındaki fonu yönetmektedir. Sektörü izleyen uzmanlara göre, son on yılda hızlı bir büyüme yaşayan sektörde HF'lerin yaklaşık % 80'den fazlası 100 milyon doların altında sermayeye sahip küçük şirketlerdir. CPO ve Commodity Futures Trading Commission (CFTC) verilerine göre ise, 1 milyar doların üstünde sermaye tabanına sahip fonun sayısı sadece birkaç düzine civarındadır (PWG, 1999; s.1).

Grafik-1'den de görüleceği üzere dünyada HF'lerin gelişimi, finansal korunma fonu fikrinin ortaya çıkmasından sonra oldukça hızlı bir seyir izlemiştir. Van Hedge Fund Advisors International Inc. verilerine göre tüm dünyada 1988 yılında 1.400 civarında olan global HF sayısı hızlı ve sürekli bir artışla 2003 yılında 8.000 sınırını aşmıştır. HF sayısında yaşanan bu artış trendi, 16 yıllık bir süre içerisinde yaklaşık 5,5 katlık bir artış ifade etmektedir. Bu artış trendinin 2004-2008 arasında da devam etmesi ve fon sayısının 12.000'e ulaşması beklenmektedir.

⁶ Buradaki aktif büyüklüğü, bilanço dışı pozisyonların nominal (notional) tutarlarını içermemektedir.

GRAFİK 1: YILLAR İTİBARIYLA DÜNYADA GLOBAL FİNANSAL KORUNMA FONU SAYISI*

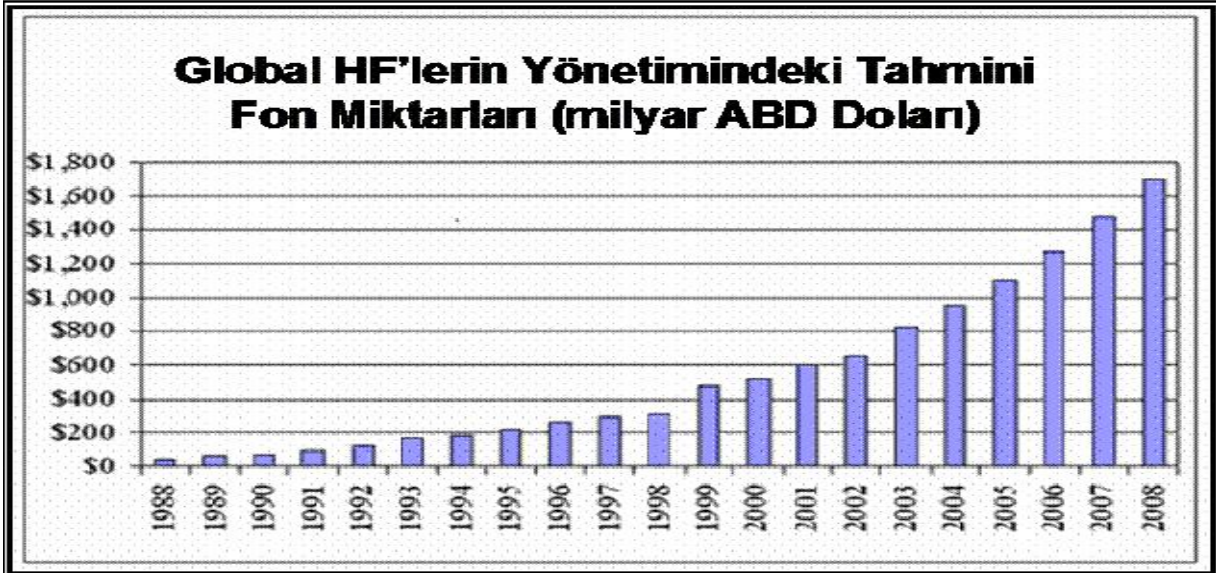


Kaynak: Van Hedge Fund Advisors International Inc. Nashville, TN, USA.

* 2004-2008 arası yıllar tahmini fon sayılarıdır.

HF'lerin sayı olarak hızlı artışına paralel olarak, yönettikleri fonların miktarı itibariyle de hızlı bir artış yaşanmaktadır (Grafik 2). HF'lerin yönettikleri fon miktarları 1988 yılında 40 milyar dolar civarında iken 2003 yılında bu miktar, 800 milyar doların üzerine çıkmıştır. Fon miktarlarındaki bu artış trendi, 16 yıllık bir süre içerisinde yaklaşık 19 katlık bir artışı ifade etmektedir. Bu artış trendinin 2004-2008 arasında da devam etmesi ve 2008'de 1.700 milyar dolara ulaşması beklenmektedir.

GRAFİK 2: YILLAR İTİBARIYLA DÜNYADA GLOBAL FİNANSAL KORUNMA FONLARININ YÖNETİMİNDEKİ FON MİKTARLARI (MİLYAR ABD DOLARI)*



Kaynak: Van Hedge Fund Advisors International Inc. Nashville, TN, USA.

* 2004-2008 arası tahmini fon miktarlarıdır.

Son yirmi yıllık süre içerisinde hem sayı hem de yönettiği fon tutarı olarak yüksek bir büyüme yakalayan HF sektörü, genellikle ABD'de ve off-shore merkezlerde kurulu HF'ler olmak üzere başlıca iki kısımda

incelenebilmektedir. Bu fonların ilk ortaya çıkması ve hızla büyümesi tarihi olarak ABD’de gerçekleştiğinden, bu alanda ABD kökenli firmaların belirgin bir ağırlığı bulunmaktadır (Tablo 1).

TABLO 1: FİNANSAL KORUNMA FONU SAYILARI VE YÖNETTİKLERİ FONLAR

Finansal Korunma Fonu Sayıları ve Yönettikleri Fonlar					
	1999	2000	2001	2002	2003
ABD’de Kurulu Fonlar					
Fon Sayısı	4.150	4.250	4.400	4.600	4.875
Yönettiği Fon Tutarı (milyar US\$)	255	280	315	340	420
Off-Shore’da Kurulu Fonlar					
Fon Sayısı	2.050	2.250	2.600	2.900	3.225
Yönettiği Fon Tutarı (milyar US\$)	225	240	285	310	400
Global Finansal Korunma Fonları					
Fon Sayısı	6.200	6.500	7.000	7.500	8.100
Yönettiği Fon Tutarı (milyar US\$)	480	520	600	650	820

Kaynak: Van Hedge Fund Advisors International Inc. Nashville, TN, USA.

E. HF’lerin Yasal Zemini

HF’lerin önemli bir bölümü ABD ve diğer gelişmiş ülkelerde faaliyette bulunmaktayken, bunların bir bölümü de off-shore merkezlerde kayıtlı bulunmaktadır. ABD ve diğer ülkelerde doğrudan HF’lere yönelik çok az sayıda düzenleme bulunmaktadır. HF’ler genellikle bireysel ve kurumsal yatırımcılara hizmet verdiklerinden, diğer fon yönetimi ve sermaye piyasası aracı kuruluşlarının tabi oldukları lisans alma, halka açık ise borsaya kote olma, faaliyetlerine ilişkin olarak kamuoyunu bilgilendirme, bağımsız denetim yaptırma ve bu denetim sonuçlarını açıklama, belli muhasebe standartlarına tabi olma ve finansal yapısıyla ilgili bilgileri belli dönemler itibariyle açıklama gibi yükümlülükleri bulunmamaktadır. Bu nedenle, HF sektörü hakkında mevcut bilgilerin eksiksiz ve doğru olduğunu söylemek oldukça güçtür. Ayrıca, bu fonların üstlendikleri riskler konusunda da bilgi sahibi olmak mümkün bulunmamaktadır. Son dönemlerde bazı büyük HF’lerin geçmiş performanslarına ilişkin yaptıkları açıklamalar ise hem sektör genelini yansıtmamakta hem de çelişkili ya da yorumlanıp teyit edilmesi kolay olmayan bilgiler içerebilmektedir.

Kamu denetimine tabi bulunmayan HF’ler faaliyetleri nedeniyle üstlendikleri riskleri karşılayabilecek düzeyde yasal sermaye bulundurmamak, plâsmanlarının risklerini sınırlandırmak, iç denetim ve risk yönetim sistemlerini kurmak ve etkin çalışmasını sağlamak gibi denetimine tabi kuruluşlara özgü yükümlülükleri de bulunmamaktadır⁷.

