

**T. C.
ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
İŞLETME BİLİM DALI**

**HEDGE FONLARIN KÜRESEL KRİZDEKİ ROLÜ
VE TÜRKİYE'DE FİNANSAL PİYASALAR
ÜZERİNE ETKİLERİ**

(YÜKSEK LİSANS TEZİ)

Kadri KALKAN

**Danışman
Prof. Dr. Lale KARABIYIK**

BURSA 2010

T. C.
ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, İşletme Bilim Dalı'nda 700714011 numaralı Kadri KALKAN'ın hazırladığı "Hedge Fonların Küresel Krizdeki Rolü ve Türkiye'de Finansal Piyasalar Üzerine Etkileri" konulu Yüksek Lisans Tezi ile ilgili tez savunma sınavı, 13/01/ 2010 günü 13.30 - 15.30 saatleri arasında yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin başarılı olduğuna oybirliği ile karar verilmiştir.

İmza

Danışman
Prof. Dr. Lale KARABIYIK

İmza

İmza

Üye
Yrd. Doç. Dr. Adem ANBAR

Üye
Yrd. Doç. Dr. Hülya KANALICI AKAY

ÖZET

Yazar : Kadri Kalkan
Üniversite : Uludağ Üniversitesi
Anabilim Dalı : İşletme
Bilim Dalı : İşletme
Tezin Niteliği : Yüksek Lisans Tezi
Sayfa Sayısı : xiv+ 180
Mezuniyet Tarihi : /.... / 2010
Tez Danışmanı : Prof. Dr. Lale KARABIYIK

HEDGE FONLARIN KÜRESEL KRİZDEKİ ROLÜ VE TÜRKİYE’DE FİNANSAL PİYASALAR ÜZERİNE ETKİLERİ

Hedge fonlar, pozitif mutlak getiri elde etmek için çeşitli aktif yatırım stratejilerini kullanabilen ve geniş bir varlık sınıfına yatırım yapabilen, yasal düzenlemelere tabi olmayan veya çok az tabi olan, performanslarına göre ücret alan profesyoneller tarafından özel olarak kurulan ve yönetilen, genellikle sadece varlıklı yatırımcılara açık, riskli bir yatırım havuzudur. Gelişmiş ülkelerin uyguladığı düşük faiz politikaları kredi hacminin kontrolsüz bir biçimde genişlemesine neden olmuş, kullanılabilir gelir ve tasarrufun yeterli olmadığı konut sektöründe mortgage kredileri tehlikeli bir şekilde yükselmiş, bankalar ve mali kurumlar açısından kârlı görülen mekanizma denetim ve kontrol zafiyeti oluşturacak biçimde yürütülmüştür. Ödeme gücü yeterli olmayan müşterilere subprime ipotekli konut kredileri verilmiş, kontrolsüz ve düzensiz işleyen kredi pazarlamasıyla müşterilerden alınan senetler menkul değerlere dönüştürülerek piyasalarda satılmaya başlanmıştır. Bu varlıklar daha sonra teminatlı borç yükümlülükleri (CDO) adı verilen karmaşık türev ürünlere dönüştürülmüş, türev ürünler mortgage kredilerinin müşteriler tarafından geri ödenmemesi riskinin üçüncü kişilere (Yatırım bankaları, hedge fonlar vb.) devredilmesini sağlamıştır. Kredilerin türev ürünler vasıtasıyla yeni borçlar da eklenerek el değiştirmesi sorunun kaynağını oluşturmuş, başlangıçta risk devretmeye yarayan ve sistem içerisinde sigorta işlevi gören türev ürünler risk unsuru olmuştur. Bu noktada hedge fonlar, riskin devredildiği aktörlerden biri olarak karşımıza çıkmaktadır. Hedge fonların, süreç içerisinde spekülatif amaçlı işlemlerin odak noktası haline gelmesi 2007-2008 Küresel Finans Krizi’nde konumları itibariyle suçlanmalarına sebep olmuştur. Ancak, Küresel Finans Krizi boyutunda bir krizi yaratabilecek büyüklükten uzak yapıları ve riskin devredildiği oyuncular olmaları itibariyle temel rol üstlenmedikleri yorumu ağırlık kazanmaktadır.

Ayrıca, Küresel Finans Krizi sürecinde Türkiye borsalarında oluşan dalgalanmaların ve yabancı yatırımcıların piyasa çıkışlarına dayandırılan değer kayıplarının hedge fon kaynaklı dalgalanmalar ve değer kayıpları olduğu yönünde bir değerlendirme yapabilmek mümkün görülmemektedir.

ANAHTAR KELİMELER:

Hedge Fonlar, Küresel Finans Krizi, Mortgage Krizi

ABSTRACT

Yazar : Kadri Kalkan
Üniversite : Uludağ Üniversitesi
Anabilim Dalı : İşletme
Bilim Dalı : İşletme
Tezin Niteliği : Yüksek Lisans Tezi
Sayfa Sayısı : xiv+ 180
Mezuniyet Tarihi : /.... / 2010
Tez Danışmanı : Prof. Dr. Lale KARABIYIK

THE ROLE OF HEDGE FUNDS IN GLOBAL CRISIS AND IT'S IMPACTS ON THE TURKISH FINANCIAL MARKETS

Hedge funds are a high-risk investment pool that are generally open to high-profile investors, especially established and managed by professionals who are paid accordingly to their performance. The hedge funds may use a variety of active investment strategies for absolute positive gain and may invest in a wide range of assets and are subject to little or no legislative regulations. The low-interest policies implemented by developed countries have led to an uncontrolled widening of the credit volume and because of that mortgage loans in the housing industry to rise dangerously where the disposable income and savings were insufficient. As a result, the mechanism regarded as profitable for banks and financial institutions has been implemented so as to lead to weaknesses in monitoring and control. Customers with insufficient solvency have been given subprime housing mortgage loans and through uncontrolled and irregular loan marketing, bonds received from customers have been securitized and have started to be sold on the markets. Later on, those assets were converted into complex derivatives called collateralized debt obligations (CDOs). These derivatives were then used for transferring the risk of customer's failure to pay back mortgage loans, to third parties (investment banks, hedge funds etc.). The loan exchange through derivatives with new debts being added, became the root of the problem, causing the derivatives, which were initially a safety mechanism, to become an element of risk. At this point, the hedge funds became one of the risk transferring actors. Due to their position, hedge funds becoming the focus of speculative transactions in the process has led them to be accused in the global financial crisis of 2007-2008. However, a view arguing that the hedge funds are far from the size that could lead to a financial crisis on the global scale and that, being players of risk transfer, they have not played the fundamental role is gaining more and more credibility.

Also, it doesn't seem likely to conclude that the fluctuations and value losses caused by hedge funds were the reason for the fluctuations in stock markets in Turkey and value losses from withdrawals of foreign investments in the process of the global financial crisis.

KEYWORDS:

Hedge Funds, Global Financial Crisis, Mortgage Crisis

ÖNSÖZ

Bugünlere gelmemi sağlayan, bana olan güvenini her fırsatta tekrarlayan ve umutsuzluğa düştüğüm her anımda yanımda olan çok sevgili ve değerli annem Sn. Yıldız KALKAN'a sonsuz teşekkür ederim.

Tez konusunun seçimi ve tez yazım aşamasında katkılarından dolayı danışman hocam Sn. Prof. Dr. Lale KARABIYIK ve tezimin son şeklini almasında gerek kaynak tarama noktasında gerekse tez içeriğinin şekillenmesinde katkılar sağlayan Sn. Yrd. Doç. Dr. Adem ANBAR'a teşekkürlerimi borç bilirim.

İÇİNDEKİLER

| | |
|---------------------------------|------|
| ÖZET | iii |
| ABSTRACT..... | iv |
| ÖNSÖZ | v |
| İÇİNDEKİLER | vi |
| KISALTMALAR..... | x |
| ŞEKİL ve GRAFİKLER LİSTESİ..... | xiii |
| TABLolar LİSTESİ..... | xiv |
| GİRİŞ | 1 |

1.BÖLÜM HEDGE FONLAR

| | |
|--|----|
| 1.1. Hedge Fonların Tanımı ve Ortaya Çıkışı..... | 4 |
| 1.2. Hedge Fonlar ve Mevcut Durum | 9 |
| 1.3. Hedge Fonların Temel Özellikleri | 19 |
| 1.3.1. Yöneticilerin Ortaklığı..... | 19 |
| 1.3.2. Öçülemeyen Stratejiler..... | 20 |
| 1.3.3. Spesifik Yatırımcılar | 20 |
| 1.3.4. Sınırlı Likidite..... | 21 |
| 1.3.5. Esnek Yatırım Politikaları | 22 |
| 1.3.6. Sınırlı Şeffaflık..... | 23 |
| 1.3.7. Performans Ücreti ve Mutlak Getiri Hedefi | 25 |
| 1.3.8. Sıradışı Yasal Yapı | 27 |
| 1.3.9. Etkin Yönetim..... | 27 |
| 1.4. Hedge Fonların Yatırım Stratejileri | 28 |
| 1.4.1. Arbitraja Dayalı Stratejiler..... | 29 |
| 1.4.1.1. Dönüştürülebilir Arbitraj | 29 |
| 1.4.1.2. Sabit Getirili Arbitraj | 30 |
| 1.4.1.3. Sermaye Yapısı Arbitrajı | 30 |
| 1.4.1.4. Görece Değer Arbitrajı | 31 |
| 1.4.1.5. Mortgage Destekli Menkul Kıymet Arbitrajı | 31 |
| 1.4.2. Olaya Dayalı Stratejiler..... | 32 |
| 1.4.2.1. Zor Durumdaki Şirketlere Ait Menkul Kıymetler | 32 |
| 1.4.2.2. Birleşme Arbitrajı | 33 |
| 1.4.2.3. Aktivist Yatırımcılar | 33 |
| 1.4.3. Hisse Senedine Dayalı Stratejiler..... | 34 |
| 1.4.3.1. Piyasa Nötr Pozisyon | 34 |
| 1.4.3.2. Uzun / Kısa Pozisyon..... | 35 |

| | |
|---|----|
| 1.4.4. Tek Yönlü Stratejiler..... | 35 |
| 1.4.4.1. Küresel Makro Strateji..... | 35 |
| 1.4.4.2. Gelişmekte Olan Piyasalar..... | 36 |
| 1.4.5. Diğer Stratejiler..... | 37 |
| 1.4.5.1. Gayrimenkul Yatırımı..... | 37 |
| 1.4.5.2. Doğal Kaynaklara Yatırım..... | 37 |
| 1.4.5.3. Enerji Yatırımı..... | 38 |
| 1.4.5.4. Doğal Olaylara Yatırım..... | 38 |
| 1.4.5.5. Piyasa Zamanlaması..... | 38 |
| 1.4.5.6. Saldırgan Büyüme Stratejisi..... | 39 |
| 1.4.5.7. Gelir Stratejisi..... | 39 |
| 1.4.5.8. Fırsatçı Stratejiler..... | 39 |
| 1.4.5.9. Açığa Satış..... | 40 |
| 1.4.5.10. İstatistiksel Arbitraj..... | 40 |
| 1.4.5.11. Çoklu Strateji..... | 41 |
| 1.5. Hedge Fonların Kullandıkları Stratejiye Göre Dağılımı..... | 41 |
| 1.6. Hedge Fon Fonları..... | 44 |
| 1.7. Hedge Fonların Organizasyonu..... | 46 |
| 1.7.1. Yerel ve Offshore Hedge Fonlar..... | 46 |
| 1.7.2. Hedge Fonların Kuruluş Şekli..... | 49 |
| 1.7.3. Hedge Fonların Organizasyon Yapısı..... | 50 |
| 1.7.3.1. Hedge Fon Yatırım Danışmanı / Yöneticisi..... | 51 |
| 1.7.3.2. Birincil Aracılar..... | 52 |
| 1.7.3.3. Hedge Fon İdarecileri..... | 54 |
| 1.7.3.4. Emanetçi Kurum..... | 55 |
| 1.7.3.5. Bağımsız Denetçiler ve Denetim Raporları..... | 55 |
| 1.7.3.6. Müşavirler..... | 56 |
| 1.8. Hedge Fonlarla Yatırım Fonlarının Karşılaştırılması..... | 57 |
| 1.8.1. Ücretler..... | 57 |
| 1.8.2. Kaldıraç..... | 58 |
| 1.8.3. Şeffaflık..... | 58 |
| 1.8.4. Likidite..... | 59 |
| 1.8.5. Performans..... | 59 |
| 1.8.6. Düzenleme..... | 60 |
| 1.9. Hedge Fon Kaynaklı Riskler..... | 60 |
| 1.9.1. Sistemik Risk ve Finansal İstikrarsızlık..... | 62 |
| 1.9.2. Aşırı Kaldıraç Kullanımı..... | 64 |
| 1.9.3. Karşıtaraf Riski..... | 64 |

| | |
|--|----|
| 1.9.4. Yayılma – Sürü Psikolojisi | 65 |
| 1.9.5. Piyasa Likiditesini Azaltma | 66 |
| 1.9.6. Dolandırıcılık | 67 |
| 1.9.7. Piyasa Güvenirliği ve Yatırımcının Korunması..... | 68 |
| 1.9.8. Kurumsal Yönetim..... | 69 |
| 1.10. Hedge Fonların Faydaları | 70 |
| 1.10.1. Yatırımcılar Açısından Hedge Fonların Sağladıkları Faydalar | 71 |
| 1.10.2. Finansal Sistem Açısından Hedge Fonların Faydaları..... | 72 |
| 1.11. Hedge Fonlarla İlgili Düzenlemeler..... | 74 |
| 1.11.1. ABD’de Hedge Fonlara İlişkin Düzenlemeler..... | 75 |
| 1.11.1.1. Hedge Fonların 1940 Yatırım Şirketleri Kanununda Yararlandığı Muafiyet Hükümleri | 77 |
| 1.11.1.2. Hedge Fonların 1933 Menkul Kıymetler Kanununda Yararlandığı Muafiyet Hükümleri | 79 |
| 1.11.1.3. Hedge Fonların 1934 Menkul Kıymetler Borsası Kanununda Yararlandığı Muafiyet Hükümleri | 80 |
| 1.11.1.4. Hedge Fonların 1940 Yatırım Danışmanları Kanununda Yararlandığı Muafiyet Hükümleri | 80 |
| 1.11.2. AB’de Hedge Fonlara İlişkin Düzenlemeler..... | 83 |

2.BÖLÜM

2007-2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİ

| | |
|--|-----|
| 1.1. Kriz Kavramı ve Finansal Kriz | 85 |
| 1.2. Dünyada Yaşanan Finansal Krizlere Kısa Bir Bakış | 89 |
| 1.2.1. 1929 Dünya Ekonomik Bunalımı | 89 |
| 1.2.2. 1973 Petrol Krizi..... | 93 |
| 1.2.3. 1994-1995 Meksika Krizi | 96 |
| 1.2.4. 1997 Güneydoğu Asya Krizi | 100 |
| 1.2.5. 1998 Rusya Krizi | 103 |
| 1.2.6. 2001 Arjantin Krizi..... | 106 |
| 1.3. 2007-2008 Küresel Finans Krizine Etki Eden Mortgage Kredileri | 111 |
| 1.3.1. Mortgage Sistemi | 112 |
| 1.3.1.1. Menkul Kıymetleştirme | 113 |
| 1.3.1.2. İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler | 114 |
| 1.3.1.3. Varlık Teminatlı Menkul Kıymetler | 115 |
| 1.3.1.4. İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler | 116 |
| 1.3.2. 2007-2008 Küresel Finans Krizinin Ortaya Çıkışı | 116 |

| | |
|---|-----|
| 1.4. 2007-2008 Küresel Finans Krizinin Diğer Nedenleri..... | 121 |
| 1.4.1. Saydamlık Eksikliği..... | 122 |
| 1.4.2. Kredi Derecelendirme Sürecindeki Sorunlar..... | 122 |
| 1.4.3. Likidite Bolluğu ve Mortgage Kredilerinde Yapısal Bozulma | 124 |
| 1.4.4. Konut Fiyatlarındaki Balon Artışlar ve Faiz Yapısının Uyumsuzlaşması | 125 |
| 1.4.5. Menkul Kıymetleştirme..... | 126 |
| 1.4.6. Menkul Kıymetlerin Fonlanmasında Yaşanan Sıkışıklık..... | 126 |
| 1.4.7. Düzenleyici – Denetleyici Kurumların Yetersizliği | 127 |
| 1.5. 2007-2008 Küresel Finans Krizinin Sonuçları | 128 |
| 1.5.1. Reel Sektör Üzerine Etkileri..... | 128 |
| 1.5.2. Finansal Sektör Üzerine Etkileri..... | 131 |

3.BÖLÜM

2007-2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİNDE HEDGE FONLARIN ROLÜ VE TÜRKİYE’DE FİNANSAL PİYASALAR ÜZERİNE ETKİLERİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ

| | |
|--|------------|
| 1.1. Hedge Fonların Finansal Krizlerdeki Rolü..... | 134 |
| 1.1.1. Hedge Fonların Önceki Krizlerdeki Rolü..... | 134 |
| 1.1.2. 2007-2008 Küresel Finans Krizi ve Hedge Fonların Rolü | 138 |
| 1.2. Türkiye’de Hedge Fonların Durumu..... | 143 |
| 1.3. 2007-2008 Küresel Finans Krizi’nin Türkiye Ekonomisine Etkileri..... | 150 |
| 1.4. Hedge Fonların 2007-2008 Küresel Finans Krizi Çerçevesinde Türkiye Ekonomisine Etkileri | 157 |
| SONUÇ ve DEĞERLENDİRMELER..... | 162 |
| KAYNAKLAR..... | 166 |

KISALTMALAR

| Kısaltma | Bibliyografik Bilgi |
|-----------------|---|
| \$ | Amerikan Doları |
| ABD | Amerika Birleşik Devletleri |
| ABS | Varlığa Dayalı Menkul Kıymet (Asset Backed Securities) |
| a.g.e. | Adı Geçen Eser |
| a.g.m. | Adı Geçen Makale |
| a.g.tz. | Adı Geçen Tez |
| AIMA | The Alternative Investment Management Association |
| ASEAN | Güneydoğu Asya Devletler Birliği (Associations for South-Eastern Asian Nations) |
| CDO | Teminatlı Borç Yükümlülükleri (Collateralized Debt Obligation) |
| CFTC | U.S Commodity Futures Trading Commission |
| ERM | Döviz Kuru Mekanizması (Exchange Rate Mechanism) |
| FANNIE MAE | Federal İpotek Birliği (Federal National Mortgage Association) |
| FED | Amerikan Merkez Bankası (The Federal Reserve) |
| FRBNY | The Federal Reserve Bank of New York |
| FREDDIE MAC | Federal Konut İpotek Kredileri Birliği (Federal Home Loan Mortgage Corporation) |
| | |

| | |
|------------|---|
| FSA | İngiltere Sermaye Piyasası Kurulu (Financial Services Authority) |
| GINNIE MAE | Hükümet İpotek Birliği (Government National Mortgage Association) |
| GSMH | Gayrisafi Milli Hasıla |
| GSYİH | Gayrisafi Yurt içi Hasıla |
| IAA | 1940 Yatırım Danışmanları Kanunu (Investment Advisers Act of 1940) |
| ICA | 1940 Yatırım Şirketleri Kanunu (Investment Company Act of 1940) |
| ICI | Investment Company Institute |
| IIF | Institute of International France |
| ILO | Uluslararası Çalışma Örgütü (International Labour Organization) |
| IMF | Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund) |
| IOSCO | Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonu Örgütü (International Organization of Securities Commissions) |
| İMKB | İstanbul Menkul Kıymetler Borsası |
| LTCM | Long-Term Capital Management |
| MiFID | Markets in Financial Instruments Directive |
| NAFTA | Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması (North American Free Trade Agreement) |
| OECD | Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (Organisation for Economic Co-operation and Development) |
| OPEC | Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü (Organization of The Petroleum Exporting Countries) |

| | |
|-------|--|
| PWG | Finansa Piyasalar Çalışma Grubu (The President's Working Group on Financial Markets) |
| s. | Sayfa |
| SA | 1933 Menkul Kıymetler Kanunu (Securities Act of 1933) |
| SEA | 1934 Menkul Kıymetler Borsası Kanunu (Securities Exchange Act of 1934) |
| SEC | Amerikan Sermaye Piyasası Kurulu (Securities and Exchange Commission) |
| SPK | Sermaye Piyasası Kurulu |
| SPV | Özel Amaçlı Kurumlar (Special Purpose Vehicle) |
| UBTI | Esas Faaliyet Dışı Vergilenebilir Gelir (Unrelated Business Taxable Income) |
| UCITS | Devredilebilir Menkul Kıymetlere Yatırım Yapan Kolektif Yatırım Kuruluşlarına İlişkin Taahhütler (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) |
| UN | Birleşmiş Milletler (United Nations) |
| YASED | Uluslararası Yatırımcılar Derneği |

ŞEKİL ve GRAFİKLER LİSTESİ

| | |
|---|-----|
| Şekil 1.1. Hedge Fonların Organizasyon Yapısı..... | 51 |
| Grafik 1.1. Hedge Fonların Yönetimi Altındaki Portföy Büyüklüğünün ve Hedge Fon Adedinin Yıllar İtibariyle Gelişimi..... | 10 |
| Grafik 1.2. Hedge Fon Müşterilerinin Yıllar İtibariyle Dağılımı | 11 |
| Grafik 1.3. Hedge Fonların Sektördeki Portföy Değerlerini Karşılama Yüzdeleri | 12 |
| Grafik 1.4. Hedge Fonların Yıllar İtibariyle Coğrafi Dağılımları | 13 |
| Grafik 1.5. Yerel ve Offshore Hedge Fonların Kuruluş Yerleri..... | 14 |
| Grafik 1.6. 2007 Sonu ve Kasım 2008 Arası Dönemde Hedge Fon Varlıklarındaki Değişim..... | 16 |
| Grafik 1.7. Hedge Fonların Kullanılan Yatırım Stratejilerine Göre Yüzdesel Dağılımı..... | 42 |
| Grafik 1.8. Hedge Fonlarda Kullanılan Yatırım Stratejilerinin Yüzdesel Dağılımı..... | 43 |
| Grafik 1.9. Hedge Fon Fonlarının Yönetimi Altındaki Portföy Büyüklüğünün ve Hedge Fon Fonları Adedinin Yıllar İtibariyle Gelişimi | 46 |
| Grafik 2.1. Dünya Geneline Toplam İşsiz Sayısı ve İşsizlik Oranlarının Yıllar İtibariyle Gelişimi | 130 |
| Grafik 3.1. Türkiye’de İhracat ve İthalatın Seyri..... | 152 |
| Grafik 3.2. 2008-2009 Ocak-Kasım Dış Ticareti..... | 153 |
| Grafik 3.3. 2008-2009 Kasım Ayı Dış Ticareti | 153 |
| Grafik 3.4. Türkiye’ye Gelen Uluslararası Doğrudan Yatırımlar ve Büyüme Oranları..... | 154 |

TABLolar LİSTESİ

| | |
|---|-----|
| Tablo 1.1. ABD ve AB Genelinde 2008 Yılı İtibariyle En Büyük 10 Hedge Fon | 12 |
| Tablo 1.2. Kasım 2008 İtibariyle Hedge Fon Hareketleri | 15 |
| Tablo 1.3. 2000-2008 İtibariyle Aylık ve Yıllık Bazda Hedge Fon Performansları..... | 17 |
| Tablo 1.4. 2000-2008 İtibariyle Gelişmekte Olan Ülkelerde Faaliyet Gösteren Hedge Fonların Aylık ve Yıllık Bazda Performansları | 18 |
| Tablo 2.1. Dünya Ekonomilerinde Büyüme Oranlarının Yıllar İtibariyle Gelişimi | 129 |
| Tablo 2.2. Dünya ve Çeşitli Bölgeler İtibariyle 2007-2008 İşsizlik Sayıları ve 2009 İşsizlik Senaryoları..... | 131 |
| Tablo 3.1. Türkiye’de Kurulan Hedge Fonlar | 146 |
| Tablo 3.2. Bir Önceki Yılın Aynı Dönemine Göre Aylık Sanayi Üretim Endeksinin YüzdeseL Değişimi (2006-2009)..... | 157 |
| Tablo 3.3. Kasım 2007-Kasım 2009 İMKB Yerli ve Yabancı Payı | 160 |

GİRİŞ

Küreselleşen finansal sistem, yeni finansal enstrümanları gündeme getirmiş, ekonomideki aktörleri, maruz kalabilecekleri çeşitli risklerden koruma amaçlı oluşturulan çok çeşitli enstrümanlar küreselleşmeye hız kazandıran bir niteliğe sahip olmuştur. Benimsenen deregülasyon politikaları uluslararası alanda finansal araçların çeşitlenmesi ve yeni finansal enstrümanların ortaya çıkması için gerekli zemini oluşturmuştur.

Bu gelişmelerin doğal bir sonucu olarak yeni ve kompleks enstrümanlar finansal arenada yerlerini alırken, bunlar arasında Hedge Fonlar, küresel bir aktör olarak ön plana çıkmıştır. Kullandıkları çok çeşitli stratejiler çerçevesinde yüksek getiri potansiyeline sahip olan hedge fonlar, artan oranlarda yatırımcıların ilgisini çekmektedir. Tarihsel süreç içerisinde hedge fonlardaki artışın hız kazanmasında geleneksel yatırımlardan beklenen getirinin düşük seviyelerde kalması ve geleneksel yatırımlardan daha fazla getiri sağlayan alternatif yatırım stratejilerinin esnek yapısı sayesinde yüksek kazançlara ulaşabilme durumunun finans çevrelerinde kabul görmeye başlaması etkili olmuştur. Ayrıca konjonktürel anlamda dönem itibariyle artan petrol fiyatları sonucunda petrol ihraç eden ülkelerin fazla fonlarının yol açtığı yüksek likiditenin yarattığı artan risk iştahı, hedge fonlardaki artışın başlıca nedenini oluşturmaktadır. Long Term Capital Management ve Amaranth Advisors adlı iki büyük Amerikan hedge fonunun yaşadığı kayıplar, 1990'lı yıllardan bu yana dünya ekonomilerinde görülen finansal krizlerde hedge fonların oynadığı rollere yönelik geliştirilen spekülasyonlar ve son olarak 2007-2008 Küresel Finans Krizi'nin oluşumunda baş aktör olduğu noktasında yürütülen tartışmalar, hedge fonların ve bu fonların gerçekleştirdiği işlemlerin, uyguladıkları yatırım stratejilerinin, zarar etme olasılıklarının ve varlıklarının yatırımcılar, düzenleyici kurumlar ve kamuoyu nezdinde daha iyi bir şekilde anlaşılmasını gerekli kılmaktadır.

Hedge fonlar, pozitif mutlak getiri elde etmek için çeşitli aktif yatırım stratejilerini kullanabilen ve geniş bir varlık sınıfına yatırım yapabilen, yasal düzenlemelere tabi olmayan veya çok az tabi olan, performanslarına göre ücret alan

profesyoneller tarafından özel olarak kurulan ve yönetilen, genellikle sadece varlıklı yatırımcılara açık, riskli bir yatırım havuzudur.

Hedge fonlar ile geleneksel yatırım fonları, finansal sistem içerisinde benzer işlevler yürütüyor olsalar da, kuruluş ve yapısal düzenlemeler temelinde farklılıklar göstermektedirler. Geleneksel yatırım fonları finansal sistem içerisinde katı kurallara, yasal düzenlemelere ve sınırlamalara bağlılık gösterirken, hedge fonlar ise yasal sınırlamalara bağlı olmayan bir nitelik taşımaktadır. Ayrıca hedge fonlar, kullandıkları yatırım teknikleri ve getiri hedefleri noktasında, geleneksel yatırım fonlarından önemli bir ayrışma göstermektedir. Hedge fonların başarısı, elde ettikleri pozitif getiri ile ölçülürken, geleneksel yatırım fonlarının başarısı belirlenmiş bir göstergeyle karşılaştırıldığında elde edilen getiriyle ölçülmektedir.

Hedge fonlar, sermayenin ve riskin etkin dağıtımına katkı yapma, doğru fiyatların oluşmasına katkıda bulunma, yatırımcılara çeşitlendirme imkânı sunma ve finansal inovasyonun gelişmesini sağlama noktasında önemli bir görev üstlenmektedir. Ancak, aşırı kaldıraç kullanımı, yüksek hacimli işlemler gerçekleştirmeleri, açığa satışı kullanmaları, sınırlı yasal düzenleme ve denetlemelere tabi olmaları, gerçekleştirdikleri faaliyetler bağlamında potansiyel risk alanları oluşturabilmektedir. Bu risk alanları finansal aktörlerin tümü için geçerli olup hedge fonların finansal istikrarı artırıcı etkileri ile doğurabilecekleri riskler birlikte düşünüldüğünde finansal sistemin sağlıklı işleyişinde pozitif etkilerinin daha fazla olduğu yorumu yapılabilecektir. Ayrıca, büyüklükleri, etki alanlarının boyutu ve gerçekleştirdikleri işlemlerin etkisi bağlamında hedge fonların, sistemik bir krizin kaynağı olma olasılığı düşük olarak ifade edilmektedir.

Hedge fonlar, Türk finans çevrelerinde yeteri kadar bilinmemekte, Türkiye finansal sistemi için henüz çok yeni olma niteliği taşımaktadır. 2000’li yıllarda hedge fonlarla tanışan Türk finans sistemi, 2008 yılının son aylarında ilk Türk hedge fonunun kurulmasıyla finansal literatüründe yer alan hedge fonları, 2007-2008 Küresel Finans Krizi’yle gündemine almış ve tartışmaya başlamıştır.

Türkiye, gelişmekte olan bir ülke olarak, özellikle finansal enstrümanların hızla girdiği, hızla gelişen bir finansal piyasa özelliği göstermektedir. Diğer taraftan süre

gelen cari açığı sürdürebilme gerekliliği doğrudan ve dolaylı yatırımlara ihtiyacını ortaya çıkarmıştır. Gelişmekte olan bir piyasa olarak yabancı yatırımcılara spekülâtif kâr imkanı sağlayabilme potansiyeli ile İMKB yabancı yatırımcıların portföyleri için iyi bir çeşitlendirme alternatifi olmuştur. Türk finans piyasalarının gelişimine ve derinleşmesine katkı sağlama noktasında hedge fonların Türk finans sisteminde önemini ve konumunu gün geçtikçe artıracakı yadsınamaz bir gerçektir.

2007-2008 Küresel Finans Krizi'yle gündeme gelen hedge fonlara ilişkin bilgiye ulaşma isteğinin artması ve hedge fonlara yönelik Türkiye genelinde sınırlı sayıda çalışmanın varlığı, bu çalışmanın yapılmasında temel etken olmuş, 2007-2008 Küresel Finans Krizi'nde hedge fonların rolü ve bu bağlamda Türkiye'de finansal piyasalar üzerindeki etkilerinin değerlendirilmesi amaçlanmıştır.

Çalışmanın ilk bölümünde hedge fonların tanımı, tarihsel ortaya çıkış süreci ve gelişimi, hedge fonların temel karakteristik özellikleri, yatırım stratejileri, organizasyon yapıları, finansal sistem ile ilişkileri anlatılmaktadır.

İkinci bölümde, kriz kavramı ve finansal kriz ifade edilirken, dünyada geçirilen finansal krizlere kısaca değinilmiş, 2007-2008 Küresel Finans Krizi'nin oluşum süreci, nedenleri ve sonuçları üzerinde durularak 2007-2008 Küresel Finans Krizi anlatılmaya çalışılmıştır.

Üçüncü bölümde ise hedge fonların dünyada geçirilen finansal krizlerdeki konumu, 2007-2008 Küresel Finans Krizi'nde oynadığı rol, Türkiye'de hedge fonların durumu ve 2007-2008 Küresel Finans Krizi'nin Türkiye ekonomisine etkileri üzerinde durulmuş, hedge fonların 2007-2008 Küresel Finans Krizi çerçevesinde Türkiye'de finansal piyasalar üzerindeki etkileri değerlendirilmeye çalışılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

HEDGE FONLAR

1.1. Hedge Fonların Tanımı ve Ortaya Çıkışı

“Hedge” kelimesi “etrafını çevirme”, “engelleme”, “garantiye alma”, “önlem alma”, “sınırlama”, “tedbir alma” anlamını taşıırken, ekonomik ilişkilerde riske karşı korunma ve riski yönetmek çerçevesinde kullanılmaktadır. Finans literatüründeki tanımıyla “hedge etmek” ise alınan bir pozisyonun olası fiyat değişikliklerinden kaynaklanabilecek ve alınan pozisyonun değerini azaltabilecek durumlardan kaçınmak üzere, finansal sonuçları tamamen zıt başka bir pozisyon ile bir bakıma “sigorta” etmek anlamına gelmektedir.¹

“Hedge fon” terimi incelenmekte olan kurumları doğru tanımlayamamakta, riskten korunma yöntemlerini içermeyen riskli yatırım stratejilerini de bünyesinde barındırmaktadır. Bu tarzdaki ilk kurumlar, geçtiğimiz yüzyılın ikinci yarısının başından itibaren piyasa çapındaki dalgalanma risklerini transfer etmek (hedging) amacıyla hisse senedi alım ve açığa satış faaliyetlerinde bulunmuştur.² Bu kurumlar, piyasa fiyatı olması gereken “gerçek değere” göre daha ucuz olan hisseleri satın alırken, buna karşılık piyasa değeri daha pahalı olan hisseler için açığa satış yapmaktaydılar. Aslında böyle bir pozisyon alınması teknik açıdan hedge edilmiş bir pozisyon değildir. Çünkü, hedge edilen bir pozisyonda, portföyün değeri piyasa koşullarındaki değişimlerden etkilenmemekte ve yatırım portföyünün değerindeki olası değişiklikler, telafi edici ters bir pozisyonla ortadan kaldırılmaktadır. Bir hedge fonunda genelde uygulanan stratejide ise, bir yatırım enstrümanının performansı ile başka bir yatırım enstrümanının performansı arasında, yatırımcının umduğu gibi bir değişimin olması beklenmektedir. Bir başka ifade ile, hedge yapılmamakta, tersine gelecekteki fiyatlar hakkında tahmin

¹ ERCAN, Metin - GÖKÇE, Deniz R., “Hedge Fonları” Nedir, Ne Değildir?, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Cilt:15, Sayı:173, Ağustos 2000, s.30

² GARBARAVICIUS, Tomas - DIERICK, Frank, **Hedge Funds And Their Implications for Financial Stability**, European Central Bank Occasional Paper Series, No:34, August 2005, s.6
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=752094 Erişim Tarihi (12.01.2009).

(spekülasyon) yapılmaktadır. Hedge fonlarda kullanılan stratejilerde; sermaye, para ve döviz piyasalarındaki olası değişimlerin yatırım portföyü üzerindeki olumsuz etkilerinin ortadan kaldırılması hedeflenmemekte, aksine oluşması arzu edilen yönde beklentilere dayalı olarak spekülasyon yapılmaktadır.³

Hedge fonların, evrensel kabul görmüş bir tanımı olmamakla birlikte hedge fon terimi SEC (Amerikan Sermaye Piyasası Kurulu - Securities and Exchange Commission) tarafından “genel olarak menkul kıymetlerden ve başka varlıklardan oluşan bir havuzu elinde bulunduran, hisseleri kayıt altına alınmaksızın halka satılabilen ve Yatırım Şirketleri Kanunu (Investment Company Act) uyarınca kayıt altına alınmış bir yatırım şirketi olmayan tüzel kişilikler” olarak tanımlanmaktadır.⁴

Finansal Piyasalar Çalışma Grubu (The President’s Working Group on Financial Markets - PWG) bu tarz teşebbüsleri “özel organize edilmiş, profesyonel yatırım uzmanları tarafından yönetilen ve geniş ölçüde kamuya açık olmayan yatırım şirketleri” olarak tanımlamıştır.⁵ Bu tanım, hedge fonları kamu yatırım şirketlerinden ayırır da, hedge fonlara özgü özelliklerin çoğunu içermemekte ve risk sermaye firmaları, özel sermaye fonları, emlak fonları ve emtia havuzları gibi pek çok diğer alternatif yatırım araçlarını kapsayacak kadar geniş bir tanımdır. Diğer yatırım araçlarının aksine, hedge fonlar açığa satışı, kaldıraç* ve türev ürünleri daha çok kullanırlar. Yine de, bu özellikleri yalnızca hedge fonlara atfetmek doğru olmayabilir. Çünkü bankalar ile diğer kayıtlı ve kayıtsız yatırım şirketleri de bu tarz işlemler yapmaktadırlar. Temel fark ise, hedge fonların kontrolsüz veya çok az kontrollü yapısı nedeniyle kullandıkları enstrüman ya da strateji çeşidinde herhangi bir sınırlamanın olmamasıdır.⁶

³ ERCAN - GÖKÇE, a.g.m., s.30

⁴ SEC, **Implications of the Growth of Hedge Funds**, Staff Report to the US SEC, September 2003, s.3 <http://www.sec.gov/news/studies/hedgefunds0903.pdf> Erisim Tarihi (14.01.2009).

⁵ PWG, **Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management**, Report Of The President’s Working Group on Financial Markets, April 1999, s.1 <http://www.gloriamundi.org/picsresources/hedgfund.pdf> Erisim Tarihi (14.01.2009).

⁶ GARBARAVICIUS - DIERICK, a.g.m., s.7

*Kaldıraç: Yabancı kaynak kullanımını artırarak özsermaye karlılığının artırılması. Kaldıraç Oranı: Toplam Borçlar/ Pasif Toplamı veya Toplam Borç/Özsermaye

Hedge Fonlarla ilgili yapılan bazı tanımlar şunlardır:⁷

Money Central Investor tarafından yapılan tanıma göre hedge fonlar, “genellikle sadece çok büyük riskler alarak yüksek kâr elde etmeyi amaçlayan zengin yatırımcılara açık, riskli yatırım havuzu” olarak tanımlanmıştır.

Sierra Capital Planning Inc. ise hedge fonları, “genellikle sınırlı sorumlu ortaklık şeklinde yapılandırılan, akredite yatırımcılara açık – net mal varlığı veya yıllık geliri SEC tarafından belirlenen minimum limitin üzerinde bulunan, hedge fonun faaliyetlerine bağlı riskleri değerlendirebilen ve bu riskleri alabilen varlıklı bireysel ve kurumsal yatırımcılar - performansa dayalı ücret talep edilen – hedge fonlar, geleneksel yatırım fonlarından farklı olarak hem sabit ücret hem de yönetim ücreti alırlar - ve istenilen bütün finansal enstrümanlarla beraber genel bir ortak tarafından yönetilen özel yatırım portföyü” şeklinde tanımlamıştır.

Investopedia.com’da yer alan tanımda ise hedge fonları “spekülatif fırsatlara göre pozisyon alan, agresif bir şekilde yönetilen yatırım portföyü” olarak ifade edilmektedir.

Goldman Sachs & Co. tarafından yapılan tanıma göre ise “hedge fonlar, piyasaların yönünü dikkate almaksızın kâr elde edebilmek için çeşitli yatırım stratejileri ve risk yönetimi becerilerini kullanan yatırım araçlarıdır.”

University of Massachusetts’den Thomas Schneeweiss hedge fonları “yatırımcıların kâr sağlayabilmeleri için kaldıraç esasına göre nakit ve türev piyasalara yatırım yapabilen, esnek düzenlenen özel yatırım şirketi” olarak tanımlamaktadır.

Bu tanımlardan yola çıkarak hedge fonlarla ilgili şu şekilde kapsamlı bir tanım yapılabilir:

Hedge fonlar, varlıklı kişilerden ve büyük kuruluşlardan getiri sağlama ve sermayeyi değerlendirme amacına yönelik olarak toplanan fonları finansal varlık alım satımında kullanan, diğer yatırım araçlarından farklı olarak bir gösterge endeksle karşılaştırılan getiri sağlamak yerine, kesin ve sürekli getiri sağlamaya odaklanmış, arbitraj stratejileri kullanabilen, değerinin altında fiyatlanmış bir menkul kıymeti aynı

⁷ LHABITANT, François-Serge, **Handbook of Hedge Funds**, John Wiley & Sons, Ltd, 2006, s.25

anda hem alıp hem satabilen, opsiyonlara veya tahvillere yatırım yapabilen ve düşük risk altında yüksek getiri elde etme imkanı taşıyan her türlü piyasada yatırım yapabilen, risk/getiri profilini yükseltmek için açığa satış, türev ürünlerin alım satımı ve kaldıraç kullanımı gibi pozisyonlar alabilen oldukça özel, değişken bir yatırım ortaklığıdır.⁸⁻⁹

Hedge fon terimi, ilk kez 1966 yılında Fortune dergisinde Carol J. Loomis'in yayımlanan bir makalesinde yer alması sonucunda geniş kitlelerce duyulmuştur. Loomis, Alfred Winslow Jones tarafından kullanılan düşük değerlenmiş hisse senetleri üzerinde uzun pozisyon, aşırı değerlenmiş hisse senetleri üzerinde kısa pozisyon almak suretiyle hisse senedi pozisyonunun bir kısmının hedge edilmesi stratejisi nedeniyle bu ismi kullanmıştır.¹⁰

Hedge fonların ilk ortaya çıkışı; Alfred Winslow Jones'un 1949 yılında kendisinin sınırsız sorumlu ortak (komandite ortak) olduğu bir komandit şirket (private partnership/limited partnership) kurmasıyla başlamıştır.¹¹

Jones, iki yatırım stratejisini, yani açığa satış ve kaldıraç birleştirmiştir. Açığa satış; yatırımcının hisse senedi elinde olmadan, hisse senedini ödünç alıp piyasada bu hisseyi satması anlamına gelmektedir. Bu yönde pozisyon alan yatırımcı, ileride bu hisse senedinin fiyatının düşeceğini beklemektedir. Yatırımcı, ileride düşmesini beklediği bir pozisyonu, elinde olmadığı halde bugünden, daha yüksek bir fiyata satmaya ve ödeme zamanından önce ya da ödeme zamanında hisse senedini daha düşük fiyattan satın alarak yerine koyma düşüncesiyle kâr elde etmeyi amaçlar. Kaldıraç ise borç alınan paraların kullanılması şeklinde ifade edilebilir.

Açığa satış ve kaldıraç, riskli uygulamalar olarak değerlendirilmektedir. Jones bu stratejilerin, piyasa riskini sınırlamak için nasıl birleştirilebileceğini göstererek başarı

⁸ CHAMBERS, Nurgül, **Hedge Fonlar**, Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi, Cilt:1, Sayı:1, Haziran 2008, s.5

⁹ FRIEDLAND, Don, **What is a hedge fund?** <http://www.magnum.com/hedgefunds/aboutthehedgefunds.asp#hedgefund> Erisim Tarihi (15.01.2009).

¹⁰ YEŞİLÜRDÜ, Taliye, **Yatırım Fonlarında Türev Araç Kısıtlamaları ve Hedge Fonlar**, SPK Kurumsal Yatırımcılar Dairesi Yeterlilik Etüdü, Ankara, Temmuz 1998, s.39 <http://www.spk.gov.tr/yayingoster.aspx?yid=265&ct=f&action=displayfile&ext=.pdf> Erisim Tarihi (15.01.2009).

¹¹ ERTUGAY YILDIZ, Tuba, **Hedge Fonların İşleyişi**, SPK Denetleme Dairesi Yeterlilik Etüdü, Haziran 2005, İstanbul, s.2 <http://www.spk.gov.tr/yayingoster.aspx?yid=385&ct=f&action=displayfile&ext=.pdf> Erisim Tarihi (15.01.2009).

sağlamıştır. Jones'a göre hisse senedi yatırımlarında iki farklı risk kaynağı vardır: Bireysel hisse senedi seçiminden kaynaklanan risk ve piyasadaki genel düşüş riski. Jones bu iki riski birbirinden ayırmaya çalışmıştır.¹²

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 altına alarak ortadan kaldırması şeklindeydi. Hangi senetlerde uzun hangilerinde kısa pozisyon alacağı ise tamamen Jones'un beklentilerine yönelikti. Yani aşırı değerlenmiş senetlerde gelecekte fiyatın düşeceği beklentisiyle açığa satış yoluyla kısa pozisyon alırken, gelecekte değerlenmesini beklediği senetleri de portföyüne toplayarak uzun pozisyon alıyordu. Jones, finansal korunma sağlama amaçlı açığa satışların yanında portföyün getirisini artırmak için borçlanarak finansal kaldıraç etkisinden de yararlanıyordu.¹³

Ayrıca, Jones, ilk olarak, sınırsız sorumlu ortak olan fon yöneticisinin belirli bir gösterge (benchmark) ya da endeksin üzerinde sağladığı getiriye ödüllendiren prim sistemini kullanmayı düşünmüştür, fakat daha sonra, gerçekleşen kârın %20'sini teşvik ücreti olarak belirlemiştir. Aktif büyüklüğüne dayalı bir prim sistemi ya da fon yöneticisinin teşvik ücretini almadan önce neden olduğu zararları telafi etmesini gerektirecek bir hüküm öngörmemiştir.