F. Dünyada HF’lere Yönelik Düzenleme Yaklaşımları

Dünyada HF’lere yönelik düzenlemeler yapılması konusu 1998 yılında yaşanan LTCM⁸ olayından sonra gündeme gelmiştir. Almış olduğu pozisyonların büyüklüğü ile yüksek kaldıraç oranlarında faaliyette

⁷ HF faaliyetlerinin yasal zemini konusunda daha fazla bilgi için bakınız: FSF (2000), IOSCO (1999b) ve PWG (1999) raporları.

⁸ LTCM, Long Term Capital Management: 1994 yılında kurulan ve ortakları arasında Nobel ödüllü iktisatçıların (Myron Scholes ve Robert Merton) bulunduğu, finansal aktiflerin fiyatlandırılmasındaki anomalilerin istatistiksel ve matematiksel

bulunması LTCM olayının önemini artırmaktadır. Olayın ortaya çıktığı 1998 yılında LTCM'nin bilançosundaki aktif büyüklüğünün 125 milyar ABD Doları, bilanço dışı işlemlerin nominal tutarının 1 trilyon ABD Doları olduğu, 1998 yılı başındaki özkaynak / bilanço aktifi rasyosunun (bilanço dışında yer alan türev araçlar portföyü dikkate alınmaksızın) 1/25 olduğu raporlanmaktadır (BCBS,1999a; s.10).

Nobel ödüllü iktisatçıların başında olduğu LTCM'nin ele alındığı ve LTCM olayının öncesi ve sonrası konusunda araştırmacı gazetecilik türünde bilgiler içeren Lowenstein (2000) ve Dunbar (1999), LTCM olayı ile FED'in LTCM'e yönelik kararlarının ele alındığı Dowd (1999), LTCM olayı boyunca çeşitli manipülatif hareketlerin gerçekleşip gerçekleşmediğini sorgulayan Cai (2003), Rusya krizi ile birlikte ortaya çıkan LTCM olayının uluslar arası piyasalardaki bulaşma etkisini ele alan Dungay vd. (2002), Rusya krizi ve ardından gerçekleşen LTCM olayı ile finansal piyasalarda bir kez daha önemi ortaya çıkan piyasa likiditesi konusunu risk yönetimi bakış açısından ele alan Davis (1999), LTCM'nin uluslararası yatırım bankalarınca kurtarılması olayının ahlâki tarafını ele alan Furfine (2001) HF'ler ve finans dünyasında önemli bir milat kabul edilen LTCM hakkında önemli bilgi kaynakları arasında sayılabilir.

LTCM olayı, HF'lerin bireysel yatırımcılar için olduğu kadar finansal piyasalar, piyasa oyuncuları, ülke ekonomileri ve global ekonomi açısından taşıdığı risklerin de sorgulanmaya başlanmasını ve bu konudaki bilincin gelişmeye başlamasını sağlamıştır. HF'lerin yukarıda vurgulanan bir dizi muafiyetlerinin yanı sıra tüm faaliyetlerini büyük bir gizlilik içerisinde gerçekleştirmesi bu fonlara yönelik bir takım düzenleyici tedbirlerin alınması hususunu gündeme getirmiştir.

LTCM olayının ortaya çıkmasının ardından, Basel Komitesi tarafından bankaların HF ve benzeri yüksek kaldıraçla çalışan kuruluşlarla etkileşimlerini incelemek amacıyla bir çalışma grubu oluşturulmuştur. Bu çalışma grubunun hazırladığı, yüksek kaldıraçla çalışan kuruluşlarla (HLI) bankaların etkileşimlerini ortaya koyan ve '*Brockmeijer Raporu*' olarak da bilinen rapor (BCBS, 1999a) ile birlikte bu konudaki standartları oluşturacak olan güvenilir uygulamalara ilişkin rapor (BCBS, 1999b) 1999 yılı Ocak ayında yayımlanmıştır. Bu raporları takiben, Basel Komitesi tarafından, 1999 yılında yayımlanan güvenilir uygulama standartlarına ilişkin bir değerlendirme raporu (BCBS, 2000) hazırlanarak 2000 yılı Ocak ayında, Komitenin IOSCO ile ortak çalışması sonucu hazırlanan HLI'lara ilişkin değerlendirme raporu ise 2001 yılı Mart ayında yayımlanmıştır.

Basel Komitesinin çalışmalarına paralel olarak, Uluslararası Menkul Kıymet Komisyonları Organizasyonu (IOSCO) tarafından HF'ler ve diğer yüksek kaldıraçla çalışan kuruluşlarla ilgili bir çalışma grubu oluşturulmuştur. Çalışma grubu tarafından yükselen piyasalarda ortaya çıkan ekonomik türbülansın nedenleri ve etkileri ile bu olaylara yönelik düzenleme yaklaşımlarının ne olması gerektiği konusunda hazırlanan rapor (IOSCO, 1999a), grubun HF'ler ve diğer yüksek kaldıraçla çalışan kuruluşlarla ilgili olarak hazırladığı rapor (IOSCO, 1999b) ile birlikte 1999 yılı Kasım ayında yayımlanmıştır. IOSCO (1999b) raporu, özellikle, menkul kıymet şirketlerinde risk yönetimi uygulamaları üzerine odaklanmakta ve yüksek kaldıraçla çalışan kuruluşların oluşturduğu sektördeki şeffaflık ihtiyacına vurgu yapmaktadır.

Bir diğer uluslararası kuruluş olan Uluslararası Swap ve Türevler Birliği (ISDA) tarafından da 1997 ve 1998 olaylarının ardından bir çalışma grubu oluşturulmuştur. Uluslararası 12 büyük ticari banka ile yatırım bankasının katılımıyla oluşturulan bu grup tarafından, bankaların karşı taraf kredi riski (counterparty risk) ve piyasa riski yönetimi uygulamalarındaki eksiklikleri ortaya konularak, bunların ne şekilde geliştirileceğine odaklanılmıştır. Grubun hazırladığı rapor 1999 yılı Haziran ayında yayımlanmıştır (ISDA, 1999).

modeller kullanılarak belirlenmesi ve bu anomalilerden türev enstrümanlar ile kaldıraç imkanından faydalanmayı sağlayan finansal enstrümanlar kullanmak suretiyle para kazanmayı amaçlayan dünyanın en büyük HF'si.

Uluslararası çalışmalara paralel olarak, ABD Başkanı tarafından oluşturulan çalışma grubu (PWG), LTCM ve takip eden olaylarla birlikte HF'ler ve diğer yüksek kaldıraçla çalışan kuruluşlarla ilgili olarak hazırladığı raporunu (PWG, 1999) 1999 yılı Nisan ayında yayımlamıştır. Raporda, finansal kuruluşların yüksek kaldıraçla çalışmaları ve bundan kaynaklanan riskler üzerinde durularak, yüksek kaldıraçla çalışmanın sınırlandırılmasına yönelik tedbirler üzerinde durulmuştur. Raporda ayrıca bankacılık, menkul kıymet ve vadeli işlemlere ilişkin düzenleme otoritelerinin, denetimlerine tabi kuruluşlarda Basel Komitesi ve IOSCO'nun çalışmalarına paralel olarak, risk yönetimi sistemlerinin geliştirilmesine yönelik çalışmalara hız vermeleri istenmektedir. HF'lerin faaliyetlerindeki dışa kapalılığın içerdiği potansiyel sorunlara da dikkate çekilen raporda mali sistemde şeffaflığın ne şekilde artırılacağına yönelik politika önerilerine de yer verilmiştir.

Finansal İstikrar Forumu (FSF) tarafından, 1999 yılında kurulan çalışma grubunun HF'ler ve diğer yüksek kaldıraçla çalışan kuruluşlarla ilgili olarak hazırladığı rapor, 2000 yılı Nisan ayında yayımlanmıştır (FSF, 2000). Raporda, özellikle HF'lere atıfta bulunularak, HF'lerin finansal istikrara yönelik ortaya çıkardığı sorunlara ve HF'lerle ilgili olarak uluslararası kuruluşlarla ulusal otoritelere yönelik politika önerilerinde bulunmaktadır. FSF tarafından hazırlanan ve 2001 yılında yayımlanan bir başka raporda ise LTCM olayı ile sonrasında HF sektöründeki gelişmeler ele alınmaktadır (FSF, 2001).

G. Yatırımcıların HF'lerden Kaynaklanan Riskleri

HF'ler, genellikle tek bir ya da çok az sayıda yönetici ve ortak grubu tarafından idare edilmekte ve finansal kaldıraç ile türev araçların kullanımı konularında geniş hareket alanı sağlayan yetkilendirme içermektedirler. Bu durum, fon sahibi (yatırımcı) tarafından yetkilendirilen fon yöneticisinin haddinden çok risk almaksızın yükümlülüğünü yerine getirebilmesini zorlaştırmaktadır.

HF'ler, genellikle, göreceli olarak kısa alım-satım işlemi geçmişiyse ve herhangi başka bir yatırım aracının getirisini referans almak yerine önceden belirlenen salt bir getiriyi esas almakla karakterize edilmektedir (APRA, 2003; s.6).

Bir yatırımcı tarafından yatırım portföyünün belli bir bölümüyle HF'ler gibi alternatif yatırımlar gerçekleştirme kararının alınabilmesi, yatırımcı açısından yatırım yapılan finansal araçlardan kaynaklanan risklerin analizi ile birlikte HF yöneticisinden kaynaklanan kredi riskinin de analizinin yapılmasını zorunlu hale getirmektedir. Bu fonlara yapılan plâsmanlarda yatırımcıların karşı karşıya kaldıkları başlıca riskler şunlardan oluşmaktadır (APRA, 2003; s.7):

- Yüksek finansal kaldıraç oranları (genellikle 2'den 10'a kadar).
- Vergilendirme ve diğer hukuki düzenlemelerden muaf ülkelerde kurulan ve herhangi bir düzenleme ve denetime tabi olmayan şirketlerle iş yapılması.
- Tek kişi riski.
- Fonların herhangi bir şekilde bilgi sahibi olunamayan geçmiş performansı.
- Türev araçların yoğun bir şekilde kullanımı.
- Fonun aktif ve stratejileri konusunda kamuoyuna sunulmuş herhangi bir bilginin bulunmaması.
- Geleneksel dönemsel değerlendirme süreçlerinin bulunmaması.
- Herhangi bir yetkilendirmeye gerek olmaksızın çok geniş bir yelpazede yatırım yapabilmesi.
- Performansın karşılaştırılmasında referans alınabilecek uygun herhangi bir performans ölçütünün bulunmaması.

Bu risklerden bir bölümü geleneksel fon yönetiminde de mevcut olmakla birlikte büyük bir bölümü yalnızca HF'lerde söz konusu bulunmaktadır. Bir kısım HF profesyonel bir şekilde yönetilmekle ve düzenlenmekle birlikte, bu fonlar LTCM örneğinde olduğu gibi çok kısa bir sürede büyük miktarda zararların ortaya çıkmasına da neden olabilmektedir.

H. Finansal Piyasaların HF'lerden Kaynaklanan Riskleri

Finansal piyasaların ve ekonomilerin HF'lerden ve yüksek kaldıraçla çalışan diğer kuruluşlardan kaynaklanan riskleri iki bölümde ele alınabilir (FSF, 2000):

1. Gelişmiş ekonomilerde yüksek finansal kaldıraçtan kaynaklanan risklerle birlikte büyük HF'lerin iflası nedeniyle ortaya çıkan sistemik riskler.
2. Küçük ve orta ölçekli açık ekonomilerde HF'ler ve yüksek kaldıraçla çalışan diğer kuruluşların faaliyetlerinden kaynaklanan ve piyasa dinamiklerini etkileyen riskler.

Finansal piyasaların çalışma dinamiği gereği tüm finansal kuruluşlar finansal kaldıraç imkânından faydalanmaktadır. Menkul kıymet ve türev piyasalarında faaliyette bulunan kuruluşlar⁹ borcun menkul kıymetleştirilmesi (securitization) yoluyla kredilendirmeye aracılık ederek önemli bir fonksiyon yerine getirmektedir. Bir kuruluşun yükümlülüklerini yerine getirememesi durumunda, öncelikle kuruluşun kreditorleri ile gerçekleştirilen işlemlerdeki karşı taraflar doğrudan etkilemekte, ardından etki zincirleme olarak bu kuruluşla ilişkili diğer kuruluşlara doğru sürmektedir. Dolaylı etkiler, genellikle sert fiyat dalgalanmaları, piyasadaki likiditenin kuruması şeklinde ortaya çıkmakta ve piyasanın volatilitésinin¹⁰ artmasına neden olmaktadır. Bu durum, kuruluşun büyüklüğüne ve işlemlerine bağlı olarak, LTCM örneğinde olduğu gibi, tüm dünyadaki finansal piyasaları etkileyebilecek boyuta ulaşabilmektedir.

Küçük ve orta büyüklükteki açık ekonomiler açısından bakıldığında iki önemli husus ön plana çıkmaktadır: Birincisi, büyük ve konsantre pozisyonların piyasa baskıları ile yayılma etkilerini büyütmesi. İkincisi ise zaman zaman bazı makro HF'ler ile ticari bankalar ve yatırım bankalarının saldırgan strateji uygulamaları nedeniyle piyasaların güvenilirliğinin ve bütünlüğünün tehlikeye sokulması.

HF'lerin ve yüksek kaldıraçla çalışan diğer kuruluşların piyasaların dinamiğini etkileme yollarından birisi diğer piyasa oyuncularına göre daha büyük ve konsantre pozisyonlar almalarıdır. Yatırım stratejisinin bir parçası olarak alınabilecek bu tür pozisyonlar, bu kuruluşlara asimetric bilgiye dayalı davranışlarla piyasadaki beklentileri ve piyasa hareketlerini yönlendirme ve fiyat hareketlerini kendi lehine diğer piyasa oyuncularının aleyhine çevirme imkânı vermektedir.

Diğer bir yol ise, yatırım stratejisine bağlı olarak özellikle makro HF'ler tarafından, ekonomik performansta algılanan zayıflık ve zafiyetler ortaya çıkmadan önce stratejik pozisyon almaktır. HF'lerin aldıkları bu pozisyonlar, finansal kargaşa döneminde bazen piyasaların istikrarını bozucu bazen de piyasanın etkinliğini artırıcı sonuçlar doğurabilmektedir. HF'ler, makro ekonomik zayıflıklar ile kırılmalıkların bulunduğu ekonomilerde uyguladıkları alım-satım stratejileri ile finansal varlıkların fiyatlarında büyük hareketlere neden olabilmektedir.

Genel olarak bakıldığında, HF'lerin normal koşullarda sağlıklı ekonomilerde piyasaların istikrarını bozucu davranışlarda bulunma ihtimallerinin düşük olduğu ve diğer piyasa katılımcılarının saikleriyle hareket ettikleri, ancak yapısında zafiyetler ve kırılmalıklar bulunan ekonomilerde saldırgan yatırım politikası izleme ve piyasalarda büyük dalgalanmalara neden olabileceği ihtimalinin yüksek olduğu konusunda görüşler de vardır¹¹.

⁹ Kaldıraç imkânından faydalanan bu kuruluşlardan birçoğu yüksek kaldıraçla çalışabilmektedir.

¹⁰ Piyasadaki fiyat hareketlerindeki oynaklığı ifade etmektedir. Bir piyasadaki volatilitésinin yükselmesi, piyasadaki fiyat hareketlerinin artması ve fiyatlardaki oynaklığın yükselmesini ifade etmektedir.

¹¹ Bu konudaki görüşler için bakınız, FSF (2000).

II. TÜRK FİNANSAL SİSTEMİ VE HF'LER

Özellikle 1990'lı yıllardan itibaren ülke gündemine gelen ancak ne olduğu konusunda çok fazla bilgi sahibi olunmayan 'sıcak para', bir anlamda uluslararası yatırımcıların ülkemiz finansal piyasalarında yürüttükleri faaliyetlerinde kullandıkları fonları ifade etmektedir.

Sıcak paranın ülke ekonomilerine etkileri öteden beri akademik çalışmalara konu olagelmıştır. Bu fonların, küçük ve derinliği olmayan ülkelerin finansal piyasalarına giriş çıkışları, çoğu zaman bu piyasaların dengesini bozacak hızda ve büyüklükte olabilmektedir. Bu tür 'sıcak paraları' yöneten kuruluşlardan kontrol edilmesi ve gözetim altında bulundurulması en zor olanları HF'lerdir.

Getiri açısından oldukça cazip finansal araçlara sahip yükselen piyasalardan birisi konumunda bulunan ülkemiz finansal piyasaları, birçok uluslararası yatırım bankası ve fonunun yanında global HF'lerin de gözdesi bir piyasa konumundadır.