Jones kurduğu sistemde fon yöneticisinin de fona sermaye koymasını öngörmüş, fon yöneticilerinin kendisi de risk almadıkça, ortaklarının sermayesini riske atarak yüksek teşvik ücretini almalarını anlamsız bulmuştur.¹⁴

Jones'un şöhretinin en büyük sebebi; komandit ortaklıkların doğru bir şekilde organize edildiklerinde Yatırım Şirketleri Kanunu'ndan muaf olabileceğini keşfetmesidir. Söz konusu muafiyet; diğer yatırım fonlarını veya ortaklıklarını kısıtlayan kredili alım, açığa satış gibi tekniklerin kullanılmasını sağlamıştır.¹⁵

¹² EICHENGREEN, Barry - MATHIESON, Donald, **Hedge Funds: What Do We Really Know?**, IMF Economic Issues, No:19, September 1999, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues19/index.htm> Erisim Tarihi (16.01.2009).

¹³ KÜÇÜKÖZMEN, Coşkun, **Serbest Yatırım Fonları (Hedge Funds)**, TC Dışişleri Bakanlığı Uluslararası Ekonomik Sorunlar Dergisi, Sayı:27, Yıl:7, Kasım/2007, s.2

¹⁴ YEŞİLÜRDÜ, a.g.e., s.47

¹⁵ ERTUGAY YILDIZ, a.g.e, s.2-3

1.2. Hedge Fonlar ve Mevcut Durum

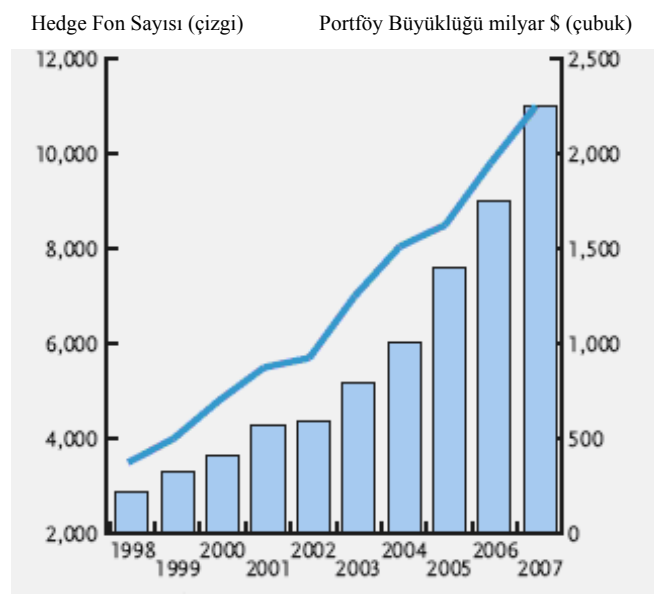
Hedge fonların dünyadaki varlığı 1940'lara dayanmakla birlikte, hedge fonlar 1990'lı yıllardan sonra George Soros'un Quantum Fonu ve sonrasında Julian Robertson'un Tiger Management Fonu ile dikkat çekmeye başlamıştır. Finans tarihinde tartışmalara konu olan; 1992 yılında İngiltere'de yaşanan ve literatüre "Kara Çarşamba" olarak geçen çalkantıda ve yine 1997 yılında yaşanan Asya krizinde George Soros'un Quantum Fon'u aracılığıyla gerçekleştirilen işlemler ve elde edilen kârlar hedge fonların şöhretini önemli ölçüde artırmıştır.¹⁶

Bugün gelinen noktaya bakıldığında finans çevrelerince 2008 yılı başlangıcı itibariyle küresel bazda hedge fonların yönetimleri altındaki portföy büyüklüğünün 1998 yılından bu yana 200 milyar \$'dan 2.25 trilyon \$'a ulaştığı, hedge fon sayısının ise 3.000'lerden 11.000 seviyesine geldiği¹⁷, portföy büyüklüğü içerisindeki 1.5 trilyon \$'lık bölümün ise ABD'li hedge fon yöneticileri tarafından yönetildiği ifade edilmektedir.¹⁸

¹⁶ SAĞLIK, Fatih, **Serbest Yatırım Fonlarının Yapısı ve İşleyişine İlişkin Esaslar**, SPK 2008, s.2

¹⁷ KING, Michael R. - MAIER, Philipp, **Hedge Funds and Financial Stability: Regulating Prime Brokers Will Mitigate Systemic Risks**, October 2008, s.4
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1297188 Erisim Tarihi (16.01.2009).

¹⁸ GAO, **Hedge Funds**, US Government Accountability Office Report to Congressional Requesters, January 2008, s.1 <http://www.gao.gov/new.items/d08200.pdf> Erisim Tarihi (16.01.2009).



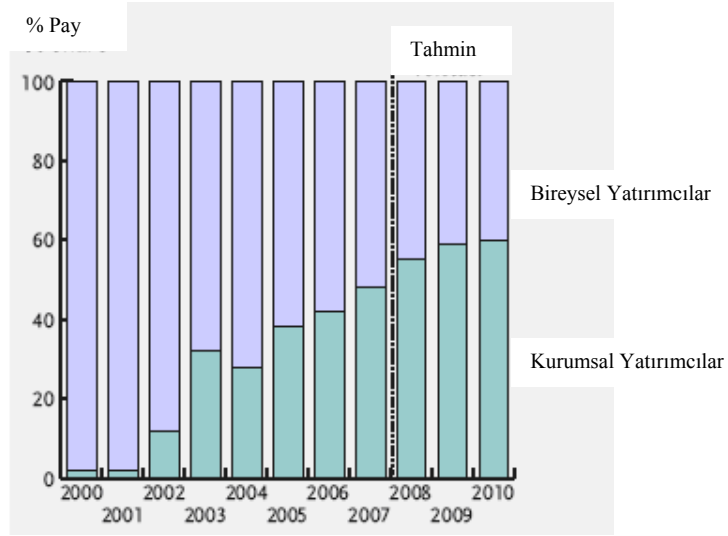
Grafik 1.1: Hedge fonların yönetimi altındaki portföy büyüklüğünün ve hedge fon adedinin yıllar itibariyle gelişimi

Kaynak: IFSL Research, Hedge Fund 2008, <http://www.ifsl.org.uk/output/ReportItem.aspx?NewsID=73> Erisim Tarihi (16.01.2009).

Hedge fon büyüklüklerindeki hızlı gelişimin ana nedenleri, geleneksel yatırımlardan beklenen getirinin düşük olması ve buna karşın görece olarak geleneksel yatırımlardan daha fazla getiri sağlayan alternatif yatırım stratejilerinin yarattığı esnekliğin finans çevrelerinde giderek daha fazla kabul görmeye başlamasıdır.¹⁹

Büyük orantılı artışların yapısal sebebi ise hedge fonların refah seviyesi yüksek bireysel yatırımcıların yanı sıra bankalar, emeklilik fonları ve sigorta şirketleri gibi kurumsal yatırımcıları içine alacak şekilde genişlemiş olmasıdır. Buna göre, küresel bazda 2000 yılında hedge fon müşterilerinin yaklaşık % 2'si finansal kuruluşlardan oluşmaktayken, 2008 yılında finansal kuruluşlar hedge fon müşterilerinin % 50'sini oluşturmuştur.

¹⁹ AKBULAK, Sevinç, **Serbest Yatırım Fonları ve Birincil Aracılık Hizmetleri**, SPK Araştırma Raporu, 15.04.2008, s.8 <http://www.spk.gov.tr/yayingoster.aspx?vid=961&ct=f&action=displayfile&ext=.pdf> Erisim Tarihi (17.01.2009).



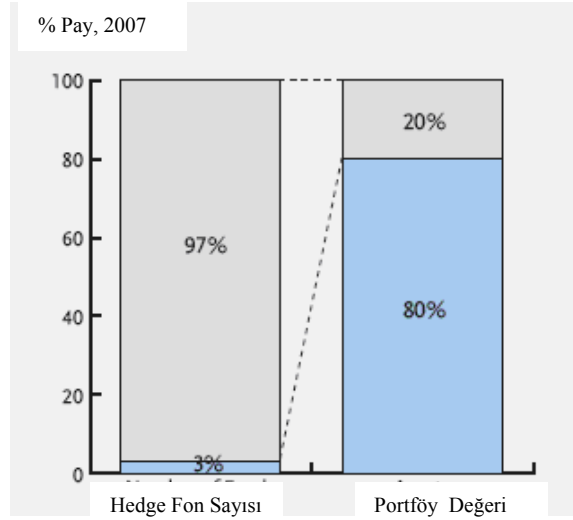
Grafik 1.2: Hedge fon müşterilerinin yıllar itibariyle dağılımı

Kaynak: IFSL Research, Hedge Fund 2008, <http://www.ifsl.org.uk/output/ReportItem.aspx?NewsID=73> Erisim Tarihi (16.01.2009).

Hedge fonlardaki artışa konjonktürel sebep olarak da gelişmekte olan ülkelerde uygulanan sıkı para politikaları, küresel dengesizlikler, dönem itibariyle artan petrol fiyatları sonucu petrol ihraç eden ülkelerde bulunan fazla fonların yol açtığı yüksek likiditenin yarattığı artan risk iştahı gösterilebilir. Diğer taraftan, hedge fonlardan kurulu fonların da söz konusu artış eğilimini desteklediği düşünülmektedir.²⁰ Öte yandan, küresel bazda 2008 başlangıcı itibariyle en büyük 100 hedge fonun sektörün toplam portföy değerinin % 75'ini oluşturduğu, sektördeki toplam fon adedinin %3'ünü oluşturan hedge fonların ise sektörün toplam portföy değerinin %80'ini karşıladığı görülmektedir.²¹

²⁰ AYDIN, Faruk M. - US, Vuslat, **Hedge Fonlar: Eğilimler ve Riskler**, TİSK Akademi Dergisi, Cilt:3, Sayı:5, Mart 2008, s.171-173

²¹ IFSL RESEARCH, **Hedge Funds 2008**, <http://www.ifsl.org.uk/output/ReportItem.aspx?NewsID=73> Erisim Tarihi (18.01.2009).



Grafik 1.3: Hedge fonların, sektördeki portföy değerlerini karşılama yüzdeleri

Kaynak: IFSL Research, Hedge Fund 2008, <http://www.ifsl.org.uk/output/ReportItem.aspx?NewsID=73> Erisim Tarihi (16.01.2009).

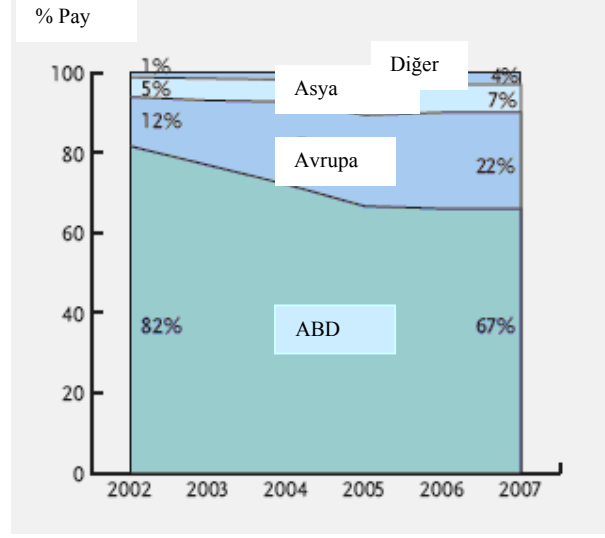
ABD ve AB genelinde global arenada faaliyet gösteren, 2008 başlangıcı itibariyle en büyük 10 hedge fonun sıralaması ise şu şekilde gerçekleşmiştir:

| En büyük 10 Hedge Fon | US\$ Milyar |
|----------------------------------|-------------|
| 1.JPMorgan Asset Management | 44.7 |
| 2.Bridgewater Associates | 36.0 |
| 3.Farallon Capital Management | 36.0 |
| 4.Renaissance Technologies Corp. | 33.3 |
| 5.Och-Ziff Capital Management | 33.2 |
| 6.D.E Shaw Group | 32.2 |
| 7.Goldman Sachs Asset Management | 29.2 |
| 8.Paulson & Co. | 29.0 |
| 9.Barclays Global Investors | 26.2 |
| 10.GLG Partners | 23.9 |

Tablo 1.1: ABD ve AB genelinde 2008 yılı itibariyle en büyük 10 hedge fon

Kaynak: IFSL Research, Hedge Fund 2008, <http://www.ifsl.org.uk/output/ReportItem.aspx?NewsID=73> Erisim Tarihi (16.01.2009).

Coğrafi dağılıma bakıldığında ise, hedge fonlardaki gelişimin Avrupa, Asya ve diğer bölgelere kaymakta olduğu görülebilecektir.

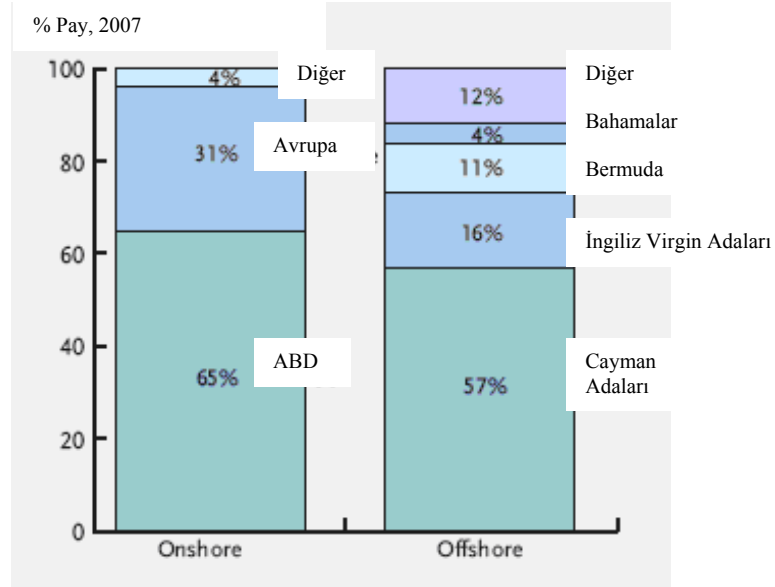


Grafik 1.4: Hedge fonların yıllar itibariyle coğrafi dağılımları

Kaynak: IFSL Research, Hedge Fund 2008, <http://www.ifsl.org.uk/output/ReportItem.aspx?NewsID=73> Erisim Tarihi (16.01.2009).

Hedge fonların kuruluş yerlerine bakıldığında; bu fonlar esnek düzenleme ortamı ve vergi avantajları nedeniyle daha çok Cayman adaları, Virgin adaları, Bahamalar, Antiller ve Bermuda gibi offshore bölgelerde yerleşik olacak şekilde kurulmaktadır.²²

²² AKBULAK, a.g.e., s.8



Grafik 1.5: Yerel ve offshore hedge fonların kuruluş yerleri

Kaynak: IFSL Research, Hedge Fund 2008, <http://www.ifsl.org.uk/output/ReportItem.aspx?NewsID=73> Erisim Tarihi (16.01.2009).

Küresel bazda yönetimleri altındaki portföy büyüklüğünün 1998 yılından bu yana 200 milyar \$'dan 2.25 trilyon \$'a ulaştığı, sayılarının ise 3.000'lerden 11.000 seviyesine geldiği hedge fonlar, Küresel Finans Krizi'nden olumsuz etkilenen finansal kurumlardan biri olmuştur. 2007 yılının ortalarında başlayan ve Subprime Mortgage Krizi olarak anılan Küresel Finans Krizi'nin başlangıcında dayanak noktası ABD'nin 5. büyük yatırım bankası Bear Stearns'ın yönettiği High-Grade Structured Credit Strategies Enhanced Leveraged Fonu (yüksek kaldıraçlı fon) ve High-Grade Structured Credit Strategies Fonu'nun (varlığa dayalı fon) iflas etmesi olmuştur. Bu iflaslar, global bazda hedge fonları zora sokmuştur.²³

Oldukça volatil ve aşağı yönde eğilimin olduğu piyasalarda yatırımcılar; hem piyasalara hem de hedge fon yöneticilerine olan güvenlerini kaybedince hedge fonların batacağına ilişkin ani bir korkuya kapılmışlardır. Bu korkuyla hedge fonlara yapmış oldukları yatırımları bir an önce geri çekmek, başka bir deyişle yatırımlarını paraya çevirmek istemişlerdir. Yatırımcıların paraya çevirme isteklerinin baskıya dönüşmesi,

²³ CHAMBERS, Nurgül, **Hedge Fon Krallığı Sarsılıyor**, s.1 www.bilgeyatirimci.com/nurgul_chambers Erisim Tarihi (25.01.2009).

global bazda hedge fonları zor durumda bırakmış, para çekişlerini karşılayabilmek için hedge fon yöneticileri düşen piyasalarda aceleyle satışa geçmek zorunda kalmışlardır. Sahip oldukları en iyi ve hala likit olabilecek hisse senetlerini satmaya zorlanmışlar ve sonrasında zarar etmişlerdir.²⁴

| Kasım 2008 | US\$ Milyar |
|----------------------|-------------|
| Fona yatırılan tutar | 4.1 |
| Fondan Çekilen Tutar | 57.3 |
| Toplam | -53.2 |
| Pozitif Performans | 76 |
| Negatif Performans | 94.3 |
| Toplam | -18.3 |
| Genel Toplam | -71.5 |

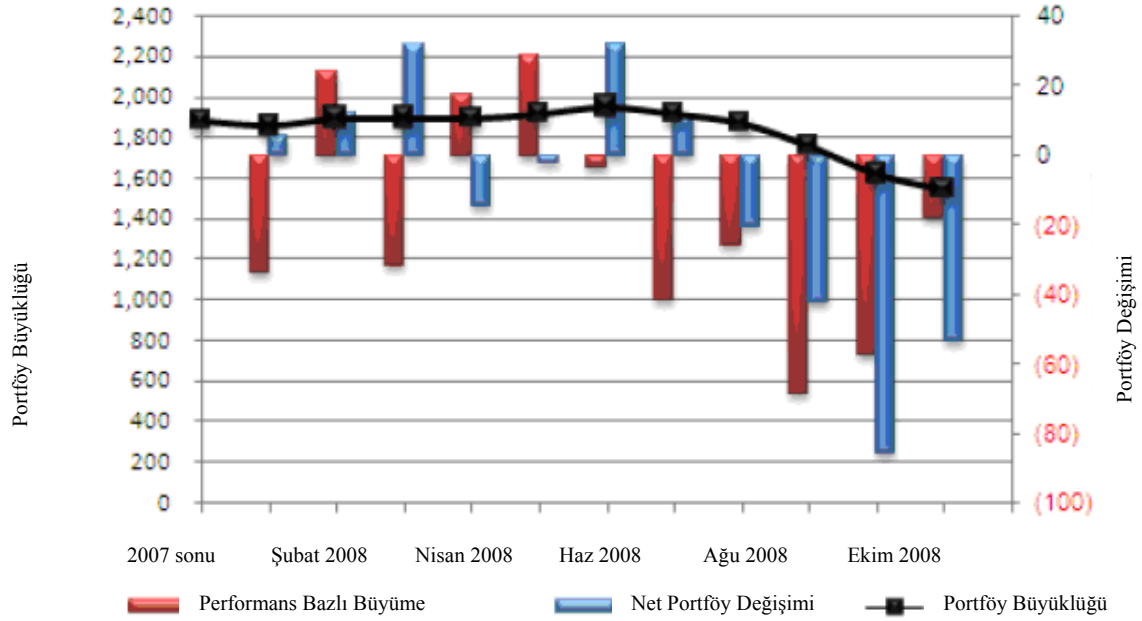
Tablo 1.2: Kasım 2008 itibariyle hedge fon hareketleri

Kaynak: EurekaHedge Hedge Fund, <http://www.eurekahedge.com> Erisim Tarihi (25.01.2009).

Kasım 2008’de küresel bazda hedge fonlara yatırılan tutar ile bu fonlardan çekilen tutar arasındaki büyük fark dikkati çekmektedir. Bu durum yeni yatırımcıların hedge fona girmekte oldukça çekingen davrandıklarını, mevcut yatırımcıların da hedge fonlardan hızla ayrılmaya çalıştıklarını göstermektedir. Kasım 2008’de hedge fonlardan çekilen toplam tutar 53.2 milyar \$’ı bulmuştur. Bu dönemde hedge fonların gösterdiği performans da düşmüştür. Kasım 2008’de toplam performans kaybı, başka bir deyişle zarar 18.3 milyar \$’a ulaşmıştır. Yatırımcıların artan riskten kaçınma isteği ve belirsizlik, sektörün büyüklüğünü toplam 71.5 milyar \$ azaltarak, küresel bazda hedge fonların varlıklarını Kasım ayı sonu itibariyle 1.55 trilyon \$’a düşürmüştür.²⁵

²⁴ CHAMBERS, Hedge Fon Krallığı...a.g.m., s.2

²⁵ CHAMBERS, Hedge Fon Krallığı...a.g.m., s.2



Grafik 1.6: 2007 sonu ve Kasım 2008 arası dönemde hedge fon varlıklarındaki değişim

Kaynak: Eurekahedge Hedge Fund, <http://www.eurekahedge.com> Erisim Tarihi (25.01.2009).

Hedge fonların yıllar itibariyle göstermiş oldukları performansa bakmak gerekirse, küresel bazda hedge fon yatırımlarının 2000 ile 2008 yılları arasında elde ettiği yıllık bazda toplam getiri ve aylık bazdaki getirilerinin **Tablo 1.3'**te sıralandığı görülmektedir. Hedge fon yatırımlarının aylar itibariyle zaman zaman kâr, zaman zaman zarar ettiği görülmekte, istikrarlı bir seyir yorumu yapılamamaktadır. Yıllık getiriye bakıldığında ise 2008 yılına kadar pozitif bir getirin olduğu ifade edilebilecektir.

| | Ocak | Şubat | Mart | Nisan | May | Haz. | Tem. | Ağu. | Eylül | Ekim | Kas. | Arl. | Yıllık Getiri |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|---------------|
| 2008 | -2.27 | 2.42 | -1.92 | 1.30 | 1.75 | -0.65 | -2.08 | -1.36 | -4.84 | -4.99 | -1.16 | 1.44 | -11.97 |
| 2007 | 1.25 | 0.70 | 0.84 | 1.96 | 2.15 | 1.19 | 0.75 | -1.44 | 2.97 | 2.93 | -1.44 | 0.84 | 13.34 |
| 2006 | 3.38 | 0.51 | 2.06 | 2.12 | -1.46 | -0.31 | -0.10 | 0.99 | 0.15 | 1.82 | 2.24 | 1.71 | 13.80 |
| 2005 | -0.14 | 1.82 | -0.61 | -1.21 | 1.09 | 1.56 | 1.74 | 0.99 | 2.20 | -1.11 | 2.15 | 2.17 | 11.08 |
| 2004 | 1.79 | 1.65 | 0.82 | -1.39 | -0.37 | 0.33 | -0.56 | 0.08 | 1.70 | 1.07 | 2.92 | 1.37 | 9.73 |
| 2003 | 1.29 | 0.67 | -0.22 | 2.48 | 3.69 | 1.14 | 1.23 | 2.01 | 1.32 | 2.58 | 0.97 | 2.09 | 20.99 |
| 2002 | 0.80 | -0.10 | 1.79 | 0.62 | 1.07 | 0.02 | -1.04 | 0.94 | -0.27 | 0.36 | 1.69 | 1.16 | 7.23 |
| 2001 | 2.86 | -0.21 | 0.59 | 1.12 | 1.71 | 0.70 | -0.29 | 0.59 | -1.09 | 1.98 | 1.00 | 1.66 | 11.09 |
| 2000 | 1.56 | 5.56 | 1.68 | -1.19 | 0.03 | 2.45 | 0.33 | 3.70 | -0.24 | -0.20 | -0.53 | 3.43 | 17.63 |

Tablo 1.3: 2000-2008 itibariyle aylık ve yıllık bazda hedge fon performansları

Kaynak: Eureka Hedge Hedge Fund Endeksi, <http://www.eurekahedge.com> Erisim Tarihi (25.01.2009).

Tablo 1.3'te görüldüğü üzere, 2000 yılı başından itibaren 2008 yılına kadar hedge fonların yıllık getiri anlamında başarılı bir performansa sahip oldukları görülmektedir.. Bu süre içinde en yüksek kârlılığı %20,99 ile 2003 yılında gerçekleştirmişlerdir. Bunu %17,63 ile 2000 yılı izlemektedir. En düşük kârlılıkları ise %9,73 ile 2004 yılında, %7,23 ile 2002 yılında elde etmişlerdir. Şubat 2000'de %5,56 oranındaki getiri hedge fonların aylık bazda sağladıkları en yüksek getiridir. 2008 yılının başında, 2007 yılındaki sıkıntılarının etkisiyle, Ocak ayında %2,27 oranında kayıpla karşılaşmışlardır. Şubat, Nisan ve Mayıs aylarında toparlanmaya çalışan hedge fonlar Haziran ayından bu yana kaybetmeye devam etmektedir. Ayrıca, Ekim ayında görülen %4,99 oranındaki kayıp, 2000 yılından bu yana aylık bazda karşılaşılan en büyük kayıptır.²⁶

²⁶ CHAMBERS, Hedge Fon Krallığı...a.g.m., s.3

Gelişmekte olan ülkelerde hedge fon yatırımlarının 2000 yılı ile 2008 yılları arasında elde ettiği yıllık bazda toplam getiri ve aylık bazdaki getirileri **Tablo 1.4**'te görülmektedir

| | Ocak | Şubat | Mart | Nisan | May | Haz. | Tem. | Ağu. | Eylül | Ekim | Kas. | Arl. | Yıllık Getiri |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|---------------|
| 2008 | -4.57 | 2.65 | -3.21 | 1.93 | 1.30 | -2.44 | -2.16 | -3.38 | -6.87 | -8.59 | -1.22 | 0.97 | -23.34 |
| 2007 | 1.28 | 1.32 | 1.80 | 3.17 | 3.57 | 2.30 | 3.14 | -1.69 | 3.88 | 3.85 | -1.67 | 1.55 | 24.70 |
| 2006 | 5.67 | 2.22 | 1.72 | 3.38 | -2.62 | -0.38 | 0.87 | 1.65 | 1.10 | 2.73 | 3.93 | 3.56 | 26.30 |
| 2005 | 0.93 | 3.52 | -1.39 | -0.20 | 0.98 | 1.24 | 2.30 | 1.67 | 3.98 | -1.80 | 3.03 | 3.21 | 18.72 |
| 2004 | 2.47 | 2.19 | 1.44 | -1.96 | -0.93 | 0.75 | 0.61 | 1.56 | 3.00 | 1.31 | 2.91 | 2.17 | 16.53 |
| 2003 | 1.18 | 1.72 | 0.62 | 4.10 | 3.88 | 2.65 | 2.34 | 4.10 | 3.00 | 3.08 | 1.56 | 4.17 | 37.58 |
| 2002 | 3.47 | 2.39 | 3.67 | 2.74 | 0.85 | -1.95 | -1.72 | 1.29 | -0.30 | 2.71 | 2.30 | 1.13 | 17.67 |
| 2001 | 5.82 | -1.10 | 0.00 | 2.15 | 3.55 | 2.72 | -1.10 | 0.64 | -3.25 | 2.94 | 4.69 | 3.33 | 21.93 |
| 2000 | 3.09 | 3.56 | 6.48 | -2.85 | -3.14 | 2.48 | 2.49 | 4.45 | -3.23 | -1.13 | -3.96 | 1.15 | 9.06 |

Tablo 1.4: 2000-2008 itibariyle gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren hedge fonların aylık ve yıllık bazda performansları

Kaynak: Eureka Hedge Hedge Fund Endeks, www.eureka hedge.com Erisim Tarihi (25.01.2009).

. Hedge fon yatırımlarının aylar itibariyle zaman zaman kâr, zaman zaman zarar ettiği görülmekte, istikrarlı bir seyir yorumu yapılamamaktadır. Eureka Hedge Hedge Fon Gelişmekte Olan Piyasalar Endeksinin performans tablosu **Tablo 1.4**, hedge fonların yıllar itibariyle göstermiş oldukları performansı açıklayan **Tablo 1.3** ile benzer bir görünüm sergilemektedir. Hedge fonlar 2000-2008 yılları arasında gelişmekte olan ülkelerdeki yatırımlarından yüksek oranda getiri sağlamışlardır. En yüksek getiri %37,58 ile 2003 yılında elde edilmiştir. 2007 yılına ait %24,70 oranındaki getiri, 2008 yılında Kasım sonuna kadar karşılaşılan %23,34 oranındaki kayıpla neredeyse silinmiştir.²⁷

²⁷ CHAMBERS, Hedge Fon Krallığı...a.g.m., s.3

1.3. Hedge Fonların Temel Özellikleri

Hedge fonlar her türlü alım satım tarzını benimseyerek ekonomik araştırmalara dayalı işlem yapabilme özelliği taşıırken, istatistiki, kantitatif veya teknik analizlere dayalı işlemler de yapabilirler. Sadece belirli piyasalarda değil, tüm dünya piyasalarında yatırım yapabilme niteliğinin yanı sıra²⁸, son derece eğitilmiş, dikkatli, deneyimli profesyonel yöneticiler tarafından yönetilme özelliği sayesinde – bu yöneticilerin çoğu kendi alanlarında uzmanlaşmıştır ve yalnızca uzman oldukları ya da göreceli olarak kendi rekabet üstünlüklerinin olduğu belirli alanlarda yatırım yaparlar – piyasalara daha ucuz erişim, en iyi analistlerle çalışma fırsatını yakalama ve alternatifli portföy çeşitlendirmesine ulaşma noktasında yatırımcılar için cazip hale gelmektedir.²⁹

1.3.1. Yöneticilerin Ortaklığı

Hedge fon yöneticisi genellikle yatırımcıyla beraber hem negatif hem de pozitif riskleri paylaşmaktadır, çünkü hedge fon içerisinde önemli ölçüde kişisel hissesi bulunmaktadır. Hedge fon yöneticisinin, yönettiği fonda payının olmasının temel nedeni yöneticinin çıkarları ve yatırımcıların çıkarlarını uyumlu hale getirmek ve yöneticileri, riskleri dikkatlice kontrol ederken ciddi miktarda toplam getiri elde etmeye teşvik etmektir. Ancak bilinenin aksine, hedge fonu yöneticisinin şahsi çıkar ve zenginleşme durumu, her zaman iyi bir motivasyon göstergesi değildir, hatta istenmeyen sonuçlara yol açabilmektedir. Örneğin kariyerinin başındaki bir fon yöneticisinin kaybedecek çok az şeyi vardır. Bir başarısızlık durumunda geleneksel portföy yöneticiliğine dönebileceğini ve hızlıca toparlanabileceğini bildiği için riski artırabilecektir. Diğer yandan ise, kariyerinin sonuna yaklaşmış başarılı bir fon yöneticisinin, hedge fondaki payı önemli miktara ulaştığı için risk almaktan kaçınabilecektir.³⁰

²⁸ AYDIN - US, a.g.m. s.170

²⁹ ÜLGEN, Soner, Hedge Fonlar, s.3 <http://dorukkayadanismanlik.com/makaleler/8918.doc> Erisim Tarihi (26.01.2009).

³⁰ LHABITANT, a.g.e., s.33

1.3.2. Ölçülemeyen Stratejiler

Fon portföyünün büyüklüğü, geleneksel portföy yönetiminin aksine, hedge fon endüstrisinde bir başarı faktörü olarak değerlendirilmemektedir. Bu yorum, hedge fon stratejilerinin önemli ölçüde yönetici becerilerine ve mevcut yatırım fırsatlarına dayanıyor olması nedeniyle yapılmaktadır. Yöneticilerin becerisi ve mevcut yatırım fırsatları ise ölçülemeyen iki faktör olarak karşımıza çıkmaktadır.³¹

1.3.3. Spesifik Yatırımcılar

Tarihsel süreç içerisinde hedge fonların ana yatırımcıları yüksek varlıklı, spesifik bireysel ve kurumsal yatırımcılardan oluşmuştur. Hedge fonların spesifik yatırımcıları hedef almasındaki başlıca nedenler şöyle sıralanabilir:³²

- **Sermaye Yapısı:** Sınırlı sorumlu ortaklık şeklinde kurulmuş olan bir hedge fonda, ortakların sayısındaki yasal limit nedeniyle hedge fonun düzgün bir şekilde işlemlerini sağlayacak oranda fonda yeterli sermayenin bulunabilmesi için sınırlı sayıdaki yatırımcının minimum sermaye miktarının yüksek olması gerekecektir. Minimum sermaye miktarı genellikle en az 1 milyon \$'dır. Eğer yatırımcı bir organizasyon, şirket veya başka bir kurum ya da kuruluş ise, organizasyonun varlık toplamının 5.000.000 \$'ı aşması veya organizasyon sahibinin akredite bir yatırımcı olması gerekmektedir.
- **Karmaşık Yapı:** Hedge fon yatırım stratejilerinin çok çeşitli ve karmaşık olması sebebiyle bu tarz stratejilerin ortalama yatırımcılar tarafından anlaşılmasının güç olması, belirli tecrübeye ve bilgi birikimine sahip spesifik yatırımcıların hedef alınmasını gerektirmektedir.

³¹ LHABITANT, a.g.e., s.34

³² LHABITANT, a.g.e., s.34

- **Yasal Yapı:** Yasal düzenlemeler sadece sofistike yatırımcıların hedge fona ulaşabilmesine imkan vermektedir.

Hedge fonların yatırımcıları arasında varlıklı ve nitelikli yatırımcıların yanı sıra sigorta şirketleri, özel bankalar, bireysel emeklilik fonları, üniversite veya vakıflara yapılan bağışlardan oluşan fonlar, hedge fon fonları gibi kurumsal yatırımcıların son yıllarda artan oranlarda yer aldığı görülmektedir.³³

1.3.4. Sınırlı Likidite

Hedge fonlar, geleneksel yatırım fonlarından farklı olarak, katı giriş ve fondan çıkış sınırlamaları içermektedir:

- Likidite tarihi
- Yatırılmış sermayeyi bağlama

Bir hedge fonda yatırımcılar için anahtar faktör likiditedir. Yatırımcının yatırdığı fonu istediği zaman geri çekmesi kolay değildir. Hedge fonlarda sadece belirli dönemlerde fona girmek ve fondan çıkmak mümkündür. Likidite tarihleri, bir yatırımcının fondan çıkışına izin verilen yılın belirli zamanlarını ifade etmektedir. Hedge fonların genellikle bir yılın çeyreğini içeren likidite tarihleri bulunmakta, ancak yıllık likidite tarihleri ile de karşılaşılabilmektedir. Yatırımcılar paraya çevirme işlemi istediklerini, buna ihtiyaçları olduğunu önceden bildirmek yükümlülüğündedirler ve bu bildirim de genellikle, önceden belirlenmiş olan paraya çevirme tarihinden 30 gün öncedir.

Yatırılmış sermayeyi bağlama veya sermayeyi kilitleme süresi (lock-up period), başlangıç yatırımını belirli bir süre fonda tutma yükümlülüğünü ifade etmektedir.

³³ FIKIRKOCA, Ekin, **Altenatif Yatırım Araçları**, TSPAKB Sermaye Piyasasında Gündem, Sayı:41, Ocak 2006, s.9
http://www.tspakb.org.tr/tr/admin/Portal/LinkClick.aspx?tabid=151&table=Baglanti&field=ItemID&id=150&link=AIM_Yayin_ve_Raporlar_Aylik_Yayinlar_2006_gundem_200601.pdf Erisim Tarihi (02.02.2009).

Bu süre yatırımcının parasını çekemeyeceği dönem olup, hedge fona paranın yatırıldığı tarihten itibaren başlamaktadır. Yatırımcıdan işin başında hedge fona yatırmış olduğu başlangıç tutarını belirli bir süre fonda tutması istenmektedir. Sermayeyi bağlama süresi bittikten sonra yatırımcı herhangi bir likidite tarihinde fondan çıkmakta özgürdür.

Hedge fon yöneticisi için sermaye bağlama süresinin uzunluğu bir tampon görevi görmekte, bu süre, hedge fon yöneticisine yatırım stratejisini uygulamak için zaman vermektedir. Sermaye bağlama süresi yatırımcıyı fonda kalmaya zorlayacak ve yatırımcı bu süre içinde fondan çıkamayacaktır. Bu da fon yöneticisinin yararına olacaktır. Ayrıca, yatırımcının sermayesini zamansız geri çekmesinin, diğer yatırımcılar üzerindeki olumsuz etkisi önlenmiş olacaktır. Bir hedge fonun uzun süreli sermaye bağlama süresi elde etmesi ve fona giren para tutarını artırma yeteneği fonun kalitesine ve piyasadaki imajına bağlıdır. Genellikle sermaye bağlama süresi bir yıl iken, bazı hedge fonlar üç yıllık sermaye bağlama süresi uygulamaktadırlar.³⁴

1.3.5. Esnek Yatırım Politikaları

Hedge fonlar, riskli yatırım alanlarında uzun/kısa pozisyon alımı, yüksek oranda kaldıraç kullanımı (türev ürünler gibi mali enstrümanlar içerisindeki kaldıraçlar da dahil olmak üzere) türev ürünlerin kâr amaçlı kullanımı ve/veya arbitraj teknikleri gibi alternatif yatırım stratejilerini kullanabilmektedir.³⁵

Her ne kadar belirli hedge fon türleri belli varlıklara yatırım yapmayı benimsemişlerse de, genel olarak, hedge fonlar sınırsız bir şekilde varlık türlerini kullanma serbestisine sahiptirler. Hedge fonlar, açığa satış yapabilirler, zor durumdaki hisselerle rahatça yatırım yapabilirler ve aynı zamanda piyasa riskini azaltmak amacıyla

³⁴ CHAMBERS, Hedge...a.g.m., s.7

³⁵ RYBACK, William A., **Hedge Funds in Emerging Markets**, Banque de France Financial Stability Review-Special Issue on Hedge Funds, No:10, April 2007, s.144

hisse senedi ve tahvil/bono piyasaları ile kendi yatırımları arasındaki korelasyonu minimize edecek faaliyetlere de yönelebilirler.³⁶

Hedge fonlar piyasa öngörülerinin pozisyon alma gücünü artırmak için bankalar ve diğer finansal kurumlardan ödünç alarak finansal kaldıraç kullanırlar ve almak istemedikleri risklerden korunmak için türev enstrümanlar kullanırlar, böylece piyasalarda alacakları pozisyonlara yoğunlaşarak yüksek kazanç elde etmeye çalışırlar.³⁷

Günümüzde hedge fonlar; hisse senetlerinin yanında, tahvillere, hisse senedine çevrilebilir tahvillere, döviz, borsalarda işlem gören futures ve opsiyon kontratlarına, tezgahüstü piyasalarda işlem gören türev araçlara, emtiaya dayalı opsiyon sözleşmelerine ve diğer menkul kıymet sayılmayan yatırım araçlarına da yatırım yapabilmektedirler.³⁸

1.3.6. Sınırlı Şeffaflık

Şeffaflık, hedge fon sektöründe en çok tartışılan konulardan biridir. Şeffaflık, “kendini göstermek” anlamına gelen Latince *trans* ve *parere* kelimelerinden türetilmiş bir kelimedir. Fon yönetimi sektöründe, bu durum, net varlık değerinin arkasında ne olduğunu görebilmek şeklinde ifade edilebilir.

Hedge fonlar şeffaf bir yapıya sahip değildir. Bunun temelde iki nedeni vardır. Birincisi, hedge fonların özel yasal yapısı ve offshore merkezli olmaları nedeniyle, portföy dağılımları, performans ve getiri gibi bilgileri halka açıklamak zorunda olmamalarıdır. İkincisi, kullanılan stratejiler hakkında belirli bazı pozisyonların açığa vurulmasının hem fon hem de yatırımcıları için dezavantaj oluşturabileceği gerçeğidir. Örneğin, bir şirkette bir stratejik konum elde etme açısından hisseler biriktiren bir fon,

³⁶ TÜRKİYE KURUMSAL YATIRIMCI YÖNETİCİLERİ DERNEĞİ, KYD Aylık Bülten, Kasım 2003, s.4 <http://www.kyd.org.tr/data/T/KYDKasım2003AylıkBülteni.doc> Erisim Tarihi (02.03.2009).

³⁷ CROCKETT, Andrew, **The Evolution and Regulation of Hedge Funds**, Banque de France Financial Stability Review-Special Issue on Hedge Funds, No:10, April 2007, s.20

³⁸ ERTUGAY YILDIZ, a.g.e, s.3

pozisyonu tamamlayana kadar ne yaptığını açıkça duyurmak istemez. Aynı şekilde likit olmayan bir piyasada az miktardaki bir fon, piyasaya etki edecek çeşitli faktörler nedeniyle geçici bir süreyle yaşanacak likidite darlığında portföyündeki hisselerini nakde çevirememeye tehlikesinden korkarak hisselerini açığa vurmamak istemez. Bu noktada hedge fonların şeffaflığı çift ağızlı bir kılıç gibi görülmektedir.

Hedge fonların son derece bağımsız ve bazen de anlaşılmaz olmayı tercih etmeleri hedge fon sektörünü çevreleyen gizem ve zorluğu sürekli kılmaya yardımcı olmaktadır. Bununla birlikte, şeffaflık durumu kademe kademe değişmektedir. Yatırımcılar sürekli olarak daha çok bilgi talep etmektedirler ve minimum şeffaflık seviyesi noktasında bir mutabakat oluşmaktadır. Fon yöneticileri ayrıca ayrıntılı pozisyon bilgileri yerine toplu bilgiler ve risk bilgilerini paylaşmak konusunda daha az isteksizdirler.³⁹

Hedge fonlar SEC'e kayıtlı değildir. Yatırımcı sayısını sınırlandırarak ve belirli bir yatırım düzeyi/giriş sermayesi karşılıklarını isteyerek yatırımcıları akredite etmek yoluyla kayıt altına almaktan kaçınırlar. Ayrıca hedge fonların reklam vermeleri veya çağrıda bulunmaları yasaktır. Bu yasaklar da hedge fonların gizemini artırmaktadır.⁴⁰

Hedge fonların yatırımcılara bilgi açıklamak gibi bir zorunlulukları yoktur. Ancak kurumsal yatırımcıların artan baskıları nedeniyle haftalık fiyatlandırma, risk sahası raporları, sektör dağılımı gibi aşamalı olarak yeni şeffaflık standartları getirilmektedir. Hâla yapılacak iyileştirmelerin varlığı yanında özellikle hedge fon yöneticisinin çalışma prensiplerini tanımlayan izahname (offering memorandum) açılımı gibi son yıllarda önemli değişikliklere tanık olunmuştur. Genel olarak, hedge fon yöneticileri, artık yatırımcılarına daha fazla bilgi sunma konusunda istekli görünmektedirler.⁴¹

³⁹ LHABITANT, a.g.e., s.33-34

⁴⁰ CHAMBERS, Hedge...a.g.m., s.5

⁴¹ STEVENSON, Patrick, **Funds of Hedge Funds: Origins, Role and Future**, Banque de France Financial Stability Review-Special Issue on Hedge Funds, No:10, April 2007, s.154

Hedge fonlar tarafından hazırlanan izahname yatırımcılara aşağıdaki alanlarda bilgi sağlamalıdır:

Ücretler: Hedge fon yöneticileri ücret talep edecekleri esasları açıkça düzenlemelidir. Bu, sadece temel yapıyı (klasik %2+%20) içermemeli, aynı zamanda genel giderlerin ve personel ücretlerinin hesaplandığı çeşitli değişkenleri de tanımlamalıdır.

Geri satın alma politikası: Hangi şartlar altında fonu tekrar satın alabilecekleri ve geri satın almada ne gibi sınırlamalar yapılacağı hakkında yatırımcılara bilgi verilmelidir. İmtiyazlı geri satın alma haklarının varlığı vb. durumlar açıklanmalıdır.

Yatırım stratejisi: Hedge fon yöneticileri, izleyecekleri yatırım stratejilerini (uzun/kısa pozisyon, global makro, olaya dayalı gibi) ve bu politikaları çeşitlendirmek için yöneticinin sahip olduğu takdir yetkilerinin boyutunu açıklamalıdır.⁴²

1.3.7. Performans Ücreti ve Mutlak Getiri Hedefi

Genelde hedge fon yöneticisi standart olarak fon varlıklarından %2 oranında yönetim ücreti ve kâr üzerinden %20 performans ücreti (komisyon) almaktadır. Performans ücreti alınırken birtakım sınırlamalar söz konusudur. Örneğin üst sınır (high water marks) uygulamasına göre, fon varlıkları önceki hesap dönemleri sonunda ulaştığı en yüksek miktara ulaşana kadar fon yöneticisi performans ücreti alamamaktadır. Yani 100 TL'lik bir fon kurulduktan sonra 120'ye ulaşırsa 20 TL için performans ücreti ödenmekte, bir sonraki yıl 115 TL'ye düşerse herhangi bir performans ücreti ödenmemektedir. Devamında fon değeri 125 TL olursa yalnızca 5 TL için performans ücreti ödenmektedir.