Getiri sıralamasında yıllarca en yüksek getiri sağlayan piyasalar arasında yer almış ve birçok krize sahne olmuş olan ülkemiz piyasalarında, uluslararası piyasalarda birçok krize neden olduğu iddiaları nedeniyle kötü üne sahip HF'lerin faaliyetlerinin daha da dikkatli olarak ele alınması giderek zorunlu hale gelmektedir. Yaşanılan krizlerden -gözden kaçması muhtemel- birtakım dersleri alabilmek için, krizlere Türkiye'nin global finans sisteminin bir parçası olduğu ve uluslararası 'sıcak para' trafiğini yöneten kuruluşların Türk piyasalarında da yıllardır faaliyette bulunduğu gerçeğinden hareket etmek gereklidir.

Bu amaçla, çalışmanın bu bölümünde Türk mali sisteminin HF'ler karşısındaki durumunu belirleyebilmek için öncelikle, mali sistemin genel yapısı ele alınacaktır. Bunu takiben, Türk mali sisteminin HF'ler karşısındaki zayıf ve güçlü yönleri ile bu fonlardan kaynaklanan tehdit ve fırsatları analiz edilecektir.

A. Türk Mali Sisteminin Genel Yapısı¹²

Mali sistem, genellikle, finansal kuruluşların sundukları hizmetler ve dahil buldukları piyasa ve sektörler itibarıyla para piyasası ve sermaye piyasası olmak üzere başlıca iki bölümde incelenmektedir. Para piyasası grubuna dahil edilen kuruluşlar da bankacılık ve bankacılık dışı mali kesim olmak üzere iki grupta ele alınmaktadır. Bankacılık kesimi, merkez bankası, mevduat bankaları, yatırım ve kalkınma bankaları ile özel finans kuruluşlarından, bankacılık dışı kesim ise faktöring, finansal kiralama, forfaiting ve sigorta şirketlerinden oluşmaktadır. Sermaye piyasasını ise aracı kurumlar, yatırım fonları, yatırım ortaklıkları, yatırım danışmanlığı, portföy yöneticiliği ve genel finans ortaklıkları şirketleri oluşturmaktadır.

Türk mali sistemi de, yukarıdaki sınıflandırmaya benzer bir şekilde para piyasası kuruluşları ile sermaye piyasası kuruluşlarından meydana gelmektedir. Konsolide olarak bakıldığında, bankaların haricindeki para piyasası kuruluşları ile sermaye piyasası kuruluşlarının önemli bir bölümünün bankaların iştiraki ve bağlı ortaklığı konumunda bulunması nedeniyle Türk mali sisteminde ağırlığı bankacılık kesiminin oluşturduğunu söylemek ve analizlerde bankacılık sektörüne ağırlık vermek yaklaşım olarak hatalı olmayacaktır.

Türk bankacılık sisteminin aktif büyüklüğü, 2003 ve 2004 yılı sonunda sırasıyla 249,69 ve 306,44 milyar YTL iken Ağustos 2005 itibarıyla 352,19 milyar YTL'ye ulaşmıştır (Tablo 2). Sistemin aktif büyüklüğü ABD Doları bazında, 2003 yılı sonunda 179,21 milyar dolar iken, 2004 yılı sonunda 229,32 milyar dolar,

¹² Bu bölümde yer verilen Türk bankacılık sistemine ilişkin veriler ve daha fazlası için bakınız: BDDK (2005) ve <http://www.bddk.org.tr>.

Ağustos 2005 itibariyle de 261,4 milyar dolara yükselmiştir. Bankacılık sisteminin GSMH'ye oranı, 2003 yılında %70 iken, 2004 yılında %71,44 olarak gerçekleşmiştir.

TABLO 2: TÜRK BANKACILIK SEKTÖRÜNE İLİŞKİN BİLGİLER.

BANKACILIK SEKTÖRÜ BİLGİLERİ (Milyon YTL)	Ağustos 2005	Aralık 2004	Aralık 2003	Aralık 2002
TOPLAM AKTİF BÜYÜKLÜĞÜ	352 186	306 439	249 688	212 681
Kamu sermayeli mevduat bankaları	115 950	108 841	83 134	67 831
Özel sermayeli mevduat bankaları	204 444	175 924	142 270	119 471
Yabancı sermayeli mevduat bankaları	19 965	10 347	6 944	6 630
Kalkınma ve yatırım bankaları	11 827	11 327	10 265	9 438
BİLANÇO ANA KALEMLERİ (AKTİF)				
Menkul değerler cüzdanı (MDC)	137 445	123 681	106 844	86 104
Krediler	129 656	99 342	66 222	48 981
BİLANÇO ANA KALEMLERİ (PASİF)				
Mevduat	215 703	191 065	155 312	137 973
Bankalara Borçlar	44 065	33 765	25 918	21 967
Özkaynaklar	49 015	45 963	35 538	25 699
GAYRISAFİ MİLLİ HASILA (GSMH)	485 058*	428 932	356 681	275 032

Kaynak: BDDK (2005), (DPT)www.dpt.gov.tr .

*DPT tahmini.

Bankacılık sisteminde, yıllar itibariyle azalma trendi içerisinde bulunmakla birlikte kamu bankalarının payı 2002 yılında %31,89 iken, 2003 yılında %33,30'a, 2004 yılında ise %35,52'ye yükselmiştir¹³. Ağustos 2005 itibariyle kamu bankalarının payı %32,92'ye gerilemiştir. Yabancı yatırımcıların Türk bankacılık sistemine yönelik ilgilerinin son yıllarda artmasının bir sonucu olarak yabancı sermayeli mevduat bankalarının payı 2002 yılında %3,11 iken Ağustos 2005'de %5,6'ya yükselmiştir. Yatırım bankalarındaki yabancı payları da dikkate alındığında bu oran daha da yükselmektedir.

Türk bankacılık sisteminin aktif yapısı incelendiğinde menkul kıymetlerin ve kredilerin ağırlığı ön plana çıkmakta, ekonomik konjoktüre bağlı olarak likit varlıkların payında önemli değişimler görülebilmektedir. Bankacılık sisteminin aktif yapısında, son dönemde enflasyon, faiz oranları ve döviz kurlarında yaşanan gelişmelere bağlı olarak krediler ve menkul kıymetlerin ağırlığı artmakta, bu yapı içerisinde krediler lehine bir gelişim dikkati çekmektedir.

Bankacılık sisteminde, menkul kıymet portföyündeki (MDC), artış hızı yavaşlamış, kredilerdeki artış hızı ise özellikle tüketici kredilerindeki yüksek büyümeye bağlı olarak yükselmiştir. Buna bağlı olarak kredilerin toplam aktifler içerisindeki payı artma menkul kıymetlerin ise azalma eğilimi göstermektedir. Ağustos 2005 itibariyle, MDC'nin %94,47'si kamu borçlanma senetlerinden oluşmaktadır. Kamu borçlanma senetleri toplamının %87,64'ünü devlet tahvilleri, %7,23'ünü eurobondlar, %3,45'ini dövize endeksli senetler ve %1,68'ini ise hazine bonoları oluşturmaktadır.

Bankacılık sisteminin pasif yapısında mevduatın payı yıllardır önemli bir düzeyde bulunmaktadır. Bankaların en önemli fon kaynağı durumunda bulunan TL mevduatların payı toplam mevduatlar içerisinde yükselirken YP (yabancı para) cinsinden mevduatın payı kurlardaki düşüşün etkisiyle gerilemiştir. Bununla birlikte, son dönemde döviz kurlarındaki düşüşün ve kamu bankalarının piyasalara ve bankalara olan borçlarının azalması ile mevduatla birlikte sistemin para piyasalarına borçlarının pasif toplamı içindeki payı düşerken, sendikasyon kredisi şeklinde sağlanan fonların payında önemli artışlar görülmektedir.

¹³ Kamu bankalarının payının 2004 yılında yükselmesinin temel nedenlerinden birisi de Pamukbank ile T. Halk Bankası birleşmesidir.

Bankacılık sisteminin özkaynaklarında da son dönemde reel bir büyüme göze çarpmaktadır: 2002 yılı sonunda 25,7 milyar YTL (15,67 milyar dolar) olan özkaynaklar, 2003 yılında %24,35, 2004 yılında %15,49 ve 2005 yılının ilk sekiz aylık döneminde de %2,32 oranında reel olarak büyüyerek, 49,02 milyar YTL'ye (36,38 milyar dolara) ulaşmıştır.

Bankacılık sisteminin sermaye yeterliliğinde de son dönemde olumlu bir gelişme göze çarpmaktadır: sistemin 2000 yılında yüzde 9,3 olan sermaye yeterliliği rasyosu 2001'de yüzde 20,8'e, 2002'de yüzde 25,12'e, 2003'de yüzde 30,93'e yükselmiş, 2004'de yüzde 28,80'e gerilemiş ve Ağustos 2005 itibariyle ise yüzde 25,2 olarak gerçekleşmiştir.

Yıllarca bankacılık sisteminin en önemli sorunlarından birisi haline gelen yabancı para pozisyon açıkları sorunu, Şubat 2001'de uygulamaya konulan dalgalı kur sistemiyle ve Hazine kâğıtlarında yapılan takas işlemleri sonucu önemli miktarda azalmıştır. Bankacılık sisteminin açık pozisyon miktarı 2002 yılı sonunda 551 milyon dolar seviyesinde iken, 2003 yılında döviz kurlarında yaşanan gelişmelere rağmen gerileyerek yıl sonunda 20 milyon dolar, 2004 yılı sonunda 71 milyon dolar ve Ağustos 2005 itibariyle de 436 milyon dolar seviyesinde gerçekleşmiştir. Bir diğer ifadeyle, bankacılık sektöründe yabancı para pozisyon açığı pozisyon açmaya elverişli bir ortam bulunmasına rağmen risk algılayışı nedeniyle yok denecek kadar düşük seviyelere gerilemiş durumdadır. Ancak bu durum veri kabul edilmemelidir, zira açık pozisyonun beklentilere, değişen koşullara ve dış dinamiklere göre artıp azaldığı bugün artık bilinen bir gerçektir.

B. Türk Mali Sisteminin HF'ler Karşısındaki Durumu

Mali sisteminin önemli bir bölümü bankalardan oluşan Türkiye'de, son yıllarda sistemin alt yapısının güçlendirilmesi, piyasalarda istikrarın sağlanması ve piyasaların etkin çalışması yönünde önemli bir takım adımlar atılmış durumdadır. Özellikle bankacılık sisteminde gerçekleştirilen reformlarla sistemin alt yapısının güçlendirilmesi sağlanmış, makro ekonomik yapıdaki olumlu gelişmelerin de yardımıyla mali sistemde istikrarlı bir trend yakalanmış durumdadır.

Özellikle yükselen piyasalar olarak adlandırılan Türkiye, Arjantin, Brezilya, Singapur, vb. ekonomilerin getiri açısından cazibesi, tüm dünyada büyük bir sektör haline gelmiş olan HF'lerin ilgilerini bu ülkelere yönlendirmelerini beraberinde getirmektedir. Tipik özellikleri, yatırım stratejileri ve risk-getiri algılayışlarına ilk bölümde yer verilen HF'lerin kârlarını maksimize etmek amacıyla birçok ülkede gerçekleştirdiği faaliyetlerin sistemik risklere ve finansal piyasaların dinamiklerinin bozulmasına neden olabilmesi, finansal piyasaların bu fonlar karşısındaki durumunun daha dikkatli ele alınmasını zorunlu hale getirmektedir. Türk mali sisteminin HF'ler karşısındaki durumunun ele alındığı bu bölümde, sistemin HF'lerin olumsuz etkileri dikkate alınarak zayıf ve güçlü yönleri belirlenmeye çalışılarak, HF'lerin sistem açısından ne tür tehditler yaratabileceği, hangi fırsatları beraberinde getirebileceği konusu irdelenecektir.

B.1. Mali Sistemin Zayıf ve Güçlü Yönleri

Türk mali sisteminin HF'ler karşısındaki başlıca zayıf yönlerinin sistemin ana unsurlarındaki bir takım eksiklik ve yetersizliklerden kaynaklandığı düşünülmektedir. Sistemin başlıca zayıflıkları; hukuki altyapıdaki yetersizlikler, piyasalarda derinliğinin olmaması, gözetim ve denetim konusunda alınması gereken çok fazla mesafenin olması, şeffaflık, risk yönetimi kültürünün yerleşmemiş olması, yatırımcıların piyasaların işleyişi konusundaki bilgi eksiklikleri, finansal kuruluşların HF'lerden kaynaklanan riskler konusunda bilgi eksiklikleri olarak sıralanabilir (Tablo 3).

Mali sistemin başlıca güçlü yönleri ise, özellikle 1990'lı yıllardan itibaren yaşanan finansal kriz ve piyasalardaki aşırı fiyat hareketlerine karşı finansal kuruluşların geliştirmiş oldukları refleks ile son dönemde gerçekleştirilen yapısal reformların sağladığı kalıcı istikrar ve büyüme ortamı olarak ifade edilebilir (Tablo 3).

TABLO 3: TÜRK MALİ SİSTEMİNİN HF'LER KARŞISINDAKİ ZAYIF VE GÜÇLÜ YÖNLERİ

ZAYIF YÖNLERİ	GÜÇLÜ YÖNLERİ
—Hukuki ve düzenleme altyapısının yetersizliği	—Finansal piyasaların krizlere ve aşırı piyasa hareketlerine (volatilité) alışık olması. Son zamanlarda volatilitenin makul seviyelere inmesi ve ulusal paranın geçmiş dönemlere nazaran yabancı paralar karşısında istikrarı yakalamış olması.
—Finans piyasalarının derinliğinin olmaması,	
—Denetim ve gözetim mekanizmalarının yeterince etkin olmaması,	—Makro ekonomik yapıda gerçekleştirilen kalıcı reformlarla sağlanan istikrar ve büyüme ortamı. Bankacılık ve finansal sistemin dışa açılması ve yabancı sermaye girişlerinde önceki dönemlere oranla çok büyük ölçüde artış olması.
—Şeffaflığın yetersizliği nedeniyle suiistimallere açık olması,	
—Risk yönetimi kültürünün yerleşmemiş olması,	
—Yerli yatırımcıların piyasaların işleyişi konusunda yeterince bilgi sahibi olmaması,	
—Piyasadaki büyük oyuncuların kolaylıkla piyasayı etkileyebilmesi,	
—Risk-getiri ilişkisinin genellikle kısa vadeli sermaye hareketleri için cazip olması	
—Finansal kuruluşların HF'lerle ilişkilerinde bu fonlardan kaynaklanabilecek risklerin yönetimi konusundaki bilinç eksikliği.	
—Özellikle siyasi gelişmelere ve olaylara olan yüksek duyarlılık (event risk),	
—Jeopolitik ve politik risklere olan duyarlılıkların istismar edilmesi riski,	
—HF'lerin portföy oluşturma stratejileri konusundaki bilgi ve teknoloji eksikliği.	

B.2. Mali Sistemin Karşı Karşıya Bulunduğu Tehditler ve Fırsatlar

Türk mali sisteminin HF'ler nedeniyle karşı karşıya bulunduğu başlıca tehditler; kısa süreli fon hareketlerinin ekonomik dengeler üzerindeki bozucu etkileri, piyasaların derinliğinin bulunmaması nedeniyle manipülasyona açık olması, HF'lerin faaliyetleri nedeniyle piyasalara olan güvenin sarsılması, istikrar ortamının ortadan kalkması ve piyasaların işleyiş mekanizmalarının zarar görmesi riski, mevcut düzenlemelerin dolandırılması yoluyla gerçekleştirilen işlemler nedeniyle piyasalara olan güvenin sarsılması, ekonomi için gerekli ülke fonlarının yurtdışına çıkarılması nedeniyle ekonomi için gerekli fonların temin edilememesi riski olarak sıralanabilir (Tablo 4).

Türk mali sisteminin HF'lere karşı alınabilecek tedbirler sayesinde yakalayabileceği başlıca fırsatlar da şu şekilde özetlenebilir: mali sistemin hukuki ve düzenleme altyapısının uluslararası normlara getirilmesi yönündeki ciddi çabalar; yüksek enflasyon, reel faiz ve kamunun yüksek borçlanma gereğinin azalma trendinin devam ettirilebilecek olması; kısa vadeli sermaye hareketlerinden ziyade uzun vadeli sabit sermaye yatırımları için cazip bir ekonomi haline gelinebilecek olması; mali piyasaların fiziki ve teknolojik alt yapısının güçlendirilmesi ile yeni finansal araçların kullanımı için gerekli alt yapının oluşturulmasının sağlanabileceği olması; risk yönetimi kültürünün geliştirilmesi ile finansal piyasalardaki

yatırım kararlarının risk-getiri ilişkisi göz önünde bulundurularak alınabilecek olması; piyasalardaki şeffaflığın artırılması yolu ile manipülasyonların ve suiistimallerin önlenebilecek olması; gözetim ve denetim sistemlerinin güçlendirilmesi yoluyla piyasaların işleyiş dinamiklerini bozacak, etkin çalışmasını engelleyebilecek her türlü hareketin engellenebilecek olması ve küçük yatırımcıların piyasaların işleyiş içerisinde korunmasının sağlanabilecek olması, olası manipülasyonların engellenebilecek olması (Tablo 4).