Diğer bir uygulama ise eşik oranı'dır (hurdle rate). Bu uygulamada fon yöneticisi belirli bir benchmark (enflasyon, hazine bonusu faizi veya ortalama endeks getirisi vb.) seçmekte ve fonun getirisi bu benchmark üzerinden hesaplanmaktadır. Örneğin yıllık %10 getiren bir fonun benchmarkının %8'lik enflasyon oranı olması

⁴² McCHARTHY, Callum, **Transparency Requirements and Hedge Funds**, Banque de France Financial Stability Review-Special Issue on Hedge Funds, No:10, April 2007, s.78

durumunda performans ücreti %2 üzerinden hesaplanmaktadır. Ancak son yıllarda hedge fonlara olan talebin artması sebebiyle sistem hedge fon yöneticilerinin lehine gelişmiş olup, günümüzde hedge fon getirilerinde eşik oranı uygulaması genelde kullanılmamaktadır.⁴³

Bu mekanizmalar, hedge fon yöneticilerinin neden bir mutlak gelir hedefini takip ettiklerini açıklamaktadır. Diğer bir deyişle, hedge fon yöneticilerinin amacı hisse senedi veya tahvil piyasası ortamından bağımsız olarak kâr elde etmektir. Maaşları doğrudan performansa bağlıdır. Bu durum, performansını standart piyasa ölçütlerine göre karşılaştıran ve çoğunlukla yönetmekte oldukları varlıkların miktarını dikkate alan geleneksel yatırım araçlarından büyük ölçüde farklılaşmaktadır. Bununla birlikte teşvik ücretlerinin son derece başarılı yönetici davranışları üzerinde *ters kumar etkisi* de yaratabileceği unutulmamalıdır. Örneğin belirli bir yılın başında çok iyi performans elde eden bir yönetici, beklemede kalıp ücreti ödeninceye kadar her türlü riskten kaçınarak teşvik ücretini garantiye almak isteyebilirken, kötü bir performans sergileyen bir yönetici ise, kaybedecek bir şeyi olmadığı için daha fazla risk alabilir ya da yeni bir fona başlamak için mevcut fonunu belkide kapatabilir.

ABD'deki birçok hedge fon yöneticisi, offshore hedge fonlar için *vadeli teşvik ödeneği* kullanmaktadır. *Vadeli teşvik ödeneği* uygulaması, mali yıl başlangıcından önce, bir sonraki mali yıla ilişkin olarak kazanılmış yönetim ücreti veya performans ücretinin tamamının veya bir kısmının 10 yıla kadar ertelenmesine dayanmaktadır. Ertelenmiş ücretler hedge fonun hesabında kalmakta ve fonun bir sonraki performansı esasına göre değer kazanmakta ya da değer kaybetmektedir. Ertelenmiş ücretler hedge fon kayıtlarına borç olarak yansıtılmakta ve fonun net varlık değerini düşürmektedir. Herhangi bir değer kazanma ek ücret şeklinde gider olarak kaydedilecek ve herhangi bir değer kaybı ücretlerde bir düşüş şeklinde işlem görecektir. Erteleme süresinin sona ermesi, fonların tasfiye edilmesi veya fon tarafından yatırım danışmanlığı anlaşmasının feshedilmesi durumunda ise tüm vadeli performans ve yönetim ücretleri ödenmektedir.⁴⁴

⁴³ SAĞLIK, a.g.m., s.7-8

⁴⁴ LHABITANT, a.g.e., s.32-33

1.3.8. Sıradışı Yasal Yapı

Finansal araçlar için geçerli yasal düzenlemelerden kaçınmak ve/veya vergileri minimuma indirmek için hedge fonlar, varlık yönetim dünyasında sıradışı yasal yapılar kullanmaktadır. Bunlar çoğunlukla ABD yatırımcıları hedef alındığında limited şirketlerdir ve ABD dışında faaliyet gösterildiğinde vergi avantajlı bölgelerde kurulmuş offshore yatırım şirketleridir.

Vergisel avantajların yanı sıra mali aktiflerin pazarlanabilirlik ve çeşitlendirilmesi bakımından yatırım fonu üzerindeki geleneksel kısıtlamaların hiçbirinin hedge fonlara uygulanmaması, hedge fonlara önemli miktarda likit olmayan veya kompleks aktif edinme seçeneği sağlamaktadır.⁴⁵

1.3.9. Etkin Yönetim

Bir piyasada getiri sağlamanın sadece iki yolu bulunmaktadır. Birinci yolu, piyasanın yöneticiyi bir risk primi ile ödüllendirdiği bir sistematik (beta*) risk üstlenmektir. Örneğin, hazine bonoları karşısında özel sektör tahvillerinin, hazine bonoları karşısında ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin daha fazla risk taşımaları nedeniyle beklenen getirileri de daha yüksek olacaktır. İkinci yol ise, özel riskler almak ve bunun karşılığında pozitif getiri elde edebilmeyi beklemektir ki, alfa** üretebilmek belirli bir beceri gerektirmektedir.

⁴⁵ PRADA Michel, **The World of Hedge Funds: Prejudice and Reality**, Banque de France Financial Stability Review-Special Issue on Hedge Funds, No:10, April 2007, s.129

*Beta: Piyasa portföyünün getiri oranlarında meydana gelen değişmelere bağlı olarak, hisse senedi getirilerinde meydana gelen değişiklikler arasındaki ilişkiyi ifade etmektedir. Beta katsayısı, bir menkul kıymetten beklenen getirinin piyasa portföyündeki değişmelere karşı ne derece duyarlı olduğunu göstermektedir.

**Alfa: Bir portföy sepetinin, genel piyasa seyri içerisinde elde edebileceği beklenen getirinin üzerindeki bir getiriyi ifade etmektedir. Alfa getirisi, yöneticinin katma değeriyle bağlantılı olarak normal piyasa getirisi üzerinde bir seviyede oluşmaktadır.

Bir varlık sınıfından belirli bir gösterge değerin (enflasyon oranı, gösterge faiz oranı vb.) üzerinde fayda sağlamak için yüksek riskli yatırım fonlarını kullanmaya gerek yoktur. Yatırımcı bunu tek başına daha ucuz bir fiyata yapabilir. Bunun tersine hedge fonların aktif yönetim dünyasında rekabetçi bir avantajı bulunmaktadır. Hedge fonlarda yönetici bilgiyi daha hızlı elde etmekte, yatırımcılar piyasalara daha ucuz erişim avantajından yararlanmakta, en iyi analistleri çalıştırmaya ekonomik açıdan güçleri yetmekte ve üstün ticari işlem ve portföy yapılandırma uygulamalarını kullanabilmektedirler.

Hedge fon yöneticileri bu yüzden, etkin yönetim ve beceri esaslı stratejiler sayesinde değer katmaya çalışarak, etkin piyasa hipotezi veya modern portföy teorisi gibi geleneksel yatırım paradigmalarını reddetmektedirler. Hedge fon yöneticileri piyasaların tüm varlıkları doğru biçimde fiyatlandırmadığına inanmakta, bu nedenle bu tür açıklardan istifade etmek için belirli stratejiler benimsemektedirler.⁴⁶

1.4. Hedge Fonların Yatırım Stratejileri

Hedge fonlar, büyüklükleri, işlem ve sektör türleri, alım-satım stratejileri ve kaldıraç imkânını kullanma derecelerine göre farklı gruplara ayrılmakta, bu fonlar yatırım stratejileri ve finansal davranışları açısından farklılıklar göstermeleri nedeniyle çoğu zaman yatırım stratejilerine göre adlandırılmaktadırlar.⁴⁷ Hedge fon yatırım stratejileri, genellikle benzer risk kategorisindeki ülke tahvilleri, hisse senetleri, özel sektör tahvilleri, kredi türev enstrümanları gibi enstrümanlardan oluşturulan portföylerin olası getiri farklarından faydalanmak beklentisi ile oluşturulmaktadır.⁴⁸

Hedge fon sektörünün heterojen bir yapıya sahip olması nedeniyle, hedge fon yatırım stratejileri çok geniş ve kompleks bir alana yayılmaktadır. Bu çerçeveden

⁴⁶ LHABITANT, a.g.e., s.25-26

⁴⁷ KÜÇÜKÖZMEN, a.g.m., s.3

⁴⁸ SALTOĞLU, Burak, “**Hedge Fon Nedir?**”, s.1 <http://www.ntvmsnbc.com/news/402188.asp> Erisim Tarihi (05.02.2009).

hareketle piyasalarda önemli yatırım paylarına sahip olan yatırım stratejileri genel anlamda açıklanmaya çalışılmıştır.

1.4.1. Arbitraja Dayalı Stratejiler

Hedge fon sektöründe arbitraja dayalı (arbitrage based) stratejiler, kullanılan diğer yatırım stratejilerine oranla daha çok rağbet görmektedir. Arbitraja dayalı strateji açıklanmadan önce arbitrajın finansal anlamıyla irdelenmesi yararlı olabilecektir.

Arbitraj, anlık bir kâr yaratan riskten bağımsız bir işlem anlamına gelmektedir. Arbitrajın bir teorik örneği, aynı menkul kıymetin farklı piyasalarda farklı fiyatlara arka arkaya satın alınması ve satılmasıdır. Aynı menkul kıymeti düşük bir fiyata satın alıp anında yüksek bir fiyata satmakla arbitraj yapan kimse hiçbir risk olmadan anlık bir kâr elde etmektedir ve bu işlem sırasında herhangi bir ödeme ve teslim riski yoktur. Ancak, hedge fon sektöründe arbitraj kelimesi farklı bir anlam taşımaktadır ve burada riskten bağımsız pozisyonlara atıfta bulunulmamaktadır, bunun yerine piyasa riskleri dışında riskler içeren pozisyonlara atıfta bulunulmaktadır. Arbitraj stratejileri, çeşitli fiyat farklılıklarından kazanç sağlamak amacıyla arbitraj veya göreceli değer fırsatları arayan ve genel piyasa dalgalanmalarından kaçınmaya çalışan stratejilerdir.⁴⁹

1.4.1.1. Dönüştürülebilir Arbitraj

Dönüştürülebilir arbitraj (convertible arbitrage) stratejisi, bir ortaklığın değiştirilebilir tahvil, değiştirilebilir imtiyazlı hisse senedi gibi düşük değerlenmiş olduğu düşünülen değiştirilebilir menkul kıymetlerinde uzun pozisyon alınırken, ortaklığın hisse senetlerinde kısa pozisyon alınmasıyla oluşturulan, ortaklığın menkul kıymetlerinin fiyatlamalarındaki hatalardan kazanç elde etmeye çalışan bir stratejidir.⁵⁰

⁴⁹ STEFANINI, Filippo, **Investment Strategies of Hedge Funds-** Wiley Finance Series, John Wiley & Sons, Ltd, 2006, s.21

⁵⁰ ERTUGAY YILDIZ, a.g.e., s.18

1.4.1.2. Sabit Getirili Arbitraj

Hedge fonlar sabit getirili arbitraj (fixed income arbitrage) stratejisini kullanarak; sabit getirili finansal enstrümanların fiyatlarındaki küçük farklılıklar ya da fiyatlama hatalarından yararlanarak sabit pozitif bir kazanç sağlamaya çalışırlar. Örneğin; henüz yeni ihraç edilmiş 10 yıl vadeli bir tahvilin fiyatı, daha önce ihraç edilmiş 10 yıl vadeli bir tahvilin fiyatından biraz daha yüksek olacaktır. Bir hedge fon; aradaki küçük fiyat farklılığından kazanç sağlamak için daha önce ihraç edilmiş olan tahvili alıp, yeni ihraç edilmiş olanı ise açığa satar.⁵¹

1.4.1.3. Sermaye Yapısı Arbitraji

Sermaye yapısı arbitraji (capital structure arbitrage) stratejisi, bir şirketin adi hisse senetleri ile tahvilleri arasındaki değerle ilgilidir. Tahvil sahipleri şirketin iflası durumunda alacakları ilk olarak ödenecekler arasındadır. Bu durum şirketin borç ve sermayesi arasında piyasada potansiyel yanlış fiyatlamalara neden olabilir. Eğer piyasada firmanın kredibilitesi hakkında kötü haberler dolaşırsa, taşıdıkları risklerin farklı olması nedeniyle hisse senetleri tahvillere göre çok daha olumsuz etkilenir. Bir hedge fonu yöneticisi adi hisse senetleri ile tahviller arasındaki değerlendirme farklılıklarından kâr sağlayabilir.⁵²

⁵¹ ERTUGAY YILDIZ, a.g.e., s.18

⁵² CHAMBERS, Hedge...a.g.m., s.9

1.4.1.4. Görece Değer Arbitraji

Görece değer arbitraji (relative value arbitrage); hisse senetleri, borç, opsiyonlar ve future araçlar arasındaki görece fiyatlandırma farklılıkları avantajından yararlanmaya çalışmaktadır. Yöneticiler yanlış değer takdirini tespit etmek için matematiksel, temel veya teknik analizden faydalanabilirler.⁵³

1.4.1.5. Mortgage Bazlı Menkul Kıymet Arbitraji

Mortgage bazlı menkul kıymet arbitraji (mortgage backed securities arbitrage) menkul kıymetleştirmeyi içermektedir. Mortgage bazlı bir menkul kıymet, bir gayrimenkul ile teminat altına alınmış bir takım ipoteklerin menkul kıymetleştirilmesidir. Söz konusu menkul kıymetleştirme aracılığı ile bir finansal kurumun elinde bulunan ipotekler kümesi bir havuzda toplanmakta ve yatırımcılara satılmaktadır.

Bir finansal kurum ipoteklere sahip olduğunda, bunları bir havuzda toplayıp havuzda toplanan ipotekleri temsil eden birimleri veya senetleri sattığında kurumun ipotekleri menkul kıymetleştirdiği ve menkul kıymet ihraç ettiği söylenebilir. Burada havuzda toplanmış ipoteklerin nakit akışları, ihraççı tarafından yüklenilen komisyonlar düşüldükten sonra ihraç eden teşebbüsten menkul kıymetin sahibine geçmektedir.⁵⁴

Hedge fonlar, bu strateji çerçevesinde, mortgage kredisi veren kurumların, alacaklarını teminat göstererek ihraç ettikleri ve Amerikan hazine bonosunun üzerinde bir getiriye sahip olan menkul kıymetlere yatırım yaparak riski dağıtmaya çalışmaktadırlar. Hedge fonlar belirli bir komisyon ödedikleri menkul kıymetin gelecekteki nakit akışlarını ele geçirerek, mortgage kredisi kullanan tarafın faiz giderini, faiz geliri olarak alabilmektedir.

⁵³ HEDGE FUND RESEARCH INC., HFR Strategy Definitions, s.3
<http://www.styleadvisor.com/support/download/HFR.doc> Erisim Tarihi (05.02.2009).

⁵⁴ STEFANINI, a.g.e., s.167

1.4.2. Olaya Dayalı Stratejiler

Olaya dayalı (event driven based) strateji izleyen hedge fonlar yakın zamanda belirli durumlardan etkilenmiş finansal varlıklara yatırım yaparak kâr elde etme fırsatları aramaktadırlar. Söz konusu finansal varlıkların geleceğe yönelik fiyat değişikliklerini öngörmeye çalışırlar. Bu fiyat değişiklikleri bir şirketin faaliyet döngüsündeki durumlara veya gelecekteki hisse senedi fiyatlarını etkileyecek haberlere dayanmaktadır. Bu durumlar; bir şirketin borçlarını ödeme güçlüğü içine düşmesi, şirket birleşmelerinden doğan arbitraj fırsatları, şirketlerin yeniden yapılanmaları, büyük bir şirketten ayrılan ve yatırımcıların desteği ile piyasaya giren yeni küçük şirketlerin potansiyel yükseliş fırsatları, yeni hisse senedi ve tahvil ihracı, kâr payı dağıtımını vb. olarak sıralanabilir.

Olaya dayalı strateji, haberdeki uyarıyı hemen almak ve kâr elde etmek için habere hızla tepki vermeyi gerektirmektedir. Şirket haberlerinin yanısıra makro haberler ve makro değişkenlerden kaynaklanan yeni durumlar da bu tür fonların kapsamındadır. Örneğin, bir hedge fon yöneticisi FED'in (Amerikan Merkez Bankası - The Federal Reserve) faiz değişiklikleri karşısında hisse senedinin gideceği yönü ve tutarı tahmin eden bir modele gereksinim duyabilir.⁵⁵

1.4.2.1. Zor Durumdaki Şirketlere Ait Menkul Kıymetler

Zor durumdaki şirketlere ait menkul kıymetlere (distressed securities) dayalı strateji, finansal açıdan zor durumda olan veya iflasın eşiğinde olan ihraççıların ihraç ettiği bir grup menkul kıymette uzun veya kısa pozisyon alınarak fiyat anomalilerinden kazanç elde edilmesi temeline dayanmaktadır. Beklenti genellikle, ihraççının finansal durumunun düzelmesi sonucunda getiri elde etmektir.⁵⁶

⁵⁵ CHAMBERS, Hedge...a.g.m., s.9

⁵⁶ ERTUGAY YILDIZ, a.g.e., s.19

1.4.2.2. Birleşme Arbitraji

Birleşme arbitrajları (merger arbitrage), genellikle satılan firmalardan çok birleşen firmaların ticaretini kapsar. Burada arbitraj ticaretinin yönü, birleşmeyi isteyen şirketin birleşilecek hedef şirketi satın almak için piyasa fiyatının üzerinde veya altında teklifte bulunmasına göre değişmektedir. Eğer birleşmeyi isteyen şirket, hisse senetlerinin piyasa değerinin üzerinde teklif verirse ve eğer hedge fon yöneticisi birleşmenin olacağına inanıyorsa, birleşmek isteyen şirkette satışa ve hedef şirkette alıma gitmekte ve birleşme tarihindeki fiyat farklılığından kâr elde etmektedir. Birleşmek isteyen firma hedef şirketin değerinin altında bir teklifte bulunursa tersi durum geçerli olacaktır.⁵⁷

1.4.2.3. Aktivist Yatırımcılar

Aktivist yatırımcılar (activist investors) genellikle yönetim ve karar mekanizmasına katılmak amacıyla bir şirketin oldukça büyük bir kısmını satın almaktadırlar. Aktivistler genellikle kısa süreli fiyat ve kâr payı kazançları için uzun süreli beklentilerden özveride bulunmaktadırlar. Aktivist yatırımcılar “yağmacı” olarak da nitelendirilmektedir. Küçük fakat bazı sorunları olan bir şirkette oldukça büyük pozisyon alarak, şirket sahibini şirketi yeniden yapılandırmak veya yönetim değişikliklerine gitmek konusunda zorlayabilme özelliğine sahiptirler.⁵⁸

⁵⁷ CHAMBERS, Hedge...a.g.m., s.9

⁵⁸ CHAMBERS, Hedge...a.g.m., s.9

1.4.3. Hisse Senedine Dayalı Stratejiler

1.4.3.1. Piyasa Nötr Pozisyon

Piyasa nötr pozisyon (equity market neutral) stratejisine örnek olarak, ilk hedge fonun kurucu Jones'un kullandığı yatırım stratejisi verilebilir. Bu stratejide, tek başına kullanıldığında risk unsuru taşıyan iki yatırım stratejisi bir araya getirilerek piyasanın değişimlerinden kaynaklanan riskin ortadan kaldırılması amaçlanmaktadır. Bir yandan, piyasa fiyatları olması gerekenden düşük olduğu düşünülen hisseler satın alınmakta, öte yandan, piyasa fiyatları olması gerekenden yüksek olduğu düşünülen hisseler için açığa satış yapılmaktadır. Oluşturulan portföyde, piyasa yukarı çıktığı zaman kâr sağlayacak olan hisseler ile piyasa aşağıya indiği zaman kâr sağlayacak olan açığa satış yapılmış hisseler bulunmaktadır.

Piyasanın yukarıya çıktığı veya inişe geçtiği dönemlerde, portföyde bulunan hisselerin birbirini dengelemesi beklenmektedir. Kısaca, piyasadaki genel fiyat değişikliklerine karşı önlem alınırken, uzun pozisyondaki hisse senedi getirisinin, açığa satışı yapılan hisse senedi getirisinden daha fazla olması beklenmektedir, ancak bu piyasanın yükselmesi durumunda geçerli olabilecektir. Teknik tanımıyla, bu fonlar açığa satış yoluyla, bir bakıma ödünç alınmış spekülatif pozisyonlardır.⁵⁹

Bu stratejide ayrıca, getirileri artırmak için kaldıraç etkisinden yararlanılabilmektedir. Sistemik riske (piyasa riski) karşı finansal korunma sağlamak amacıyla bazen, piyasa endeksine ilişkin futures işlemler de yapılabilmektedir. Referans noktası ve karşılaştırma amacıyla devlet tahvillerinin getirilerinden yararlanılmaktadır.⁶⁰

⁵⁹ ERCAN - GÖKÇE, a.g.m., s.32

⁶⁰ KÜÇÜKÖZMEN, a.g.m., s.10

1.4.3.2. Uzun/Kısa Pozisyon

Hedge fonlar tarafından ağırlıklı olarak kullanılan yatırım stratejilerinin başında “uzun/kısa pozisyon” (long/short equity) gelmektedir. Uzun strateji, aşırı değer kaybına uğradığı tahmin edilen varlığın gelecekte değerinin artacağı düşünülerek satın alınmasıdır. Kısa strateji ise aşırı değerli olduğu tahmin edilen varlığın gelecekte değerinin düşeceği düşünülerek satılmasıdır. Bu çerçevede “uzun/kısa pozisyon” stratejisi hedge fon yöneticisinin elindeki finansal varlıkların gelecekte alacağı değerleri belirleyerek kârını maksimum kılacak uzun ve kısa pozisyon miktarını belirlemesidir.⁶¹

1.4.4. Tek Yönlü Stratejiler

1.4.4.1. Küresel Makro Strateji

Küresel makro stratejiyi (global macro strategies) kullanan hedge fon yöneticileri; küresel sermaye akışlarında, faiz oranlarında ve nakitlerde meydana gelen büyük değişikliklerden kazanç sağlamak için düzenlenen geniş ve çok çeşitli portföyleri yönetmektedirler. Küresel makro fonlar, hedge fon yatırımı tavan-taban yaklaşımının en saf biçimini yansıtmaktadır. Küresel makro yöneticilerinin ana stratejisi, küresel ekonomilerdeki değişikliklere dayalı fırsatçı tutumdur. Küresel makro yöneticiler, türevler ve kaldıraç kullanımı aracılığıyla, ülkelerin ekonomi politikalarındaki değişiklikler ve piyasadaki para ve faiz oranlarındaki değişikliklerle ilgili spekülasyon yapmaktadırlar. Portföyler, yatırım stratejilerinin birkaçına yoğunlaşma eğilimindedir ve genellikle iki aktif kategorisinin göreceli değerlendirmeleri üzerine pozisyon almaktadır. Küresel makro yöneticiler, bu aktifler arasındaki değerlendirme farkının daralmasından ya da genişlemesinden yararlanmak için -kâr potansiyelini en üst

⁶¹ AYDIN - US, a.g.m., s.175

seviyeye çıkarmak ve zarar potansiyelini en alt seviyeye indirmek gibi- kompleks yatırım kombinasyonları oluşturmaktadırlar.⁶²

1.4.4.2. Gelişmekte Olan Piyasalar

Yükselen veya gelişmekte olan piyasalar (emerging markets) olarak nitelendirilen, derinlik kazanmamış finansal piyasalara, yüksek enflasyona ve oynak büyüme oranlarına sahip ülkelerin hisse senetlerine ve tahvillerine yatırım yapılmaktadır. Bu ülkelerde, açığa satışı genellikle izin verilmediğinden, yapılan yatırımlarda herhangi bir kısa pozisyon almak suretiyle finansal korunma sağlanamamaktadır.⁶³

Gelişmekte olan piyasa fonları, gelişmekte olan piyasalara ve bunların gelişmekte olan ekonomilerine yoğunlaşmıştır. Burada amaç, gelişmekte olan piyasadaki belirli finansal varlıkları pozitif etkileyebilecek ekonomik durumlardan veya piyasadaki yükselişlerden kâr elde etmektir. Bu stratejiyi kullanan hedge fonlar gelişmekte olan piyasalardaki kamu borçlanma enstrümanlarını veya şirket finansal varlıklarını satın alırlar. Ekonomik büyümeyle birlikte bunların değerinin artacağına inanırlar. Gelişmekte olan piyasa fonları makro fonlarla benzerlik taşımaktadır. Her iki fon türü de varlıkların değerini saptamak için içinde bulunulan durumun analizini yapar. Bununla birlikte, daha çok makro politikalara odaklanan makro fonların tersine, gelişmekte olan ülke fonları politik gündem değişiklikleri, savaş ve terör gibi durumları da analiz etmektedir. Gelişmekte olan ülke fonları düşük değerlenmiş finansal varlıkları bulmakta ve bu varlıklar gerçek değerine ulaşıncaya satılmaktadır. Birçok makro ve gelişmekte olan ülke fonları, ülkelerdeki büyüme ve durgunlukları önceden tahmin ederek önemli kârlar sağlamışlardır.⁶⁴

⁶² HEDGES IV, James R., **Hedges on Hedge Funds How to Successfully Analyze and Select An Investment**, Wiley Finance Series, John Wiley & Sons, Ltd, 2005, s.9

⁶³ KÜÇÜKÖZMEN, a.g.m., s.9

⁶⁴ CHAMBERS, Hedge...a.g.m., s.9

1.4.5. Diğer Stratejiler

1.4.5.1. Gayrimenkul Yatırımı

Gayrimenkul yatırımı (real estate), hedge fonu yöneticisinin uzun vadeli kira, mortgage veya düşük değer biçilen, kötü yönetilen veya kötü finanse edilen mallar ile birlikte kiralanabilir varlıklara yatırım yapma stratejisidir. Alış fiyatını belirlerken, fon yöneticisi geleceğe yönelik tahminlerde bulunur. Bu tahminler genellikle gayrimenkulün yeniden yapılandırılması veya düzenlenmesi ve geleneksel bir alıcıya satılması varsayımına ya da gayrimenkulün küçük parçalara ayrılmasından sonra paraya çevrilmesine dayanır.⁶⁵

1.4.5.2. Doğal Kaynaklara Yatırım

Doğal kaynaklara yatırım (natural resources) stratejisi; küresel ekonominin canlanması durumunda kazanç sağlamakta, küresel ekonominin durgunluğa girmesi durumunda zarara uğramaktadır. Dolayısıyla, hedge fon yöneticisi, bu senaryoların gerçekleşme olasılığına göre hareket etmektedir. Stratejinin temeli vadeli emtia piyasalarında işlem yaparak kazanç elde etmektir. Vadeli emtia piyasaları çok geniş ve çeşitlidir. Adi metalleri, değerli metalleri, enerji ve tarım ürünlerini içermektedir. Tarihsel olarak, vadeli emtia piyasaları artan enflasyon dönemlerinde daha iyi kâr sağlamıştır.⁶⁶

⁶⁵ STEFANINI, a.g.e., s.270-277

⁶⁶ STEFANINI, a.g.e., s.270-277

1.4.5.3. Enerji Yatırımı

Enerji yatırımı (energy trading) stratejisinde, hedge fon yöneticisi; değeri, küresel enerji üretimine, stoklanmasına, dağıtımına ve tüketimine dayanan menkul kıymetlere, hammaddelere, aktiflere ve türevlere yatırım yapmaktadır. Örneğin, bir fon yöneticisi petrol, kömür, doğalgaz, rafine petrol ürünleri, elektrik gibi farklı enerji formlarındaki türev ürünlere yatırım yapabilmektedir.

Doğal kaynaklar arasında en çok ticareti yapılan petrol futures sözleşmeleridir. Enerji piyasalarını karakterize eden yüksek volatilité, çok çeşitli ticaret fırsatlarının ortaya çıkmasına yol açmaktadır.⁶⁷

1.4.5.4. Doğal Olaylara Yatırım

Doğal afet tahvilleri (cat-bonds); depremler, kasırgalar, volkanik olaylar, heyelanlar, fırtınalar, hortumlar, tayfunlar ve siklonlar gibi doğal felaketlerle ilişkilendirilmiş tahvillerdir. Doğal olaylara yatırım stratejisinde (natural events) ihraççılar deprem ve kasırğa gibi felaketlere karşı sigorta yapmakta ve risk ise tahvilin net akışı karşılığında doğal afet riski almaya istekli yatırımcılara aktarılmaktadır.⁶⁸

1.4.5.5. Piyasa Zamanlaması

Hedge fonu 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

⁶⁷ STEFANINI, a.g.e., s.270-277

⁶⁸ STEFANINI, a.g.e., s.270-277

ve piyasadan çıkışın doğru zamanlamasının zorluğu piyasa zamanlaması (market timing) ve benzeri stratejilerin riskini yükseltmektedir.⁶⁹

1.4.5.6. Saldırgan Büyüme Stratejisi

Saldırgan büyüme stratejisi (agressive growth strategies) çerçevesinde 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 korunma sağlanmaktadır⁷⁰

1.4.5.7. Gelir Stratejisi

Gelir stratejisi (income strategies), değer artış kazancından ziyade öncelikle getiriye ya da cari gelire odaklanan bir stratejidir. Faiz geliri ve finansal varlığın değerinin artmasından kâr elde edebilmek amacıyla bazen tahvil ya da sabit getirili menkul kıymet almak suretiyle kaldıraç imkanından yararlanılabilmektedir.⁷¹

1.4.5.8. Fırsatçı Stratejiler

Fırsatçı yatırım stratejisi (opportunistic strategies); halka arz, firmanın kârlılığındaki değişme nedeniyle ani fiyat değişimleri ve benzeri olaylara bağlı fırsatlar ortaya çıktıkça değişiklik göstermektedir. Bu tür fonlar, herhangi bir varlık sınıfıyla

⁶⁹ KÜÇÜKÖZMEN, C. Coşkun - MAZIBAŞ, Murat, **Finansal Riskten Korunma Fonları (Hedge Fonlar)**, Finans-Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Sayı:42, Aralık 2005, s.25-42

⁷⁰ KÜÇÜKÖZMEN - MAZIBAŞ, a.g.m., s.25-42

⁷¹ KÜÇÜKÖZMEN - MAZIBAŞ, a.g.m., s.25-42

veya yatırım stratejisi ile sınırlandırılmamıştır. Yatırım stratejisinin özünde, kâr elde edebilmek için her türlü fırsattan yararlanmak esası vardır.⁷²

1.4.5.9. Açığa Satış

Açığa satış (short selling) strateji; fon yöneticisinin menkul kıymetin ya da piyasanın aşırı değerlendirildiğine ilişkin analizine ya da muhasebe usulsüzlükleri, yeni rakiplerin 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 satılmasını ifade eder. Bu tür işlemler genellikle uzun bir pozisyonun finansal korunmaya alınabilmesi için piyasada fiyatların düşeceğini bekleyen yatırımcılar tarafından gerçekleştirilmektedir.⁷³

1.4.5.10. İstatistiksel Arbitraj

İstatistiksel arbitraj (statistical arbitrage) stratejisi gelişmiş alım-satım teknolojilerinin kullanıldığı karmaşık sayısal teknikleri içeren bilgisayar modellerini kapsamaktadır. Bu modeller belirli finansal verilerle karşılaştıkları zaman alım veya satım sinyalleri vermektedirler. İstatistiksel arbitraj stratejisi, türev ürünlerin yanlış fiyatlanmasını ve bundan doğan arbitraj fırsatlarını da göstermektedir.⁷⁴

⁷² KÜÇÜKÖZMEN - MAZIBAŞ, a.g.m., s.25-42

⁷³ KÜÇÜKÖZMEN - MAZIBAŞ, a.g.m., s.25-42

⁷⁴ CHAMBERS, Hedge...a.g.m., s.9

1.4.5.11. Çoklu Strateji

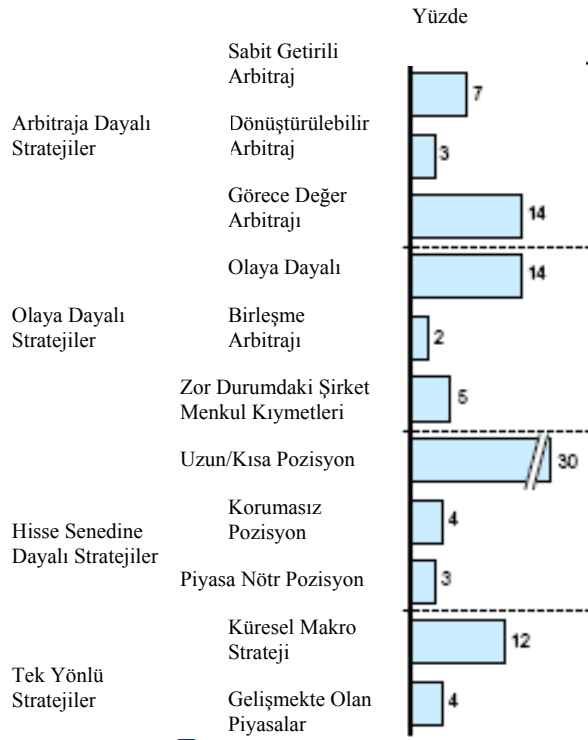
Çoklu strateji (multi strategy), dönüştürülebilir arbitraj, sabit getirili arbitraj ile zor durumdaki şirketlere ait menkul kıymetler, birleşme arbitrajları gibi olaya dayalı stratejiler genelinde işlemektedir. Piyasalar tarafından sunulan fırsatlara bağlı olarak, hedge fon yöneticisi sermayesinin hangi yüzdesini tekli stratejilere tahsis etmek istediğine kendisi karar vermektedir. Bu şekilde fon yöneticisi, belirli piyasa koşullarında kârsız sonuçlanabilecek özel bir strateji doğrultusunda yatırım yapmak zorunda kalmadan çok sayıda fırsat yakalayabilmektedir. Çoklu stratejinin diğer bir avantajı ise getiri kaynaklarının çoklu stratejiler karşısındaki çeşitliliğidir. Bu karakteristikler yüzünden bu fonları şimdiye kadar analiz edilen stratejilerden herhangi biri ile ilişkilendirmek mümkün değildir.⁷⁵

1.5. Hedge Fonların Kullandıkları Stratejiye Göre Dağılımı

Hedge fonların kullanılan yatırım stratejisine göre yüzdesel dağılımına bakıldığı zaman, uzun/kısa pozisyon başta olmak üzere, olaya dayalı stratejiler ile görece değer arbitrajının ön plana çıktığı görülmektedir. **Grafik 1.7'**de piyasa hareketlerini ve dalgalanmalarını önceden tahmin etmeye çalışan, yüksek riskle orantılı olarak yüksek getiri sunan hisse senedine dayalı stratejilerin ağırlıkta olduğu görülmektedir.⁷⁶

⁷⁵ STEFANINI, a.g.e., s.217

⁷⁶ SAĞLIK, a.g.m., s.13-14

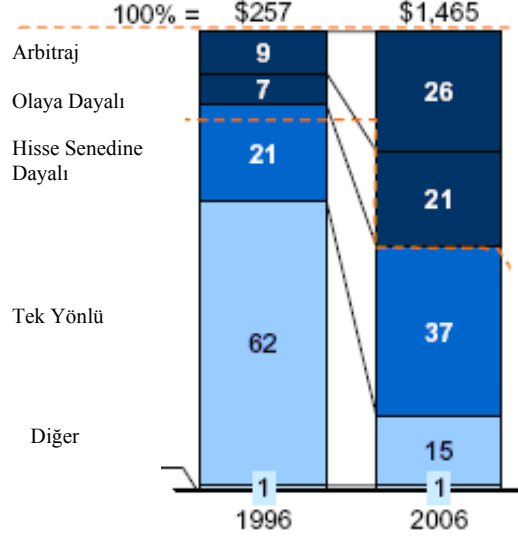


Grafik 1.7: Hedge fonların kullanılan yatırım stratejilerine göre yüzdesel dağılımı

Kaynak: SAĞLIK, Fatih, Serbest Yatırım Fonlarının Yapısı ve İşleyişine İlişkin Esaslar, SPK 2008.

Geçmiş yıllardan günümüze yatırım stratejilerinin dağılımına bakıldığında zaman, riski minimize etmeye ve korumaya dayalı olan stratejilerin ağırlıklarının arttığı görülmektedir.⁷⁷

⁷⁷ SAĞLIK, a.g.m., s.13-14



Grafik 1.8: Hedge fonlarda kullanılan yatırım stratejilerinin yüzdesel dağılımı

Kaynak: SAĞLIK, Fatih, Serbest Yatırım Fonlarının Yapısı ve İşleyişine İlişkin Esaslar, SPK 2008.

Arbitraja ve olaya dayalı olan stratejiler piyasa trendinden bağımsız olan “piyasa nötr” stratejilerdir. “Piyasa nötr” stratejiler belirli bir piyasa ya da pazarla düşük korelasyonu olan ve piyasa şartlarına bağlı olmaksızın pozitif getiri sağlayan yatırım stratejilerinden oluşmaktadır. Bu tür stratejiler kısa dönemli fiyat veya piyasa etkinsizliklerinden faydalanmakta ve riskin ortadan kaldırılması amacıyla genel olarak hem uzun hem kısa pozisyon alınmasına dayanmaktadır. Hisse senedine dayalı ve tek yönlü stratejiler ise piyasa trendi ile aralarında yüksek korelasyon bulunan, piyasa hareketleriyle doğrudan ilişkili stratejilerdir.⁷⁸⁻⁷⁹ Pazardaki büyük hareketlerden faydalanmak amaçlı oluşturulan bu strateji grubunda yer alan hedge fonlar en agresif yatırım stratejilerine sahip olanlardır ve riski sıfırlamak yerine risk alarak net alım ya da net satım pozisyonu taşımaktadırlar.⁸⁰⁻⁸¹

⁷⁸ AKBULAK, a.g.e., s.11

⁷⁹ ERTUGAY YILDIZ, a.g.e., s.17-18

⁸⁰ AKBULAK, a.g.e., s.11

⁸¹ ERTUGAY YILDIZ, a.g.e., s.17-18

1.6. Hedge Fon Fonları

Hedge fon fonları (funds of hedge funds), tek tek menkul kıymetlere yatırım yapmak yerine, çoklu yönetici – çoklu strateji yaklaşımını benimseyerek hedge fonlara yatırım yapan fonlar olarak tanımlanmaktadır.

Yatırımcılar; farklı yatırım danışmanlarının yatırım stratejilerini içerecek bir portföy çeşitliliği sağlamak ve tek bir hedge fona yatırım yaparak bir yatırım danışmanının taşıdığı riski almak yerine riski dağıtmak amacıyla hedge fon fonlarına yatırım yapmaktadırlar. Hedge fon fonları, yatırım yapabilecekleri hedge fon sayısı bakımından serbesttirler ve genellikle 15 - 25 arasında farklı fona yatırım yapmaktadırlar.

Hedge fon fonlarının büyük bir bölümü; Yatırım Şirketleri Kanunu'na tabi kayıtlı yatırım şirketleri olarak değil, yatırımcılarına avantaj sağlayan limited ortaklıklar şeklinde kurulurlar ve menkul kıymetlerini “nitelikli müşterilere” satarlar. Hedge fon fonları; hedge fonlardaki gibi bir ücretlendirme politikası izlerler ve varlık bazında yönetim ücreti (genellikle %0.5 oranında) ve teşvik ücreti (performansın %20'sine kadar değişen oranlarda performans primi) sistemi uygularlar. Bu ücretler, yatırım yapılan her bir alt hedge fon için ödenen varlık bazlı yönetim ücreti ve teşvik ücretine ek olarak getirilmiştir.⁸²

Hedge fon fonu, hem büyük kurumsal yatırımcılara hem de düşük nitelikli ve daha küçük portföyleri olan yatırımcılara çeşitli avantajlar sunmaktadır.⁸³

- Minimum yatırım miktarı, hedge fon fonu için hedge fonlara kıyasla genellikle daha düşüktür.
- Hedge fon fonunun birçok hedge fona yatırım yapabilmesi, hedge fon aktiflerine yatırım yapmak için sınırlı kaynağı olan yatırımcılar açısından portföy çeşitlendirmesi yaratarak risklerini minimuma indirebilme imkanı sağlamaktadır.

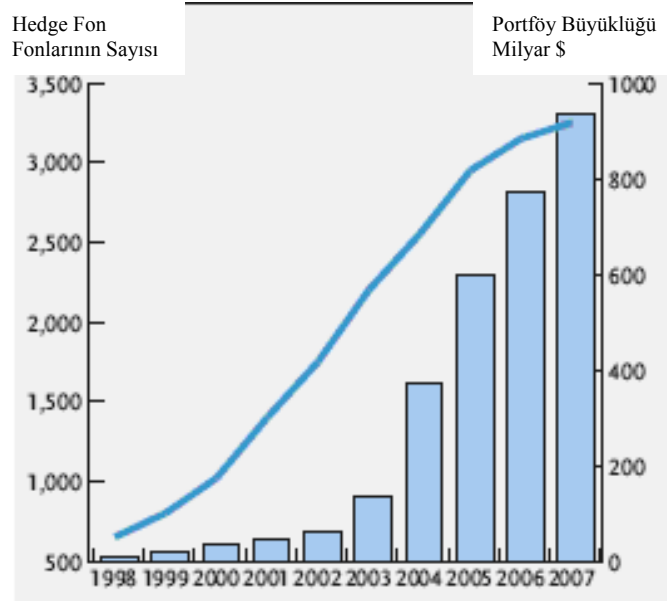
⁸² SEC, a.g.e., s.67-68

⁸³ McCrory, Stuart A., **Hedge Fund Course-** Wiley Finance Series, John Wiley & Sons, Ltd, 2005, s.30

- Hedge fon fonlarında, hedge fonlara kıyasla, ücretlerde indirim için görüşme yapılabilir, böylece yatırımcılar, hedge fon fonları aracılığı ile hedge fonlara yatırım yaparak yüksek ücretler ödemekten kurtulabilirler.
- Hedge fon fonlarının fon yöneticisi yatırım yapılan hedge fonlarla ilgili bilgilere ulaşabilir ve fonların analizini yapabilir. Bu durum kâr artırıcı veya riski azaltıcı fayda sağlayabilmektedir.
- Hedge fon fonlarının fon yöneticisi, yeni yatırımcı girişlerine kapatılacak olan fonlara hedge fonlar aracılığıyla yatırım yapabilmektedir.

Hedge fon fonlarının bazı olumsuz yönleri de bulunmaktadır. İlk akla gelen; çifte ücretlendirmedir. Hedge fon fonlarına yatırım yapmayı düşünen bir yatırımcı, dayanak hedge fonların ayrı, hedge fon fonunun fon danışmanı/ yöneticisinin ayrı ücret talep edeceğini bilmelidir. Hedge fon fonlarının eleştirilebilecek ikinci yönü şeffaflıklarıdır. Bir hedge fon fonu yöneticisinin ya da danışmanının ilk araştırması gereken; yatırım yapılacak hedge fon yöneticilerinin ya da danışmanlarının geçmişi ve kullandıkları yatırım stratejileridir. Bu nedenle bir hedge fon fonuna yatırım yaparken, hedge fon fonu yöneticisinin alt yöneticileri (yatırım yapılacak hedge fonların yöneticilerini) seçme konusundaki yetenek ve uzmanlıkları önem kazanmaktadır.⁸⁴

⁸⁴ ERTUGAY YILDIZ, a.g.e., s.24



Grafik 1.9: Hedge fon fonlarının yönetimi altındaki portföy büyüklüğünün ve hedge fon fonları adedinin yıllar itibariyle gelişimi

Kaynak: IFSL Research, Hedge Fund 2008, <http://www.ifsl.org.uk/output/ReportItem.aspx?NewsID=73> Erisim Tarihi (10.02.2009).

Hedge fon fonlarının yönetimi altındaki portföy değerinin gelişimine bakmak gerekirse, portföy değerinin son 3 yılda 2 kat artarak 2008 başlangıcı itibariyle yaklaşık 950 milyar \$'a ulaştığı ve küresel hedge fon sektörünün %40'ını oluşturduğu görülmektedir. Hedge fon fonlarının, 1998 yılı itibariyle 500 olan sayıları, 2008 yılında yaklaşık 3.250'ye ulaşmıştır.⁸⁵

1.7. Hedge Fonların Organizasyonu

1.7.1. Yerel ve Offshore Hedge Fonlar

Bir hedge fon; yerel ülkenin kanunlarına uygun olarak yapılandırılmışsa “yerel hedge fon”, yerel ülke sınırları dışında kurulmuşsa ve yabancı bir ülkenin kanunlarına

⁸⁵ IFSL RESEARCH, **Hedge Funds 2008**, <http://www.ifsl.org.uk/output/ReportItem.aspx?NewsID=73> Erisim Tarihi (10.02.2009).

uygun olarak yapılandırılmışsa “offshore hedge fon” olarak tanımlanmaktadır. Yerel ülkede kurulu hedge fonlar, tüm yerel ülke kanunlarına tabi olacağı için söz konusu kanunlara uymakla mükellef yatırımcılara hitap eder. Yabancı ülke kanunlarına göre yapılandırılmış ve yerel ülke dışında kurulu olan hedge fonların avantajı; fona yatırım yapan yatırımcıların yerel ülkedeki vergi kanunlarına tabi olmamasıdır. Bu nedenle bir hedge fonun offshore’da kurulmasının en temel nedeni; elde edilen getirilerin kurulduğu yerdeki vergi rejimleri nedeniyle ya hiç vergiye tabi olmaması ya da çok az vergiye tabi olmasıdır.⁸⁶

Yerel hedge fonlar genellikle; ABD vergi kanunlarına tabi yatırımcıları çekmek amacıyla komandit ortaklık olarak kurulmayı tercih etmektedirler. Komandit ortaklık olarak kurulan hedge fonda komandite ortak fonun yöneticisinden, komanditer ortaklar ise “nitelikli müşteriler”den oluşmaktadır. Bunun yanı sıra hedge fonlar, limited ortaklık (limited liability company) şeklinde de kurulabilmektedir. Her iki kuruluş da ABD’de aşamalı vergiye tabi değildir. Yani her ikisinde de vergi tek bir aşamada, yatırımcının gelirini elde ettiği aşamada kesilmektedir.