TABLO 4: TÜRK MALİ SİSTEMİNİN HF'LER NEDENİYLE KARŞI KARŞIYA BULUNDUĞU TEHDİTLER VE FIRSATLAR

TEHDİTLER	FIRSATLAR
—Kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomik dengeler üzerindeki olası bozucu etkisi.	—Mali sistemin hukuki ve düzenleme altyapısının ülke koşullarını da dikkate alarak uluslararası düzeye çekilebilecek olması. —Yüksek enflasyon, yüksek reel faiz ve kamunun yüksek borçlanma gereğinin azalma trendinin sürekli hale getirilmesine katkıda bulunulabilecek olması.
—HF'lerin, derinliği bulunmayan ve manipülasyona açık piyasalarda piyasanın istikrarını bozucu davranışları.	—Yeni makro ekonomik ortamın (düşük reel faiz, düşük enflasyon, kamunun düşük borçlanma gereği) finansal piyasaların derinliğinin artmasına ve yeni finansal araçların geliştirilmesine katkıda bulunabilecek olması.
—Amacı piyasaların işleyiş dinamiklerine müdahalede bulunmak suretiyle kısa vadede büyük karlar elde ederek, yine kısa vadede ülkeyi terk edebilen bu fonların finansal piyasalara olan güvenin sarsılmasına, piyasalardaki istikrarın kaybolmasına, piyasaların işleyiş mekanizmalarının yara almasına neden olabilmesi.	—Makro ekonomik ortamın iyileşmesi sayesinde, amacı finansal piyasalarda dalgalanmalara neden olmak suretiyle aşırı piyasa hareketlerinden kazanç elde etme peşindeki uluslararası yatırımcıların ülke ekonomisinin aleyhine davranışlarda bulunmasının engellenebilecek olması ve ekonomik ortamın kısa vadeli portföy yatırımları şeklindeki sermaye hareketlerinden ziyade uzun vadeli sabit sermaye yatırımları için daha cazip hale getirilmesinin sağlanabilecek olması. —Mali piyasaların fiziki ve teknolojik alt yapısının güçlendirilmesi ile yeni finansal araçların kullanımı için gerekli alt yapının oluşturulmasının sağlanabilecek olması.
—Hukuki alt yapı ile düzenleme alt yapısının yetersiz olmasından faydalanılarak ya da mevcut düzenlemeler dolanılarak yapılan işlemlerin piyasalara olan güvenin kaybolmasına ve piyasalardaki rekabet yapısının bozulmasına neden olabilmesi.	—Risk yönetimi kültürünün geliştirilmesi ile finansal piyasalardaki yatırım kararlarının risk-getiri ilişkisi göz önünde bulundurularak alınabilecek olması. —Piyasalardaki şeffaflığın artırılması yolu ile manipülasyonların ve suiistimallerin önlenebilecek olması. —Finansal piyasalardaki denetim ve gözetim mekanizmalarının piyasaların gelişmişlik seviyesine paralel olarak yenilenmeye tabi tutulması, bu şekilde piyasaların işleyiş dinamiklerini bozacak, etkin çalışmasını engelleyebilecek her türlü hareketin engellenebilecek olması.
—Ekonominin finansmanı için kullanılması gereken ülke kaynaklarının ve ülke ekonomisi için hayati önem taşıyan fonların, ekonominin büyümesi için kullanılması yerine bu fonlar aracılığı ile yurtdışına çıkarılabilmesi riski.	—Yatırımcıların finansal piyasaların işleyiş, piyasadaki işlemlerin hukuki alt yapısı, finansal araçlar, bunların fiyatlandırılması, bu araçlardan kaynaklanan riskler ve bunlardan elde edilebilecek getiriler vb. konularda bilinçlenmeleri sağlanarak, piyasanın daha etkin işleyişinin sağlanabilmesi, büyük piyasa oyuncuları tarafından piyasaların manipüle edilmesinin piyasanın işleyiş içerisinde engellenebilecek olması.

DEĞERLENDİRME VE SONUÇ: HF'LERE YÖNELİK POLİTİKA VE STRATEJİ ÖNERİSİ

Tam anlamıyla HF'leri doğrudan hedef alan herhangi bir düzenleme mevcut değildir. Bunun temel nedeninin HF'leri doğrudan gözetim ve denetim altında tutabilmeyi sağlayacak bir sistemin oluşturulabilmesindeki zorluktur. Diğer taraftan HF faaliyetlerinin düzenlemeye tabi tutulması durumunda büyük çoğunluğu gelişmiş ülkelerde yerleşik HF'ler faaliyetlerini off-shore merkezlere kaydırmayı tercih edebileceklerdir. Ayrıca, HF'lerin doğrudan düzenlemeye tabi tutulması birçok ülkenin yasama, yürütme ve yargı organlarının yüksek derecede koordinasyon içinde çalışmalarını zorunlu hale getirmektedir. Böyle bir durum, bankacılık denetim otoritelerinin yetki ve sorunluluklarının ötesinde bir durumdur. Bu nedenle, bankacılık denetim otoriteleri doğrudan doğruya HF'lere yönelik düzenlemeler getirmek yerine bunların işlem gerçekleştirdikleri kuruluşlar olan bankalar ve diğer finansal kuruluşlara yönelik düzenlemeler ile dolaylı olarak HF'lerden kaynaklanan riskleri azaltmaya çalışmaktadırlar (McDonough, 1998; s.3). Ancak SEC¹⁴ sektörün önde gelen kurum, kuruluş ve akademik çevreler ile gerçekleştirdiği kapsamlı değerlendirmeler neticesinde bu konudaki sorunları ve olası çözüm önerilerini içeren bir rapor hazırlamıştır (SEC, 2003). Kıta Avrupasında ise en önemli adım İngiliz Mali Hizmetler Otoritesi (FSA) tarafından atılmıştır. FSA tarafından 2002 yılında yayınlanan "Hedge Funds ve FSA" başlıklı raporda İngiltere'de kurulu HF yöneticilerinin düzenlemeye tabi tutulması ve HF'lerin faaliyetlerine ilişkin olarak Otorite'nin kısıtları tartışılmıştır (FSA, 2002). Bu raporu takiben yapılan değerlendirme ve sektör temsilcileri ile görüşmeler neticesinde FSA ikinci raporunu 2005 Haziran ayında yayınlamıştır (FSA, 2005). Bu raporda özellikle finansal istikrar ve piyasalara duyulan güven, piyasanın temiz olması, faaliyetlerde suç unsuru bulunmaması ve tüketicinin korunması hedeflerine yer verilmiştir. Diğer taraftan raporda büyük önem atfedilen husulardan biri de HF'ler kadar HF'ler ile işlem yapan ve ilişkide bulunan tarafların nitelikleri ve HF'lere yaklaşımları olmuştur.

HF'lerin düzenlemeye tabi tutulmasında HF'lerin kurumsal yönetişimi başlıklı makalesiyle Gregoriu ve Christopherson (2005) konuya farklı bir bakış açısı getirmiştir. Yazarlar HF'lerin faaliyetlerindeki gizliliğin kurumsal yönetim ve dolayısıyla performanslarının (risk-getiri) kamuya açıklanması yoluyla bir nebze olsun azaltılabileceğini ifade etmişlerdir.

HF'lerin ve diğer yüksek kaldıraçla çalışan kuruluşların Türk mali sistemine ve ekonomisine yönelik risklerinin azaltılabilmesi için izlenecek yöntemler ve benimsenecek politika ve stratejiler, öncelikle HF'ler konusunda benimsenen genel yaklaşımları (Basel Komitesi, IOSCO, FSF, SEC vb.) dikkate alınmalıdır. Özellikle bankaların ve emeklilik fonlarının HF'lerle olan ilişkilerinde azami derecede dikkatli olmaları konusunda rehber ilkeler hazırlanmalıdır.

HF'lerle ilgili olarak, kısa ve orta vadede, birçok ülkenin yasama, yürütme ve yargı organlarıyla eş zamanlı ve yakın koordinasyon halinde çalışma imkânı bulunmamaktadır. Bu nedenle öncelikli olarak, HF'lerin ülkemizde ilişki içerisinde bulunduğu kuruluşlar üzerinde bir takım ilave yasal yükümlülükler getirmeye ve bu kuruluşların HF'lerin faaliyetleri ile ilgili olarak yakın gözetim ve denetim altında bulundurulmasına yönelik strateji ve politikaların izlenmesi gerekliliği ön plana çıkmaktadır.

Bu çerçevede, özellikle sistemik risklerin azaltılması ve piyasa dinamiklerinin güçlendirilmesi ve bunlara yönelik tedbirlere başvurulabilir. Sistemik risklerin azaltılmasına yönelik strateji ve politikaların amacı; HF'lerin gerçekleştirdikleri işlemlerde karşı tarafı oluşturan bankalar, sermaye piyasası aracı kuruluşları ve diğer finansal kuruluşlara yönelik alınabilecek tedbirler yoluyla sistemik risklerin ortaya çıkmasının engellenmesi olmalıdır. Piyasa dinamiklerinin güçlendirilmesine yönelik strateji ve politikaların amacı ise, HF'lerin ve diğer finansal kuruluşların, finansal piyasaların işleyiş dinamiklerini bozmalarına engel

¹⁴ Securities and Exchange Commission, (Amerikan Menkul Kıymetler ve Borsa Kurulu) www.sec.gov.

olunması ve piyasaların ekonominin ihtiyaçları doğrultusunda etkin olarak işleyişinin sağlanması olmalıdır.

Bu amaçlarla uygulamaya konulacak strateji ve politikaların şu alanlara odaklanması uygun olabilir:

—Türkiye’deki bankaların ve diğer finansal kuruluşların işlemin gerçekleştirildiği karşı taraftan (HF’lerden) kaynaklanabilecek finansal ve finansal olmayan risklerini etkin bir şekilde yönetilebilmesini sağlayacak şekilde risk yönetimi sistem ve süreçlerinin güçlendirilmesi.

—HF’lerle gerçekleştirilen işlemler konusunda denetim otoritelerinin denetim ve gözetimlerinin etkinliğinin artırılması.

—Finansal piyasaların düzenleme ve operasyonel altyapısının güçlendirilmesi; piyasaların derinliğinin artırılması, düzenleme eksikliklerinin giderilmesi, fiziki ve teknolojik alt yapısının güçlendirilmesi, yeni finansal araçların kullanımı için gerekli alt yapının oluşturulması.

—Bankaların sermaye yeterliliğinin taşıdıkları risklere daha duyarlı bir şekilde hesaplanması.

—Finansal piyasalarda işlem yapan kişi ve kuruluşlar hakkında yeterli ve doğru bilginin edinilmesine, HF’ler adına işlem gerçekleştiren kişi ve kuruluşların HF’ler hakkında yeterli bilgi sahibi olmasının sağlanmasına yönelik tedbirlerin alınması.

—Yüksek sistemik risk taşıyan işlemleri gerçekleştirecek kuruluşlara yönelik doğrudan düzenlemeler getirilmesi.

Bu alanlarda uygulamaya konulacak strateji ve politikalar; Türk mali sisteminin kurumsal, fiziki ve teknolojik altyapısının güçlendirilmesine, finansal piyasaların ekonominin ihtiyaçları doğrultusunda ve güçlü etkinlikle faaliyet göstermesine, HF ve diğer yüksek kaldıraçla faaliyet gösteren yatırım fonlarının piyasaların dinamiklerini bozucu etkilerinin mümkün olduğunca bertaraf edilmesine ve sistemik riskin minimize edilmesine katkıda bulunabilecektir.

Başta da ifade edildiği üzere yapılan bu çalışmanın amacı HF’ler konusunda bir farkındalığın oluşmasına katkıda bulunmak, zengin akademik içeriğe sahip bu konuda araştırmaları teşvik etmektir.

KAYNAKÇA

- [1] APRA, Australian Prudential Regulation Authority (2003) *The Hedge Fund Dilemma*, APRA Insight-2 nd Quarter 2003.
- [2] Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (2005); *Aylık Bülten (Montly Bulletin)*, Ankara, Ekim 2005.
- [3] Basel Committee on Banking Supervision (1999a) *Banks' Interactions with Highly Leveraged Institutions (The Brockmeijer Report)*, BIS, Basel, January 1999.
- [4] Basel Committee on Banking Supervision (1999b) *Sound Practices for Banks' Interactions with Highly Leveraged Institutions*, BIS, Basel, January 1999.
- [5] Basel Committee on Banking Supervision (2000) *Banks' Interactions with Highly Leveraged Institutions: Implementation of the Basel Committee's Sound Practices*, BIS, Basel, January 2000.
- [6] Basel Committee on Banking Supervision (2001); *Review of Issues Relating to Highly Leveraged Institutions (HLIs)*, BIS & IOSCO, Basle, March 2001.
- [7] Cai, Fang (2003) *Was There Front Running During the LTCM Crisis?*, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, Number 758, February 2003.
- [8] Davis, E. Philip (1999) *Russia/LTCM and Market Liquidity Risk*, Bank of England, London, June 1999.
- [9] Dowd, Kevin (1999) *Too Big to Fail? Long-Term Capital Management and the Federal Reserve*, Cato Institute Briefing Papers No: 52, 23 September, 1999.
- [10] Dunbar, Nicholas (1999) *Inventing Money*, John Wiley & Sons.
- [11] Dungey, M.; Fry, R.; Gonzalez-Hermosillo, B. and Martin, V. (2002) *International Contagion Effects from the Russian Crisis and the LTCM Near-Collapse*, IMF Working Papers, WP/2002/74.
- [12] Financial Stability Forum (2000) *Report of the Working Group on Highly Leveraged Institutions*, FSF, 5 April 2000.
- [13] Financial Stability Forum (2001) *Recent Developments in the Hedge Fund Industry*, FSF, March 13, 2001.
- [14] Financial Stability Forum (2002) *The FSF Recommendations and Concerns Raised by HLIs: An Assessment*, FSF, 2002.
- [15] Friedland, Dion (2000) *About Hedge Fund Strategies*, Hedge Fund Association, 2000 (31 Ağustos 2002'de yeniden düzenlenmiştir), <<http://www.thehfa.org/AboutUs.cfm>>
- [16] FSA, Financial Services Authority (2002), *Hedge Funds and the FSA*, Discussion Paper (DP) 16.

- [17] FSA, Financial Services Authority (2005), *Hedge Funds: A discussion of Risk and Regulatory Engagement*, Discussion Paper (DP) 4.
- [18] Furfine, Craig (2001) *The Costs and Benefits of Moral Suasion: Evidence From the Rescue of Long-Term Capital Management*, BIS Working Papers, No.103, August 2001. Basel.
- [19] Gabelli, Mario J. (2000) *The History of Hedge Funds – The Millionaire’s Club*, Gabelli Asset Management Inc., 2000.
- [20] Gregoriu, G.N. ve Christopherson, R. (2005), Corporate Governance of Hedge Funds, Derivatives Use, Trading & Regulation, V.10, No.4, p.331-337.
- [21] International Monetary Fund (1998) *Hedge Funds and Financial Market Dynamics*, Occasional Paper, No.166, Washington DC.
- [22] International Organization of Securities Commissions (1999a) *Causes, Effects and Regulatory Implications of Financial and Economic Turbulence in Emerging Markets*, Working Group Report, November 1999.
- [23] International Organization of Securities Commissions (1999b) *Hedge Funds and Other Highly Leveraged Institutions*, Working Group Report, November 1999.
- [24] International Swaps and Derivatives Association (1999) *Improving Counterparty Risk Management Practices*, ISDA Counterparty Risk Management Policy Group, June 1999.
- [25] Lowenstein, Roger (2000) *When Genius Failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management*, Random House, New York.
- [26] McDonough, W. J (1998) *Statement to the House of Representatives Committee on Banking and Financial Services*, October 1 1998, Federal Reserve Bank of New York.
- [27] PWG, The President’s Working Group on Financial Markets (1999) *Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management*, US Treasury, FED, SEC & CFTC, April 1999.
- [28] REUTERS Glossary of International Financial & Economic Terms, Reuters, 1996.
- [29] Securities and Exchange Commission (2003) *Implications of the Growth of Hedge Funds*, Staff Report to the United States Securities and Exchange Commission, September.
- [30] Van Hedge Fund Advisors International Inc. (2004) *Size of the Hedge Fund Universe*, Nashville, TN, USA.