Hedge fonlarda temel yapı hedge fonun sponsorudur. Hedge fon; bir yatırım şirketi şeklinde kurulmuşsa sponsor başlangıç için gereken sermayeye iştirak eder, komandit ortaklık şeklinde kurulmuşsa sınırsız sorumlu yani komandite ortak (general partner) ve yatırım danışmanı olarak hareket eder. Sponsor; fonu kurar, organize eder, yatırım stratejisi geliştirir, fonu pazarlar ve belli oranda da idaresini üstlenir. Yerel hedge fonlar bir veya daha fazla aracı kurumla sözleşme imzalayarak bu aracı kurumlardan yükümlülük hesaplama (gross clearing), netleştirme (net clearing), takas (settlement), finansal hizmetler ve diğer çeşitli hizmetleri sağlar. Yerel bir hedge fonda ayrıca; işlemci brokerlar (executing brokers), hukukçular, muhasebeciler, idareciler (administrator) çalışmaktadır. Yerel hedge fonlarda; yatırım şirketlerindeki farklı olarak, yönetim kurulu veya buna benzer başka bir idare organı bulunmamaktadır.⁸⁷

Hedge fonlar yasal düzenlemelerin getirdiği kısıtlamalardan kaçınmak, elde edilen getiriler üzerinden hiç vergi ödememek veya çok az vergi ödemek için offshore

⁸⁶ ERTUGAY YILDIZ, a.g.e., s.5-6

⁸⁷ ERTUGAY YILDIZ, a.g.e., s.5-6

kurulmaktadır. Offshore hedge fonlar; Cayman Adaları, Virgin Adaları, Bahamalar, Panama, Hollanda Antilleri veya Bermuda gibi offshore merkezlerde; yabancı finans kurumları tarafından, yerel finans kurumları ile onların iştirakleri tarafından veya yabancı ülkelerde çok sayıda potansiyel yatırımcısı bulunan yatırım yöneticileri tarafından anonim ortaklık şeklinde kurulurlar. Offshore hedge fonlara; emeklilik fonları, hayır dernekleri (charitable trusts), vakıflar gibi ABD’de vergiden muaf olan kuruluşlar ile ABD’de yerleşik olmayanlar yatırım yapmaktadır. ABD’de vergiden muaf olan yatırımcılar, komandit ortaklık şeklinde kurulmuş yerel bir hedge fona yatırım yaptıklarında belirli hallerde vergiye tabi olabilecekleri için offshore hedge fonlara yatırım yapmaktadır. ABD’nin gelir vergisi kanunlarına göre, vergiden muaf olan bir kuruluş borç para almayı içerecek bir yatırım stratejisini kullanıyorsa “esas faaliyet dışı vergilenebilir gelir” (Unrelated Business Taxable Income-UBTI) adı altında vergi ödemekle mükellef olup, UBTI vergisinden ancak yabancı kuruluşlara yatırım yaparak kaçınılabilmektedir.

Offshore hedge fonların, yerel ülkedeki yatırımcıları kendine çekebilmesi, yerel ülkedeki hedge fonlara ilişkin düzenlemelere bağlıdır. Offshore hedge fonlar; genel olarak bir yatırım danışmanı ile sözleşme imzalar, bu yatırım danışmanı da ABD’deki bir kuruluşu alt danışman olarak görevlendirir. Offshore hedge fonların çoğunlukla bir fon idarecisi (fund administrator) bulunur. Hedge fon idarecisi, offshore’da bulunur ve menkul kıymetleri değerlemede, fonun net aktif değerini hesaplamada, fonun kayıtlarını tutmada, yatırımcıların işlemlerini gerçekleştirmede, fon muhasebesini ve diğer işleri yerine getirmede fon danışmanına yardımcı olur. Offshore hedge fonun sponsoru, fonun işlemlerinin denetimini sağlamak amacıyla bir yönetim kurulu atar. Özellikle son zamanlarda kurulan hedge fonlarda; yönetim kurulu üyeleri fonun danışmanından bağımsızdırlar.⁸⁸

⁸⁸ SEC, a.g.e., s.10

1.7.2. Hedge Fonların Kuruluş Şekli

Yerel hedge fonlar genellikle; komandit ortaklık olarak kurulmayı tercih etmektedirler. Komandit ortaklıklar aşamalı vergiye tabi olmayıp, vergi tek bir aşamada, yatırımcının gelirini elde ettiği aşamada kesilmektedir. Bununla birlikte; komandit ortaklıklar doğru bir şekilde organize edildiklerinde Yatırım Şirketleri Kanunu'ndan muaf olmaktadır. Offshore hedge fonlar ise genellikle yatırım şirketi olarak kurulurlar.⁸⁹

Hedge fonlar da esas itibariyle “**yatırım şirketi**” tanımı içinde yer almaktadır. Ancak bu fonlara yatırım yapmanın belli yatırımcılarla sınırlandırılmış olması ve özel bir yapıya sahip olmaları bunların kayıt yükümlülüğünün dışında kalmalarını sağlamıştır. Hedge fonlar diğer yatırım şirketlerinden farklı olarak SEC'e kaydolmak zorunda değildirler.

Yatırım Şirketleri Kanunu'nda, yatırım şirketleri tanımına girmekten muaf olmayı sağlayan iki madde bulunmaktadır.

- 1- Eğer fonun yatırımcı sayısı 100'den az ise SEC'e kayıt zorunluluğu yoktur. Bu fonlar müşterilerine performans ücreti ve teşvik ücreti tahakkuk ettirebilir.
- 2- Yatırımcıları “**nitelikli müşteri**” olarak kabul edilen fonların kayıt zorunluluğu bulunmamaktadır. 5 Milyon \$'dan fazla mali varlığı olan kurumlar ve 200.000 \$'dan fazla mali varlığı olan bireysel yatırımcılar “**nitelikli müşteri**” olarak tanımlanmıştır. Fonun bütün müşterileri nitelikli olsa bile yatırımcı sayısı 499'u geçerse SEC'e kaydolması gerekir. Bu tip fonlar da müşterilerine performans ücreti ve teşvik ücreti tahakkuk ettirebilir.

⁸⁹ ERTUGAY YILDIZ, a.g.e., s.7

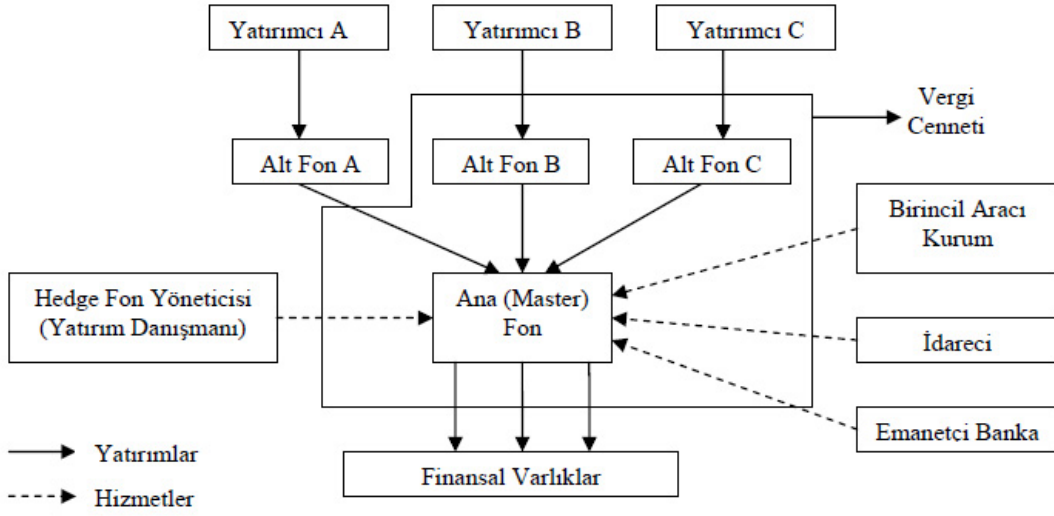
Söz konusu muafiyetler; diğer yatırım şirketlerini veya ortaklıklarını kısıtlayan, açığa satış ve borçlanma konusundaki bir sınırlamanın yanında, kayıt olma ve sürekli raporlama mükellefiyetleri gibi sınırlamalardan bağımsız olarak, hedge fonlara geniş bir hareket alanı içerisinde işleyiş gösterebilme özelliği kazandırmaktadır.⁹⁰

1.7.3. Hedge Fonların Organizasyon Yapısı

Hedge fonların basit organizasyon yapısında yer alan taraflar; yöneticiler (yatırım danışmanı), idareciler, birincil aracı kurumlar ve emanetçi kurumdur. Hedge fonlar farklı finansal ve vergi düzenlemeleriyle karşı karşıya kalabilen yatırımcıları kapsamak için ana fonun altında “feeder funds” olarak adlandırılan alt fonlar oluşturabilmektedirler. Ana fonlar, genellikle vergi cenneti olarak adlandırılan ülkelerde bir anonim ortaklık şeklinde kurulmakta ve hisse senetlerini bir veya daha fazla sayıda yerel veya offshore alt (feeder) fonlara satmaktadırlar.⁹¹

⁹⁰ ALANTAR, Doğan, **Hedge Fonlarda Regülasyon Zamanı**, Yaklaşım, Aralık 2008, s.2 <http://www.mmd.org.tr/yayinlar.aspx?type=5&cid=48&year=2008> Erisim Tarihi (12.02.2009).

⁹¹ ANBAR, Adem, **Hedge Fon Sektörünün Gelişimi ve Hedge Fonların Temel Özellikleri**, Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi, C.8, S.27, Kış-2009, s.114-115 www.esosder.org Erisim Tarihi (06.11.2009).



Şekil 1.1: Hedge fonların organizasyon yapısı

Kaynak: ANBAR, Adem, Hedge Fon Sektörünün Gelişimi ve Hedge Fonların Temel Özellikleri, Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi, C.8, S.27, Kış-2009, s.116 www.esosder.org Erisim Tarihi (06.11.2009).

1.7.3.1. Hedge Fon Yatırım Danışmanı/Yöneticisi

Bir hedge fon yatırım danışmanı, fonun aynı zamanda sponsoru, yöneticisi ve organizatörüdür. Danışman; hedge fonun sponsoru olarak fonu kurar, organize eder, bir yatırım stratejisi geliştirir, fonu pazarlar; hedge fonun yöneticisi olarak fonu yönetir.

Hedge fon yatırım danışmanları genellikle; trader, analist veya portföy yöneticisi olarak çalıştıkları büyük finans kurumu veya bankalardan kendi işlerini kurmak için ayrılmış profesyonellerdir. Hedge fon komandit ortaklık olarak ABD’de kurulmuşsa yatırım danışmanı, komandite ortak olarak hedge fonun ortaklık sözleşmesinin hazırlanmasından ve tescilinden sorumludur. Hedge fon offshore’da kurulu bir yatırım şirketi ise fonun yatırım danışmanı aynı zamanda fonun yöneticisi olup fonun kuruluş işlemlerinden sorumludur.⁹²

⁹² ERTUGAY YILDIZ, a.g.e., s.8-9

Yatırım danışmanları; yatırımcılarla olan ilişkilerden, fonun performansına ilişkin olarak yatırımcılara periyodik olarak raporlamalar yapılmasından ve hedge fonun kuruluş aşamasında pazarlamadan ve menkul kıymetlerin yatırımcılara dağıtılmasından sorumludur. Hedge fon yatırım danışmanlarının yetenekleri ve yaptıkları işlerin çeşitliliği değişkendir. Bazı yatırım danışmanları milyar dolarlar tutarında yatırımları yöneten sofistike kişiler olup; çok sayıda portföy yöneticisi, analist, broker, risk yöneticisi, hukuk müşaviri ve diğer operasyonel işlere ilişkin personel ile çalışırlar. Bazı yatırım danışmanları ise daha küçük yatırımları yönetirler, genellikle yatırım danışmanlığı yapmaya yeni başlamışlardır ve portföy yönetimi, operasyon ve risk yönetimi gibi hizmetleri bir arada veren bir kişi ile çalışırlar. Bu nedenle hedge fonun taşıdığı risklerden biri, yatırım danışmanının kapasitesi ve nitelikleri ile ilgilidir.⁹³

1.7.3.2. Birincil Araçlar

Hedge fonlara genellikle “tam yetkili aracı” (full-service broker-dealer) denilen büyük aracı kurumlar hizmet vermektedir. Tam yetkili araçlar, alım-satım aracılık gibi temel aracılık hizmetleri yanında “birincil aracılık” (prime brokerage) denilen hizmetleri de veren, yüksek sermayeye sahip, daha çok yatırım bankası şeklinde kurulmuş aracı kurumlardır. “Birincil aracılık”; menkul kıymet alım-satım işlemlerinin netleştirilmesini ve takasını sağlamak ve yatırım danışmanlığı, portföy yöneticiliği gibi diğer hizmetleri de sunmak amacıyla büyük bireysel yatırımcılara, kurumsal yatırımcılara ve hedge fonlara hizmet vermek için tam yetkili araçlar tarafından geliştirilmiş bir sistemdir.⁹⁴

⁹³ ERTUGAY YILDIZ, a.g.e., s.8-9

⁹⁴ ERTUGAY YILDIZ, a.g.e., s.9

Birincil aracılardan verdiği temel hizmetlerden bazıları şunlardır:⁹⁵⁻⁹⁶

Streamlined Trading: Hedge fonlar, sahip oldukları menkul kıymetleri ve fonları birincil aracıda açılmış bir hesapta tutarlar. İşlemci brokerlar işlemlerini; hedge fon hesabına, birincil aracı adına birincil aracı nezdinde açılmış hesaptan gerçekleştirirler.

İşlemler gerçekleştirildikten sonra işlemci aracı ve hedge fonun danışmanı, birincil aracıya işlemlerin detaylarını raporlar ve birincil aracı da işlemci aracılardan gerçekleştirdikleri hedge fon işlemlerinin netleştirme ve takasını gerçekleştirip saklamasını yapar. Birincil aracılardan netleştirme, takas ve saklama hizmetlerini bir arada vermesi nedeniyle verdiği hizmetlere “streamlined trading” denmektedir.

Ödünç Menkul Kıymet İşlemleri: Hedge fonların yatırım stratejileri çoğunlukla açığa satış işlemlerini içerdiği için aracılardan kredi kullandırma kapasitesi kritik bir rol oynamaktadır. Bu nedenle birincil aracılardan, banka ve aracı kurumlarla olan ilişkilerini kullanarak, hedge fonların açığa satış işlemlerini gerçekleştirmesini sağlamak amacıyla müşterilerine kullandırabileceği menkul kıymetleri bulmaya çalışır. Açığa satış işlemi sonunda, yerine konulması gereken menkul kıymetin temini için güçlü bir ödünç verilebilir menkul kıymet havuzuna ulaşabilmek birincil aracılık faaliyetinde başarılmanın temel şartlarından biridir. Yeterli büyüklükte bir menkul kıymet havuzuna erişim kabiliyeti ise piyasa aktörleri ile özellikle bankalar ve büyük aracı kurumlarla kurulan ilişkilerin gücüne bağlıdır. Bu nedenle, günümüzde açığa satış işlemlerine ağırlıklı olarak başvuran hedge fonlar arasında, birden fazla birincil aracı ile çalışma trendi giderek artan şekilde güç kazanmaktadır. Birden fazla birincil aracılık bağlantısı kurmak yoluyla, hedge fonlar, piyasa ile güçlü ilişkileri olan farklı birincil aracılardan ilişkilerini kullanarak, açığa satış işlemlerinde kendilerini garantiye alabilmekte ve bu da onlara daha esnek hareket kabiliyeti sağlamaktadır.

Birincil aracılardan sundukları ödünç verme hizmeti karşılığında ya müşterinin hesabına bir ücret tahakkuk ettirmekte, ya da ödünç verilen varlığın bir kısmını teminat olarak ayırmaktadır.

⁹⁵ AKBULAK, a.g.e., s.17-18

⁹⁶ ERTUGAY YILDIZ, a.g.e., s.9-11

Raporlama: Birincil aracılardan hedge fonlar açısından oynadıkları bir başka kritik rol de portföy raporları, performans raporları ve müşterilerce düzenlenmesi talep edilen çeşitli hesap dökümlerinin yani gerekli bilginin elektronik ortamda ya da tercih edilen yöntemle ilgiliye zamanında ulaştırılmasının sağlanmasıdır.

Birincil araçlara ödenecek ücretler, verdikleri hizmete bağlı olarak değişmektedir. Bazı araçlar ücret tarifesine sahip olmakla birlikte, pek çoğu her işlem için ayrı pazarlık yaparak ücreti kesinleştirir ve ücretler genellikle sözlü anlaşmalar ile belirlenmekte, yazılı resmi bir sözleşme ile düzenlenmemektedir. Birincil araçlar hedge fonlara sundukları hizmetler sonucunda; komisyonlardan, marjinlerden, idari ücretlerden, kendi sağladıkları hisse senedi ödünç işlemlerinden, fonu finanse ettikleri pozisyonlar için aldıkları kredi faizlerinden ve aracılık ettikleri ödünç işlemlerinden getiri elde ederler.⁹⁷⁻⁹⁸

1.7.3.3. Hedge Fon İdarecileri

Hedge fon idareciliği, hedge fon yöneticilerinin idari görevleri dışarıdan destek olarak yürütmelerinin bir boyutu olarak gündeme gelmekte, genellikle offshore hedge fon yöneticileri muhasebe, yatırımcı hizmetleri veya risk analizi, işletimsel destek ve çeşitli hizmetlerde offshore idarecilere güvenmektedirler. Hedge fon idareciler başlangıçta, offshore hedge fonların tabi olduğu bazı Amerikan vergi hükümleri konusunda danışmanlık hizmeti verirken, söz konusu vergi hükümlerinin kalkmasıyla yatırımcı seçimi ve uygunluğu konusunda hedge fonlara hizmet vermeye başlamışlardır. Offshore idareciler; offshore hedge fonun, ilgili ülkenin kanunlarına uygun olarak kurulmasında ve söz konusu ülke kanunlarına uygun olarak işleminde, yatırımcılarla yapılacak görüşmelerin organize edilmesinde, muhasebe, kayıtların tutulması ve raporlama hizmetlerini vererek; gelir ve giderlerin hesaplanmasında, fonun mali işlerine ilişkin olarak bazı işlemlerin denetiminde fon yöneticisine yardımcı olurlar. Offshore

⁹⁷ AKBULAK, a.g.e., s.17-18

⁹⁸ ERTUGAY YILDIZ, a.g.e., s.9-11

idarecinin verdiği hizmetler arasında en önemli olanı; fonun portföyünde yer alan menkul kıymetlerin fiyatlamasında fon danışmanına yardımcı olmasıdır.⁹⁹

1.7.3.4. Emanetçi Kurum

Hedge fon aktifleri genellikle menkul kıymetleri muhafaza eden kuruluşta saklanır. Bu aktifler arasında gerçek hisse senetlerinin yanı sıra fondaki nakit para da bulunmaktadır. Birincil aracı kurumlar, genellikle emanetçilik hizmetini de vermektedirler.¹⁰⁰

1.7.3.5. Bağımsız Denetçiler ve Denetim Raporları

Kayıt altına alınmış yatırım şirketlerinden farklı olarak, hedge fonların mali tablolarının denetlenmesi yükümlülüğünü getiren herhangi bir yasal düzenleme bulunmamaktadır. Ancak; hedge fon ile yatırımcıları arasındaki sözleşmeye bağlı olarak, hedge fonlar mali tablolarının yıllık denetimini yaptırabilir. Hedge fonların yıllık denetimini yapan bağımsız denetçiler, fonun mali tablolarının genel kabul görmüş muhasebe standartlarına uygunluğunu denetler ve bir görüş belirtir. Bağımsız denetimin tamamlanmasından sonra, fonun yatırımcı ile yapmış olduğu sözleşmeye bağlı olarak, yatırım danışmanı bağımsız denetim raporunu ve fonun mali tablolarını fonun yatırımcılarına gönderir.

Bahamalar ve Cayman Adaları gibi bazı offshore merkezleri, hedge fonların hesaplarını denetim altında tutmalarını talep etmektedirler.¹⁰¹

⁹⁹ ERTUGAY YILDIZ, a.g.e., s.11-12

¹⁰⁰ ERTUGAY YILDIZ, a.g.e., s.11-12

¹⁰¹ ERTUGAY YILDIZ, a.g.e., s.11-12

1.7.3.6. Müşavirler

Hedge fon müşavirleri, hedge fonun yatırımcılarına ve hedge fonun kendisine hizmet veren üçüncül şahıslardır, hedge fonun bünyesinde yer almazlar. Müşavirler; yatırımcının yatırım tercihleri ve risk toleransını göz önünde bulundurarak hedge fon yatırımlarının yatırımcıya uygunluğunu tayin eder, yatırımcının portföyündeki varlık dağılımına ilişkin kararlarına yardımcı olur, hedge fonun yatırımcılarına hedge fon hakkında değerlendirme ve inceleme hizmeti verir.

Yatırımcıların hedge fon hakkında yaptığı değerlendirme ve inceleme çalışmaları, yatırım için hedeflenen işletmenin, idarecilerin yasal ve eylemsel yönlerinin araştırılmasıdır. Yatırımcıların hedge fon hakkında yaptığı değerlendirme ve inceleme çalışmalarının derinliği tamamen hedge fon yatırımcısına bağlıdır.

Yatırımcıların hedge fon hakkında yaptığı değerlendirme ve inceleme sürecinin yöneticiye özgü riskleri büyük ölçüde azalttığı yaygın bir biçimde kabul edilmektedir. Yatırımcıların hedge fon hakkında yaptığı değerlendirme ve inceleme çalışmaları hedge fon yöneticilerinin büyük bir çoğunluğu tarafından sektör standardı olarak görülmektedir. Yatırımcıların hedge fon hakkında yaptığı değerlendirme ve inceleme çalışmaları genel olarak iki temel alanı kapsamaktadır: a) fonun ve şirket idaresinin yasal - eylemsel kuruluşu b) yatırım stratejileri ve ilgili risk yönetimi politikaları. Bunların ilki firmanın kısa tarihini, firma sahiplerinin biyografilerini, çeşitli hizmet tedarikçilerini ve bunların birbirlerini nasıl etkilediğini, farklı tarafların sorumluluk ve yükümlülük seviyelerini içermektedir. İkincisi, fonların nasıl kazanç sağlayacağını, pazarlanan enstrümanların çeşidini, nasıl pazarlandıklarını, portföyün nasıl yapılandırıldığını, risk yönetim politikalarının neler olduğunu tanımlamayı amaçlamaktadır.¹⁰² Müşavirler, yatırımcıların bir hedge fona yatırım yapmasından sonraki aşamalarda; hedge fonun danışmanı ile düzenli görüşmeler yaparak fonun idaresinin ve yatırımlarının izlenmesi ve aynı yatırım stratejilerini kullanan diğer hedge fonlar ile karşılaştırmalı olarak fonun performansının ölçülmesi konularında

¹⁰² STEVENSON, a.g.m., s.154

yatırımcılara yardımcı olur. Müşavirler, hedge fonun danışmanına yeni yatırımcıların fona uygunluğunu belirlemede de yardımcı olabilirler.¹⁰³

1.8. Hedge Fonlarla Yatırım Fonlarının Karşılaştırılması

Hedge fonların bazı açılardan yatırım fonlarına benzediği düşünülebilir. Her iki fon türünde de yatırım fonlarının bir havuzda toplanması, yatırımcıların yöneticiye güvenerek paralarını teslim etmeleri ve halka arz edilmiş finansal varlıklara yatırım yapmaları benzerlikler arasında sayılabilmektedir.¹⁰⁴

Hedge fonların özelliklerinden birisi de herhangi bir yasal düzenlemeye uymak zorunda olmayan bir yatırım fonu olmasıdır. Bu basit ayırım, bilgi sahibi olmayanların hedge fonların ne yapabildiği konusunda bir fikir edinmelerine yardımcı olabilmektedir. Elbette hedge fonların dikkat etmek zorunda oldukları birçok yasal yönetmelik bulunmaktadır ve hedge fonlar, yatırım fonlarından farklı bir biçimde düzenlenmektedir. Söz konusu düzenlemeler temelinde yatırım fonları ile hedge fonlar arasında farklılıklar bulunmaktadır.¹⁰⁵

1.8.1. Ücretler

Yatırım fonlarının çoğu yönetim ücreti talep etmekte fakat teşvik ücreti almamaktadır. Yatırım fonları, %0,25'ten daha az bir miktardan, yönetimleri altındaki aktiflerin % 1-2'sine kadar işletim ücreti talep edebilmektedir. Hedge fonlar da yönetim ücreti talep edebilir, bu oran genellikle yönetilen varlıkların %1'i ile %2'si arasında gerçekleşmektedir. Yatırım fonları genellikle teşvik ücreti talep etmemekte, ancak hedge fonlar kârın %20-%25'ini teşvik ücreti olarak talep etmektedir. Bir hedge fon

¹⁰³ ERTUGAY YILDIZ, a.g.e., s.14

¹⁰⁴ CHAMBERS, Hedge...a.g.m., s.6

¹⁰⁵ McCRARY, a.g.e., s.3-5

yöneticisinin kazancı, yönetim ve performans ücretlerine bağlıdır. Bir başka deyişle, başarı ne kadar yüksek ise kazanç da o kadar yüksek olmaktadır.¹⁰⁶

Geleneksel yatırım fonlarında, 100\$-500\$ gibi çok küçük bir tutarla hesap açılabilirken, hedge fonlara yatırım yapabilmek için gerekli minimum giriş sermayesi 100.000 \$ ile 10 milyon \$ arasında değişebilmektedir.¹⁰⁷

1.8.2. Kaldıraç

Yatırım fonlarının çoğu para çekmeleri karşlamak amacıyla kısa vadeli likidite sağlamak için borç kullanmaktadırlar. Hedge fonlar ise kârı artırmak için kaldıraç ağırlıklı olarak kullanmakta ve kaldıraç yüksek türev ürünlerle ilgili pozisyon alabilmektedir.¹⁰⁸

1.8.3. Şeffaflık

Yatırım fonları üç aylık gelir tablosu ve en az üç ayda bir bilânço yayımlamaktadır. Bilânço, fonun aktiflerinin toplamını göstermekte, bu yüzden yatırımcılar bireysel pozisyonların ayrıntılarını görememektedir. Buna rağmen yatırım fonları, önemli gecikmelerle de olsa her yıl portföylerle ilgili ayrıntılı raporlar yayımlamaktadırlar.

Hedge fonlar ise, pozisyonlarını veya alım satım ayrıntılarını halka açıklamamaktadırlar. Bazı hedge fonlar, bu bilgileri az sayıdaki önemli yatırımcılarına vermektedir. Fakat günümüzde, hedge fon yatırımcıları fonun pozisyon ayrıntılarını öğrenmeyi sıklıkla talep eder durumu gelmişlerdir.¹⁰⁹

¹⁰⁶ McCRARY, a.g.e., s.3-5

¹⁰⁷ ANBAR, Hedge Fon Sektörünün...a.g.m., s.105-106

¹⁰⁸ McCRARY, a.g.e., s.3-5

¹⁰⁹ McCRARY, a.g.e., s.3-5

1.8.4. Likidite

Yatırım fonu yatırımcıları normal piyasa koşullarında piyasadan çıkışlarda sınırlamalara tabi tutulmazlar. Buna karşılık, hedge fonlar sadece yılın belli zamanlarında, aylık, üç aylık veya yıllık giriş ya da çıkışlara izin vermektedir.¹¹⁰ Hedge fonlar katı giriş ve sonlandırma sınırlamaları nedeniyle yatırım fonlarından daha az likittir. Yatırım fonları likit tutmaz veya olumsuz bir durumda yatırım enstrümanını değiştiremezse fondan çekişleri karşılayamama sıkıntısıyla yüz yüze gelebilmekte ve portföylerini piyasa düşüşlerinden koruyamamaktadır. Ancak hedge fonlar, piyasaların gerilemesi durumunda likidite sınırlamalarını kullanarak koruma sağlayabilmekte, bu sınırlamalar hedge fon yöneticilerinin daha uzun vadeli yatırım yapmalarına ve yatırımcılar tarafından istenen belirli bir getiriye elde etmelerine imkan vermektedir.¹¹¹

1.8.5. Performans

Yatırım fonlarının performansı belirlenmiş bir göstergeyle karşılaştırılarak (benchmark) ölçülmekte ve aslında oransal bir performansı ifade etmektedir. Yatırım fonlarında risk mutlak koşullarla değil benchmarkla bağlantılı olarak ölçülmektedir. Buna karşılık, hedge fonlar piyasa göstergelerinin aniden düştüğü zamanlarda bile her koşulda mutlak kârı garantilemeye çalışmaktadır. Hedge fonlar benchmark kullanmamakta, aksine farklı yatırım stratejileri bulunmaktadır ve hedge fonların başarısı elde ettikleri pozitif getiri ile ölçülmektedir.¹¹²

Geleneksel yatırım fonları, genellikle belirli hisse senedi veya tahvil piyasası getiri endekslerini ölçüt olarak almakta ve performanslarını bu baz aldıkları ölçütlere göre değerlendirmektedirler. Hedge fonlar ise, piyasa trendine bağlı bir getiriye değil mutlak getiriye amaçlamaktadır. Hedge fon getirilerinin önemli bir kısmı, yatırım

¹¹⁰ McCRARY, a.g.e., s.3-5

¹¹¹ ANBAR, Hedge Fon Sektörünün...a.g.m., s.110

¹¹² STEFANINI, a.g.e., s.1-2

yapılan varlık sınıfının getirilerinden ziyade yöneticinin yeteneğinden kaynaklanmaktadır.¹¹³

1.8.6. Düzenleme

Hedge fonlar ile yatırım fonları arasındaki önemli farklılıklardan birisi de, yatırım fonlarının düzenleme kuruluşları tarafından düzenlenmesi ve sıkı denetimlere tabi olmasıdır. Sermaye yeterliliği, kayıt altına alınmış olma, sürekli raporlama mükellefiyetleri, açığa satış, borçlanma konularında sınırlamalar ve portföy oluşumunda çeşitli enstrümanların kullanımını sınırlayan kısıtlamalar ile şirket yönetimine getirilen yükümlülükler sayesinde yatırımcılar daha fazla korunabilmektedir.

Hedge fonlar için, sıkı bir düzenleme çerçevesinin olmayışı, yöneticiyi kullanılan mali enstrümanlar, işletim tarzı, kurumsal yapı ve yasal formlar bakımından benzersiz özellikleri olan bir fon kurmada tamamen serbest bırakmaktadır.¹¹⁴

Hedge fonlar, tüm yapılandırılmış ürünleri kullanabilirler. Yatırımcılar, hedge fon yöneticisine genellikle diğer fon çeşitlerinde kullanılmayan yatırım tekniklerini kullanması konusunda izin vermektedir. Yatırımcılar, mutlak getiri sağlayan stratejileri uygulamaları konusunda hedge fonların yöneticilerine özgürlük tanımaktadır.¹¹⁵

1.9. Hedge Fon Kaynaklı Riskler

Finansal sistemin istikrarı açısından hedge fonların faaliyetlerinden kaynaklanabilecek risklere ilişkin tartışmalar, LTCM (Long-Term Capital Management) adlı hedge fonun büyük zarara uğraması ve batma noktasına gelmesiyle başlamıştır. Dolayısıyla, hedge fon sektörünün tarihi gelişim sürecinde 1998 yılının ikinci yarısında

¹¹³ ANBAR, Hedge Fon Sektörünün...a.g.m., s.112

¹¹⁴ STEFANINI, a.g.e., s.1-2

¹¹⁵ CHAMBERS, Hedge...a.g.m., s.6

yaşanan LTCM olayının önemli bir yeri bulunmaktadır.¹¹⁶ 1998 yılının başında LTCM düşük kredi notuna ve yüksek kredi notuna sahip tahvil getirileri arasındaki risk priminin azalacağı beklentisi ve modellerine aşırı güven duymaları nedeniyle, aşırı kaldıraçlı pozisyonlar almıştır. LTCM 4 milyar \$ özsermaye ile 100 milyar \$'lık aktife yatırım yapmış, daha sonra bu aktifleri varsayımsal tutarı 1 trilyon \$'ın üzerinde olan türev ürün işlemleri için karşılık olarak kullanmıştır. Ağustos 1998'de patlak veren Rusya krizi, piyasalarda tedirginliğe yol açmış, yatırımcıların riski yüksek-likiditesi düşük varlıkları satıp, riski düşük-likiditesi yüksek varlıklara geçmesi, LTCM'nin üzerine işlem yaptığı risk primlerinin daha da artmasına yol açmıştır. Rusya krizi nedeniyle, LTCM, hızla sıkıntıya düşmüş ve özsermayesinin çoğunu kaybetmiştir. LTCM'nin yükümlülüklerini yerine getirememesinin ve kalan varlıklarını düşük fiyatlardan satmasının, finansal piyasalara daha büyük zarar verebileceği ve sistemik bir krize yol açabileceği için, FRBNY'nin (The Federal Reserve Bank of New York) öncülüğünde oluşturulan konsorsiyum LTCM'ye 3,5 milyar \$'lık fon aktarmıştır.¹¹⁷

Meydana getirdiği etkiler ve kayıp büyüklüğü açısından diğer bir hedge fon başarısızlığı da Eylül 2006'da yaşanan Amaranth olayıdır. 9 milyar \$ varlığa sahip ve çok-stratejili bir hedge fon olan Amaranth, doğalgaz futures piyasasında gelecekte değer artışı olacağı stratejisi çerçevesinde yatırım yapması ve düşen doğalgaz futures fiyatlarına karşı ters pozisyonda yakalanması nedeniyle, iki haftadan kısa bir süre içinde varlıklarının %65'ini kaybetmiş, pozisyonlarını değerinin çok altında satmak zorunda kalmıştır. LTCM'nin zararı yaklaşık 3,6 milyar \$ iken, Amaranth'ın zararı yaklaşık 6,4 milyar \$ olarak gerçekleşmiş, fakat Amaranth olayının finansal piyasalar üzerindeki etkisi, LTCM olayına göre daha düşük düzeyde olmuştur. LTCM ve Amaranth gibi yaşanan büyük hedge fon başarısızlıkları, düzenleyicilerin ve politika yapıcıların dikkatlerini hedge fonlara çevirmelerine yol açmış ve hedge fonların finansal piyasaların istikrarı üzerindeki etkilerini gündeme getirmiştir.¹¹⁸

¹¹⁶ SALTOĞLU, Burak, a.g.m., s.2

¹¹⁷ ANBAR, Adem, **Hedge Fonlar ve Hedge Fonların Finansal Sistem Üzerindeki Etkileri**, Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi, Cilt:XXVI, Sayı:1, 2009, s.426

¹¹⁸ ANBAR, Hedge Fonlar...a.g.m., s.426-427

1.9.1. Sistemik Risk ve Finansal İstikrarsızlık

Hedge fonlar genel olarak küçük girişimci gruplar şeklinde faaliyet gösterirken, günümüzde pek çoğu yüzlerce insan çalıştıran büyük finansal kurumlar halini almışlardır.¹¹⁹ Hedge fonlar tarafından yönetilen fonların büyüklüğü ve hedge fonların finansal piyasalardaki etkinliği arttıkça, hedge fonların bir sistemik krizi tetikleyerek uluslararası finansal sistemin işleyişine zarar verebileceğine ilişkin endişeler de artmaktadır.¹²⁰

Hedge fonlar ve finansal piyasalar bir yanda ve geleneksel portföy yönetimi diğer yanda, bu iki alan sonunda aynı düzenleyici ve kültürel çerçevede bir araya gelecektir. Şimdilik, açığa satış, kaldıraç gibi teknikleri kullanabilen, hafif bir düzenleme ya da düzenleme yapılmayan ve girişimciliğe, yeniliğe ve sonuca dayalı işlere dayanan kendine özgü kültürü ile nitelendirilen hedge fon sektörü finansal piyasalar için büyük bir fırsat olarak yorumlanmaktadır. Ancak, özellikle ekonomi ve bankalar için çok çeşitli risklerin kaynağı olarak da görülebilmektedir.¹²¹ Diğer mali kurumlar gibi hedge fonlar da yatırımcılar ve bütünüyle finansal piyasalar için iki çeşit risk teşkil etmektedir. Bunlar, sistemik ve sistemik olmayan risklerdir.

Sistemik riskler; bir finansal kurumun mali yükümlülüklerini karşılayamamasının, diğer kurumların da kendi mali yükümlülüklerini karşılayamamasına sebep olması anlamına gelmektedir.¹²² Sistemik risk, muhtemelen reel ekonomi üzerinde etkili olacak bununla birlikte finansal kurumlara yayılacak mali sıkıntı potansiyelidir.¹²³ Sistemik risk, herhangi bir finansal sıkıntı durumunun yüksek kaldıraçın da etkisiyle finansal piyasalarda artan bir şekilde yayılması ve tüm finansal

¹¹⁹ COLE, Roger T - FELDBERG, Greg - LYNCH, David, **Hedge Funds, Credit Risk Transfer and Financial Stability**, Banque de France Financial Stability Review-Special Issue on Hedge Funds, No:10, April 2007, s.8

¹²⁰ ANBAR, Hedge Fonlar...a.g.m., s.427-428

¹²¹ MUSTIER, Jean-Pierre - DUBOIS, ALAIN, **Risk and Return of Banking Activities Related to Hedge Funds**, Banque de France Financial Stability Review-Special Issue on Hedge Funds, No:10, April 2007, s.88

¹²² FERGUSON - LASTER, a.g.m., s.51-52

¹²³ DRAGHI, Mario, **Hedge Funds and Financial Stability**, Banque de France Financial Stability Review-Special Issue on Hedge Funds, No:10, April 2007, s.41

istikrarı tehlikeye sokma riski olarak da tanımlanabilmektedir.¹²⁴ Sistemik risk, sonuçta sistemik krize ve finansal istikrarsızlığa yol açmaktadır. Finansal istikrarsızlık; finansal varlıkların fiyatlarının düşmesine, elde nakit tutma tercihinin artmasına, ödemelerde ve ilk finansal aracılıkta bozulmalara neden olmaktadır.

Diğer finansal kurumlar gibi hedge fonlar da bir sistemik krizin kaynağını oluşturabilirler. Çünkü, hedge fonlar; birincil araçlar, yatırım bankaları ve ticari bankalar gibi finansal kurumlardan borç almakta ve türev ürünleri yoğun şekilde kullanılmaktadır. Bu işlemler, hedge fonların kaldıraç oranlarını artırmaktadır. Dolayısıyla, bir veya birkaç büyük hedge fonun yükümlülüklerini yerine getirememesinin karşı taraflar aracılığıyla finansal sistemi etkileme olasılığı bulunmaktadır. Hedge fonlara kredi veren bankaların ve birincil araçların sermaye bulundurma, teminat alma ve etkin risk yönetimi gibi yöntemlerle kendilerini korumalarına karşın, hedge fonlara sunulan hizmetler sektöründeki yoğun rekabet bazı bankaların ve menkul kıymet firmalarının, hedge fonların kaldıraçlarını artırmalarına ve finansal piyasaların volatilitesi ve likiditesi üzerine daha büyük baskı yapmalarına imkan verecek şekilde, risk yönetim sistemlerini gevşetmelerine yol açabilir.¹²⁵

LTCM olayıyla ön plana çıkan sistemik risk kaygısı, hedge fonlara ilişkin yapılan tartışmaların temelini oluşturmaktadır. Fakat, hedge fonların faaliyetlerinden kaynaklanabilecek sistemik riskin büyüklüğünü ölçmek ve değerlendirmek kolay değildir. Çünkü finansal piyasalardaki diğer temel oyuncuların farklı olarak hedge fonların, düzenleyici kurumların gözetimi ve denetimi altında olmaması, hedge fonların kullandığı kaldıraç ve aldığı pozisyonlara ilişkin risklerin değerlendirilmesini zorlaştırmaktadır. Hedge fonların olası negatif etkilerini değerlendirebilmek için ölçülmesi ve izlenmesi gereken göstergeler; a) fonlama likidite riski, kaldıraç kullanımı, piyasa riski gibi hedge fonlara özgü içsel risk unsurları, b) bankaların hedge fonlarıyla ilgili riske maruz tutarları ve c) hedge fon işlemlerinin yoğunlaşma oranı olmak üzere üç grup altında toplanabilir. Bu nedenle, hedge fonlar tarafından sunulan bilginin, dolayısıyla şeffaflığın artması, sistemik riskin ölçülmesine ve kontrol altında tutulmasına yardımcı olacaktır. Yatırım bankaları ve ticari bankalar gibi kredi

¹²⁴ SAĞLIK, a.g.m., s.16

¹²⁵ ANBAR, Hedge Fonlar... a.g.m., s.428

kurumları, hedge fonlara borç veren başlıca ödünç vericiler oldukları için, bu kurumların risk yönetim sistemlerini geliştirmelerini teşvik edecek mekanizmaların oluşturulması da sistemik riski azaltacak bir unsurdur.¹²⁶

1.9.2. Aşırı Kaldıraç Kullanımı

Hedge fonlar, aşırı kaldıraç kullandıkları için eleştirilmektedir. 1998 Rusya krizinde yaşanan LTCM olayında hedef alınan suçlama aşırı kaldıraç kullanımına dayandırılmaktadır. Basel I düzenlemeleri dikkate alındığında, bankaların 12 kat kaldıraç kullanabilmekte olduğu görülmekte ve hedge fonların çoğu bu seviyeden çok daha az kaldıraçla işlem yapmaktadır.¹²⁷ Öte yandan, hedge fonların sadece %4'ünün Basel II'nin öngördüğü sermaye yeterlilik oranına sahip olmadığı görülürken, bu durum hedge fonların önemli oranda kaldıraç etkisi yarattığı yönündeki eleştirileri gidermektedir.¹²⁸

1.9.3. Karşıtaraf Riski

Karşıtaraf riski iki açıdan değerlendirilmektedir. Birincisi hedge fonlarla yatırım ilişkisi içinde olan kurum ve kuruluşların (emeklilik fonları, sigorta şirketleri, bankalar gibi) hedge fonlardan dolayı maruz kalabilecekleri risklerin gerçekleşmesi nedeniyle neden olabilecekleri sistemik risk, diğeri yine bu riskin gerçekleşmesi nedeniyle söz konusu kuruluşlarla finansal ilişkide olan yatırımcıların maruz kalabilecekleri risk.¹²⁹

Hedge fonlara kredi ve ödünç menkul kıymet vererek açığa satış yapmalarına ve kaldıraç kullanmalarına imkan veren bankaların ve menkul kıymet firmalarının risk yönetim sistemlerini sürekli geliştirmeleri, hedge fon kaynaklı sistemik risklerin

¹²⁶ ANBAR, Hedge Fonlar... a.g.m., s.429

¹²⁷ DANIELSSON Jon - ZIGRAND, Jean-Pierre, **Regulating Hedge Funds**, Banque de France Financial Stability Review-Special Issue on Hedge Funds, No:10, April 2007, s.32

¹²⁸ AYDIN - US, a.g.m., s.178-179

¹²⁹ KÜÇÜKÖZMEN, a.g.m., s.4

azalmasını sağlayacaktır. Bu şekilde, hedge fonlara ilişkin doğrudan bir düzenleme yerine, karşı taraflar aracılığıyla dolaylı düzenlemeler yapılmasının daha etkin olacağı ifade edilmektedir. ABD, İngiltere ve diğer bazı ülkelerdeki düzenleyici kurumlar, hedge fonların karşıtaraf riskinin yönetimi aracılığıyla dolaylı olarak düzenleme altına alınmasının, hedge fon faaliyetlerini izlemenin ve hedge fonların faaliyetlerinden kaynaklanabilecek olası riskleri azaltmanın en iyi yolu olduğu görüşüne sahiptirler.¹³⁰

Karşıtaraf riski, LTCM krizinde temel oluşturan etkenlerden biri olarak görülmektedir. Kriz sonrasında karşıtaraf riskini en aza indirmek noktasında birincil araçlar hedge fon pozisyonlarını dikkatlice izleyerek bu tarz risklerden korunmak ve riskleri daha iyi anlamak için çaba sarf etmişlerdir.¹³¹

1.9.4. Yayılma-Sürü Psikolojisi

Hedge fonların sürü davranışına (herding behavior) yol açtığı konusundaki görüşler hedge fonlara ilişkin bir diğer endişe unsurunu oluşturmaktadır. Sürü davranışı, yeterince uzman olmayan yatırımcıların bir dalgalanma anında birbirini izlemesiyle oluşan olumsuz bir davranıştır.¹³² Sürü davranışı, bir grup yatırımcının aynı varlığa ilişkin, aynı zamanda ve aynı yönde işlem yapması olarak tanımlanabilir. Sürü halinde hareket etme finansal istikrarsızlığa yol açabilecek olgulardan biridir. Hedge fonlar açısından sürü davranışının iki boyutu bulunmaktadır. Birincisi, hedge fonlar arasındaki sürü davranışı, ikincisi ise diğer yatırımcıların hedge fonları taklit etmeleri veya izlemeleriyle ortaya çıkan sürü davranışdır. Bir IMF (Uluslararası Para Fonu – International Monetary Fund) raporu, hedge fonların kendi aralarında sürü halinde hareket etme davranışının, diğer kurumsal yatırımcılara göre daha az olabileceğini, buna karşın, diğer kurumların hedge fonları izleme olasılığının daha fazla olduğunu ifade etmektedir.¹³³ Hedge fonların birlikte hareket ettiklerine ilişkin bazı kanıtlar bulunmasına karşın, esneklik, çok yönlülük ve uzmanlaşma hedge fonların var oluş

¹³⁰ ANBAR, Hedge Fonlar...a.g.m., s.437

¹³¹ DANIELSSON - ZIGRAND, a.g.m., s.32

¹³² AYDIN - US, a.g.m., s.179

¹³³ ANBAR, Hedge Fonlar...a.g.m., s.429

nedeni olduğu için, sürü halinde davranışa yol açmak yerine, hedge fonların yeni işlem stratejileri uygulamada ve yeni varlıklara ve piyasalara yatırım yapmada piyasalara önderlik etmesi beklenmektedir. Ancak daha küçük ve tek düze hedge fonların, uygulanmış stratejileri takip etme ve sürü halinde gitme eğiliminde olabileceği şeklinde bir endişe bulunmaktadır. Genellikle, hedge fonlar; yatırım fonları, sigorta şirketleri, bankalar ve emekli fonları gibi diğer yatırımcılardan daha az sürü halinde gitme eğilimindedir.¹³⁴

1.9.5. Piyasa Likiditesini Azaltma

Hedge fonlar likidite sağlayıcısı olmaktan çok likidite kullanıcısı olmakla suçlanmaktadır. Piyasanın geri kalanıyla karşılaştırıldığında, hedge fonların daha çok işlem yapma eğilimi göstermesi, hedge fonların likiditeyi tüketmek yerine likidite sağladığına işaret ederek bu suçlamaların tersi bir durumun varlığını göstermektedir. Kredi türevlerinde hedge fon varlığı, bankaların daha fazla kredi aracı düzenlemesini ve daha adilce fiyatlandırma yapılması yoluyla, kredi piyasasına daha uygun fiyatla daha çok likidite sağlanması imkânını oluşturmaktadır.¹³⁵

Hedge fonların, özellikle, likit olmayan piyasalardan eşanlı olarak çıkmalarının likiditeyi tamamen ortadan kaldırma ve volatiliyeti artırma olasılığı vardır. Hedge fonlar; gelişmekte olan ülke tahvilleri, mali sıkıntı içindeki işletme menkul kıymetleri, sigorta türevleri, kredi türevleri gibi likiditesi düşük piyasalarda benzer pozisyonlara ve yüksek işlem hacimlerine sahiptirler. Likiditenin ağırlıklı olarak hedge fonlar tarafından sağlandığı bu piyasalardan, hedge fonların toplu olarak çıkmaları, bir sistemik krizi tetikleyebilir veya mevcut krizi daha da derinleştirebilir. Hedge fonların getirileri arasındaki korelasyonun artması ve hedge fonların giderek benzer pozisyonlara sahip olması “toplu işlemler” sorununu gündeme getirmekte ve finansal istikrar açısından bir risk unsuru olarak değerlendirilmektedir.¹³⁶ Hedge fonların yoğun yatırım

¹³⁴ DANIELSSON - ZIGRAND, a.g.m., s.32

¹³⁵ DANIELSSON - ZIGRAND, a.g.m., s.32

¹³⁶ ANBAR, Hedge Fonlar...a.g.m., s.428

pozisyonlarından hızla çıkmaları, özellikle etkin olmayan gelişmekte olan ülkelerin finans piyasalarında likidite ve fiyat dalgalanmalarını olumsuz etkileyebilmektedir.¹³⁷

1.9.6. Dolandırıcılık

Hedge fonların şeffaf olmayan yapısı ve zaman zaman uzun sermaye bağlama süreleri hedge fon dolandırıcılığını kolaylaştırmaktadır. Bu noktada yüksek düzeyde sabit kazanç, benzer pozisyonlardaki hedge fonların ekonomideki olumsuz konjonktür sebebiyle zarar açıklamalarına karşın devam eden yüksek kazanç ve artan oranlarda yatırımcı kabulü şüphe uyandıran etmenler arasında sayılabilecektir.¹³⁸

Hedge fonların sayılarının artmasıyla birlikte, dolandırıcılık nedeniyle batan hedge fon sayısı ve dolandırıcılıkla ilgili şikayetler artmaktadır. Sahtecilik yapanlar hakkında mevcut yasalara göre dava açılabilmesine karşın, hedge fonların geniş ölçüde yasal düzenlemelerden muaf olmaları, hedge fonları yanlış beyan ve dolandırıcılığa duyarlı hale getirmektedir. SEC, son yıllarda hedge fonlarla ilgili dolandırıcılık olaylarının arttığını ve 2000-2004 yılları arasında, toplam zarar tutarı, 1,1 milyar \$'a ulaşan 51 dolandırıcılık şikayeti aldığını ifade etmiştir. SEC'e dolandırıcılıkla ilgili yapılan şikayetler; fon performansının yüksek gösterilmesi, yalan beyan, hedge fon yöneticisinin müşterisinin parasını zimmetine geçirmesi, gereksiz ve açıklanmayan kesinti ve ödemeler gibi olaylarla ilgilidir. Ayrıca, uluslararası yapısı ve kayıt dışı olmaları nedeniyle hedge fonların, kara para aklanmasını kolaylaştırdığı ileri sürülmektedir.¹³⁹

¹³⁷ PAPADEMOS, Lucas D., **Monitoring Hedge Funds: A Financial Stability Perspective**, Banque de France Financial Stability Review-Special Issue on Hedge Funds, No:10, April 2007, s.116

¹³⁸ DANIELSSON - ZIGRAND, a.g.m., s.32

¹³⁹ ANBAR, Hedge Fonlar...a.g.m., s.431

1.9.7. Piyasa Güvenirliği ve Yatırımcının Korunması

Piyasa fiyatı manipölasyonlarını ve içerden öğrenenlerin ticaretini kapsayan piyasa güvenirliğine ilişkin çeşitli riskler bulunmaktadır. Bu riskler, sadece hedge fonlara özđü olmamakla birlikte, hedge fonlarının çoğunluğunun düzenlemeden muaf olmaları ve şeffaf olmayan yapıları nedeniyle bu riskler, hedge fon sektöründe daha yüksek olabilir. Örneğin, farklı piyasalarda faaliyet gösteren bir hedge fon, bir piyasada elde ettiği bilgiyi diğer piyasada kullanabilir. Ayrıca, hedge fonlar, bazı piyasalarda yüksek işlem hacimlerine sahiptirler, dolayısıyla fiyatları manipöle edebilirler. Hedge fonların hisse senetleri fiyatları üzerine manipölasyon yaptıklarına ilişkin iddialar bulunmaktadır. Hedge fonlar ise bu iddiaları kabul etmemektedirler. Bazı işletmeler, hedge fonların, işletmenin kendi hisse senetlerinde manipölasyon yaptıkları gerekçesiyle hedge fonlar aleyhine dava açmaktadırlar. Örneğin, bir Kanadalı sigorta şirketi olan Fairfax Financial Holdings, firmanın hisse senedi fiyatının düşmesini sağlamak amacıyla kötü bir kampanya yürüttüğü iddiasıyla bir hedge fon grubuna 6 milyar \$'lık dava açmıştır.¹⁴⁰

Hedge fonların; aracı kurumlar ve yatırım bankaları üzerindeki nüfuzlarını kullanarak, yatırım fonlarının işlem faaliyetleri hakkında içeriden bilgi edindiklerine ilişkin de yaygın endişe bulunmaktadır. Çünkü, hedge fonların büyük yatırım bankalarının en önemli müşterileri haline gelmesiyle, bankaların, hedge fon müşterilerinin çıkarlarını, diğer müşterilerinin çıkarlarının önünde tutabilecekleri ifade edilmektedir. Yatırım fonlarını temsilen Investment Company Institute (ICI) adlı bir kurum, hedge fonların aracı kurum ve yatırım bankalarından yatırım fonlarının işlemlerine ilişkin bilgi aldıkları gerekçesiyle SEC'e şikayette bulunmuştur. Dolayısıyla, hedge fonlar tarafından içeriden bilgi edinilmesi konusu SEC'in de gündemindedir.¹⁴¹

Hedge fonlar, araştırma firmalarının başlıca müşterileri olduğu için, araştırma firmalarının tarafsızlığı da sorgulanabilir. Hedge fonların, araştırma raporlarının yayın

¹⁴⁰ ANBAR, Hedge Fonlar...a.g.m., s.430

¹⁴¹ ANBAR, Hedge Fonlar...a.g.m., s.430

tarihine ve içeriğine ilişkin içeriden bilgi (fiyat hareketlerine yol açabilecek veri ve bilgiler) edinmek isteyebilecekleri ileri sürülmektedir. Örneğin, Biovail ve Overstock.com firmaları, hedge fonların, bağımsız araştırma analistleriyle işbirliği yaparak, hisse senedi fiyatlarını düşürmek amacıyla doğru olmayan raporlar yayınladıkları iddiasıyla dava açmışlardır.¹⁴²

Son yıllarda, yatırımcının korunması konusu ön plana çıkmaya başlamıştır. Çünkü, emeklilik fonu, geleneksel yatırım fonu gibi kurumsal yatırımcıların hedge fonlardaki yatırımları giderek artmaktadır. Bu nedenle, bir hedge fonun batması sadece varlıklı yatırımcıları etkilemeyecek, ayrıca alınan riskler hakkında haberdar edilmeyen çok sayıda ortalama gelir düzeyine sahip yatırımcıyı da etkileyecektir. Kurumsal yatırımcılar dışında, hedge fonlara yatırım yapmak amacıyla kurulan hedge fon fonlarının (funds of hedge funds), hedge fonlara göre daha düşük minimum giriş sermayesi istemesi, orta ölçekli ve küçük yatırımcıların da hedge fonlara doğrudan yatırım yapmalarına imkan sağlamaktadır. Hedge fonların yatırımcı profili genişledikçe, yatırımcının korunması sorunu daha büyük bir önem taşımaktadır.

Yatırımcının korunması açısından hedge fonlara ilişkin diğer bir risk unsuru da fonun net aktif değerinin, dolayısıyla performansının doğru değerlendirilip değerlendirilmediğidir. Hedge fon yöneticisi, yatırımcıların fona olan ilgisini artırmak ve performansa dayalı olarak daha fazla teşvik ücreti almak amacıyla performansını yüksek gösterme eğiliminde olabilir. Ayrıca, hedge fonlar, çoğunlukla likit olmayan ve kompleks finansal enstrümanlara yatırım yaptıkları için, fon değerinin hesaplanması da daha zordur.¹⁴³

1.9.8. Kurumsal Yönetim

Hedge fonların, işletmelerin yönetiminde söz sahibi olabilecek ölçüde, işletmelerin hisse senetlerini satın alarak işletmenin ve mevcut hissedarların aleyhine

¹⁴² ANBAR, Hedge Fonlar...a.g.m., s.430

¹⁴³ ANBAR, Hedge Fonlar...a.g.m., s.431

kararlar alabileceklerine ilişkin endişeler bulunmaktadır. Örneğin, Kanada'da faaliyet gösteren Algoma Steel firmasında yaşananlar, bu endişelerin haklı olduğunu göstermektedir. Paulson & Co. adlı bir hedge fon, Kanadalı çelik firmasının %19 hissesini satın alarak en büyük hissedarı konumuna gelmiştir. Hedge fon, firmadaki yatırımının karşılığını hemen almak istemiş ve bu amaçla, firmanın 400 milyon Kanada Doları tutarındaki nakit rezervinin hissedarlara kâr payı olarak dağıtılmasını talep etmiştir. Firma yönetimi, çelik ve hammadde fiyatlarının dalgalı bir seyir izlediği ve fiyatların artması durumunda paraya ihtiyaç olacağı gerekçesiyle, kâr payı dağıtımını reddetmiştir. Hedge fon, kâr payı ödeme teklifini reddeden yönetimi de değiştirmek istemiştir. Hedge fonun ısrarlı talepleri sonucunda firma, talep edilen kâr payı tutarının yarısını (200 milyon Kanada Doları) dağıtmak zorunda kalmıştır.¹⁴⁴

Hedge fonlar dışında, diğer yatırımcılar da, bir firmanın hisse senetlerini toplayarak yönetimi ele geçirebilirler. Bu nedenle, bazıları, hedge fonların diğer yatırımcılardan farklı olmadığını, yönetimi ele geçiren hedge fonların kendi çıkarlarına uygun kararlar alabileceğini ve burada, asıl olarak hedge fonların değil, ortaklık haklarını kullanmayan pasif hissedarların suçlanması gerektiğini ifade etmektedirler.¹⁴⁵

1.10. Hedge Fonların Faydaları

Çeşitli açılardan eleştirilmelerine karşın, hedge fonların; doğru fiyatın oluşumuna ve riskin etkin bir şekilde dağıtımına katkıda bulunarak, yatırımcılara çeşitlendirmeye portföylerinin riskini azaltma imkanı sunarak, finansal inovasyonun gelişmesini sağlayarak, finansal piyasalarda likiditeyi ve etkinliği artırarak finansal sistemi olumlu yönde etkilediği yönünde çeşitli görüşler bulunmaktadır.

¹⁴⁴ ANBAR, Hedge Fonlar...a.g.m., s.432

¹⁴⁵ ANBAR, Hedge Fonlar...a.g.m., s.432

1.10.1. Yatırımcılar Açısından Hedge Fonların Sağladıkları Faydalar

Hedge fonların yatırımcılar açısından faydaları maddeler halinde şu şekilde sıralanabilir:¹⁴⁶

- Hedge fon stratejileri gerek yükselen gerekse düşen piyasalarda pozitif getiri elde etme imkanı sağlamaktadır.
- Hedge fonlar dengeli kurulmuş portföylere dahil edildiklerinde portföyün toplam riski ve volatilitesi azalır, getiriler artmaktadır.
- Hedge fonların kullandığı yatırım stratejilerinin çok sayıda ve birbirinden farklı olması ve pek çoğunun aralarında korelasyon bulunmaması; yatırımcılara yatırım amaçlarını karşılayacak yatırım stratejilerini seçmede geniş imkanlar sunmaktadır.
- Akademik çalışmalar; geleneksel yatırım fonlarına kıyasla hedge fonların daha yüksek gelir elde ettiğini ve daha düşük risk taşıdığını kanıtlamaktadır.
- Hedge fonlar; piyasalara giriş ve çıkış zamanlamasını doğru yapma ihtiyacını ortadan kaldırarak ideal olan uzun dönemli yatırım imkanını sağlamaktadır.
- Yatırımcılar hedge fonları portföyelerine dahil ederek geleneksel yatırım fonlarının sunamadığı çeşitlendirme imkanını elde etmektedirler.

¹⁴⁶ ERTUGAY YILDIZ, a.g.e., s.21

1.10.2. Finansal Sistem Açısından Hedge Fonların Faydaları

Küresel finans piyasaları hedge fon sektörünün büyümesinden yararlanmaktadır. Geleneksel yatırım kurallarının yapısından sıyrılmış, hızlı gelişen mali ve teknolojik gelişmelerle desteklenen hedge fonlar, finans piyasalarındaki yeniliklerin önemli bir kaynağı olarak görülmektedir. Finansal piyasalardaki esnek yatırım yaklaşımları ve yenilikçi mali enstrümanların yoğun kullanımıyla hedge fonlar, finans piyasalarında doğru fiyatın oluşmasına katkıda bulunmaktadır.¹⁴⁷ Hedge fonların uzmanlaşmış yapısı, piyasaların daha etkin olarak araştırılmasına, görünmez el mekanizmasının daha iyi oluşmasına ve dolayısıyla varlık fiyatlarının oluşumunda spekülatif fiyatlandırmaların azalmasına yol açmaktadır.¹⁴⁸ Daha etkili bir doğru fiyatın oluşumu, finansal piyasaları sermaye dağıtımında daha etkili kılabilmektedir. Öngörülebilir her çeşit risk artık rutin bir şekilde yapısal olarak ayrıma tabi tutularak, tekrar birleştirilmekte ve en az maliyetle bu riskleri almak isteyenlere devredilebilmektedir.

Hedge fonlar, daha önce likit olmayan aktiflerin likit olma ve böylece pazarlanabilir olma sürecini teşvik etmede pozitif rol oynamaktadır. Ayrıca hedge fon sektörü, geleneksel portföy yönetim sektörünün değişiminde ve yenilenmesinde katalizör olarak görev yapmaktadır. Geleneksel portföy yönetimi, yatırım kurallarıyla sınırlandırılmıştır ve genellikle kaldıraç kullanmaz. Bununla beraber, geleneksel portföy yöneticileri son yıllarda hedge fon sektörüyle beraber oluşan rekabet baskısıyla çok daha yenilikçi bir yönetim göstermektedirler. Kompleks ve yenilikçi mali enstrümanlar, değişen piyasa koşullarına olabildiğince etkin ve değişik karşılık vermek için artık rutin olarak geleneksel portföy yöneticileri tarafından kullanılmaktadır. Teşvik ettikleri mali ve teknolojik yeniliklerle beraber hedge fonlar, geleneksel portföy yönetim endüstrisinin yeniden şekillendirilmesinde önemli bir güç olmaktadır. Bu süreçte, hedge

¹⁴⁷ HILDEBRAND, Philipp M. **Hedge Funds and Prime Broker Dealers: Step Towards a “best practise proposal”**, Banque de France Financial Stability Review-Special Issue on Hedge Funds, No:10, April 2007, s.70

¹⁴⁸ AYDIN - US, a.g.m., s.179

fonlar piyasaların daha likit, daha etkin, daha esnek olmasına yardımcı olmakta, bu sayede piyasalar krizlerden daha çabuk iyileşebilir hale gelebilmektedir.¹⁴⁹

Hedge fonların düzenlemeye tabi olmaması, yatırım araçlarının çeşitliliğine ve daha etkin risk-getiri dağılımına imkan vermektedir. Dolayısıyla, finansal sistemin likidite kaynaklı bir finansal şokla karşılaşması durumunda krizin derinleşmesi önlenmektedir. Bir diğer deyişle, düzenlemeye tabi olan finansal kurumlar finansal şok durumunda görece riskli varlıkları portföylerinden çıkarmak zorunda kalmakta, ancak, finansal sistemde hedge fonlar yer almadığı takdirde riskli varlıklar talep görmemekte, bu durumda riskli varlıkların fiyatlarında önemli oranda düşüş ve sonuç olarak büyük oranda ekonomik kayıp gerçekleşmektedir. Öte yandan finansal sistemde hedge fonların yer alması durumunda söz konusu riskli varlıklar hedge fonlar tarafından talep görmekte ve bu durumda piyasaya gerekli likidite sağlanarak krizin derinleşmesi önlenmektedir.¹⁵⁰

Hedge fonların finansal sistem üzerindeki etkileri konusunda değerlendirme yapılırken, hedge fonların finans piyasalarının etkinliğine sağladığı yararlar ve hedge fonların doğrudan ya da belirli bir düzenlemeye tabi olması durumunda bu yararların bir kısmının elde edilemeyeceği düşüncesinin de dikkate alınması gerekmektedir. Hedge fonlar, piyasa yatırımcılarını –bütün değişik şartlarda- muhtemelen daha yüksek risk alma konusunda hevesli bir duruma getirmektedir. Böylece finansal sistemdeki mevcut risk alma kapasitesi artmakta ve hedge fonlar bu risklerin daha iyi dağılmasına katkıda bulunmaktadır. Piyasa istikrarı için yatırımcıların heterojenliği faydalı olmaktadır. Eğer piyasadaki bütün oyuncular homojen risk profiline ve tercihlerine sahip olursa, piyasalar etkin olmayacaktır. Hedge fonların farklı risk profilleri ve riskten kaçınma sergilemesi–ve özgün analitik ve bilgilendirici yeteneklere sahip olmaları- halinde fiyatlar dengeden uzaklaştığında hedge fonlar, yapıcı bir rol üstlenip ek likidite sağlayarak mali piyasalara yardım edebilir ve finansal piyasaları dengede tutabilirler.¹⁵¹

¹⁴⁹ HILDEBRAND, a.g.m., s.70-71

¹⁵⁰ AYDIN - US, a.g.m., s.179-182

¹⁵¹ NOYER, CHRISTIAN, **Hedge Funds: What are the main issues?**, Banque de France Financial Stability Review-Special Issue on Hedge Funds, No:10, April 2007, s.106

Son olarak, hedge fonların yatırım stratejileri içerisinde arbitraj stratejilerinin çokluğu farklı piyasa sektörlerini- sermaye, kredi, türev piyasalar gibi- bir araya getirmekte ve karşılıklı bağımlılıklarını artırmaktadır. Aynı zamanda, hedge fonların uluslararası ticaret faaliyetlerinin ulusal finans piyasalarını artan bir şekilde birbirine bağlamakta olduğu ve hedge fonların uluslararası finansal sistemin küreselleşmesini sağlayıcı bir rol oynadığı yorumu yapılabilmektedir.¹⁵²

1.11. Hedge Fonlarla İlgili Düzenlemeler

Hedge fonların maksimum esneklikle çalışan ve nitelikli yatırımcılara hitap eden kuruluşlar olması itibariyle diğer finansal kuruluşlar gibi bir düzenlemeye tabi tutulmasının doğru olmayacağı akademik çevrelerce dile getirilmektedir.

Hedge fonlar genellikle büyük ölçüde bireysel 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. Dolayısıyla hedge fonlar hakkında ancak genel istatistikler ve yönetimi altında olan fonların parasal büyüklüğü gibi konularda bilgi edinilebilmektedir. Hedge fonların üstlendikleri risklerin belirlenmesi ve değerlendirilmesindeki veri ve bilgi eksiklikleri, finansal istikrar ve sistemik riskler açısından kapsamlı bir değerlendirme yapılmasını zorlaştırmaktadır.¹⁵³ Dolayısıyla kamu otoritelerinin denetimine tabi olmayan hedge fonların, faaliyetleri nedeniyle üstlendikleri ve/veya maruz kalabilecekleri riskleri bertaraf edebilecek düzeyde yasal sermaye bulundurmak, yatırım yaptıkları alanları bir risk bütçelemesine ya da sınırlamasına tabi tutmak, iç denetim ve risk yönetim sistemleri kurmak, kurumsal

¹⁵² WEBER, Axel A, **Hedge Funds: A Central Bank Perspective**, Banque de France Financial Stability Review-Special Issue on Hedge Funds, No:10, April 2007, s.162

¹⁵³ KÜÇÜKÖZMEN, a.g.m., s.4-6

yönetişim ilkelerini uygulamak gibi banka ve diğer finans kuruluşlarına özgü yükümlülükleri de bulunmamaktadır.

Hedge fonlara yönelik düzenlemeler yapılması konusu gündeme ilk kez LTCM isimli dünyanın en büyük hedge fonunun yatırımcılarına karşı yükümlülüklerini yerine getirememesinin finansal piyasalarda neden olduğu büyük çalkantıdan sonra gündeme gelmiştir. LTCM olayı, hedge fonların bireysel yatırımcılar, ülke ekonomileri ve küresel finans piyasaları açısından önemli dersler içermektedir. LTCM olayından sonra hedge fonların taşıdığı risklerin ve bunların gerçekleşmesi durumunda bu fonlarla ilişkide bulunan tarafların nasıl hareket etmesi gerektiği hususu sorgulanmaya başlanmış ve bir takım düzenleyici tedbirlerin alınması hususu gündeme gelmiştir. Son iki yıl içinde finansal piyasalarda yaşanan kısa dönemli dalgalanmalar hedge fonların tabi olması gereken düzenlemeler hususunu daha yoğun olarak gündeme getirmiştir. Örneğin Almanya bu konuda sert önlemler alınmasının önemini vurgularken, İngiltere ve ABD hedge fonların diğer finansal kurumların tabi oldukları türde bir düzenlemeye tabi olmalarının hedge fonların varlık nedenine aykırı olacağını savunmuşlardır. Hedge fonlar üzerine OECD (Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü – Organisation for Economic Co-operation and Development) (2007) tarafından yapılan bir anket çalışmasında ise katılımcı 27 ülkeye muhtelif sorular sorulmuştur. Elde edilen yanıtların yayımlanması neticesinde ülkelerin hedge fonlara yaklaşımlarında ciddi farklılıklar bulunduğu belirlenmiştir. Bu farklılıkların titiz bir şekilde irdelenmesinin piyasa etkinliğini bozmadan hedge fonlara yönelik olarak yapılabilecek küresel bir düzenlemeye katkıda bulunabileceği değerlendirilmektedir.¹⁵⁴

1.11.1. ABD’de Hedge Fonlara İlişkin Düzenlemeler

Gerek ABD’de gerekse diğer ülkelerde hedge fonları doğrudan hedef alan kapsamlı bir düzenleme bulunmamaktadır. Ancak son beş yıl içinde SEC ve FED tarafından ortaklaşa yürütülen çalışmalarda hedge fonların tabi olacakları kapsamlı bir

¹⁵⁴ KÜÇÜKÖZMEN, a.g.m., s.4-6

düzenleme yapılmasının gerekliliği hususu yoğun bir şekilde tartışılmıştır. Ancak gelinen noktada, hedge fonların doğrudan tabi olacağı bir düzenlemeden ziyade *şeffaflık* ve bu fonlara yatırım yapan kurumsal yatırımcıların (emeklilik fonları, sigorta şirketleri, vakıflar) ve yine bu fonlarla yakın ilişki içerisinde bulunan yatırım bankalarının oluşturduğu *karşıtaraf riski* konuları ağırlık kazanmıştır. Dolayısıyla bu iki husus alınan tavsiye kararlarında finansal istikrarın sürdürülmesi ve sistemik risklerin kontrolü açısından önemle vurgulanmıştır.

ABD’de Hazine Müsteşarı’ndan ve ekonomiye yön veren 3 bağımsız finansal düzenleyici kurumun (FED, SEC ve CFTC- U.S Commodity Futures Trading Commission) başkanlarından oluşan PWG; Şubat 2007 tarihinde hedge fonların gözetim ve düzenlenmesini yakından ilgilendiren bir döküman olan, ABD’de üst düzey ekonomik kurumların hedge fonlara ilişkin ortak tutumunu gösteren bir belge niteliğinde “Özel Sermaye Havuzlarına İlişkin Temel İlkeler ve Kılavuz”unu yayımlamıştır. Kılavuz’da, “özel sermaye havuzlarının” ABD’yi dünyanın finans merkezi yapmasındaki önemine değinilmiş ve bu dökümanın bu çalışma grubu içinde yer alan tüm kurumların ortak tutumu olacağı ifade edilmiştir. Kılavuz’da sistemik risk ve yatırımcının korunması olmak üzere iki konu üzerinde durulmuştur. Kılavuz’a göre eğer kredi veren kuruluşlar ve ilişkili taraflar fonlarla olan ilişkilerinde varolan riskleri hesaba katar ve şartlarını buna göre belirlerse, fonlar bu durumda bu kurumları ikna etmek amacıyla daha şeffaf olacak ve risk yönetimine verdiği önemi artıracak, aynı zamanda bu şartlar fonların daha az borçlanmasını sağlayacaktır. Yatırımcının korunması hususunda ise özel sermaye havuzlarının yatırımcılarının da sofistike ve kompleks olması gerektiği, sıradan yatırımcılara arz edilmemesi gerektiği, bu fonların yatırımcılarının aynı zamanda fonun stratejilerini, risklerini, talep ettikleri ücretleri, varlık değerlemesini, likidite durumunu v.b. değerlendirecek kapasitede olması gerektiği belirtilmektedir. Sonuç olarak, söz konusu kılavuzun genel itibariyle sıkı düzenlemelerden uzak, yol gösterici nitelikte olduğu, risk yönetiminin piyasanın kendi işleyişi içerisinde değerlendirilmesi gerektiği ve bunun piyasa oyuncuları aracılığıyla olacağı, gönüllü bir şeffaflık ilkesinin ön plana çıkarıldığı değerlendirilmesine ulaşılabilir. Mevcut durum itibariyle, hedge fon sektöründeki düzenlemeler konusu henüz netleşmemiş olmakla birlikte söz konusu Kılavuz, finansal piyasaların merkezi

konumunda bulunan ABD'nin ekonomisini düzenleyen kurumların ilerleyen dönemlerde varolan esnek düzenlemelerde radikal bir değişikliğe gitmeyeceği hususunda yeterince ipucu vermektedir.¹⁵⁵

Hedge fonlara özgü olarak hazırlanmış bir kanun, tebliğ ya da yönetmelik bulunmamasıyla birlikte hedge fonların 1940 Yatırım Şirketleri Kanunu (ICA-Investment Company Act of 1940), 1933 Menkul Kıymetler Kanunu (SA-Securities Act of 1933), 1934 Menkul Kıymetler Borsası Kanunu (SEA-Securities Exchange Act of 1934) ve 1940 Yatırım Danışmanları Kanunu (IAA-Investment Advisers Act of 1940) kapsamında tanınan belli başlı muafiyetler çerçevesinde düzenlenmesi benimsenmiştir. Dolayısıyla, hedge fonlar, bu dört yasadaki muafiyet hükümlerinden faydalanmaları nedeniyle bu yasalara tabi tutulmamaktadır.¹⁵⁶

1.11.1.1. Hedge Fonların 1940 Yatırım Şirketleri Kanunu'nda (ICA) Yararlandığı Muafiyet Hükümleri

Hedge fonların yararlandığı ve çalışmalarının özünü kapsayan iki temel muafiyet maddesi 3(c)1 ve 3(c)7 maddeleridir.

3(c)1 maddesinde, halka arz kanalıyla fon sağlanamayan ve menkul kıymetleri en fazla 100 yatırımcı tarafından alınan ihraççıların yatırım şirketi olarak adlandırılmayacağı belirtilmektedir. Ancak, bu yatırımcı sınırının uygulanması yatırımcının ABD vatandaşı olup olmamasına göre değişmektedir. Örneğin, 100 ABD vatandaşı yatırımcıya sahip bir hedge fon bu hüküm dışında kalarak yatırım şirketi sayılırken 100'ü aşan sayıda ABD vatandaşı olmayan yatırımcı içeren hedge fonlar bu muafiyetten faydalanabilmektedir. 3(c)7 maddesine göre menkul kıymetleri sadece nitelikli müşteri (qualified purchaser) tarafından alınan ve halka arz tanımına girecek şekilde satılmayan ihraççılar, yatırım şirketi tanımından muaf tutulmaktadır.

¹⁵⁵ SAĞLIK, a.g.m., s.15-17

¹⁵⁶ ÖZKARABÜBER, Duygu, **Serbest Yatırım Fonlarının (Hedge Fonlar) ABD ve Türk Mevzuatı Çerçevesinden Değerlendirilmesi**, 13.Ulusal Finans Sempozyumu "Küresel Finansal Krizler ve Etkileri" Bildiriler Kitabı, 2009, s.490

Bu maddede adı geçen ve önemli bir kavram olan nitelikli müşteri aynı kanunun 2(a)(51)(A) maddesinde özetle en az 5 milyon \$ yatırıma sahip gerçek kişi veya aile şirketleri ile kendi veya nitelikli müşteriler adına en az 25 milyon \$ yatırım yapabilen kişiler olarak tanımlanmaktadır. Tanımlar bölümünde yatırım, “menkul kıymet, yatırım amaçlı olarak tutulan gayrimenkul ve fiziksel mallar, menkul kıymet sayılmayan finansal sözleşmeler ve yatırım amaçlı tutulan nakit para ve benzerleri” olarak tanımlanmaktadır.¹⁵⁷

Bir ortaklığın menkul kıymet ihraç ederek karşılığında halktan para toplayabilmesi (halka arz) için söz konusu menkul kıymetin kayda alınması gerekmektedir. Ancak ortaklıkların bazı koşulları sağlaması durumunda, ihraç edeceği menkul kıymetlerin kayda alınmasına gerek kalmamaktadır. 1933 Menkul Kıymetler Kanunu'nun bölüm 4(2)'sinde yer alan hüküm gereği özel satışa (private offering) konu olan menkul kıymetler kayda alınmaktan muaf tutulmuştur. Buradaki özel satıştan kasıt, akredite yatırımcılara yapılan satıştır. Özetle, akredite yatırımcı; bankalar, tasarruf ve kredi kuruluşları, kayıtlı broker/dealerlar, yatırım şirketleri, lisansı küçük ölçekli yatırım şirketleri, işçi sosyal yardım planı ve aktif 5 milyon \$'ı aşan diğer ticari işletmeler; tek veya eşiyile birlikte 1 milyon \$ malvarlığına sahip veya son iki yılın her birinde tek başına 200.000 \$, eşiyile birlikte 300.000 \$'ın üzerinde gelire sahip olan gerçek kişileri kapsayan bir üst kavramdır. Sonuç olarak her iki muafiyet hükmünde de yer aldığı üzere menkul kıymetlerini halka arz etmeyen ihraççıların yatırım şirketi tanımı dışında olmaları nedeniyle gerek ICA'ya gerekse SEC kaydına tabi tutulmadıkları görülmektedir.¹⁵⁸

¹⁵⁷ ÖZKARABÜBER, a.g.m., s.490

¹⁵⁸ ÖZKARABÜBER, a.g.m., s.490

1.11.1.2. Hedge Fonların 1933 Menkul Kıymetler Kanunu'nda (SA)

Yararlandığı Muafiyet Hükümleri

SEC kaydına alınmadan ihraç edilen menkul kıymetlere uygulanacak hükümleri içeren Düzenleme D (Regulation D) içerisinde bulunan ve hedge fonların yararlandığı muafiyet hükmü olan Kural 506, yapılan özel satışın kapsamını belirten bir maddedir. Kural 506 uyarınca, çıkarılan menkul kıymeti satın alan yatırımcı sayısının 35'i geçmemesi gerekmektedir. Ancak, buradaki sınır sadece normal alıcılar için geçerli olurken akredite yatırımcıların alıcı olması durumunda herhangi bir sayı kısıtlaması söz konusu olmamaktadır. Kural 506'da finansal alanda yapılacak yatırımların risk ve getiri değerlendirmesini sağlıklı yapabilecek düzeyde tecrübe ve bilgi birikimine sahip akredite olmayan her yatırımcının kendisi veya temsilcisinin de özel satış kapsamına girdiği belirtilmektedir. Özel satışa yönelik satılan kısıtlanmış menkul kıymetlerin tabi olduğu muafiyet, menkul kıymetlerin kendisine değil, alıcısına tanınmıştır. Bu yüzden kısıtlanmış menkul kıymetin tekrar satışının muafiyet kapsamına girip girmeyeceği alıcının niteliğine bağlıdır. Söz konusu menkul kıymetlerin özel satış kapsamı dışındakilere satılmak istenmesi halinde muafiyet geçerli olmamakta ve menkul kıymetlerin SEC kaydına alınması gerekmektedir. Bu nedenle, bu kuralda belirtilen şartları taşıyan özel satışlarda, genel kapsamlı bir davet veya reklam yapılması yasaklanmaktadır. Kanunda özel satış kavramının halka arz kavramından ayrı tutulmasının temel nedeni, hedge fonların yüksek risk ve karmaşık araçlar içeren stratejilerini anlayacak ve bunları yönetebilecek ölçüde büyüklüğe ve/veya malvarlığına sahip yatırımcıların ayrıca kanun korumasına ihtiyaçlarının bulunmamasıdır.¹⁵⁹

¹⁵⁹ ÖZKARABÜBER, a.g.m., s.491

1.11.1.3. Hedge Fonların 1934 Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'nda (SEA) Yararlandığı Muafiyet Hükümleri

Hedge fonlar için ICA'da menkul kıymet ihraç eden yatırım kuruluşlarının kendisinin kayda alınmasına muafiyet getiren hükümler bulunurken SEA'da şirketin ihraç ettiği menkul kıymetlerin kayda alınmasına muafiyet getiren hükümler bulunmaktadır. Bu çerçevede, SEA'da menkul kıymetlerin kayda alma yükümlülüklerinin yer aldığı 12.bölümde 12g-1 SEC Kuralı olarak geçen maddeye göre, bir ihraççının aktif büyüklüğünün 10 milyon \$'ı aşması ve ihraç ettiği menkul kıymetlerin en az 500 yatırımcıya satılması halinde menkul kıymetlerin SEC kaydına alınması gerekmektedir. Hedge fonlar bu hükmü yatırımcı sayılarını 500'ün altında tutarak aşmaktadır.¹⁶⁰

1.11.1.4. Hedge Fonların 1940 Yatırım Danışmanları Kanunu'nda (IAA) Yararlandığı Muafiyet Hükümleri

Diğer üç kanunda hedge fonun yararlandığı hükümlerde değişme gözlenmezken, Şubat 2006 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere IAA'da bazı değişiklikler yapılmıştır. Bölüm 203(b)(3)'e göre geçen 12 ay içerisinde 15'ten az müşteriye sahip olan ve kendini kamuya yatırım danışmanı olarak ilan etmeyenler SEC kaydına alınmaktan muaf tutulmaktadır. Bu maddede müşteri sayısının belirlenmesine yönelik açık bir hüküm olmadığından birçok yatırımcıdan oluşan fonlar tek bir müşteri olarak sayılmakta ve yüzlerce yatırımcıya sahip en fazla 15 fona danışmanlık yapan bir hedge fon yöneticisi, söz konusu muafiyet kapsamına girerek kaydolmadan hükmü dolanmaktadır. Bu durumun önüne geçmek için SEC müşteri sayısının belirlenmesine yönelik yeni bir yaklaşım oluşturmuş (Hedge Fund Rule veya 203(b)(3)-2 kuralı) ve özel fon kapsamına giren hedge fonlara danışmanlık yapanların, özel yatırım danışmanı muafiyetinden yararlanmalarına büyük ölçüde kısıtlama getirmiştir. Eskiden fonların

¹⁶⁰ ÖZKARABÜBER, a.g.m., s.491

kendisinin tek müşteri sayılması söz konusu iken yeni getirilen Hedge Fon kuralı ile fonların hissedarları, sınırlı sorumlu ortakları, üyeleri ve menfaat sahipleri de müşteri kapsamına alınmıştır. Böylece, müşteri ve müşterilere yatırım yapan yatırımcı sayısı toplamı 15'i aşan özel fonların SEC'in kaydına alınması zorunlu kılınmıştır. Ancak, Philip Goldstein, yatırım danışmanlığı firması ve firmasının ortağı veya danışmanı olduğu hedge fonlar, SEC'in "müşteri" ve "yatırımcı"yı aynı kavram içinde yorumlamasına karşı çıkarak Hedge Fon Kuralına yönelik SEC aleyhine dava açmış ve bu davayı kazanmıştır. Columbia Bölge Mahkemesinin verdiği kararda, kapsamlı bir yasa olan IA'da 100 kişiden az yatırımcıya sahip bir hedge fona SEC kaydından muafiyet tanınırken, 15'ten fazla yatırımcıya sahip bir hedge fon danışmanının SEC kaydına zorunlu tutulmasının keyfi bir uygulama olduğu vurgulanmıştır.¹⁶¹

Bu karardan sonra, hedge fonlara yatırım yapan yatırımcıyı korumak amacıyla Aralık 2006'da SEC üç adet yeni kural önerisi yayınlamıştır. Bunlardan biri olan IAA'da 206(4)-8 Kuralı kapsamında, hedge fonların ve tavsiye ettiği diğer yatırım araçları hakkında yanlış ve yanıltıcı bilgi verme veya bu yatırımcıları dolandırmaları yasaklanmıştır. Bu kural önerisi Eylül 2007'de yürürlüğe girmiştir. SA'da yer alan ve 509 ve 216'ya yönelik olan diğer iki kural önerisinde özetle, "akredite gerçek kişi" (accredited natural person) kavramının Düzenleme D Bölüm 4(6) kapsamında özel yatırım araçlarının menkul kıymetlerini ihraç ettikleri ve sattıkları akredite yatırımcılara uygulanmasından bahsedilmektedir. Akredite gerçek kişi, tek başına veya eşiyile birlikte menkul kıymetleri aldığı anda en az 2,5 milyon \$ yatırıma sahip olan gerçek kişi olarak tanımlanmıştır. Bu kavram 3(c)1 fonlarına uygulanırken 3(c)7 fonlarına uygulanmamaktadır. Çünkü, 3(c)1 fonları için "akredite yatırımcı" kavramının karşılanması gerekirken 3(c)7 fonları için akredite yatırımcıdan daha üst yatırım eşiği olan "nitelikli müşteri" kavramının karşılanması gerekmektedir. Bu iki kural önerisi henüz yürürlüğe girmemiştir.¹⁶²

Bir hedge fon sepetine yatırım yapan fonlar (funds of funds) özel fon kapsamına girdiği takdirde, bunlara danışmanlık yapan yatırım danışmanlarının da SEC'e kayıt yükümlülükleri bulunmaktadır. Ancak, 203(b) maddesi 3(c)(1) ve 3(c)7 muafiyetlerini

¹⁶¹ ÖZKARABÜBER, a.g.m, s.492-493

¹⁶² ÖZKARABÜBER, a.g.m, s.492-493

sağlamayan ve ICA kapsamında kayıtlı yatırım şirketlerine özel bir kural getirmiştir. Bu kural ile hedge fon sepetine yatırım yapan fonlar özel fon kapsamında değerlendirilmese dahi, fonun müşteri sayısının 15'i ve aktif büyüklüğünün 30 milyon \$'ı aşması halinde bu fon sepetine yatırım yapan fona danışmanlık yapanın SEC kaydına girmesi gerekmektedir. Bu düzenlemeler ile hedge fon danışmanları SEC'in denetimine tabi tutularak hileli faaliyetlerinin belirlenmesinin kolaylaşması ve hedge fonların daha küçük yatırımcılara doğru yayılmasının (retailization) engellenmesi sağlanmıştır. Buradaki temel amaç; hem hedge fonlara yatırım yapan yatırımcıları hem de sermaye piyasalarını korumaktır.¹⁶³

Kâra katılma paylarının verilebileceği kişiler konusunda da bazı değişiklikler yapılmıştır. Önceden akredite yatırımcılara* (accredited investors) ödenen kâra katılma paylarının nitelikli alıcılara** (qualified clients) veya nitelikli müşterilere (qualified purchaser) ödenmesi yükümlülüğü getirilmiştir. Ancak hali hazırda kâra katılma payı alan ve nitelikli alıcı vasfına haiz olmayan yatırımcıların bu hakları korunarak yeni katılanların nitelikli alıcı tanımını sağlamaları zorunlu tutulmuştur.¹⁶⁴

Yatırım danışmanlarının SEC kaydına alınması yaptıkları işlem ve kayıtların SEC denetimine tabi tutulması açısından önemlidir. Bu danışmanların profesyonel hayatta kayıtları tutularak aldıkları mahkûmiyet ve kötü yönettikleri fonlara yönelik yaptıkları işlemler takip edilmektedir. Ayrıca, kayıtlı yatırım danışmanlarının IAA'da geçen kurallara uyum yükümlülükleri bulunmaktadır.¹⁶⁵

¹⁶³ ÖZKARABÜBER, a.g.m, s.492-493

¹⁶⁴ ÖZKARABÜBER, a.g.m, s.492-493

¹⁶⁵ ÖZKARABÜBER, a.g.m, s.492-493

*Akredite Yatırımcı: Kısaca, 200.000 \$ kişisel gelire sahip veya eşiyle birlikte 300.000 \$ gelire sahip veya kişisel veya birlikte 1 milyon \$ malvarlığına sahip yatırımcı anlamına gelmektedir.

**Nitelikli Alıcı: Kısaca, yatırım danışmanı ile en az 750.000 \$'lık anlaşma yapan veya anlaşma yapmadan hemen önce tek başına veya birlikte 1,5 milyon \$ malvarlığına sahip gerçek kişi veya şirket ile 2(a)(51)(A)'da tanımlanan nitelikli müşteriyi (qualified purchaser) kapsamaktadır.

1.11.2. AB’de Hedge Fonlara İlişkin Düzenlemeler

Avrupa Birliği çerçevesinde hedge fonlara ilişkin düzenlemelere bakıldığında, ABD’den farklı olarak ülkeler arasında bölünmüşlük dikkat çekmektedir. 1985 yılında 85/611 sayılı AB direktifinde UCITS (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities- Devredilebilir Menkul Kıymetlere Yatırım Yapan Kollektif Yatırım Kuruluşlarına İlişkin Taahhütler) yatırım araçlarının kısmen standartlaştırılması amaçlanmış, ancak yorum farklılıkları sebebiyle ülke uygulamalar arasında farklılıklar oluşmuştur. AB ülkeleri arasında finansal hizmetler sektörü içerisinde rekabeti artırmak ve tüketici korumasını etkinleştirmek amacıyla ortaya konulan “Financial Services Action Plan- Finansal Hizmetler Hareket Planı” dahilinde MiFID (Markets in Financial Instruments Directive) uygulamaya konulmuştur. Hedge fonlarla ilgili olarak diğer bir düzenleme çalışması ise AIMA (The Alternative Investment Management Association) ve IOSCO (Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonu Örgütü - International Organisation of Securities Commissions) tarafından yürütülen değerlendirme süreçleri, sistemleri, kontroller ve ilişkili protokollerle ilgili olarak gerçekleştirilmektedir.¹⁶⁶

İngiltere, Avrupa içerisinde hedge fon yönetimi merkezlerinin başında gelmekte ve hedge fon yönetimi alanında ABD’den sonra ikinci büyük merkezdir. Küresel hedge fonların yaklaşık %15-20’lik kısmı İngiltere’deki hedge fon yöneticileri tarafından yönetilmektedir.¹⁶⁷

Diğer yandan İngiltere’nin Sermaye Piyasası Kurulu niteliğinde olan FSA (Financial Services Authority), hedge fonlara, türev ürünlerle ilgili katı bildirim yükümlülükleri getireceğini açıklamıştır.