EK

TABLO 5: HF'LERİN BENİMSEDİKLERİ TEMEL YATIRIM STRATEJİLERİ VE BEKLENEN RİSK DÜZEYLERİ

FON TÜRÜ	YATIRIM STRATEJİSİ	BEKLENEN RİSK DÜZEYİ
Saldırgan Büyüme (Agressive Growth) Fonu	Hisse başına getirisinde hızlı bir büyüme beklenen hisse senetlerine yatırım yapılmaktadır. Bu tür hisse senetlerine yatırımla alınan uzun pozisyonlar getirisinde düşme beklenen hisse senetleri veya borsa endekslerinde kısa pozisyon almak suretiyle finansal korunmaya alınmaktadır.	Yüksek
Sorunlu Menkul Kıymetler (Distressed Securities) Fonu	İflas ya da yeniden yapılanma halindeki şirketlerin hisseleri, borçları ya da ticari alacakları yüksek iskontolar ile satın alınmaktadır. Bu tür yatırımlardan elde edilen karlar genellikle piyasanın bu tür firmaların hisselerinin gerçek değeri konusundaki bilgi noksanlığından yararlanılarak elde edilmektedir. Sonuçlar genellikle piyasanın genel hareket yönüne bağlı değildir.	Orta ve düşük
Yükselen Piyasalar (Emerging Markets) Fonu	Yükselen veya gelişmekte olan piyasalar olarak nitelendirilen, derinlik kazanmamış finansal piyasalara, yüksek enflasyona ve oynak büyüme oranlarına sahip ülkelerin hisse senetlerine ve tahvillerine yatırım yapılmaktadır. Bu ülkelerde, açığa satışa genellikle izin verilmediğinden, yapılan yatırımlar herhangi bir kısa pozisyon almak suretiyle finansal korunmaya alınmamaktadır.	Çok yüksek
Finansal Korunma Fonlarının Fonu (Funds of Hedge Funds)	Finansal korunma fonları ile diğer yatırım araçlarının eşlendiği ve bir araya getirildiği fonlardır. Birbirinden farklı yatırım stratejileri ile aktif finansal varlık gruplarına yapılan plasmanları bir araya getirerek tek tek fonların elde edebileceğinden daha az riskli ve sürekli getirili uzun vadeli yatırım yapılması amaçlanmaktadır. Fonun riski ve getirisi oluşturulan portföyün ağırlıkları ile oynanarak kontrol altında tutulabilmektedir.	Düşük-orta-yüksek
Gelir (Income) Fonu	Yalnızca sermayenin getirisinden ziyade öncelikle getiriye ya da cari gelire odaklanan stratejilerdir. Faiz geliri ve finansal varlığın değerinin artmasından kar elde edebilmek amacıyla bazen tahvil yada sabit getirili menkul kıymet almak suretiyle kaldıraç imkanından yararlanılabilmektedir.	Düşük
Makro fonlar	Bu tür fonlar, hükümet politikalarında faiz oranları ile birlikte döviz kurlarını, hisse senedi ve vadeli işlem piyasalarını etkileyen değişikliklerin beraberinde global ekonomilerde meydana getirmesi beklenen değişikliklerden kar elde etmeyi amaçlamaktadır. Bu fonlar, aynı anda olmasa da hisse senedi, tahvil ve bono, döviz ve ticari mal piyasalarına katılmakta, piyasa hareketlerinin etkilerini şiddetlendirmek için kaldıraç etkisinden ve türev finansal araçlardan faydalanmaktadır. Bu fonlar, bazen finansal korunmaya yönelik tedbirler olsa da genellikle kaldıraç etkisi ve yönlendirmeler ile piyasa hareketlerinin şiddetini artırmakta ve bu şekilde getiri performanslarını artırmaktadır.	Çok yüksek
Piyasa Nötral-Arbitraj (Market Neutral-Arbitrage) Fonu	Piyasa riskinden korunmak için aldığı pozisyonu elimine edecek bir işlemle finansal aracı ihraç eden kuruluşun bir başka finansal aracını kullanarak yeni bir pozisyon almaya dayanmaktadır. Örneğin, bir şirketin ihraç ettiği tahvili kabil (convertible) bonolardaki uzun pozisyonun riski aynı şirketin hisse senetlerinde kısa pozisyon almak suretiyle elimine edilebilmektedir. Bu stratejide, faiz oranı riskine karşı finansal korunma amacıyla future işlemi de yapılabilmektedir. Bu stratejinin odaklandığı nokta, tahvil ve hisse senedi piyasalarında düşük veya sıfır korelasyonla getiri elde etmektir. Bu yatırım stratejileri, sabit getirili menkul kıymetler, ipotège dayalı kıymetler, kapalı uçlu fon arbitrajı gibi finansal araçların karşılaştırmalı olarak dikkate alınması suretiyle belirlenmektedir.	Düşük

Piyasa Nötral- Menkul Kıymetlerle Finansal Koruma Sağlama (Market Neutral- Securities Hedging) Fonu	Genellikle aynı sektördeki hisse senetlerinden eşit tutarlarda uzun ve kısa pozisyonlar alınmaktadır. Bu tür bir yatırım stratejisi ile piyasa riski büyük oranda azaltılabilmektedir. Ancak, bu tür bir stratejide hisselerin analizi ve hisse seçimi anlamlı sonuçlar elde edebilmek için büyük önem taşımaktadır. Ayrıca, getirileri artırmak için kaldıraç etkisinden yararlanılabilmektedir. Piyasa ile düşük veya sıfır korelasyon durumu mevcuttur. Sistematik riske (piyasa riski) karşı finansal korunma sağlamak amacıyla bazen, piyasa endeksine ilişkin future işlemleri de yapılabilmektedir. Referans noktası ve karşılaştırma amacıyla devlet tahvillerinin getirilerinden yararlanılmaktadır.	Düşük
Piyasa Zamanlaması (Market Timing) Fonu	Fon yöneticisinin ekonomiye ve piyasalar konusundaki görüşlerine bağlı olarak fonlar farklı finansal varlık grupları arasında dağıtılmaktadır. Yatırım portföyündeki ağırlık finansal varlık grupları arasında büyük farklılıklar gösterebilmektedir. Piyasa hareketlerinin tahmin edilemezliği ile birlikte piyasaya giriş ve piyasadan çıkışın doğru zamanlamasının zorluğu bu tür stratejilerin riskini yükseltmektedir.	Yüksek
Fırsatçı (Opportunistic) Fonlar	Yatırım stratejisi; halka arz, firmanın karlılığındaki değişme nedeniyle ani fiyat değişimleri, düşmanca fiyat yükseltme benzeri olaylara bağlı fırsatlar ortaya çıktıkça değişiklik göstermektedir. Bu tür fonlar, herhangi bir varlık sınıfıyla veya yatırım stratejisi ile sınırlandırılmamıştır. Yatırım stratejisinin özünde, kar elde edebilmek için her türlü fırsattan yararlanmak esastır.	Değişken
Çoklu Strateji (Multi Strategy) Fonu	Kısa ve uzun vadede getiri elde edebilmek amacıyla eş zamanlı olarak birçok yatırım stratejisinin uygulamaya konulması esastır. Bu tür bir yatırım yaklaşımı, fon yöneticisine önüne çıkan fırsatlara göre farklı stratejilere ağırlık verebilme imkânı sağlamaktadır.	Değişken
Açığa Satış (Short Selling) Fonu	Fon yöneticisinin menkul kıymetin ya da piyasanın aşırı değerlendirildiğine ilişkin analizine ya da muhasebe düzensizlikleri, yeni rekabetin ortaya çıkması, yönetim değişikliği gibi nedenlerle gelir beklentilerinin gerçekleşmeyeceğine ilişkin beklentilere dayalı olarak; sahip olunmayan bir menkul kıymetin gelecekte fiyatının düşeceği ve daha düşük fiyatla geri alınabileceği beklentisiyle satılması stratejisine dayanır. Bu tür işlemler genellikle uzun bir pozisyonun finansal korunmaya alınması ya da piyasada fiyatların düşeceğini bekleyen yatırımcılarca gerçekleştirilmektedir.	Yüksek
Özel Durum (Special Situations) Fonu	Birleşme, düşmanca satın almalar, yeniden yapılandırmalar ya da özelleştirmeler gibi olaylara dayalı olarak yatırım yapılmaktadır. Bu tür stratejilerde, getiri performansını artırmak amacıyla türev araçlarla birlikte kaldıraç imkânlarından da yararlanılmaktadır.	Orta