¹⁶⁶ ÇANKAYA, Serkan, **Dünyada ve Türkiye’de Hedge Fonlar ve Uygulanabilirliği**, s.10 http://www.finanskulup.org.tr/assets/maliyefinans/81/Serkan_Cankaya_Dunyada_Turkiyede_Hedge_Fonlar_MFY81.pdf Erisim Tarihi (12.05.2009).

¹⁶⁷ ALANTAR, Hedge...a.g.m., s.2

Diğer yandan, İngiltere’de yaygın olarak kullanılan ve yatırımcılara oy hakkı tanımazken, onları hisse senedi fiyat hareketleri nedeniyle ciddi risklere maruz bırakan “fiyat farkı kontratları”na sahip hedge fonlara, bu hisse senetlerine gerçekten sahipmiş gibi bildirim zorunluluğu getirilmesi planlanmaktadır.

Almanya, tarihsel olarak İngiltere ve ABD gibi ülkelere nazaran ekonomiye daha çok müdahale etmiştir. Bu nedenle Almanya; ABD, Kanada ve İngiltere’ye göre daha muhafazakar bir hedge fon geleneğine sahiptir. Ocak 2004’te yürürlüğe giren Alman Yatırım Kanunu ve Alman Vergi Kanunu’nda yapılan düzenlemeye kadar ülkede hedge fon kurulması önünde önemli sınırlamalar bulunmaktaydı. Alman vatandaşlarının uluslararası hedge fonlara yatırım yapması da mümkün değildi. Bu kanunlarla Alman hedge fonları ve uluslararası hedge fonlarla ilgili düzenlemeler yapılmıştır. Bu fonların satışı ve pazarlanması, uluslararası fonların vergilendirilmesine ilişkin düzenlemeler yapılmıştır. Yatırım Kanunu’nda hedge fonlar “bağımsız bir varlık sınıfı” olarak tanımlanmıştır. Risk çeşitlendirmesi ilkesine uygun olarak, bu fonların ek risk alabilecekleri, yatırım yapacakları varlık seçiminde serbest oldukları, açığa satış ve kaldıraç kullanabilecekleri hükme bağlanmıştır.¹⁶⁸

¹⁶⁸ ALANTAR, Hedge...a.g.m., s.2

İKİNCİ BÖLÜM

2007-2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİ

1.1. Kriz Kavramı ve Finansal Kriz

Kriz kelimesinin etimolojik kökenine bakıldığında Yunanca “ krizis” kelimesine dayalı olduğu ve karar verme anlamı taşıdığı, sosyal bilimlerde birden bire meydana gelen kötüye gidiş yönündeki gelişme, büyük sıkıntı, buhran ve bunalım kelimeleri ile eş anlamlı olarak kullanıldığı görülmektedir.¹

Kriz, genel olarak düzgün olmayan, reform gerektiren istikrarsız bir durumu ifade etmektedir.² Kriz, beklenmedik bir sosyal, ekonomik veya psikolojik gelişme karşısında normal ilişkilerin ciddi olarak sarsılması, yüz yüze kalınan problemin ortadan kaldırılmasında mevcut çözüm yollarının yetersiz kalması sonucu ortaya çıkan durumların ifade edilmesi için de kullanılabilir.³

Ekonomik anlamda kriz, “ekonomide aniden ve beklenmedik bir şekilde ortaya çıkan olayların makro açıdan ülke ekonomisini, mikro açıdan ise firmaları ciddi anlamda sarsacak sonuçlar ortaya çıkarması” olarak tanımlanabilir.⁴

Bir başka tanımlamaya göre ise “ekonomik krizler; herhangi bir mal, hizmet, üretim faktörü veya döviz piyasasındaki fiyat ve/veya miktarlarda, kabul edilebilir bir değişim sınırının ötesinde gerçekleşen şiddetli dalgalanmalar” şeklinde ifade edilmektedir.⁵

Ekonomik krizler, etkiledikleri sektörler bağlamında reel ve finansal sektör krizleri olmak üzere ikili bir ayrıma tabi tutulabilmektedir. Reel krizler üretimde

¹ YAVUZ, Senem Yılmaz, 1990-2002 Yılları Arasındaki Ekonomik Krizlerin Türk Ekonomik Sistemine Etkileri, Niğde Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), 2006, s.4

² TÜZ, Melek, **Kriz Yönetimi: İşletmelerde Uygulama İçin Temel Adımlar**, Alfa Basım Yayım Dağıtım Ltd. Şti, Ocak 2004, s.3

³ DELİCE, Güven, **Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif**, Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Sayı:20, Ocak-Haziran 2003, s.58

⁴ TAY, Arzu, Erken Uyarı Sistemleri ile Finansal Krizlerin Analizi: Türkiye ve Geçiş Ekonomileri Örneği, Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), 2007, s.8

⁵ KİBRİTÇİOĞLU, Aykut, Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001, <http://80.251.40.59/politics.ankara.edu.tr/kibritci/ytd-kibritcioglu.pdf>, s.1 Erisim Tarihi (02.03.2009).

ve/veya istihdamda önemli dalgalanmalar olarak ortaya çıkmakta, finansal krizler ise ekonominin reel kesimi üzerinde tahrip edici etkiler yaratabilen ve piyasaların etkin işleyiş biçimini bozan finansal piyasa çöküşleridir.⁶

Finansal kriz genel olarak, finansal fonların finansal alandan hızla çekilmesi, kaçması ve fon arzının hızla daralması, finansal alanda arzu edilmeyen, reel sektör ve ekonomi üzerinde olumsuz ağır sonuçlar doğurabilecek yönde şiddetli istikrarsızlık ve dalgalanmalar şeklinde ifade edilebilir.⁷

Finansal krizle ilgili çeşitli tanımlar yapılmakla birlikte, Goldstein ve Turner finansal krizi “kısa vadeli faiz oranları, varlık fiyatları, ödemelerin bozulması ve iflaslar ile mali kurumların iflası gibi finansal göstergelerin tümünün veya çoğunluğunun ani, keskin ve açık bir biçimde bozulması olarak” tanımlamaktadırlar.⁸

Paul Krugman finansal krizin belirli bir tanımının bulunmadığını öne sürerken, Edwards ve Santanella ise finansal krizleri paranın değerindeki belirgin bir düşüşe ve uluslararası rezervlerin ciddi bir biçimde tükenmesine bağlamaktadır.⁹

Mishkin ise finansal krizleri şu şekilde tanımlamaktadır: Bir finansal kriz ters seçim ve ahlaki tehlike (moral hazard) sorunlarının ileri boyutlara varması ve böylece finansal piyasaların, fonların en verimli yatırım fırsatlarına sahip ekonomik birimlere kanalize edilmesindeki etkinliğini kaybetmesi nedeniyle finansal piyasalarda ortaya çıkan doğrusal olmayan bir bozulmadır.¹⁰

⁶ FIRAT, Emine, Ekonomik Krizler ve İstikrar Paketleri Türkiye Uygulaması (1980-2002), Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), 2006, s.3

⁷ CENGİZ, Samur, Küresel Krizler ve Kriz Yönetme Politikaları, Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), 2008, s.7-10

⁸ GOLDSTEIN, Morris – TURNER, Philip, **Bankacılık Krizleri: Kökenler ve Politika Seçenekleri**, Çev. Ali İhsan Karacan, İstanbul Dünya Yayınları, 1999, s.7-8

⁹ EDWARDS, S. “**Does The Current Account Matter?**”, NBER Working Paper Series, No:8275, May 2001, s.29 <http://www.nber.org/papers/w8275> Erişim Tarihi (05.03.2009).

¹⁰ MISHKIN, Frederic S. **Financial Policies and The Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries**, NBER Working Paper Series, No:8087, January 2001, s.4 <http://www.nber.org/papers/w8087> Erişim Tarihi (05.03.2009).

Finansal krizin genel tanımının ana unsurları şu şekilde ifade edilebilir:¹¹

1. Finansal Alanda Gerçekleşmiş Olması: Finansal krizin merkezi finansal sektördür ve finansal krizin kökleri finansal alanda aranmalıdır. Her olumsuz durum finansal krize dönüşmemekte, olumsuz durumları finansal krize ancak finansal sistem dönüştürecek ya da dönüştürmeyip ortadan kaldıracaktır. Bir olumsuzluğu finansal krize dönüştürecek veya dönüştürmeyecek olan finansal sektördür.
2. Finansal Karakterli Olması (Firmaların Mali Durumlarını Kötüleştirmesi): Finansal kriz finansal karakterli, finansman alanıyla ilgili bir olaydır. Finansal kriz finansal veya reel sektör firmalarının, kamu-özel sektör işletmelerinin veya devletin finansman ve likidite bulmalarını zorlaştırabilir, mali durumlarını kötüleştirebilir, borç yüklerini artırabilir, borçların geri ödenmesini zorlaştırabilir. Eğer bir olay sözkonusu aktörlerin mali durumlarını kötüleştirmiyor, likidite sağlamalarına, borç yükleri veya vadelerine, borçları çevirme şartlarına olumsuz etki etmiyorsa bu olay “finansal kriz” olarak kabul edilmeyecektir.
3. Şiddetli Bir İstikrarsızlık İçermesi: Finansal kriz, şiddetli bir istikrarsızlık ve bir dengesizlik niteliğindedir. Bu nitelik finansal krizin bir kargaşa, bir karışıklık ve çalkantı içermesi gerektiğini ifade etmekte, finansal krizden söz edilebilmesi için finansal dalgalanmanın ani, hızlı ve şiddetli olması gerekmektedir.
4. Olumsuz Etkilerinin Çok Büyük Olması: Finansal krizin olumsuz etkileri yalnızca finansal sektörle sınırlı kalmayarak reel sektöre de geçerek ekonomide büyük bir daralma oluşturabilmelidir. Finansal krizin olumsuz etkileri bir veya birkaç firma ile sınırlı olmamalı, finansal ve reel sektörler bakımından “sektörel ölçekte” olmalıdır. Finansal kriz, ülke ekonomisinde toplam üretim, reel gelir, istihdamda bir daralmaya ve ekonomik büyüme oranında bir düşüşe yol açmalıdır.

¹¹ CENGİZ, a.g.tz., s.7-10

5. Arzu Edilmeyen Olumsuz Yönde Etkiler Doğurabilecek Nitelikte Olması: Bir istikrarsızlığın finansal kriz kabul edilebilmesi için; reel sektörde ve ekonomide (üretimde, ekonomik büyümede, istihdam hacminde, vb) olumsuz sonuçlar doğurabilecek niteliğe sahip olması gerekmekte, istikrarsızlık, arzu edilen yönde olumlu etkiler meydana getiriyorsa finansal bir kriz olarak kabul edilmemektedir.

Mishkin, finansal krizlere zemin hazırlayan dört önemli faktör üzerinde durmuştur.¹²

1. Finansal sektör bilançolarındaki bozulmalar,
2. Faiz oranlarındaki artışlar,
3. Belirsizliklerdeki artışlar,
4. Varlık fiyatlarındaki değişimler nedeniyle finansal olmayan şirket bilançolarının bozulması.

Finansal krizlerin ortaya çıkışının en önemli nedenini geliştirmekte olan ülke ekonomilerindeki finansal liberalizasyona dayandıran bir görüşe göre, söz konusu ülkelerin ekonomik alt yapılarını tam olarak hazırlamadan uygulamaya koydukları finansal liberalleşme politikaları, bu ülkelerin ekonomilerini uluslararası sermaye hareketlerinin bir takım olumsuz etkilerine maruz bırakarak finansal krizlere yol açmıştır. Finansal kriz konusundaki en yaygın görüşe göre, kriz ortamı ve göstergeleri var olmakla birlikte krizin kesin olarak gerçekleşeceğini ifade etmenin ve özellikle krizin zamanını öngörmenin mümkün olamayacağıdır. Dornbusch'un deyişiyle, kriz ancak patladığında görülür.¹³

¹² DEMİRGİL, Eda, Küreselleşmenin Sermaye Hareketlerine Etkisi: Asya Krizi Örneği, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), 2005, s.96

¹³ YAVAŞ, Harun, 1980 Sonrası Gelişmekte Olan Ülkelerde Yaşanan Finansal Krizler, Finansal Kriz Modelleri ve Çözüm Önerileri, Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), 2007, s.8-9

Finansal krizler, finansal yatırımcıların ülke koşullarının riskli bir duruma geldiği konusundaki beklentilerine bağlı olarak gerçekleştirdikleri spekülasyon girişimleri sonucu başlamakta ve bu girişimlerin yoğunluğu ölçüsünde şiddet kazanmaktadır.¹⁴

Bu çerçevede içerisinde finansal kriz, önceden bilinmesi ya da öngörülmesi mümkün olmayan ekonomik, siyasi ve sosyal bazı sıra dışı gelişmelerin etkisiyle ekonomik konjonktürde ters yönlü değişimlerin yaşandığı bunalım ve daralma dönemidir.¹⁵

1.2. Dünyada Yaşanan Finansal Krizlere Kısa Bir Bakış

1.2.1. 1929. Dünya Ekonomik Bunalımı

1929 Dünya Ekonomik Krizi, kapitalist sistemin tarihinde yaşanan en kapsamlı ve en büyük kriz olma niteliğini taşımaktadır.¹⁶

Birinci Dünya Savaşı'na girilirken ülkelerin çoğunluğu paranın altın karşılığı basıldığı, döviz kurunun altın kuru üzerinden oluştuğu altın standardı olarak ifade edilen bir sisteme sahiptiler. Savaşın çıkmasıyla paraya şiddetle ihtiyaç hisseden Avrupalı ülkelerin altın standardını terk ederek karşılıksız para basmaya başlamaları enflasyona neden olmuştur. Avrupalı ülkelerin paralarının karşılıksız kalması ve hızlanan enflasyon yatırımcıların paralarını ve altınlarını, altın standardına devam eden ABD'nin bankalarına yollamalarına ve dönem itibarıyla dünyadaki altın servetinin %40' a yakınının ABD toplanmasına yol açmıştır.

ABD'de toplanan bu büyük servet müthiş bir ekonomik sıçramaya yol açmış, borsada değerler astronomik hızlarla yükselmiş ve herkes varını çoğunu bu alanlara yatırıma yönlendirirken hükümet altın girişini özendirmek için altın standardı sistemine

¹⁴ ASLAN, Eren, SÜSLÜ, Bora, **Finansal Kriz Teorileri Işığında Türkiye'de Yaşanan Krizlerin Genel Bir Değerlendirmesi**, Yeni Türkiye, Sayı:41, Yıl:7, Eylül-Ekim 2001, s.662-674

¹⁵ YAVAŞ, a.g.tz., s.8-9

¹⁶ TURHAN, Rıdvan, 1929 Ekonomik Krizinin Türk Basınına Yansımaları, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), 2005, s.7

devam etmiş bununla birlikte deflasyonist politikalar izlemiştir. Bu politikalar sonucunda fiyatların düşmesi nedeniyle ekonomik faaliyetler gerilemeye başlamıştır.¹⁷

New York Borsasında 16 milyon hisse senedi değerinden %50-90 kaybederek satılmış, bir felakete dönüşen bu olaya büyük bankalar yüksek fiyatlardan hisse senedi alarak müdahale etmeye çalışmış borsanın düşüşünü durdurmayı amaçlarken iflas etme noktasına gelmişlerdir. New York Borsası'ndaki büyük deprem, bir banka bunalımı şeklinde hareket ederek dünya sanayisini çemberi içerisine almış ve etkileri 10 yıl sürecek dünya ekonomik krizi tanımlamasıyla kendisini hissettirmiştir. Dünya genelinde üretim yavaşlamış, uluslararası ticaret hacmi %25 daralmıştır. Ayrıca sözkonusu dönemde iflas eden sanayi ve ticaret kuruluşlarının sayısının 31.622'ye ulaştığı ifade edilmiştir.¹⁸ ABD'nin GSYH'sı 1929'da 315 milyar \$ iken, 1933 yılında 216 milyar \$'a, işsizlik oranı ise %3,2 iken %25'e yükselmiş, söz konusu dönem içerisinde fiyatlar genel düzeyi %25 düşüşe (deflasyon) uğramıştır.¹⁹

Sanayileşmenin başlangıcıyla, 1929 Dünya Ekonomik Krizi'ne kadar geline süreç içerisinde özel sektörün mal ve hizmet üretimi sürekli olarak artmış, ancak bu dönemdeki üretim büyük ölçüde zengin halk kesimlerine hitap etmiştir. Üreticiler kâr maksimizasyonu hedefiyle rekabetin zayıf olduğu bu dönemde ürettikleri ürünlerin fiyatlarını mümkün olduğunca yüksek tutmaya çalışmış, diğer taraftan işgücü arzındaki fazlalığı göz önünde bulundurarak çalışanların ücretlerini en alt seviyede tutma gayreti içerisinde olmuşlardır. Çalışanların kendi ürettikleri ürünleri satın alamadıkları gerçeği noktasında artan üretim sonucu vatandaşın cebinde bunları satın alacak paranın olmaması, 1929 Dünya Ekonomik Krizi'ni ortaya çıkarmıştır.²⁰ Bir başka deyişle, 1929 Dünya Ekonomik Krizi'nin temelinde yatan sorun, üretim olanaklarının artan bir hızla büyümesine karşılık olarak tüketim olanaklarının sınırlı bir şekilde artışı ya da artmıyışı

¹⁷ EĞİLMEZ, Mahfi, **Küresel Finans Krizi**, Remzi Kitabevi, 4.Basım, Şubat 2009,s.58

¹⁸ ÇİMEN, Ali, 1929 Dünya Ekonomik Bunalımının Dünyaya, Türkiye'ye ve İzmir'deki Üzüm Fiyatlarına Etkisi, Dokuz Eylül Üniversitesi Atatürk İlkeleri ve İnkılap Tarihi Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), 2007, s.6-7

¹⁹ EĞİLMEZ, a.g.e., s.58

²⁰ MANCI, Ali Rıza, Küreselleşme, Türkiye'nin Ekonomik Küreselleşmesi ve Krizleri, Harran Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), 2006, s.28

olmuştur.²¹ Hisse senedi fiyatlarının yükselmesi ile ekonomik faaliyetlerde gelişmenin paralel gitmemesi ve bu farkın giderek açılmış olması 1929 Dünya Ekonomik Krizi'nde gerçek nedenin, üretim ve gelişmenin sağlıksız ve yüzeysel niteliğinde aranmasının daha doğru olacağına işaret etmektedir.²²

1929 Dünya Ekonomik Krizi'nin nedenleriyle ilgili pek çok görüş ifade edilmiş olmakla birlikte, Friedman ve Schwartz, krizin ortaya çıkışını izlenen para politikasındaki yetersizliğe bağlamış, krizin para arzındaki mutlak düşüşle yakından ilişkili olduğunu ifade etmişlerdir.

1929 Ekim'inde borsada yaşanan çöküşün halkta yarattığı belirsizlik bankalardaki mevduat çekişlerinin artmasına ve bankaların yeterli rezerve sahip olmadıklarından mevduat çekişlerini karşılayamayarak iflasına yol açmıştır. Söz konusu iflaslar bankaların mevduatlarını yok ederek para stoğunun düşmesine neden olmuştur.

Monetaristler ise FED'in mevduat sahiplerinin para talebini karşılayamayan bankaların kurtarılması ve para arzındaki azalmanın giderilmesi yönünde bir politika uygulamadığını belirtmektedirler. Bu noktada Friedman ve Schwartz, ABD'deki büyük bunalımın özel girişime dayanan iktisadi sistemin istikrarsız bir sistem olmadığını gösterdiğini, aksine bir ülkenin parasal sistemi üzerinde büyük yetkilere sahip bir kısım insanın yanlış politikalar uyguladığında ne derece büyük bir yıkıma neden olabileceği yönünde bir örnek teşkil ettiğini ifade etmektedirler.²³

Keynesçi yaklaşım ise, Monetarist görüşün tersine para arzındaki azalmanın ekonomide krize ve GSYH'nın düşmesine yol açmadığını, GSYH'deki düşüşün para arzında gerilemeye sebep olduğunu ve para arzındaki azalmanın krizde önemli bir rol oynamadığını ifade etmişlerdir. Keynesçilere göre ABD'deki büyük bunalımın nedeni yatırımlardaki büyük düşüştür. Yatırımlardaki düşüş geliri azaltmış, böylece

²¹ ÜSTÜNEL, Arzu, Latin Amerika Mali Krizleri ve Türkiye, Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), 2006, s.52

²² DURAK, Selçuk, 1929 Dünya Ekonomik Buhranı'nın Mersin Limanı Üzerine Etkileri, Mersin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), 2006, s.7

²³ İKTİSATOKULU, **Ekonomik Bunalımlar, Türkiye ve Dünya Üzerindeki Etkileri**, s.2 <http://iktisatokulu.blogspot.com/2005/12/ekonomik-bunalimlartrkiye-ve-dnya.html> Erisim Tarihi (09.03.2009).

hanehalkının gelirinin düşmesi daha az tüketmesine ve harcamaların gerilemesine neden olmuştur.²⁴

1929 Dünya Ekonomik Krizi'nin nedenleri üzerine pek çok tez, tebliğ ve kitap yazılmış dönemin psikolojisi, sosyolojisi, ekonomisi ve hukuk sistemi araştırılarak pek çok çalışma yapılmış olmakla birlikte, bu çalışmaların birleştiği ortak noktalar şu şekilde sıralanabilir:²⁵

1. Gelir dağılımı dengesizliği,
2. Şirket yapılarının kötülüğü ve şirketlerin mali durumları arasındaki dengesizlik,
3. Bankaların mali yapılanmalarındaki bozukluk,
4. Dış ödemeler dengesindeki bozukluk,
5. Ekonomi yönetiminde tecrübesizlik,
6. Altın standardı sisteminde ısrar edilmesi,

1929 Dünya Ekonomik Krizi ile milyonlarca insan işini kaybetmiş, ülkelerin milli gelirleri gerilemiş, ekonomiler küçülmüş, karşılıklı ticaret büyük ölçüde sekteye uğramıştır. Birçok ülke altın ve döviz rezervlerini koruyabilmek için ithalat kısıtlamalarına ve paralarını devalüe etmeye yönelmiş, bazı ülkeler yabancı parayla işlem yapılmasını yasaklamış ve sonuçta uluslararası ticaret hızla daralmış, istihdam ve yaşam standartları düşmeye başlamıştır.²⁶

Dünya Ekonomisi Keynes'in 1936 yılında yayımlanan "İstihdam, Faiz ve Para Genel Teorisi" adlı kitabında önerdiği devlet müdahalelerini temele oturtan devlet merkezli ekonomi yönetim modelinin uygulanmasıyla Büyük Buhran'ın etkilerinden kurtulmayı başarabilmiştir.²⁷ Bir başka ifadeyle, deflasyonist bir gelişmeden depresyona

²⁴ İKTİSATOKULU, a.g.m, s.3

²⁵ EKODİALOG, **1929 Ekonomik Krizi: Büyük Çöküş,** http://www.ekodialog.com/Makaleler/1929_buhrani/cokus.html s.2 Erisim Tarihi (09.03.2009).

²⁶ EĞİLMEZ, Mahfi, **IMF ve Türkiye (2002),** http://www.makalem.com/Search/ArticleDetails.asp?bWhere=true&nARTICLE_id=2440, s.1 Erisim Tarihi (10.03.2009).

²⁷ TALAY, Mehmet Berk, **Uluslararası Finans Kuruluşlarının Kısa Tarihçeleri ve "Dönüşüm" Öncesi Uygulamaları,** http://paribus.tr.googlepages.com/b_talay.pdf, s.2 Erisim Tarihi (10.03.2009).

geçen kapitalist dünya ülkeleri, ekonomiye devletin müdahale etmesi formülüyle ekonomilerini canlandırabilmiştir.²⁸

1.2.2. 1973. Petrol Krizi

Dünya ekonomisinde II. Dünya Savaşı sonrası dönem, üretim ve ticaretin hızla yükseldiği, dünyanın daha çok ürettiği ve ürettiği hızdan daha yüksek bir hızda ticaret yaptığı bir dönemdir.²⁹ Savaş sonrası yüksek büyüme oranları parasal sistemin düzgün işlemesine zemin oluşturmuştur. Döviz kurunun istikrarı ABD'nin ekonomik gücüyle sağlanmış, 1960'ların sonlarına doğru sermaye birikiminin yavaşlaması, ödemeler dengesi açıkları ve enflasyondaki hızlı tırmanış yaşanacak bir ekonomik krizin habercisi olmuştur.³⁰ 1971 yılında Bretton Woods sisteminin kısmen sona ermesiyle ABD doları diğer paralar karşısında dalgalanmaya bırakılmıştır. Bu durum, gelişmiş ülkelerin rezervlerini artırmak için para basmalarına yol açarak hem doların hem de diğer para birimlerinin değer kayıpları yaşamasına neden olmuştur. Petrol fiyatları dolara bağlı olduğundan, dolardaki bu değer kaybı petrol üretimi yapan ülkelerin önemli reel kayıplarla karşılaşmasına yol açtığından, OPEC (Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü-Organization of The Petroleum Exporting Countries) petrol fiyatlarını altına bağladığını açıklamıştır.³¹ Doların altın karşılığının kaldırılmasından kısa bir süre sonra petrol ihraç eden ülkelerin petrol fiyatlarını 4 katına çıkarmaları ile petrol krizi ortaya çıkmıştır. Mandel'e göre, krizin dolaysız nedeni gelişmiş ülkelerdeki deflasyonken kriz, petrol dışında hammadde ihraç eden ülkelerin azalan gelirleri nedeniyle ekonomik

²⁸ EĞİLMEZ, a.g.m., s.1

²⁹ GÖKAL, İsmail, **Global Değişim, Stratejik Ticaret Politikası ve Türkiye İçin Bir Ticaret Senaryosu**, T.C Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı Ekonomik Araştırmalar ve Değerlendirme Genel Müdürlüğü, <http://www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/TanitimKoordinasyonDb/4sayi5.doc> Erisim Tarihi (10.03.2009).

³⁰ ÜSTÜNEL, a.g.tz., s.68

³¹ EĞİLMEZ, a.g.e., s.62

durgunluğun bir sonucu ve özellikle söz konusu dönemde ödemeler dengesinde önemli miktarlarda açıkları bulunan gelişmiş ülkelerin politikalarının bir ürünüdür.³²

Dünya güvenlik yapısı, devlet-şirket-piyasa ilişkilerini değiştiren petrol krizinin ortaya çıkmasında Arap-İsrail savaşının da etkisi olmuştur.³³

1967 Arap-İsrail savaşından sonra petrolün Batı'ya ve özellikle ABD'ye karşı bir siyasi silah olarak kullanılması düşüncesi ortaya çıkmış, Arap ülkelerinin kaybettikleri toprakları geri alabilmek için başlattıkları Yom Kippur savaşı sırasında Irak dışındaki tüm petrol üreticisi Arap ülkeleri, ABD ve Hollanda'ya ambargo ilan ederek üretimlerini kısmışlardır. Petrol ambargosunda dayanışma sağlayabilmenin zorluğu, ABD'nin tek petrol kaynağının Orta Doğu olmaması, ayrıca petrol fiyatları düşüken üretici Arap ülkelerin önemli bir gelir kaleminden yoksun kalacak olması ve Batı sanayisinin enerji bakımından petrole olan bağımlılığı nedeniyle üretim kısıtlamalarının çok sert tepkilere yol açabileceği düşünceleri başarısızlıkta etken olmuştur. Kesinti yalnızca 2 ay sürmüş ve OECD stoklarından rahatça karşılanarak ambargo başarısızlıkla sonuçlanmış, bu nedenle OPEC üretimi kısmak yerine bir yıl içerisinde fiyatları 4 kat artırarak fiyat yükseltme yoluna gitmiş, bu fiyat artışları Batı Avrupa ve Japonya'da paniğe sebep olmuş ve petrol krizi patlak vermiştir.³⁴⁻³⁵

Mahfi Eğilmez'e göre, petrol krizi sanal ekonomiyle reel ekonomi arasında oluşan farklılık nedeniyle ortaya çıkmıştır. Sanal ekonomideki kağıt paraların değeri, reel ekonomideki malların değerini ölçemeyecek noktaya geldiğinde, sistemde düzeltme eylemi ortaya çıkmış ve petrol krizi doğmuştur.³⁶

³² DEVRİM, Ata, **Türkiye Ekonomisinde Krizler (1929-1989) Üzerine Okuma Notları**, <http://paribus.tr.googlepages.com/devrim.doc,s.14> Erisim Tarihi (11.03.2009).

³³ ÜRÜN, Gökhan, **Petrol Piyasalarının Yapısı, Petrolün Etkileşim Ağları ve Petrol Şirketleri Arasındaki Rekabet Ortamı**, Türkiye Petrolleri Anonim Ortaklığı (TPAO) Arama Grubu Avrasya Dosyası, Enerji Özel, Cilt:9, Sayı:1, Bahar 2003, s.98 <http://www.asam.org.tr/temp/temp882.pdf> Erisim Tarihi (11.03.2009).

³⁴ YILDIRIM, Sevil, **Dünyada ve Türkiye'de Petrol**, T.C Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı Ekonomik Araştırmalar ve Değerlendirme Genel Müdürlüğü, Ağustos 2003, <http://www.scribd.com/doc/6705738/Dunyada-Ve-Turkiyede-Petrol> Erisim Tarihi (12.03.2009).

³⁵ KOLBAŞI, Ahmet, **1973 Petrol Krizi**, <http://w3.balikesir.edu.tr/~akolbasi/1973petrol.doc> Erisim Tarihi (12.03.2009).

³⁶ EĞİLMEZ, a.g.e., s.63-64

Petrole bağımlı ve petrol ithalatçısı ülkelerden başlayarak tüm dünya ekonomisini içerisine alan petrol kriziyle dünya ekonomisi stagflasyon ortamına (hem enflasyon hemde durgunluğun bir arada yaşandığı – sıfır veya sıfıra yakın oranda bir büyüme – dönem) girmiştir³⁷. Gelişmiş ülkeler OPEC ülkelerine ihraç ettikleri malların satış fiyatlarını artırarak petrol fiyatlarındaki yükselişten daha az zarar görmüş, ayrıca OPEC ülkelerinde oluşan aşırı dolar birikimini kendi mali piyasalarına çekerek krizin etkilerini minimuma indirebilmişlerdir. Gelişmekte olan ülkelere petrol üreticisi olmayan ve petrol ithalatına zorunlu olan ülkeler, enerji ihtiyaçlarını yüksek fiyatlardan karşılamaları sonucu ithal edilen enflasyon olgusuyla karşı karşıya kalmışlar ve ayrıca petrol krizinin etkilerini hafifletebilmek için yüksek oranlarda borçlanma yoluna gitmişlerdir.³⁸

Bu noktada en çok zarar gören ülkeler ise, Türkiye gibi hem doğudan petrol, hem Batı'dan sanayi ürünü ithal eden ülkeler olmuştur. Bununla birlikte Batılı finans kurumları, petrol ihraç eden ülkelerin elinde biriken petro-dolarları kendi kurumlarına yatırmalarını sağlayarak bu şekilde topladıkları sermayeyi kriz nedeniyle dış ödemeler dengesinde sıkıntılar çeken gelişmekte olan ülkeleri kredilendirmede kullanmışlardır. Petrol krizi, değişen ekonomik şartlar ve piyasa ortamının bir gereği olarak ekonomik anlayış değişikliğine yol açmış, bu anlayış liberal ekonomi gerekleri ve serbest piyasa kurallarının tavizsiz uygulanması temelinde şekillenmiştir.³⁹

Hikmet Bila'ya göre petrol krizinden kârlı çıkan taraf gelişmiş ülkeler olmuş, petrol ihraç eden ülkeler, ihracattan elde ettikleri döviz stoğunu reel yatırımlara yönlendirememiş, bunun yerine çokuluslu şirketlerin hisse senetlerini satın alarak bir anlamda kazandıklarını geri vermişlerdir. Aslan Başer Kafaoğlu'na göre ise gelişmiş ülkeler kendi ekonomilerini düzenlemek amacıyla talebi azaltmak için fazla parayı Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere kredi vererek bu ülkelerdeki tüketim eğilimlerini kamçulamışlardır.⁴⁰

³⁷ BALKANLI, A. Osman, **Küresel Ekonominin Belirleyici Faktörleri Üzerine**, Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt:XXI, Sayı:1, 2002, s.17

³⁸ ÖZEN, Ahmet, **Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Bütçe Açığının Gelişimi**, <http://portal1.sgb.gov.tr/calismalar/yayinlar/md/md141/gelistmis.pdf>, s.35 Erisim Tarihi (12.03.2009).

³⁹ MANCI, a.g.tz., s.29

⁴⁰ DEVRİM, a.g.m., s.14

1.2.3. 1994-1995 Meksika Krizi

Petrol ihraç eden ülkelerden biri olan Meksika'da, 1980'lerde ortaya çıkan petrol fiyatlarındaki düşüş, 1980'lerin ikinci yarısından sonra ekonomideki dengeleri bozmuş, dış borçlanmayı artırarak enflasyon oranında büyük bir artışa neden olmuştur.⁴¹

Ekonomideki dengesizlikleri giderici yapısal reformlar başlatılmış, öncelikle ticaretin serbestleştirilmesi amacıyla yönelik olarak ithalat üzerindeki tarife dışı engeller kaldırılmış ve tarifelerde indirimler gerçekleştirilmiştir. Bununla birlikte önemli bir özelleştirme atağıyla 1984-1994 yılları arasında kamu kesiminin sahibi olduğu işletmelerin %80'e yakını özelleştirilmiştir. Ayrıca vergi reformu ve mali reformlar sayesinde bütçe açıklarından bütçe fazlalıklarına ulaşılması sağlanmıştır.⁴²

Meksika'nın reform hareketinin bir diğer adımı finans ve bankacılık kesimine yönelik gerçekleşmiş, 1990'lı yıllarda 18 kamu bankası özelleştirilmiş ve faiz oranları serbest bırakılmış, bankaların kredi sınırlamaları ve kasalarında likit tutma zorunlulukları kaldırılmıştır.⁴³ Ticaretin serbestleştirilmesi, özelleştirmeler, yeniden yapılanma ve istikrara yönelik piyasa ekonomisine işlerlik kazandıracak düzenlemelerle mali ve parasal disiplin yeniden sağlanmış, bu noktada Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması'nın (North American Free Trade Agreement - NAFTA) imzalanması yapılan reformlar için güven artırıcı bir etki yapmıştır.⁴⁴

Yapılan reformlarla on yılı aşkın bir süre çok düşük büyüme oranlarına ve yüksek bir enflasyona sahip olan Meksika ekonomisi canlanmış, 1989-1994 yılları arasında GSYİH ortalama %4 oranında büyümüş, 1993 yılı sonunda enflasyon oranı ilk

⁴¹ APAK, Sudi, AYTAC, Ayhan, **Küresel Krizler Kronolojik Değerlendirme ve Analiz**, Avcıol Basım Yayın, İstanbul, 2009, s.79

⁴² BALMUMCU, Özgür, Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Kamu Borç Stoku İlişkisi: Türkiye Örneği, Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), 2006, s.49

⁴³ SARI, Merve Elif, Finansal Krizlerde Erken Uyarı Modelleri ve Türkiye Uygulaması, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), 2006, s.31

⁴⁴ APAK - AYTAC, a.g.e., s.79

kez tek haneli rakamlara gerilemiş, bu istikrarlı iyileşme Meksika'nın o güne kadar görmediği oranda yabancı sermaye çekmesini sağlamıştır.⁴⁵

Ancak, piyasalara yoğun bir şekilde giriş yapan sıcak para nedeniyle ülkede döviz bolluğu yaşanmış, ithalat ucuzlamış ve döviz kurunun aşırı değerlenmesiyle ihracatın rekabet gücü zayıflayarak cari açık durdurulamaz bir karaktere bürünmüştür.⁴⁶ Yoğun sermaye girişiyle halk harcamalarını artırma imkanı bulmuş ve yerli paranın reel değer kazancı artarak cari işlem açıklarını desteklemiştir.⁴⁷

Cari işlem açıklarının finansmanında sıcak paranın kullanılmak istenmesi, hükümeti sıkı para politikasına sevk etmiş, bu noktada hükümet faiz oranlarını yükselterek ülkeye sermaye girişi ile rezervlerde istikrar sağlamayı hedeflemiştir. Cari işlem açığında görülen çok hızlı artışlar, yatırımcıların açığın daha fazla sürdürülemeyeceği yönündeki beklentilerini yükseltmiş, ayrıca 1994 yılında Hükümet yönetimine yönelik isyan hareketleri yatırımcılar gözünde politik bir risk olarak algılanmıştır. Aynı yıl, Şubat ayında 30 milyar \$ olan döviz rezervleri, Kasım'da 12 milyar \$'a kadar gerilemiş, rezervlerdeki azalmanın sterilize edilebilmesi için ulusal krediler genişletilerek bir noktada faiz oranlarının yükselmesinin engellenmesi amaçlanmıştır. Sermaye çıkışının önüne geçebilmek için dolara endeksli bonolar (tesobonos) piyasaya çıkarılmıştır. Özel sektöre kullanılan kredilerin artması, sabit kur rejimi, ABD faiz oranlarının yükselmesi ve politik cinayetler belirsizlik ortamını derinleştirerek Meksika ekonomisine olan güveni zaafa uğratmıştır. Hükümet, 20 Aralık 1994'te pezoyu %15 oranında devalüe etme kararı almıştır.

Devalüasyonun düşük oranlı kalması belirsizliği artırmış, artan belirsizlik nedeniyle dolara endeksli bonolara sahip olan yatırımcılar bonolarına satmaya yönelmişlerdir. Devalüasyonla birlikte hükümetin dolara endeksli iç borç stoğu artmış

⁴⁵ GÜLOĞLU, Bülent, ALTUNOĞLU, Ender, **Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri**, İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, No:27, Ekim 2002, s.9

⁴⁶ SARI, a.g.tz., s.32

⁴⁷ BALMUMCU, a.g.tz., s.52

ve tesobonoların nakde çevrilme gerekliliği hükümeti likideti sıkıntısıyla yüz yüze bırakmıştır.⁴⁸

Devalüasyondan sonra pezo beklenenden çok daha hızlı bir şekilde değer kaybetmiş, ulusal rezervler iki gün içerisinde 5 milyar \$ erimiş, ancak devalüasyonun ekonomiyi kurtarmaya yetecek derecede olmayacağı düşünülerek 22 Aralık'ta pezo dalgalanmaya bırakılmıştır.⁴⁹ Pezonun değer kaybı %39 olmuş, 1995 Ocak ayı sonunda bu oran % 60'a yükselmiş, hükümetin likit varlıklarının kısa dönemli yükümlülüklerini karşılayabilecek düzeyde olmaması, yaşanan politik istikrarsızlıklar ve ekonomik belirsizlik ortamının yatırımcılarda oluşturduğu güven kaybı ve pezonun devalüasyonunda gecikme, Meksika Krizi'nin finansal bir panik havası oluşturmasına zemin hazırlamıştır.

Meksika bankaları finansal serbestleşme dönemindeki yetersiz düzenlemeler ve finansal genişleme döneminde özel sektöre çok yüksek oranlarda kullanılan krediler nedeniyle açık pozisyonda yakalanmış, devalüasyon ve kurun serbest bırakılması bankaların bilançolarında ve portföylerinde bozulmaları hızlandırmış ve zarara uğramalarına yol açmıştır.⁵⁰

Bu noktada panik içerisindeki uluslararası yatırımcılar hızlı bir şekilde yatırımlarını geri çekmeye başlayarak krize neden olmuşlardır. Meksika'da yaşanan kriz, bölgeye hakim olan güvensizlik ve belirsizlik ortamı nedeniyle diğer Latin Amerika ülkelerine ve gelişmekte olan ülkelere de sıçramış ve borsalarında önemli görülecek kayıpların yaşanmasına neden olmuştur. Paniğin yayılması literatürde "tekila etkisi" olarak ifade edilmiştir.⁵¹ Meksika ekonomisinin kötüye gidişi uluslararası sermaye piyasalarında şaşkınlık yaratmış, yatırımcılar benzer ekonomik yapı dayanıksızlıklarının mevcut olduğu diğer gelişmekte olan piyasalarda da aynı olayın

⁴⁸ TOPALLI, Nurgün, Finansal Krizler ve IMF' nin Kriz Politikaları, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), 2006, s.57

⁴⁹ GÜLOĞLU - ALTUNOĞLU, a.g.m., s.11

⁵⁰ TOPALLI, a.g.tz., s.57

⁵¹ GÜLOĞLU - ALTUNOĞLU, a.g.m., s.11

ortaya çıkabileceğini düşünerek gelişmekte olan ülkelere yatırımlarını hızla çekerek tekila etkisini yaratmışlardır. Böylelikle Meksika Krizi başka ülkelere de bulaşmıştır.⁵²

Tekila etkisi, zayıf ülkeleri daha çok etkilerken, yeterli oranda yabancı döviz rezervine sahip, ekonomik temelleri sağlam, ulusal paraları aşırı değerlenmemiş, güçlü bir bankacılık sistemine sahip olan ülkeler kısa vadeli sermaye kayıplarına uğrayarak düşük oranlarda zarar görmüşlerdir. Meksika krizi ile beklentilerde oluşan değişiklik ekonomik yapısı zayıf olan ülkelere kötü bir denge oluşması noktasında bir değişime neden olmuştur.⁵³

Meksika Krizi'nin temel nedeni kısa süreli sıcak paranın; yüksek cari ödemeler açığı, aşırı değerlenmiş kur, özel tasarruflardaki azalma ve politik istikrarsızlıklar yüzünden ülkeyi terk etmesidir.⁵⁴ Meksika Krizi'nin temelde politik hatalardan kaynaklandığı ifade edilmektedir. Bu hatalardan en çok dikkati çekenler ise; paranın fazla değer kazanmasına göz yumulması, pezoya yönelik spekülasyon başlatıldığı zaman kredilerin daraltılması gerekirken genişletilmesi ve devalüasyonun yatırımcıların güvenini kökten sarsacak bir biçimde beceriksizce yapılmış olmasıdır.⁵⁵

Meksika krizinin irdelendiği çeşitli çalışmalarda krizi destekleyen diğer faktörler içerisinde ABD'deki faiz artışlarının yabancı sermayenin ülkeyi terk etmesine neden olması, kamu borç yönetiminde vade ve döviz yükümlülüklerindeki uyumsuzluklar ve özellikle IMF'nin Meksika bankalarındaki riskli kredileri fon desteği sağlayarak karşılayacağı şeklindeki bir beklentiyle daha riskli yatırımlara yönelerek bankacılık krizinin tahrik edilmesi gibi nedenler sıralanmaktadır.⁵⁶

⁵² BALMUMCU, a.g.tz., s.63

⁵³ TOPALLI, a.g.tz., s.58

⁵⁴ AKDIŞ, Muhammet, **Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri ve Türkiye: Finansal Krizler-Beklentiler**, s.2 <http://makdis.pamukkale.edu.tr/finans.htm> Erisim Tarihi (16.03.2009).

⁵⁵ KINAYTÜRK, Zuhâl, 1990 Yılından Sonra Yaşanan Ekonomik Krizlerin Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler (KOBİ) Üzerindeki Etkileri, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), 2006, s.31

⁵⁶ APAK - AYTAÇ, a.g.e., s.82

1.2.4. 1997. Güneydoğu Asya Krizi

ASEAN-5 (Güneydoğu Asya Devletleri Birliği – Associations for South-Eastern Asian Nations) olarak ifade edilen (Endonezya, Malezya, Filipinler, Singapur, Tayland) Asya ülkelerinde 1990'lı yıllarda GSYİH artış hızı ortalama %8 olarak gerçekleşirken dünya ticareti içerisindeki payları iki kat artmış ve gelişmekte olan ülkelere yönelen yabancı sermayenin yaklaşık %50'sini kendilerine çekmeyi başarmışlardır.⁵⁷ Ancak Asya ülkeleri büyük makro ekonomik başarıya ve büyük miktarda kaynak girişine karşılık yeterli bir mali sektör denetim mekanizması ve finansal riskleri yeterli ciddiyette değerlendirecek bir sistemin ve erken uyarı mekanizmalarının yokluğuyla karşı karşıya bulunmaktaydı.⁵⁸

1990'lı yıllarda Asya ülkelerine ulaşan sermaye, bu ülkelerin sermaye hareketlerini serbestleştiren ve yabancı sermaye yatırımlarının getirisini artıran yüksek faiz ve riskini azaltan sabit kur uygulamaları nedeniyle portföy yatırımları ve kısa vadeli borcun ağırlık kazandığı bir karaktere bürünmüştür. Asya ülkelerinin, yabancı sermayeyi çekebilmek için faiz oranlarını ABD ve diğer finans merkezlerindeki faiz oranlarının üzerinde tutmasıyla, yerli para ile borçlanmanın maliyeti yüksek olacağından özel kesim yabancı para ile daha elverişli borçlanma imkanı sağlamış ve özel kesim kısa vadeli dış borçları yüksek oranlarda artmıştır.⁵⁹

Güneydoğu Asya ülkeleri kısa vadeli kredileri verimli yatırım alanlarında değerlendirememiş, uzun vadede getirisi olan sektörlere (emlak piyasası vb) yatırımlar yapılması sonucunda bölge ülkelerinin ekonomilerinde balonlar oluşmuş ve bu balonlar zaman içerisinde patlamaya başlamıştır.⁶⁰

Ayrıca, Asya'daki banka ve finans kurumları faaliyetlerini var olmayan bir hükümet garantisıyla sürdürmüşler, zarar durumunda hükümetin bu zararı karşılayacağı

⁵⁷ DIŞ TİCARET MÜSTEŞARLIĞI, **Doğu Asya Krizi**, Ekonomik Araştırmalar Dairesi, <http://www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/TanitimKoordinasyonDb/7ozsayma98.doc> Erisim Tarihi (17.03.2009).

⁵⁸ YAVUZ, a.g.tz., s.61-62

⁵⁹ TURGUT, Ahmet, Finansal Entegrasyon ve Finansal Krizler: Türkiye Örneği (1994, 2000 ve 2001 krizleri), Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), 2006, s.136

⁶⁰ DEMİRGİL a.g.tz., s.113

varsayımıyla hareket etmişlerdir. Bu noktada mevzuat yetersizlikleri ile birlikte bankalar ve finans kurumları yüksek riskli yatırım projelerine yönelerek yanlış yatırım kararları almışlar ve dolayısıyla kısa vadede kaynaklar ticari mallardan ticari olmayan malların finansmanına kaymıştır. Hükümetin ekonomideki bu yükü taşımadaki isteksizliğine bağlı olarak devlet güvencesinin ortadan kalkması iflasların yaşanmasına neden olmuştur.⁶¹

Güneydoğu Asya ülkeleri, dış tasarrufları ülkelere çekebilmek için para birimlerini ABD Doları'na endekslemişlerdir. ABD Doları'nın güçlenmesi bu ülkelerin para birimlerinin aşırı değerlenmesine neden olmuş, bu durum ülkelerin ihracatlarını pahallılaştırmış ve rekabet güçlerini kaybetmelerine sebep olmuş ve bu noktada ülkeler cari açık vermeye başlamışlardır.⁶²

Yerli ve yabancı yatırımcıların gayrimenkul piyasasına yaptıkları devasa yatırımlar ihracattaki azalmalarla birlikte bir dalgalanma sürecine girmiş, bu dalgalanma gayrimenkul fiyatlarındaki hızlı düşüş yoluyla hisse senedi fiyatlarının düşmesine yol açmış ve finans kurumlarını büyük sorunlarla karşı karşıya bırakmıştır. Bu sorunların devam etmesiyle Tayland'lı fon sahipleri döviz fonlarını yurtdışına çıkarmaya başlamışlar, Merkez Bankası milyarlarca dolarlık döviz rezervi kullanarak Baht'ın geçerli döviz kurunu korumayı başarmış, ancak faizler yükselme ve hisse senedi fiyatları düşme eğilimine girmiştir. Faiz ve borsa baskısına dayanamayan Tayland, 2 Temmuz 1997'de para birimi Baht'ı devalüe ederek (dalgalanmaya bırakarak) Asya Krizi'ni başlatmıştır. Eylül 1997'de Tayland, Malezya ve Singapur paralarının değer kaybı %20'yi aşmıştır. Endonezya haricinde bölgede para baskısı altında kalan tüm ülkeler büyük döviz rezerv kayıplarını göze alarak başlangıçta döviz kurunu korumaya çalışmışlar, Endonezya ise gecelik faizleri yükselterek ve döviz satarak kuru kısa bir süre savunmuş, sonra ilk olarak kurun dalgalandığı bandı genişletmiş ardından da dalgalı kur sistemine geçmiştir.⁶³

⁶¹ TOPALLI, a.g.tz., s.68-69

⁶² KARLUK, Rıdvan - TONUS, Özgür - ÇATALBAŞ, Nazım, **Güneydoğu Asya ve Rusya Krizi Karşısında Türkiye**, s.1, <http://www.econturk.org/tonus.pdf> Erisim Tarihi (18.03.2009).

⁶³ TURGUT, a.g.tz., s.138-139

Krizin ortaya çıkmasında rol oynayan temel bölgesel faktörler şu şekilde sıralanabilir:⁶⁴⁻⁶⁵

- Bölge ülkelerinde meydana gelen dış açıklar, emlak ve menkul kıymet piyasalarında patlama şeklinde kendini gösteren ekonominin aşırı ısınmasının giderilmesinde yaşanan başarısızlıklar ve gayrimenkul ve menkul kıymet piyasalarında bir çöküşün yaşanması,
- Finans ve reel kesimde dışarıdan borçlanmayı ve aşırı düzeyde kur riski taşıyan pozisyonları tutmayı cazip hale getiren sabit kur rejiminin uzun bir süre uygulanması,
- Finansal yapıdaki denetimsizlik ve şeffaflıktan uzak bir yapının var olması.
- Çin Halk Cumhuriyeti'nin ekonomik alanlarda gerçekleştirdiği reformlar sonucunda çok miktarda yabancı sermayenin ucuz işgücüyle harmanlanarak ülke içi yatırıma dönüşmesiyle Çin'in rekabet gücünün artması ve bu durumun ihracata dayalı büyüme modelini benimseyen Güneydoğu Asya ülkelerini zor durumda bırakması.

Asya Krizi özellikle krize giren ekonomilerde, ekonomilerin küçülmesine, uluslararası alanda kredi akışının hızla düşmesine, şirketlerin iflasına, ulusal ve uluslararası piyasalarda faiz oranlarının hızla yükselmesine ve uluslararası düzeyde ticaret hacminin düşmesine neden olmuştur.⁶⁶ Satın alma gücü paritesine göre dünya GSMH'sinin (Gayrisafi Milli Hasıla) %30'unu üreten bölge ülkelerinin yaşadığı bu krizin gelişmekte olan ülkeler başta olmak üzere uluslararası etkilerinin olması kaçınılmazdır. Bu noktada, kriz sürecini takip eden dönemde yerli paraların yabancı paralar karşısında değerinde aşırı düşüşler gözlenmiş, bankaların aldıkları açık pozisyon ve vade riskleri nedeni ile banka iflasları meydana gelmiş, bölge ülkelerinde resesyona (ekonomik durgunluk) bağlı olarak istihdam seviyesinde azalma, işsizlikte artış meydana gelmiş, menkul kıymet piyasalarında keskin ve hızlı düşüşler krizin finansal

⁶⁴ DEMİRGİL, a.g.tz., s.113

⁶⁵ DIŞ TİCARET MÜSTEŞARLIĞI, a.g.m., s.3

⁶⁶ ÖZBİLEN, Şevki, **Küresel Mali Kriz ve IMF Politikalarının Ulusal Mali Sisteme Etkileri**, s.1 <http://www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/sevki1.pdf> Erisim Tarihi (19.03.2009).

ve reel sektör bağımlı gözler önüne sermiş ve bölge ülkeleri krizin başladığı Temmuz 1997 yılına göre fakirleşmiş ve şirket değerleri gerilemiştir.⁶⁷

1.2.5. 1998. Rusya Krizi

Finans piyasalarında önemli istikrarsızlıklara neden olan Güneydoğu Asya Krizi'nin etkilerinin ve belirsizliklerinin hakim olduğu bir ortamda, dünya ekonomisi yeni bir krizle karşı karşıya kalmış, 1998 Ağustosunda Ruble'nin devaüle edilmesi ve moratoryum ilan edilmesiyle Rusya Federasyonunda yeni bir kriz ortaya çıkmıştır. Asya Krizi yoğun olarak yaşanırken, Rusya Krizi'nin patlak vermesi dünya ölçeğinde gelişmekte olan ülkelere yönelik belirsizlikleri ve kuşkuları daha da artırmış, Rusya Krizi etkilediği ülkelerde ekonomik ve siyasi istikrarın bozulmasına ve en önemlisi de küresel sermaye piyasaları hakkında tereddütlerin oluşmasına yol açmıştır.⁶⁸

Rusya Krizi'ni, Güneydoğu Asya Krizi ile bağdaştıran nokta, ekonomik kalkınmasını sağlamak ve ekonomik reformlarını gerçekleştirebilmek için yabancı sermayeye gereksinim duyan Rusya'nın Güneydoğu Asya Krizi nedeniyle ortaya çıkan kaynak bulma sorunu veya söz konusu uluslararası kaynakların maliyetinin artması sıkıntısından doğrudan etkilenmesidir. Bu bağlamda, Rusya Krizi ile Güneydoğu Asya Krizi arasında doğrudan bir ilişki olduğu ifade edilebilecektir.⁶⁹ 1991 yılında Sovyetler Birliği'nin dağılmasıyla birlikte ülkede demokrasi ve serbest piyasa ekonomisine geçiş yönünde hızlı bir değişim süreci başlamış, 1992 yılından itibaren ekonomik sistemde başta kurlar ve faizler olmak üzere tüm fiyatlar serbest bırakılmış ve malların fiyatlarının piyasa arz talebine göre belirlenmesi sağlanmıştır. Mali piyasalarda önemli serbestleştirmeler yapılmış, bankacılık sisteminde özel sektörün faaliyet göstermesine ve yabancı yatırımcıların Rus mali piyasalarında işlem yapmasına izin verilmiştir. Devletin ekonomideki ağırlığını azaltmak amacıyla devlet işletmeleri özelleştirilerek ekonominin %70'inin özel sektör tarafından kontrol altında tutulduğu bir ekonomik

⁶⁷ APAK - AYTAÇ, a.g.e., s.18

⁶⁸ TURGUT, a.g.tz., s.142

⁶⁹ SARI, a.g.tz., s.41-42

yapı oluşturulmuştur. Dış ticaret alanında gümrük vergileri düşürülerek ve miktar kısıtlamaları kaldırılarak serbestleşme sağlanmıştır.⁷⁰

Bu dönemde Rus ekonomisinin en büyük sorunu kamu açıklarıdır. Serbest piyasa ekonomisine geçiş, kamu harcamalarını azaltamamış ve etkin olmayan karmaşık vergi sistemi de gelirleri istenilen seviyelere artıramayınca, büyük kamu açıkları baş göstermiştir.⁷¹ Vergi gelirlerinin artırılmaması hükümeti borçlanmaya sürüklemiş, 1998 yılı Ocak ayı itibariyle Rusya, 150 milyar \$ dış borç ile, 70 milyar \$ iç borçtan oluşan toplam 220 milyar \$'lık bir borç yükü altına girmiştir. Sermaye hareketlerinin serbestliği ve sabit kur politikaları nedeniyle Rusya'ya yönelen sermaye akımları, 1997 yılının ortalarına doğru aşırı dış borçlanma, güvensizlik ve Güneydoğu Asya ülkelerinde yaşanan kriz nedeniyle ülke dışına çıkmaya başlamıştır. Rusya, borçlanma ile elde ettiği 220 milyar \$'lık kaynağı reel piyasalarda yatırım amaçlı değil maaş ve ücretler gibi cari harcamaların karşılanması amacıyla kullanmış, artan dış borçları, iç borçlanmaya paralel olarak faiz oranlarındaki artış takip etmiştir.⁷²

Güneydoğu Asya Krizi'yle meydana gelen üretim daralması enerjiye olan talebin azalmasına neden olmuş, petrol fiyatlarında %50'lere varan düşüşler, ihracatının %40'a yakınına petrolün oluşturduğu Rus ekonomisini olumsuz yönde etkileyerek ihracat gelirlerinin önemli oranda azalmasına ve ödemeler dengesi üzerinde baskı oluşturarak cari açık yaşanmasına neden olmuştur.⁷³ Bu noktada, bütçeyi borçlanmayla finanse eden hükümetin Ruble'nin istikrarını koruma çabası kamu kağıtlarının değerinin düşmesine neden olmuş ve Ocak 1998'den itibaren yabancı yatırımcılar hem kamu kağıtlarını hem de Ruble satışlarını artırmışlardır. Ayrıca, kamu kağıtlarını kullanarak dış bankalardan borçlanan yerli bankalar, kamu kağıtlarının değeri düştükçe borçlarını

⁷⁰ MALKOÇ, Savaş, **Cumhuriyetin 75. Yılında Dünya Ekonomik Krizlerinin Türkiye'ye Yansımaları ve Güncel Bir Örnek: Rusya Krizi**, <http://www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/TanitimKoordinasyonDb/dunyaekozsayek98.doc> Erisim Tarihi (19.03.2009).

⁷¹ AKKAYNAK, Gökhan, 1990-2005 Yılları Arasındaki Dünyada ve Türkiye'deki Finansal Krizler: Geçmiş Kriz Tecrübeleri Işığında Türkiye'de Muhtemel Bir Kriz Riskinin İncelenmesi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), 2005, s.25

⁷² KINAYTÜRK, a.g.tz., s.37

⁷³ FIRAT, a.g.tz., s.141

ödeyemez duruma gelmişler ve bilanço yapılarının bozulmasıyla karşı karşıya kalmışlardır.⁷⁴

Temmuz 1998'de IMF'den alınan 4,3 milyar \$'lık krediye rağmen Ruble yoğun bir spekülasyon baskı sürecine girmiş, Temmuz sonu itibariyle uluslararası rezervler önemli oranda düşmüş, 17 Ağustos tarihinde Rusya Merkez Bankası Ruble'nin %34 oranında devalüe edildiğini açıklamış ve ardından 43 milyar \$ tutarındaki iç borç ödemesini ertelemiştir. Daha sonra da bankaların iflasını engelleyebilmek amacıyla Rus bankalarının ve her türlü özel borçların dış borç ödemesini ertelerek, 90 günlük moratoryum ilan etmiş, Eylül 1998'de Ruble dalgalanmaya bırakılmıştır.⁷⁵

Devalüasyonun ardından ilan edilen moratoryum veya borç yeniden yapılandırması ile birlikte, Rus bankalarının kamu borçlanma kağıtları ve dış borç yükümlülüklerinin artışından kaynaklanan zararları 27 milyar \$'a ulaşmıştır. Bu noktada bilançolarındaki bozulmalara bağlı olarak bankacılık sektörünün çöküşü finansal krize yol açmıştır. Rusya krizinin küresel bir nitelik kazanmasının en önemli nedeni ise Rusya hükümetinin tüm beklentilerin aksine 90 günlük moratoryum ilan ederek yatırımcıların güvenini kaybetmesidir. Moratoryum uluslararası finansal piyasalarda yeni bir panik ortamı oluşturmuştur.⁷⁶

Rusya'nın yaşadığı krizi tetikleyen en önemli unsurlar; sabit döviz kuru, tehlike arz eden mali açık ve borç, artan faiz oranlarının kontrol edilememesi ve devalüasyon, enflasyon ve iflas beklentisidir.⁷⁷

Çok yüksek tutarlı askeri harcamalar, çok ağır sosyal güvenlik yükleri ve yetersiz vergi sistemi kriz ve devalüasyona neden olmuş, Merkez Bankası'nın uyguladığı sıkı para politikaları, Ruble'nin aşırı değerlenmesi, ülkede oluşan siyasi gerginlikler reformları engellemiştir. Denetimsiz olan bankacılık sisteminin kötü çalışması, şeffaf çalışmaması, kayıt dışı ekonomi ve mafya kavramı ile birleşmiş devamlı artan dış borç ödemeleri ve çalışmayan bir vergi sistemi ülkeyi krize

⁷⁴ DOĞAN, Seçkin, Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Ekonomik İstikrar Programlarının Bankacılık Sektörü Üzerindeki Etkileri ve Finansal Krizler, Eskişehir Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), 2005, s.37

⁷⁵ YAVAŞ, a.g.tz., s.110-111

⁷⁶ YAVAŞ, a.g.tz., s.110-111

⁷⁷ TAY, a.g.tz., s.44

sürüklemiştir.⁷⁸ Rusya'nın dünya ticareti ve ekonomisi içerisindeki payı Güneydoğu Asya ülkelerine oranla daha düşük olsa da, Rusya Krizi, başta Latin Amerika piyasaları olmak üzere tüm gelişmiş ve gelişmekte olan dünya ekonomilerini olumsuz yönde etkilemiştir. Rusya'nın nükleer güce sahip bir ülke olması ve krizin siyasi bir boyuta taşınması Almanya ve ABD başta olmak üzere batılı ülkeleri endişeye sevk etmiş, 27 Ağustos tarihinde New York ve Londra borsaları tarihlerinin en büyük düşüşlerinden birisini yaşamışlardır. Ayrıca, ekonomileri ve özellikle ihracat yapıları Rusya'ya benzeyen Avustralya, Yeni Zelanda, Kanada ve Norveç para birimlerinde de çok önemli değer kayıpları yaşanmıştır. Benzer şekilde, Uzakdoğu ve Latin Amerika borsaları ve para birimleri de önemli değer kayıpları ile karşı karşıya kalmışlardır.⁷⁹

1.2.6. 2001. Arjantin Krizi

İkinci Dünya Savaşı'nı takip eden süreç içerisinde Arjantin kronik enflasyonun etkisi altında kalmış, enflasyonu dünya ekonomilerinin seviyesine çekebilmek için birçok kez döviz kurunun nominal çapa olarak kabul edildiği istikrar programları uygulanmış, ancak bu programların tümü para krizleriyle sonuçlanmıştır.

1980'lerde Arjantin ekonomisi; istikrarlı reel büyümenin sağlanamadığı, finansal piyasaların çöktüğü, para biriminin değer kaybı devam ederken fiyatların yükseliş içerisinde olduğu ve sermayenin daha güvenli piyasa arayışlarıyla ülkeyi terk ettiği bir tablo içerisindeydi.⁸⁰ 1980'ler boyunca Arjantin ekonomisinin temel sorunu, kamu sektöründeki olağandışı açık ve bu açığın özel sektör tasarrufları aracılığıyla kapatılamaması olmuştur. Arjantin ekonomisi 1990'a yıllık %1350'ye ulaşan bir

⁷⁸ FIRAT, a.g.tz., s.141

⁷⁹ YÜREKLİ, Özlem, Ekonomik Krizler Açısından Küreselleşme Sürecinin Gelişmekte Olan Ülke Ekonomilerine Etkileri ve Türkiye Örneği, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), 2004, s.113

⁸⁰ HACIHASANOĞLU, Burçin, **Meksika 1994 ve Arjantin 2001-2002 Krizlerinin Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye İçin Önemi**, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, 2005, s.47-52

hiper-enflasyon, ulusal para biriminin çöktüğü bir mali yapı ve derin bir krize sürüklenen sanayi sektörü ile birlikte girmek zorunda kalmıştır.⁸¹

Uzun yıllar süregelen hiper-enflasyon sürecinin kırılması ve parasal istikrarın sağlanabilmesi için geniş kapsamlı bir reform programına ihtiyaç duyulmuş, bu noktada para kurulu sistemini temel alan Konvertibilite Programı uygulamaya konulmuştur.⁸²

Programın ana unsurları bir yandan para politikasının kurallarının yeni bir yasal düzenlemeyle değiştirilmesi ve finansal sistemin deregülasyonu (serbestleştirilmesi) şeklindeki mali tedbirlerle, ödemeler dengesinin sermaye kalemlerinin tamamen serbestleştirilmesi ve reel üretim sektörlerinde kapsamlı bir özelleştirme ve yapısal reformları içermektedir.⁸³

Sabit döviz kuru sisteminin oldukça uç bir örneğini oluşturan programın temel amacı Arjantin Pezосу'nu, Amerikan Doları'na sabitleyerek (1\$=1Pezo) ekonomide gerekli güven ortamının sağlanması ve böylece hiperenflasyonun kısa sürede kontrol altına alınmasıdır. Program çerçevesinde hükümetlerin bütçe açıklarını Merkez Bankası yoluyla finanse edebilmeleri engellenmiştir. Sabit döviz kurunun sürdürülebilmesi için Para Kurulu dolar rezervlerini belli bir düzeyde tutarak, kontrolünde bulunan dolar miktarında artış olmadan Pezo arzını artıramamaktaydı.⁸⁴

Uygulanan Konvertibilite Programı başlangıçta olumlu sonuçlar vermiş, ekonomik büyüme üzerinde olumlu etki yaparak pozitif büyüme hızı yakalanmış, 1995'te enflasyon %2'nin altına inmiştir. Makroekonomik istikrarın kurulması ve ulusal mali piyasalarda güvenin oluşmasıyla yabancı yatırımcıların spekülasyon amaçlı portföy yatırımları hızla artmış, programın ilk iki yılında Arjantin ekonomisine 15 milyar \$'lık sermaye girişi yaşanmıştır.⁸⁵ Ancak, konvertibilite planının kısa dönemde makro ekonomik değişkenler üzerinde estirdiği olumlu rüzgarlar, programın uzun vadede ortaya çıkan olumsuz sonuçlarıyla ortadan kalkmıştır. Enflasyonun kısa bir süre

⁸¹ GÖKÇE, Aysu, **Karanlığa Giden Yolda Arjantin: Nasıl Bu Hale Geldi? IMF Ne Kadar Suçlu?**, <http://www.buik.net/subcommittee/ekonomik/showarticle.asp?aid=189.2003> Erisim Tarihi (22.03.2009).

⁸² İNAN, Alpan, **Arjantin Krizinin Sebepleri ve Gelişimi**, Bankacılar Dergisi, Sayı:42, 2002, s.58,

⁸³ GÖKÇE, a.g.m., s.3

⁸⁴ ÖNİŞ, Ziya, **Neo-Liberal Küreselleşmenin Sınırları: Türkiye Açısından Arjantin Krizi ve IMF'ye Karşılaştırmalı Bir Bakış**, Ekim 2002, s.6 <http://portal.ku.edu.tr/~zonis/fall02/neoliberalsinirPDF.pdf> Erisim Tarihi (23.03.2009).

⁸⁵ DOĞAN, a.g.tz., s.24

içerisinde yüzde sıfıra yakın seviyelere çekilmesi para politikasındaki tüm esnekliğin yitirilmesi pahasına gerçekleştirilmiş, bu durum 1990'ların sonunda ülkede ortaya çıkan ekonomik durgunluğa karşı para arzının artırılması yoluyla önlem alınmasını engellemiştir. Büyümenin ve sermaye girişlerinin azalmaya başladığı bir dönemde Pezo-Dolar paritesi ülke ekonomisinde görülen durgunluğun daha fazla şiddetlenmesine yol açmıştır. Programın gerektirdiği politikaların uygulanmasında izlenen katı tutum, Arjantin ekonomisinin dış şoklara karşı savunmasız bir yapıya dönüşmesine neden olmuş, 2001 yılında yaşanan çöküşte önemli bir rol üstlenmiştir.⁸⁶

1990'ların sonunda ABD Doları'nın değerlenmesi, ABD Doları'na bire bir sabitlenen Pezo'nun da değer kazanmasına neden olmuş, bu durum Arjantin'in ihraç ettiği ürünlere yönelik talebin azalmasına yol açarak olumsuz bir etki yaratmış, ayrıca tüketimin ithal mallara kaymasıyla dış ticaret dengesinde açıklar oluşmasına sebep olmuştur. Arjantin'in ticaretinde önemli bir yer tutan Brezilya'da 1999 yılında görülen kriz sonucu yerel para Real'in değerinin düşmesi de Pezo'nun reel anlamda değer kazanmasına neden olarak Arjantin ekonomisinin rekabet gücünü iyice zayıflatmış, cari işlemler dengesi açık vermeye devam etmiş ve bu durum krize yol açan en önemli faktörlerden birisi olmuştur.⁸⁷ Özellikle hızla artan cari açığın finansmanı için gerekli görülen dış sermaye ihtiyacı çok büyük boyutlara ulaşırken, gelişmeler yatırımcıların yatırım vadelerini gözden geçirmelerine ve kısaltmalarına neden olmuş, bunun sonucu olarak da döndürülmesi gereken iç ve dış borç yükü aşırı derecede yükselmiştir.⁸⁸

Uluslararası sermaye girişlerinin yoğun olduğu ve yüksek boyutlarda uluslararası rezerv birikimi olan Arjantin ekonomisinin cari denge ve ihracatta rekabet problemleri yaşaması krize zemin hazırlamıştır.⁸⁹

Ayrıca, 1998 kriziyle Rusya'nın moratoryum ilan etmesi gelişmekte olan ülkelere yatırım yapan fonların bilançolarında bozulmalara neden olmuş ve bu kurumlar kredi azaltımı yoluna gitmişler ve Rusya Krizi'nin yarattığı bu finansal daralma Arjantin ekonomisini derinden yaralamıştır. Arjantin'in ulusal parasını basabilmesi

⁸⁶ ÖNİŞ, a.g.m., s.6

⁸⁷ ÖNİŞ, a.g.m., s.6

⁸⁸ AKYOL, Saim, **Arjantin ve Türkiye Krizlerine Bakış**, Activeline, Haziran 2002, s.1 www.makalem.com.tr Erisim Tarihi (24.03.2009).

⁸⁹ ÜSTÜNEL, a.g.tz., s.91

dövizle bağılı olduğundan, sermaye hareketlerinin azalmasıyla döviz girişinde görülen azalışın, Arjantin'in likidite sorunu yaşayarak, döviz rezervlerinin erimesine ve Arjantin ekonomisinin krize girmesine neden olmuştur.⁹⁰

2000 yılı sonunda Arjantin'in toplam dış borcu 146 milyar \$ civarında gerçekleşmiş, aynı dönem içerisinde toplam dış borçlar içerisindeki kısa vadeli dış borçların oranı %20 gibi çok yüksek bir orana çıkmıştır. Yüksek borç, yetersiz ekonomik büyüme ile çok önemli bir sorun haline gelmiş, hükümetin borçları kapatabilmek için izlediği vergileri artırmak ve ücretleri kısmak politikası ekonomik durgunluğu şiddetlendirmiştir. 2001 sonlarında piyasalar Arjantin'in borçlarını ödeyememe olasılığını göz önünde bulundurarak çok yüksek faiz oranları talep etmişler, faizlerin aşırı yükselmesiyle Arjantin ekonomisinin iflası beklenen bir durum haline gelmiştir.⁹¹

Zayıf bir finansal pozisyon içerisinde dış borç bulamayan hükümet bankaları çok yüksek miktarda kamu borçlarını finanse etmeye zorlanmış, banka bilançolarının kötüleşmesi bir bankacılık paniği yaşanmasına neden olmuştur. Sonuçta halk mevduatlarını çekmek için bankalara akın etmiş, 8 milyar \$'ın üzerinde bir mevduatın çekilmesi, finansal durumun tamamen istikrarsızlaşması ve işsizliğin %18 seviyelerine ulaşmasıyla halk ayaklanması hükümeti istifaya zorlamıştır. Aynı dönemde IMF'nin finansal yükümlülüklerini yerine getiremeyen Arjantin'e verilecek kredinin serbest bırakılmayacağını açıklamasıyla, Dünya Bankası'nın da Arjantin'e vereceği krediyi dondurması, 132 milyar \$'ı aşkın dış borcu bulunan Arjantin ekonomisi için yeni bir yıkım olmuştur.⁹²

Sonuçta 2001 yılında Arjantin ekonomisi iflas etmiş, borçlarını ödeyemez duruma gelmiş, bankacılık sistemi çökmüş, mevduat çekişleri ve sermaye hareketlerine

⁹⁰ KOÇ, Ümit, Döviz Kuru Sistemleri ve Sermaye Hareketleri Bağlamında Kriz ve Krizi Önleme Yöntemleri, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), 2006, s.20-21

⁹¹ TURGUT, a.g.tz., s.154-155

⁹² TURGUT, a.g.tz., s.154-155

sınırlamalar getirilmiş, faiz oranları %1000'lere yükselmiş, çok yüksek oranlı bir devalüasyon yaşanmıştır.⁹³

Mussa, krizin sebeplerini işgücü piyasasının esnek olmaması, konvertibilite programından zamanında çıkılmaması, ABD Doları'nın diğer para birimleri karşısında 1999-2000 döneminde hızla değer kazanması ve kamu maliyesinde disiplinin sağlanamaması olarak belirtirken, Krueger, Mussa'dan farklı olarak, dış borç (döviz endeksli borç) miktarı yüksek olduğu için Konvertibilite Programı'ndan çıkışın etkilerinin yıkıcı olabileceğini ifade etmiştir.⁹⁴

De La Torre, Schmukler ve Yeyati, Konvertibilite Programı'nın Arjantin bankacılık sistemini reel bazda büyük bir hızla büyütürken, Program'ın pasifte döviz cinsinden dış yükümlülükler arttığı için dışsal şoklara, aktifte de kamudan alacaklar arttığı için kamu maliyesi şoklarına karşı sistemi kırılgan hale getirdiğini ifade etmişlerdir. Feldstein, krizin en önemli nedenini sabit kur uygulaması ve dış borç stokunun kontrolsüzce büyümesi olarak ifade etmiştir.⁹⁵

Calvo, Izqueirido ve Talvi ise, 1998 Rusya Krizi sonrası Arjantin'e yönelik sermaye akımının beklenmedik bir şekilde azaldığını, Para Kurulu uygulaması nedeniyle Arjantin'in bu daralmaya para politikasıyla cevap veremediğini ve bu yüzden uzun süreli bir resesyon sürecine girdiğini ifade ederek, bu noktada, dış borç oranı ve reel ekonominin dışa kapalı izlenim göstermesinin döviz gelirlerini artırarak resesyon sürecinden çıkılmasına engel olduğunu belirtmişlerdir.⁹⁶

Şimdiye kadar yaşanan krizler değerlendirildiğinde, gelişmekte olan ülkelerden birinde başlayan bir ekonomik krizin diğer piyasalara bulaşmasında ülkeler arasındaki ticaret bağının ve yatırımcıların oluşan panik havası içerisinde diğer gelişmekte olan piyasalardan da çekilmeye başlamasının etkili faktörler olduğu ifade edilebilir. Bu bağlamda, Arjantin Krizi'ne bakıldığında, Arjantin'in Brezilya dışındaki ekonomilerle çok yoğun ticaret ilişkisi olmaması, Arjantin Krizi'nin diğer piyasalara etkisini yatırımcıların tavrına bağlı duruma getirmiştir. Güney Afrika, Polonya, Türkiye,

⁹³ DOĞAN, a.g.tz., s.25-26

⁹⁴ APAK - AYTAÇ, a.g.e., s.102-103

⁹⁵ APAK - AYTAÇ, a.g.e., s.102-103

⁹⁶ APAK - AYTAÇ, a.g.e., s.102-103

Brezilya ve Şili gibi gelişmekte olan ülkeler krizden ciddi olarak etkilenmişler ve yerel para birimleri değer kaybederken, borsa endeksleri önemli ölçülerde düşmüştür. Gelişmekte olan piyasaların yanında, Arjantin’de önemli oranda yatırımları bulunan ABD bankalarının ve Latin Amerika genelinde büyük kredi portföyleri bulunan İspanyol bankalarının hisse fiyatlarında önemli düşüşler yaşanmıştır. Arjantin’in en büyük ticaret ortağı pozisyonundaki Brezilya krizden en çok etkilenen ülke olurken, Latin Amerika’da krizden en az etkilenen ülkeler ise cari ödemeler dengesi fazla veren ve dış borca ihtiyaç duymayan Venezüella ve Arjantin ile önemli oranda bir ticaret ilişkisi bulunmayan Meksika olmuştur. Güney Afrika ve Polonya ise yabancı yatırımlar sebebiyle krizden en çabuk etkilenen ülkeler olmuştur.⁹⁷

1.3. 2007-2008 Küresel Finans Krizi’ne Etki Eden Mortgage Kredileri

2000’li yılların başlarında gelişmiş ülkelerin uygulamaya başladığı “düşük faiz politikaları” kredi hacminin kontrolsüz bir biçimde genişlemesine neden olmuş, faizlerin düşmesi ile birlikte kaynak maliyeti de azaldığından ilk planda konut kredileri olmak üzere tüm krediler tüketiciler tarafından kolay erişilebilir bir noktaya gelmiştir.

Kullanılabilir gelir ve tasarrufların tüketim için yeterli olmadığı konut sektöründe talep ve arz karşılıklı etkileşimler mortgage kredilerini tehlikeli bir şekilde yükseltmeye başlamış, bankalar ve mali kurumlar açısından oldukça kârlı bir duruma gelen bu mekanizma denetim ve kontrol zafiyetini de beraberinde getirmiştir. Bu zafiyetle eş zamanlı olarak seçicilik de kaybolduğundan krediler her gelir grubuna geri ödeme riski göz ardı edilerek dağıtılmıştır.⁹⁸

Bu noktada Küresel Finans Krizi’nin çıkış noktası olarak ifade edilen mortgage kredilerine genel anlamda kısaca değinilerek, Küresel Finans Krizi’nin gelişim süreci, nedenleri ve etkileri üzerinde durmaya çalışılacaktır.

⁹⁷ EVİRGEN, Duygu, **Arjantin Krizinin Nedenleri-Sonuçları ve Türkiye Karşılaştırması**, Mevzuat Dergisi Yıl:7 Sayı:77, Mayıs 2004

<http://www.mevzuatdergisi.com/2004/05a/04.htm> Erisim Tarihi (25.03.2009).

⁹⁸ SÖNMEZ, Cahit, **Küresel Krizin Çıkış Kaynağı: Mortgage Kredileri**, Güncel Ekonomik Sorunlar: Global Kriz, Literatür Yayınları:581, Nisan 2009, s.79

1.3.1. Mortgage Sistemi

Fransızca'da ölü veya taşınmaz anlamına gelen “mort” ile, İngilizce'de kişinin yerine getirmesi gereken yükümlülüğü karşılığında verdiği söz, rehin ve teminat anlamına gelen “gage” kelimelerinin birleşiminden oluşan mortgage, bir taşınmazın alınan borç karşılığında depozit/ipotek/rehin olarak verilmesidir.⁹⁹

“Kira öder gibi ev satın alma sistemi” şeklinde ifade edilen mortgage, ipoteğe dayalı uzun vadeli konut kredilerinin finansal tekniklerle desteklenmiş bir versiyonudur.¹⁰⁰

Menkul kıymetleştirmeye dayanan bir kredi sistemini ifade eden mortgage sistemi, gelecekte nakit akışı yaratacak alacaklar, bireysel krediler ve benzeri borçlanma araçlarının bir havuz oluşturacak şekilde toplanmasıyla bunlara dayalı menkul kıymetler türetilmesi ve kredibilitenin zenginleştirilerek ve derecelendirilerek yatırımcılara satılması olarak tanımlanan menkul kıymetleştirme işleminin ipotek kredilerine dayalı olarak yapıldığı konut finansman sistemidir.¹⁰¹

Sistem, mevcut kredilerin menkul kıymetleştirilerek satıldığı ikincil ipotek piyasasının geliştirilmesi üzerine kuruludur. Sistem içerisinde uzman kurumlar, kredi veren çeşitli kurumlardan elde ettikleri ipotekleri menkul kıymetleştirerek sermaye piyasalarında yatırımcılara satmaktadırlar. Mortgage sisteminde, birincil piyasa işlemini ipoteklere ilişkin anlaşmaların yapılarak kredi almak isteyenlere kredi verenler tarafından ipotekli kredilerin aktarılması işlemi oluşturmaktadır. Aktarılan kredilerin mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetler yoluyla menkul kıymetleştirilmesi süreci ise ikincil piyasa işlemini oluşturmaktadır. Kredi veren kurumlar, kredi almak isteyenlere 5-30 yıllık vadelelerle kredi vermekte, kredi alanlar bu krediyi aylık ödemeler şeklinde krediyi aldıkları vade dahilinde kredi verenlere geri ödemektedirler.

⁹⁹ GERÇEK, Sibel Belma Bolay, Mortgage, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), 2007, s.6

¹⁰⁰ DURMAZ, Ayşegül, İpotekli Konut Finansman Sistemi (Mortgage) ve Bu Sistemi Uygulayan Ülkelerde Mortgage Kullanım Miktarlarına Etki Eden Faktörlerin Analizi, Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), 2007, s.3

¹⁰¹ BERBERCUMA, Hakan, Mortgage Konut Finansman Sistemi ve Türkiye'deki Yapı, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), 2006, s.13

Kredi verenler ise, vermiş oldukları bu uzun dönemli ipotek kredilerini menkul kıymet ihraç eden kurumlara devretmekte ve devrettikleri bu kredinin bedelini bu kurumlardan tahsil etmektedirler. Bu şekilde, vermiş oldukları ipotek kredilerini vadesinden önce nakde çevirmekte ve elde ettikleri bu nakitlerle yeni ipotek kredileri vermektedirler. Oluşan ipotek havuzunu devralan kuruluşlar, bu ipotek havuzlarını karşılık göstererek menkul kıymetleştirme yapmakta ve bu menkul kıymetleri yatırımcılara satmaktadırlar.¹⁰²

1.3.1.1. Menkul Kıymetleştirme

Menkul kıymetleştirme, şirketlerin sahip oldukları kredi ve diğer alacaklarının bazı kurumlara (Özel Amaçlı Kurumlar - Special Purpose Vehicle – SPV) transfer edilerek menkul kıymet ihraç edilmesine dayalı bir finansman modelini ifade etmektedir. İlk aşamada, krediyi veren kurum menkul kıymetleştirmeye konu olan varlık ve alacaklardan bir havuz oluşturmakta, daha sonra bu varlık ve alacak havuzu özel amaçlı şirketlere satılmaktadır. Havuzu satın alan özel amaçlı şirketler ise havuzdaki varlık ve alacakları karşılık göstererek menkul kıymet ihraç etmektedir. Havuzdaki varlıklar ihraç edilen menkul kıymetlerin güvencesi olduğundan, bu varlıklar bağımsız üçüncü tarafça saklanır ve varlıkların değerlendirilmesi ve nakit akımlarının kontrolü de bu kurumlarca yapılır. Son aşamada, ihraç edilen menkul kıymetler tasarruf sahiplerine satılmaktadır.¹⁰³

İhraççı tarafından menkul kıymetler için verilmiş olan anapara ve faiz ödemeleri noktasındaki taahhütler ya ihraççı ya da üçüncü bağımsız tarafça garanti edilebilmektedir. Bu menkul kıymetlerin geri ödenmeme riski olduğundan derecelendirme kuruluşları tarafından derecelendirmesi yapılmakta, sürecin başarılı bir

¹⁰² BOZKIR, Yasin, Konut Finansmanında Tutsat (Mortgage) Sistemi ve Türkiye Uygulaması, Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), 2007,s.27-28

¹⁰³ SÖNMEZ, a.g.m., s.80-81

şekilde sonuçlanarak etkin bir finansman yaratılması derece notunun yüksekliğine, varlık ve alacakların düzenli ve yüksek bir gelir getirmesine bağlıdır.¹⁰⁴

Aslında, mekanizma mortgage kredisi kullanan tarafın faiz giderini menkul kıymetleştirme sonucu ortaya çıkan menkul kıymeti elinde bulunduran tarafa faiz geliri olarak aktarmaktadır. Süreç içerisindeki finansal aracı kurumlar hem bilançolarındaki faiz riskini dağıtmakta hem de aracılık ve komisyon geliri elde etmektedirler.¹⁰⁵

1.3.1.2. İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler

İpoteğe dayalı menkul kıymetler (mortgage backed securities) mortgage mekanizmasının temelini oluşturan menkul kıymetleştirme sürecinin en önemli finansal araçlarından birisidir. İpoteğe dayalı menkul kıymetler daha önce düzenlenmiş olan ipotek kredilerinin bir araya getirilmesiyle oluşan ipotek havuzuna dayalı olarak ihraç edilmiş olan menkul kıymetlerdir. İpoteğe dayalı menkul kıymetlerin yatırımcılarına sağladıkları nakit akımları, dayalı oldukları ipoteklerin nakit akımlarına bağlıdır.¹⁰⁶

ABD’de ikincil piyasalardaki özel finans kurumları, hükümetin doğrudan kurmuş olduğu “Government National Mortgage Association” (Hükümet İpotek Birliği-Ginnie Mae) ve dolaylı destek verdiği “Federal National Mortgage Association” (Federal İpotek Birliği-Fannie Mae-) ile “Federal Home Loan Mortgage Association” (Federal Konut İpotek Kredileri Birliği-Freddie Mac) gibi kamu kuruluşlarıyla birlikte hareket ederler. Bu üç kurum aktif bir şekilde ipotekleri bir havuzda toplayarak güvence altına almakta, özel kurumlarla birlikte ipoteğe dayalı menkul kıymet ihracını gerçekleştirerek yatırımcılara hisse satmaktadır.¹⁰⁷

¹⁰⁴ SÖNMEZ, a.g.m., s.80-81

¹⁰⁵ DEMİR, Faruk - KARABIYIK, Ayşegül - ERMIŞOĞLU, Emine - KÜÇÜK, Ayhan , **ABD Mortgage Krizi**, BDDK Strateji Geliştirme Daire Başkanlığı Çalışma Tebliği, Sayı:3, Ağustos 2008, s.6

¹⁰⁶ DAĞLAROĞLU, Afşın, Türkiye’de İpoteğe Dayalı Konut Finansman Sistemi ve İkincil Piyasaların Oluşumu, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), 2006, s.67

¹⁰⁷ BAYRAKTAR, Sibel Kumbasar, İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler, ABD ve Türkiye Uygulamaları; ABD ve Avrupa Ülkeleri İçin Ekonometrik Bir İlişki Çalışması, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), 2007, s.27

Menkul kıymetleştirme amacıyla ihraç edilen ipoteğe dayalı menkul kıymetler, ihraç eden kurumlar açısından bir takım faydalar sağlamaktadır. İpoteğe dayalı menkul kıymetlere dayanak olan varlıklar bilanço dışına çıkarılmakta, bilanço dışına çıkan varlıkların taşıdığı kredi, likidite ve erken ödeme riskleri diğer bir kuruma aktarılabilmektedir. Bilanço içi vade faiz uyumsuzluğu azaltılmakta, finansman maliyeti düşmekte, sermaye gerekliliği azalan bir seyir izlediği için likidite ve buna bağlı olarak kârlılık yükselebilmektedir. İpoteğe dayalı menkul kıymetlere yatırım yapan tasarrufçu açısından, dayanak oluşturan varlıklardan oluşan çeşitli menkul kıymet sepetine yatırım yapılarak riskin dağıtılması imkanı sağlanmaktadır.¹⁰⁸

Ayrıca ipoteğe dayalı menkul kıymetler yoluyla, hem borç sağlanan hem borç sağlayan kitle genişletilmiş, hem de kurumsal yatırımcıların piyasaya girişi sağlanmış olmaktadır.¹⁰⁹

1.3.1.3. Varlık Teminatlı Menkul Kıymetler

Varlık teminatlı menkul kıymetler (covered bonds), mali kurumlar tarafından verilen krediler ve riskten korunma amaçlı kısa veya uzun pozisyon alınmak suretiyle vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinden oluşturulan havuzda yer alan varlıklar teminat gösterilerek ihraç edilen borçlanma senetleri şeklinde tanımlanmaktadır. İhraç edilen varlık teminatlı menkul kıymetlerin teminatı amacıyla oluşturulan havuzdaki varlık ve alacakların değeri, varlık teminatlı menkul kıymetlerin değeri ile uyumlu olmak zorundadır, aksi halde havuza yeni kredilerin eklenmesi talep edilmektedir.¹¹⁰

¹⁰⁸ SÖNMEZ, a.g.m., s.81

¹⁰⁹ ÇÖLKESEN, Celal, Türkiye’de İpoteğe Dayalı Konut Finansmanı “Mortgage” Temelleri ve Uygulanışı, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), 2005, s.14

¹¹⁰ SÖNMEZ, a.g.m., s.82-83

1.3.1.4. İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler

İpotek teminatlı menkul kıymetler (mortgage covered bonds) konut kredilerinden doğan alacakların teminat olarak gösterilmesi yoluyla ihraç edilen sermaye piyasası enstrümanıdır. Mortgage kredisi veren bankanın mali yapısının bozulması durumunda alacakları teminat gösterildiği için geri ödememe riski düşük seviyelerde seyretmektedir. İpotek teminatlı menkul kıymetler yoluyla verilen kredinin hızlı bir şekilde nakit geri dönüşü sağlandığı için mortgage kredi hacmi yükselmiş, daha düşük faizle fona ulaşmayı sağlayan bu sermaye piyasası aracı küresel kriz öncesi 2 trilyon €'ya ulaşmıştır.¹¹¹

1.3.2. 2007-2008 Küresel Finans Krizi'nin Ortaya Çıkışı

ABD'de bireylerin borç ödeme yetenekleri ve mali güçlerinin bir ölçüsü niteliğinde olan kişisel kredi sicili (credit history) kavramı kişilerin yönelecekleri yeni yatırımlar için finansman bulmalarında belirleyici özelliktedir. Bireylerin kişisel kredi sicillerini değerleyen ve puanlayan kurumlar mevcuttur. Bankalardan ve kredi kuruluşlarından kredi kullanmak isteyen kredi müşterileri kredi geçmişlerine bakılarak düşük riskli (prime) ve yüksek riskli (subprime) olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır. Düşük riskli müşteriler, yeterli düzeyde bir gelire ve iyi bir kredi siciline sahipken, yüksek riskli müşteriler ise gelir durumları yetersiz ve kredi kapatma sicilleri kötü olan, düşük riskli müşterilerin alabildiği kredilerden daha az kredi alabilirken, onlardan daha yüksek faizler ödemek durumunda olan bir müşteri grubunu ifade etmektedir. Yüksek riskli kredilerin yaygın olarak yer aldığı sahalardan birisi de uzun vadeli ipotekli konut kredileridir.¹¹²

¹¹¹ SÖNMEZ, a.g.m., s.82-83

¹¹² BABALI, Tuncay, **ABD Ekonomisi ve "Mortgage" Krizi Nereye Gidiyor?**, <http://www.mfa.gov.tr/abd-ekonomisi-ve-mortgage-krizi-nereye-gidiyor.tr.mfa> Erisim Tarihi (02.04.2009).

Subprime mortgage piyasasının oluşumunda 2001 yılında yaşanan teknoloji şirketlerinin iflası ve bu şirketlere yatırım yapan pek çok yatırımcının büyük kayıplar yaşaması, büyük düşüş gösteren borsalar ve yaşanan kaotik ortam etkili olmuştur. Kriz ortamından çıkışı sağlamak için FED faizlere müdahale etmiş, %7'lerden %1'lere kadar düşürülen faizler, gayrimenkul yatırımları için gerekli zemini oluşturmuştur. Kredi kuruluşları, kredi geçmişi uygun olmayan tüketicilere kredi vererek kârlarını artırma yoluna gitmişler, mortgage kredilerinin kontrolsüzce verilmesiyle konuta yaratılan aşırı talep ve bu noktadaki talebi karşılayamayan arz sonucu ve yüksek faizle kredi kullananların piyasaya girişi gayrimenkul fiyatlarındaki artışı da beraberinde getirmiştir. Yükselen gayrimenkul fiyatları, krediler geri ödenemese bile gayrimenkulün satışı sonucunda yüksek getiri elde edebilme imkanı sağladığından, tüketicilerce yüksek faizli kredilerin kabullenilmesini sağlamıştır. Mortgage piyasalarındaki subprime mortgage oranı 1996 yılında %9 iken, 2006 yılında %20'ler seviyesine ulaşmış, ancak 2006 yılında gayrimenkul piyasasında başlayan durgunlukla birlikte fiyatlarda da düşüşler başlamıştır. Fiyatların yükselen bir trend izleyeceği hevesiyle yüksek faizlere katlanan tüketiciler ve özellikle değişken faiz kullanmayı tercih eden yatırımcılar, FED'in peşpeşe gerçekleştirdiği faiz artırımları ve buna eşlik eden konut fiyatlarındaki düşüşün devamı sonucunda yüksek faiz yüküyle karşı karşıya kalarak almış oldukları kredileri geri ödeyememe sorunuyla yüz yüze kalmışlardır.¹¹³

2007-2008 Küresel Finans Krizi'nin oluşumuna daha yakından bakarak adım adım irdelemeden önce belirtilmesi gereken en önemli nokta, ABD mortgage kredi sisteminin en temel sorununun, bu finansman mekanizması çerçevesinde verilen kredilerin devlet garantisi altında olduğudur.¹¹⁴

A şahsının konut kredisi almak için bu krediyi vermek için kurulmuş finans kuruluşları veya bankalardan herhangi birine başvurduğunu varsayalım. Bu kuruluşlar konutun fiyatını, verilen kredinin faizini ve vadesini belirledikleri için sistemin temelini teşkil etmektedirler. Bir sonraki adımda, bu krediyi veren banka veya finans kuruluşu

¹¹³ BORYAD, **Mortgage Krizi Dünyayı Sarsıyor**, <http://www.boryad.org/boryad/boryad-arastirmalar/mortgage-krizi-dunyayi-sarsiyor.html>, Erisim Tarihi (02.04.2009).

¹¹⁴ ALAKBAROV, Naib, **Krizler Kapitalist Sistemin Sigortasıdır**, http://www.ekonomikorumlar.com.tr/dergiler/gundem/Gundem_2_Sayi_525.pdf, s.18 Erisim Tarihi (03.04.2009).

elindeki bu krediyi Fannie Mae ve Freddie Mac gibi devletin konut kredisini teşvik etmek için desteklediği finansman kuruluşlarına götürerek verilen kredi faizinden belli bir miktar daha az bir faizle satmaktadır. Konut kredisini satan finansman kuruluşunun kazancı, verilen kredinin faizi ile bu krediyi satın alırken ödedikleri faiz arasındaki fark şeklinde ortaya çıkmaktadır. Ancak, burada önemli bir sorun ortaya çıkmaktadır. Krediyi verirken risk değerlemesi yapan ve kredi faizini ve vadesini belirleyen banka artık sistemin dışına çıkmaktadır. Sorun krediyi satın alan kuruluşların borçlunun kredibilitelerini değerlendirmemelerinden kaynaklanmakta, daha doğrusu böyle bir sorumluluklarının olmamasında yatmaktadır. Bu aşamada, bütün risk artık kredileri satın alan finansman kuruluşunun üzerine geçmektedir.¹¹⁵

Bir sonraki aşamada, konut kredisi finansman kuruluşu, portföyündeki ipotekli konut kredileri stokunu karşılık göstererek tahvil çıkarmakta, tahvillerin tamamen güvence altında olmasına karşılık, bu tahvillerin faizlerinin Amerikan Hazine Bonosu ve tahvil faizlerinden az da olsa yüksek olması nedeniyle ABD'deki ve ABD dışındaki bankalar da bu tahvili almak için sıraya girmişlerdir. Subprime mortgage sistemi, kredi geçmişi yeterince iyi olmamakla birlikte yine de ev sahibi olmak isteyen veya gelecekte daha fazla gelir elde edeceğini düşünen riskli tüketicilere yüksek faizli kredi sağlanması prensibiyle işlemektedir.¹¹⁶

Genel bir kural olarak bu kredileri sağlayan firmalar portföylerinin bir kısmını ABS'e (Asset Backed Securities – varlığa dayalı menkul kıymet) çevirmek için büyük bankalarla birlikte çalışmaktadırlar. Böylelikle verilen kredilerin riskleri başka yatırımcılara transfer edilmekte ve aynı zamanda kredi kapasitesi de artırılmış olmaktadır. Bankalar varlığa dayalı menkul kıymetleri CDO'ya (Collateralized Debt Obligation – çeşitli bonoların birleştirilip yatırımcıya satılmasını sağlayan borç iştiraki) çevirip farklı risk kademelerine ve kalitelere ayırarak özel yatırımcılara ve kuruluşlara satmaktadırlar. Bu yapıyı daha düşük seviyeli gelir gruplarına açma yönündeki

¹¹⁵ ALAKBAROV, a.g.m., s.18

¹¹⁶ ALAKBAROV, a.g.m., s.18

girişimlerin temelini 2005 yılına kadar ABD Merkez Bankası'nın sistemdeki faiz oranlarının düşürülmesi yönündeki baskıları oluşturmaktadır.¹¹⁷

ABD Merkez Bankası, bu dönemde devlet tahvillerinin faizlerini %1'lere kadar düşürmüştür. Hem birinci aşamadaki bankalar (bankalar tarafından ipotek kredileri finansman kuruluşlarına satıldığı için), hem de üçüncü seviyedeki tahvil müşterileri (çünkü tahvillerin tamamı devlet güvencesindeydi) riskten arındırılmış oldukları için bu girişimin sürdürülmesini uzun süre desteklemişlerdir. Ancak ABD'de kredi faiz oranlarının yükselmesiyle bu sistem hasar görmüş, ipotek edilen konutun borcun tamamına karşılık gösterilmesi ve çok düşük veya sıfır peşinat ile sisteme girilebilmesi ABD'deki sistemin iki temel açık noktasını teşkil ederek sistemi çöküş noktasına götürmüştür. Bu iki açık, konut fiyatlarının düşmesi karşılığında sistemi fazlası ile hassas hale getirmiş, yükselen faiz dalgası, kredisini değişken faizle alan (ya da sabit faizle başlayıp değişkene dönmesini baştan kabul eden) "subprime" borçlularını ödeme açısından zor durumda bırakmıştır. Kredi borcunu ödeyemeyen yüksek riskli borçlular borcun tamamına karşılık olarak ipotek edilen konut gösterildiği için ellerindeki konutu bankaya teslim etmek zorunda kalmışlar, bankaların ellerinde yüksek miktarda hacizli konut olduğundan ve bankalar da bu konutları satmaya çalıştıklarından konut fiyatları düşmeye başlamıştır. Böylece ABD'deki ipotekli kredilerin yaklaşık yarısını ellerinde tuttıkları veya bu kredilere garanti vermiş oldukları için Fannie Mae ve Freddie Mac tarafından ihraç edilen ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin değerleri de düşmeye başlamıştır.¹¹⁸

Küresel Finans Krizi, ABD subprime mortgage piyasasında başlamış ancak krediye dayalı olarak yapılan işlemlerin oluşturduğu bir çeşit kredi krizi olarak seyretmiştir. Kredilerin akıl almaz bir ölçekte türev ürünler vasıtasıyla el değiştirmesi sorunun kaynağını teşkil etmektedir. Türev ürün, şirketlerin başka işlemlerden doğan risklerini alışverişe konu edebilmelerini sağlayan sözleşmeleri ifade ederken, mortgage kredisini verenin bu krediyi kullanan tarafından geri ödenmemesi riskini üçüncü kişilere (hedge fonlar, vb) devredilmesine olanak sağlamaktadır. Başlangıçta riski devretmeye

¹¹⁷ ALAKBAROV, a.g.m., s.18

¹¹⁸ ALAKBAROV, a.g.m., s.19

yarayan ve sistem içerisinde sigorta işlevi gören türev ürünler giderek risk unsuru olmaya başlamışlardır.¹¹⁹

Bu karmaşık finansal araçlar sermaye piyasalarının tıkanmasına yol açmış, çeşitli piyasalarda artan el değiştirme sonucunda ABD'den Avrupa'ya, Japonya'ya kadar birçok ülkenin finansal sistemine girerek küreselleşen bir “toksik kağıt” yığınıyla yüz yüze kalınmıştır.¹²⁰ Dünya genelinde uluslararası çapta işlem yapan bankalar birbirlerine kefil olmuşlar ve bu ilişkilerin en fazla toplandığı banka ABD'li Lehman Brothers olmuştur. Bankalara karşı sözleşmelerin gereğini yerine getiremeyeceği, gerekli ödemeleri gerçekleştiremeyeceği anlaşılan Lehman Brothers batma olgusuyla karşı karşıya kalmıştır. ABD Hükümeti ve FED bankanın kurtarılmayacağını açıklamış, bu açıklama Lehman Brothers'dan alacaklı pozisyonda bulunan bütün bankalar açısından çok büyük hacimli kayıpların ortaya çıkacağı yorumunu beraberinde getirmiştir. Küresel Finans Krizi, kişi ve kurumlara verilmiş mortgage kredileriyle başı ve sonu belli olmayan türev ürünler bileşiminin oluşturduğu bir finansal kriz olarak ifade edilmektedir. Böylesine sorunlu bir sahanın bu ölçekte büyümesinin temel nedeni ise kuralların yetersizliği ve denetim eksikliğidir.¹²¹

Küresel Finans Krizi'nin nedenlerini tek bir noktada aramak doğru olmamakla birlikte, kuralların uygulanmaması veyahut kapsamlarının genişletilmemesi en temel etken olarak görünmektedir. Bir önceki dönemde izlenen kuralları azaltma, serbestleştirme, deregülasyon modasının oluşturduğu ortam türev ürünlerin kurala bağlanması fikrini ortadan kaldırmış, bu durum krizin oluşumundaki bir dinamiğin kontrol dışı kalmasına sebebiyet vermiştir.¹²²

¹¹⁹ EĞİLMEZ, a.g.e., s.67-68

¹²⁰ SÖNMEZ, Mustafa, **100 Soruda Küresel Kriz ve Türkiye**, Alan Yayıncılık:206 Güncel Sorunlar Dizisi:34, Nisan 2009, s.27-28

¹²¹ EĞİLMEZ, a.g.e., s.68

¹²² EĞİLMEZ, a.g.e., s.68

1.4. 2007-2008 Küresel Finans Krizi'nin Diğer Nedenleri

Subprime Mortgage Krizi finansal ürünlerin yapısının yanlış gelişiminden kaynaklanmaktadır. Bu mekanizma içerisinde bankalar artık kredi verirken faizden değil, kredilerin tekrar satışından gelir sağlamaktadırlar. Temel sorun “krediyi değerlendiren tarafın (krediyi satın alan) borçlunun kredibilitesini değerlendirme sorumluluğu olmamasında” yatmaktadır. Bu da sürekli olarak kredilerin geri ödeme riskinin sistematik yanlış değerlendirilmesine sebep olmaktadır.¹²³

Riskler olduğundan daha az değerlendirilmiş ve dolayısıyla piyasaya geri ödeme riski yüksek çok sayıda kredi verilmiştir. Gayrimenkul fiyatlarında sürekli artış yaşanması muhtemel olan krizin ayak seslerini gizlemiştir. Birçok iktisatçıya göre ABD Merkez Bankası Küresel Finans Krizi'nin oluşmasında, 2002-2005 yılları arasında izlemiş olduğu gevşek para politikası nedeniyle birebir suçlu olarak görülmektedir.¹²⁴

Amerikan finans piyasaları süreç içerisinde dramatik değişiklikler yaşamış, bağımsız olarak faaliyet sürdüren beş yatırım bankasından Eylül 2008 itibariyle sadece ikisi piyasada ayakta kalabilmiştir. Bear Stearns yatırım bankası zorunlu satışını kabul etmek zorunda kalmış, Merrill Lynch yatırım bankası ise Bank of America tarafından 50 milyar \$'a satın alınmıştır. 158 yıllık geçmişe sahip Lehman Brothers yatırım bankası ise iflasını açıklamış, 21 Eylül 2008 itibariyle Goldman Sachs ve Morgan Stanley yatırım bankaları mevduat bankacılığı statüsüne geçmişlerdir. ABD Merkez Bankası 200 milyar \$ ödeyerek Fannie Mae ve Freddie Mac kuruluşlarını devletleştirmek zorunda kalmış, bankaların elinde bulunan geri ödenmeyen kredileri satın almak için 700 milyar \$ ayrılarak bu yolla bankaların likidite ihtiyaçları giderilerek istikrarlı bir duruma gelmeleri amaçlanmıştır. ABD devleti AIG sigorta şirketinin %80'nini devletleştirerek şirkete 85 milyar \$ aktarmıştır.¹²⁵

Subprime mortgage piyasalarında başlayarak ortaya çıktığı ölçeğin çok ötesine geçen ve kompleks bir seyir izleyen Küresel Finans Krizi'nin tek bir nedene

¹²³ ALAKBAROV, a.g.m., s.19

¹²⁴ ALAKBAROV, a.g.m., s.19

¹²⁵ ALAKBAROV, a.g.m., s.19

bağlanamayacağı genel bir kanı olarak ifade edilmektedir. Süreç içerisinde krizin nedenlerinin değişken bir nitelik taşıyarak çeşitli faktörlerin bileşiminden oluşması sebebiyle bu noktada Küresel Finans Krizi'nin nedenlerine ilişkin genel kabul gören maddelere yakından bakılması yararlı olabilecektir.

1.4.1. Saydamlık Eksikliği

Başta ABD olmak üzere, gelişmiş ülkelerde çoğunlukla birbirinden ayrı her fonksiyon için ayrı bir mali kurum ve mali araç oluşturulmuştur. Bu kurum ve mali araçlar birbiriyle bağlantılı ve karmaşık ilişkilere sahiptirler. Finansal araçların bu karmaşık yapısının algılanmasında önemli bir zorluk söz konusudur. Nitelikli olmayan yatırımcılar için her gün değişen, yenileşen ve farklılaşan finansal araçları takip edebilmek mümkün olmamaktadır. Saydamlıktaki bir diğer eksiklik asimetrik bilgi olarak ifade edilen olgu olmuş, bilginin yatırımcılara, firmalara ve diğer aktörlere farklı hızlar ve farklı biçimlerde ulaşıyor olması problem yaratmıştır. Küresel Finans Krizi temelinde, banka ve aracı kurumların ne çeşit varlıklara sahip oldukları, bu varlıkların değerinin ne olduğu hatta varlıkların muhataplarının kimler olduğu yeterli derecede şeffaf bir biçimde belirlenmemiştir. Krizin oluşumu ve devam eden süreçte şeffaflığın olmayışı, türev ürünler olarak ifade edilen karmaşık ticari sözleşmelere sahip Lehman Brothers vb. kurumların tasfiyeleri sonucu açığa çıkan risklerin hesaplanması ve analiz edilmesini zorlaştırmıştır.¹²⁶

1.4.2. Kredi Derecelendirme Sürecindeki Sorunlar

Kredi derecelendirme kuruluşlarıyla ilgili ön plana çıkan en önemli problem, çıkar çatışmasıdır. Bankalar ve diğer finans kurumlarıyla ilgili notlar veren rating

¹²⁶ ALANTAR, Doğan, **Küresel Finansal Kriz: Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme**, http://www.finanskulup.org.tr/assets/maliyefinans/81/Dogan_Alantar_Kuresel_Finansal_Kriz_Nedenleri_Sonuclari_MFY81.pdf, s.3-4 Erisim Tarihi (07.04.2009).

kuruluşları, derecelendirdikleri kurumlar tarafından finanse edilmektedir. Geçerli olan bu durum sebebiyle derecelendirme kuruluşlarının objektif değerlendirme yapabilme kabiliyetleri azalmaktadır. Derecelendirme kuruluşları, firmaların finansal problemlerini her zaman tespit edememekte, var olan sorunu kısmen veya gecikmeli olarak görebilmekte, çeşitli finansal araçlar hakkında, bunları dizayn eden bankalar ve bunların alıcıları olan yatırımcılar kadar enfomasyona sahip olamamaktadır. Bir diğer ve önem teşkil eden sorun ise, derecelendirme kuruluşlarının yalnızca kredi borcu ödememe riskine karşılık varlıkların derecelendirmesini yapmaları olmuştur. Ancak likidite riski ve piyasa riskinin de ölçülüyor olması gerekmektedir.¹²⁷

Kredi derecelendirme sürecine yakından bakmak gerekirse, ilk aşamada peşin ödemeleri düşük ve kredibilitesi kötü olan subprime mortgage kredilerine dayalı subprime mortgage tahvillerinin çoğunluğuna oldukça yüksek dereceler verilerek sistemin temelini sorunlu olarak kurulduğu görülmektedir. Yapılan yüksek derecelendirme, bu tahvillere dayalı olarak düzenlenen CDO sözleşmelerinin yüksek getiri marjlarıyla oluşturulmasına ve düşük riskli olarak değerlendirilmesine neden olmuştur.¹²⁸

CDO mekanizmasının gereğinden fazla yüksek notlarla değerlendirilmesi, aşırı teminatlandırmanın yapılması subprime mortgage piyasasında patlak veren kriz sonrası büyük finansal kurumların bilançolarından yüksek oranlarda varlık silmelerine neden olmuştur. Kriz sonrasında derecelendirme kuruluşlarının hızlı bir şekilde not düşürmeleri sonucu CDO çerçevesinde yapılması gereken ödemelerin yüklü miktarlarda olması likidite krizi yaratmıştır. Kredi derecelendirme kuruluşları peş peşe mortgage kredilerine dayalı tahvillerin notunu düşürürlerken, paralarını fonlardan çekmek isteyen yatırımcı sayısındaki yükselişle birlikte bu ürünleri nakde çevirmek zorlaşmıştır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının yakın zamanda bu tahvillere yüksek notlar verirken, bir anda not indirimlerine gitmeleri sistemin sorgulanmasına neden olmuş, bu yatırım

¹²⁷ ALANTAR, Küresel Finansal Kriz: Nedenleri...a.g.m., s.4

¹²⁸ DEMİR - KARABIYIK - ERMIŞOĞLU - KÜÇÜK, a.g.e., s.56-57

araçlarının fiyatları oldukça gerileyerek milyarlara dolarlık fonlar değerlerini kaybetmiştir.¹²⁹

Kredi derecelendirme kuruluşlarının yatırımcılara açıkladığı modellerin güvenilirliği ve ihtiyaca uygunluğu; bankalardan kredilerin geri ödenmesine ilişkin alınan bilgilerin açıklanmaması, stres testlerine ilişkin ek bilgilerin verilmemesi ve kullanılan modellere ilişkin varsayımların ifade edilmemesi nedeniyle yatırımcılar tarafından tam olarak anlaşılammıştır. Söz konusu bilgiler sunulmuş olsa bile birçok yatırımcı için anlamsız kalabileceğinden kredi derecelendirme kuruluşları Küresel Finans Krizi öncesi etkin bir biçimde çalışmamış, ancak kriz başladıktan sonra kredi notlarını düşürebilmiştir.¹³⁰

1.4.3. Likidite Bolluğu ve Mortgage Kredilerinde Yapısal Bozulma

2006'nın sonlarına kadar finansal piyasalardaki likidite sürekli olarak yükselmiş, kriz öncesi bollaşan bu likiditenin kâr getiren operasyonlara dönüştürülmesi bankacılık sistemi açısından problem oluşturmuştur. Bu problemlili operasyonların başında konut kredileri gelmektedir. Bankalar herhangi bir işi, geliri veya varlığı olmayan kişilere bile kredi (Ninja Krediler; no income, no job, no asset) vermeye başlamışlar, bu uygulama varlık fiyatlarının ve özellikle konut fiyatlarının çok hızlı bir şekilde artmasına neden olmuş, faizlerin yükselmesiyle birlikte subprime mortgage kredilerinde başlayan geri ödeme problemleri sonucunda banka portföylerindeki hacizli konut sayısı artmaya başlamıştır. Bankaların bu konutları satmaya çalışması konut fiyatlarında düşüşe yol açmış bu noktada halen kredisini ödemekte olan mortgage kredisi müşterilerinin ellerindeki evlerin değeri kalan kredi ödemelerinin net bugünkü değerinin altında kalmıştır. Kredi geri ödemelerinin bankalar tarafından diğer mali kuruluşlara satılması ve bu evleri teminat olarak alan sermaye piyasası araçlarının yaygınlığı nedeniyle

¹²⁹ DEMİR - KARABIYIK - ERMİŞOĞLU - KÜÇÜK, a.g.e., s.56-57

¹³⁰ DEMİR - KARABIYIK - ERMİŞOĞLU - KÜÇÜK, a.g.e., s.56-57

oluşan zararlar domino taşları gibi bir mali kuruluştan diğerine nüfuz ederek büyümüş ve mali sistemin temelini oluşturan kurumların iflas yolunu açmıştır.¹³¹

1.4.4. Konut Fiyatlarındaki Balon Artışlar ve Faiz Yapısının Uyumsuzlaşması

ABD hükümetinin özellikle düşük gelirli aileleri hedefleyen konut edindirme politikaları nedeniyle sağlanan çeşitli esneklikler sayesinde subprime ve değişken faizli konut kredilerinin sayısında artış meydana gelmiştir. Ancak her türlü yatırımın hükümet tarafından gerçekleştirileceği yanlış algılamasıyla yatırımcılar tarafından doğru planlama yapılmadan konut alımına geçilmiş, faiz oranlarının yükselmesiyle değişken faizli konut kredilerinin geri ödenmemeye tutarları oldukça yüksek seviyelere ulaşmıştır.¹³²

Kısa vadeli ABD Doları faizlerinin yükselişyle beraber sürekli yükselen konut fiyatları 2006'da gayrimenkul piyasasında yaşanan durgunlukla beraber düşmeye başlamış, fiyatların daha da yükseleceği düşüncesiyle yüksek faizleri kabullenen tüketiciler için beklentilerin tersi yönünde gelişmeler ortaya çıkmıştır. Değişken faizli subprime mortgage kredilerinin piyasalar üzerinde baskı oluşturması nedeniyle FED tarafından faiz oranlarına müdahale edilmiş ve kısa vadeli faiz oranları azaltılmıştır. Bu davranış, mortgage kredilerinin taksit ödemelerini bir noktaya kadar düşerebilmişse de, teminat niteliğinde olan konutların değerinin azalmasına neden olmuştur. Konut değerlerinin yüksek seyrettiği dönemlerde mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetlerin düşük risk bloğunda değerlendirilerek yatırımcılara sunulmasının ardından teminat niteliğindeki konut değerlerinde yaşanan ani düşüş yüksek zararlar oluşmasına sebep olmuştur.¹³³

Subprime Mortgage Krizi'nin ABD ekonomisini bu denli etkilemesinin en önemli nedenlerinden biri inşaat ve sigortacılık ön planda olmak üzere konuta bağlı

¹³¹ ALANTAR, Küresel Finansal Kriz: Nedenleri...a.g.m., s.2

¹³² DEMİR - KARABIYIK - ERMİŞOĞLU - KÜÇÜK,, a.g.e., s.49-50

¹³³ DEMİR - KARABIYIK - ERMİŞOĞLU - KÜÇÜK,, a.g.e., s.49-50

sektörlerde başlayan yavaşlamanın oldukça hızlı bir şekilde makro ekonomik göstergelere yansması olmuştur. Özellikle hükümet politikalarının tüketim merkezli politikalar üzerine kurulması ve ekonomik canlanmanın inşaat sektörüne bağlanması nedeniyle konut fiyatlarındaki ani değişim ekonomik ve finansal göstergeleri oldukça kısa bir sürede olumsuz etkilemiştir.¹³⁴

1.4.5. Menkul Kıymetleştirme

Menkul kıymetleştirmenin Küresel Finans Krizi'nin nedenleri arasında sayılması ve krizin derinleşmesine katkı sağlayan faktörlerden biri olarak değerlendirilmesinin ana sebebi, menkul kıymetleştirme sayesinde riskin bir kurumdan diğerine aktarımının kolaylaştırılmasıdır. Mortgage kredisi veren bir banka kredilerin geri ödemelerini menkul kıymetleştirerek kısmen veya tamamen bir yatırım bankasına yada bir mortgage kurumuna satmakta, bu işleyiş ise kriz durumunda mali sistemi oldukça kırılğan bir pozisyona getirmektedir. Banka tarafından yapılan menkul kıymetleştirme yoluyla kredi ödemelerindeki aksama hem krediyi veren banka hem de menkul kıymeti satın alan diğer finansal kuruluşlar için zarar oluşturmaktadır. FED eski başkanı Greenspan, Küresel Finans Krizi'nin yalnızca kredilerden kaynaklanmadığını, asıl sebebin bu kredilerin paketlenerek yeniden satışının yapılması olduğunu ifade etmektedir.¹³⁵

1.4.6. Menkul Kıymetlerin Fonlanmasında Yaşanan Sıkışıklık

Mortgage kredilerine dayalı olarak ihraç edilen menkul kıymet piyasasının asıl fon kaynağı olan mortgage kredilerinin geri ödemelerinin yapılamaması sebebiyle ikincil piyasasının fonlanmasında problemler baş göstermiştir. Subprime mortgage kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi sermaye piyasalarını derinleştirmemiş, aksine bir

¹³⁴ DEMİR - KARABIYIK - ERMİŞOĞLU - KÜÇÜK., a.g.e., s.49-50

¹³⁵ ALANTAR, Doğan, **Küresel Finansal Kriz ve Türkiye'nin Makro Ekonomik Göstergelerine Etkisi**, Bütçe Dünyası Dergisi, Cilt:3, Sayı:31, Kış-2009, s.5 http://www.debud.org/Html/dergi/31/d_alantar.pdf, s.5 Erisim Tarihi (10.04.2009).

tesirle mevcut mekanizmanın temelden sarsılmasına neden olmuştur. 2007 yılından bu yana mortgage kredilerine dayalı menkul kıymet ihracında yaşanan büyük ölçekli artışla çok geniş hacimli bir ikincil piyasa oluşturulmuş ve bu piyasanın fon kaynağını teşkil eden mortgage kredileri geri ödenmemeye başlayınca tahvil geri ödemeleri de yapılamamıştır. Mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetler ile riskini dağıtmaya çalışan ancak risklerini ortadan kaldıramayan finans kurumları zarar açıklamaya başlamışlar, piyasalarda oluşan panik havası bankalardan para çekilmesine, sermaye hareketlerinin yavaşlayarak likidite sorunuyla karşı karşıya kalınmasına yol açmıştır.¹³⁶

1.4.7. Düzenleyici-Denetleyici Kurumların Yetersizliği

Düzenleyici ve denetleyici kurumların, özellikle FED'in, Küresel Finans Krizi öncesinde değişen risk ortamına karşı önlem almakta geç kaldığı yorumu yapılmaktadır. FED başkanı 2007 Mayıs ayında, konut piyasasındaki sıkıntıların ekonominin geri kalanına ve finansal sisteme yayılacağını beklemediklerini ifade etmiştir. Ancak, konut piyasasında başlayan sorunlar tüm finansal sistemi ve reel ekonomiyi etkisi altına almış ve küresel bir boyut kazanarak büyümeye ve karmaşıklaşmaya devam etmiştir.¹³⁷

Düzenleyici ve denetleyici kurumların ve derecelendirme kuruluşlarının piyasa yapıcılarını bilgilendirmede yaşadıkları eksiklik hatalı algılamalara neden olarak hisse senetlerinin aşırı değerlendirilmesine ve bunların yüksek oranda kaldıraçla finanse edilmesine yol açmıştır. Bu noktayı George Soros "hatalı algılamalar piyasanın kendisiyle beslenmesine sebep olur. Kendi kendisiyle beslenmek yatırımcıların kör bir çılgınlığa veya sürü psikolojisine kapılmalarını ifade etmenin başka bir yoludur. Kendi çılgınlığı ile beslenen piyasalar her zaman aşırı tepki verirler, her zaman uçlara giderler ve nihayet patlama/çöküş ortaya çıkar" şeklinde ifade etmektedir.¹³⁸

¹³⁶ DEMİR – KARABIYIK - ERMİŞOĞLU - KÜÇÜK, , a.g.e., s.53

¹³⁷ ALANTAR, Küresel Finansal Kriz: Nedenleri...a.g.m., s.4-5

¹³⁸ ALANTAR, Küresel Finansal Kriz ve Türkiye'nin...a.g.m., s.5

1.5. 2007-2008 Küresel Finans Krizi'nin Sonuçları

1.5.1. Reel Sektör Üzerine Etkileri

Reel sektörün Küresel Finans Krizi'nin etkisi altında olduğuna işaret eden en temel gösterge büyüme oranları olarak karşımıza çıkmaktadır.

Tablo 2.1'de de açıkça görülebileceği gibi Küresel Finans Krizi'nin reel ekonomiye yansımalarıyla hem ABD ve gelişmiş Avrupa ülkelerinin hem de gelişmekte olan ülkelerin büyüme oranlarında ciddi azalışlar gözlenmiştir. **Tablo 2.1**, 2007 yılı sonrası hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelere büyüme oranlarındaki düşüş eğilimini göstermektedir. IMF, Dünya ekonomisiyle ilgili büyüme tahminlerini 4 kez revize ederek Ocak 2009 itibarıyla %3'lerden %0,5'e kadar düşürmüştür.¹³⁹

¹³⁹ FİNANS-Türkiye, **Küresel Finans Krizi ile Sanayi Çöktü**, <http://finans.emlak-konut.com/tag/kuresel-finans-krizi/> Erisim Tarihi (12.04.2009).

| BÜYÜME ORANLARI | | % | | | | | | |
|-------------------|------|------|------|------|------|------|------|--|
| | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | |
| ABD | 3.6 | 2.9 | 2.8 | 2.0 | 1.1 | -4.0 | 0.0 | |
| JAPONYA | 2.7 | 1.9 | 2.0 | 2.4 | -0.6 | -6.6 | -0.5 | |
| ALMANYA | 0.7 | 0.9 | 3.2 | 2.6 | 1.0 | -5.3 | 0.2 | |
| FRANSA | 2.2 | 1.9 | 2.4 | 2.1 | 0.7 | -3.3 | -0.1 | |
| İTALYA | 1.4 | 0.8 | 2.1 | 1.5 | -1.0 | -4.3 | -0.4 | |
| İNGİLTERE | 2.8 | 2.1 | 2.8 | 3.0 | 0.7 | -3.7 | -0.2 | |
| KANADA | 3.1 | 2.9 | 3.1 | 2.7 | 0.5 | -3.0 | 0.3 | |
| G-7 ÜLKELERİ | 2.8 | 2.3 | 2.6 | 2.2 | 0.6 | -4.4 | -0.1 | |
| OECD TOPLAM | 3.2 | 2.7 | 3.1 | 2.7 | 0.9 | -4.3 | -0.1 | |
| EURO-12 ÜLKELERİ | 1.9 | 1.8 | 3.0 | 2.6 | 0.7 | -4.1 | -0.3 | |
| OECD DIŞI ÜLKELER | 4.8 | 4.2 | 4.9 | 4.2 | 1.9 | -3.9 | 0.3 | |
| BREZİLYA | | | 3.8 | 5.4 | 5.1 | -0.3 | 3.8 | |
| ÇİN | | | 11.6 | 13.0 | 9.0 | 6.3 | 8.5 | |
| HİNDİSTAN | | | 9.7 | 9.0 | 6.0 | 4.3 | 5.8 | |
| RUSYA | | | 7.7 | 8.1 | 5.6 | -5.6 | 0.7 | |

Tablo 2.1: Dünya ekonomilerinde büyüme oranlarının yıllar itibariyle gelişimi
*2009 ve 2010 büyüme oranları tahmini olarak verilmiştir.

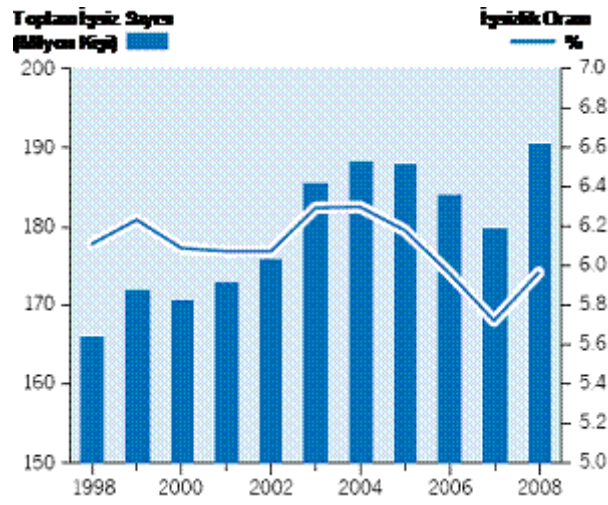
Kaynak: OECD, 29 Mart 2009

Küresel Finans Krizi'nin dünya sanayilerini eriterek reel sektörde çok derin zararlar meydana getirdiği Ocak 2009 itibariyle açıklanan sanayi üretimi rakamlarında kendisini göstermiştir. Küresel Finans Krizi'nin çıkış merkezi olan ABD'de ise %10'luk bir düşüş gözlenmiştir. Avrupa ülkelerinde ise en büyük düşüş %12,4'lük bir oranla Almanya sanayi üretiminde olmuştur.¹⁴⁰

Reel sektörün Küresel Finans Krizi'nin etkisi altında olduğunu gösteren ikinci temel parametre ise işsizlik oranlarındaki yükselişlerdir. Kredi piyasalarında yaşanan şoklar yatırımların azalmasına ve piyasalardaki güvensizlik ortamının artmasına neden olarak, yatırım, üretim ve tüketim seviyelerinin gerilemesine, ekonomik büyümenin yavaşlamasına ve milyonlarca kişinin işsiz kalmasına yol açmıştır. Kriz sürecinde pek çok sektörde (başta konut sektörü olmak üzere, inşaat, otomotiv, mali hizmetler, tekstil) büyük çapta daralmaların yaşanması, küresel ölçekte istihdam kayıplarına neden olmuştur. Şirketler krizle mücadele edebilmek ve krizden en az zararla kurtulabilmek

¹⁴⁰ FİNANS-Türkiye, a.g.m., s.3

için operasyon maliyetlerini azaltmaya, harcamalarını kısma, yatırımlarını ertelemeye ve çalıştırdığı işgücünü azaltma yoluna gitmişlerdir. Kredi piyasasının küçülmesi, elde edilen gelirlerin azalmasıyla üretimde yaşanan düşüşlerle birlikte, tüketicilerin yaşam şartlarındaki belirsizlikler, çalışma şartlarının ve ücret düzeylerinin zayıflaması ve alternatif çalışma seçeneklerinin azalması vb. nedenlerle tüketim harcamalarında yaşanan gerileme birbirlerini tetikler bir biçimde kısır döngüye girmiş, ekonomik aktiviteler bir bütün halinde düşüşe geçmiştir.¹⁴¹



Grafik 2.1: Dünya genelinde toplam işsiz sayısı ve işsizlik oranlarının yıllar itibariyle gelişimi

Kaynak: KOBAL, İsmail, Küresel Krizin Küresel İstihdama Etkileri, http://www.alomaliye.com/2009/ismail_kobal_kuresel_kriz.htm Erisim Tarihi (13.04.2009).

Ekonomilerin küçülmesiyle birlikte yaşanabilecek en önemli felaket işsizlik olmuş, Uluslararası Çalışma Örgütü (International Labour Organization - ILO), Küresel Finans Krizi'nin ekonomi üzerindeki etkisinin, 2009 sonuna kadar 20 milyon kişinin işsiz kalmasıyla sonuçlanabileceğine işaret etmiştir. ILO, IMF rakamlarına dayalı olarak 2008 yılında dünya genelinde 190 milyona yaklaşan işsiz sayısının iyimser bir senaryo

¹⁴¹ KOBAL, İsmail, **Küresel Krizin Küresel İstihdama Etkileri**, http://www.alomaliye.com/2009/ismail_kobal_kuresel_kriz.htm Erisim Tarihi (13.04.2009).

içerisinde 20 milyon kişi artarak 210 milyona, kötümser bir senaryo çerçevesinde ise 40 milyon işsiz eklenmesiyle 230 milyona ulaşacağını öngörmektedir.¹⁴²

| | 2007 | 2008 | 2009 | SENARYOLARI | | |
|---|-----------------------------|------|-----------|-------------|-----------|--|
| | İŞSİZ SAYISI MİLYON KİŞİ | | Senaryo-1 | Senaryo-2 | Senaryo-3 | |
| Dünya | 179 | 190 | 198 | 210 | 230 | |
| Gelişmiş Ekonomiler ve AB | 29 | 32 | 33 | 36 | 40 | |
| Merkez ve Güneydoğu Avrupa (AB üyesi olmayan)& CIS | 15 | 16 | 16 | 17 | 18 | |
| Doğu Asya | 30 | 32 | 34 | 39 | 46 | |
| Güneydoğu Asya ve Pasifik Ülkeleri | 16 | 17 | 18 | 18 | 19 | |
| Güney Asya | 33 | 35 | 35 | 37 | 40 | |
| Latin Amerika ve Karayipler | 19 | 20 | 21 | 22 | 23 | |
| Orta Doğu | 6 | 6 | 6 | 7 | 8 | |
| Kuzey Afrika | 7 | 7 | 7 | 7 | 8 | |
| SahraAltı Afrika | 24 | 25 | 26 | 26 | 28 | |

Tablo 2.2: Dünya ve çeşitli bölgeler itibariyle 2007-2008 işsizlik sayıları ve 2009 işsizlik senaryoları

Kaynak: KOBAL, İsmail, Küresel Krizin Küresel İstihdama Etkileri, http://www.alomaliye.com/2009/ismail_kobal_kuresel_kriz.htm Erisim Tarihi (13.04.2009).

1.5.2. Finansal Sektör Üzerine Etkileri

Küresel Finans Krizi nedeniyle artan risk ve belirsizlik durumu ve pek çok ülkede finans kurumlarının iflas etmiş olması finansal kurumlara olan güvenin oldukça azalmasına neden olmuş, artan riskler yatırımcıların risk iştahını azaltarak piyasa koşullarını zorlaştırmıştır. Kaotik ortam içerisinde piyasaların risk ve getiri beklentileri

¹⁴² SÖNMEZ, a.g.e., s.33

değişerek, piyasalar risk almaktan kaçınır veya risk alabilmek için çok yüksek getiriler talep eder bir noktaya gelmişlerdir. Bu durum, kredilerin ve borç menkul kıymet piyasalarına erişimin ciddi ölçüde kısıtlanmasına sebep olmuştur.¹⁴³

Gelişmekte olan ülkeler yatırımcıların risk alma iştahlarının azalması nedeniyle dış finansman açısından ciddi daralmalar yaşamışlar, yüksek gelir grubundaki bankalar ve yatırım fonları gelişmekte olan ülkelere fonlarını çekmişler ve riskli aktif kategorisindeki bu varlıkları daha likit enstrümanlara çevirmişlerdir. Riskli aktiflerin bu satışları hisse senedi fiyatları, tahvil piyasası ve ülke paraları üzerinde olumsuz etkiler yaratmış, aynı zamanda bu ülkelerde kredi koşullarının daralmasına yol açmıştır. Cari açıkları GSYİH'in %10'undan fazla olan ülkelerde sermaye girişlerinin durmasıyla iç talep ciddi ölçüde daralmış, bankacılık sektöründe özel bankaların dışarıdan borçlanmaları azalmıştır.¹⁴⁴

Mortgage piyasaları, sadece kredi veren kuruluşla kredi alan arasındaki kredi ilişkisine bağlı olmamakta, bankalar kredi alacaklarını menkul kıymetleştirme yoluyla yatırım aracı haline çevirebilmektedirler. Kredi veren kuruluşlar, ipoteğe dayalı menkul kıymetler, teminatlandırılmış borç yükümlülükleri gibi karmaşık yapıdaki yatırım araçları yoluyla yeni kazançlar elde etme imkanı yakalamışlardır. Mortgage kredileri, kredi kartı alacakları, taşıt kredileri gibi riskli veya daha az riskli farklı cinsten borçların bir araya getirilip yeniden paketlenmesiyle oluşturulan bu menkul kıymetler, daha yüksek kâr elde etmek isteyen yatırımcılar için de yeni birer alternatif haline gelmiştir. Hedge fonlar gibi yüksek kaldıraçla işlem yapan fonlar, yüksek kâr elde etme isteğiyle bu tür kredi ürünlerine büyük ilgi göstermiş, fakat subprime mortgage piyasalarında başlayan krizin etkisiyle yatırımcıların bu tür kredilere dayalı türev ürünlere karşı güveni de azalmıştır.¹⁴⁵ Ayrıca, kredi derecelendirme kuruluşlarının CDO'lara verdikleri notların yüksek olduğu yönündeki eleştiriler artarken, kredi derecelendirme kuruluşları Standard & Poors ve Moody's, 17 milyar \$'dan fazla değer taşıyan tahvilin kredi notunu düşürmüştür. Paralarını fonlardan çekmek isteyen yatırımcı sayısındaki

¹⁴³ SÖNMEZLER, Gökhan - GÜNDÜZ, Orçun, **Küresel Krizin Sektörel Etkileri**, Güncel Ekonomik Sorunlar: Global Kriz, Literatür Yayınları:581, Nisan 2009, s.133

¹⁴⁴ ERDÖNMEZ, Pelin Ataman, **Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Krnonolojisi**, TBB Bankacılar Dergisi, Sayı:68, 2009, s.88-89

¹⁴⁵ APAK - AYTAÇ, a.g.e, s.212

artışla beraber bu ürünleri nakde çevirmek de zorlaşmıştır. Bu yatırım araçlarının fiyatları oldukça düşmüş ve milyarlarca dolarlık fonlar değersiz birer kağıt haline gelmiştir. Şirketler paralarını almak isteyen yatırımcılara ödeme yapamaz duruma gelmişlerdir. Bu ürünlere yatırım yapan şirketler ise büyük zararlar ederek iflasın eşiğine gelmiş, bu ürünleri teminat olarak gösteren şirketlere kredi kullandıran bankalar oldukça zor durumda kalmışlardır. Hangi şirketin ne kadar zarara uğradığı konusunda kesin bilgi olmadığından, yaşanan kriz sonrasında bankalar birbirlerine bile kredi vermekten kaçınmışlar, bu durum piyasalardaki likiditenin kurumasına ve sonuçta subprime mortgage piyasasında başlayan krizin, bir likidite krizine dönüşmesine neden olmuş, dolar likiditesinin azalması, doların avro ve gelişmekte olan ülke paraları karşısında değer kazanmasına yol açmıştır. Artan riskler, yatırımcıları riskli yatırım araçlarından uzaklaştırarak ABD hazine tahvilleri gibi güvenli limanlara sığınmalarına neden olmuş, ani satış dalgalarıyla karşı karşıya kalınmasıyla, yatırımcılar gelişmekte olan piyasaları hızla terk etmeye başlamışlardır. Ülke borsalarında sert düşüşler görülürken, ülke para birimleri de değer kaybetmiş; dolar ise güvenli bir liman olarak görülmesi nedeniyle artan taleple değer kazanır hale gelmiştir. Küresel Finans Krizi'nin finans piyasalarındaki etkileri genel olarak ifade edilirken bu noktada, sektör içerisinde hem büyüklük hem de önem derecesi açısından ilk akla gelen bankacılık sektörünün de önemli ölçüde etkilenmiş olduğunu ifade etmek gerekmektedir. Finans piyasaları yaralarını sarmak için çabalarken, bankaların bilançolarında subprime mortgage krizine dayalı olarak ortaya çıkan zararların açıklanması, yeni bir sarsıntı oluşturmuş, bankalar; iflas tehlikesi yaşayan finansal kuruluşlara ve hedge fonlara kredi verdikleri için, bu kuruluşların içine düştüğü sorunlar onları endişelendirmiştir. Ayrıca birçok bankanın kendi kurduğu fonların da ipoteye dayalı finansal enstrümanlara yatırım yapmış olması, zararları kaçınılamayacak bir noktaya getirmiştir. UBS, HSBC, Deutsche Bank, Credit Suisse gibi dünyanın önde gelen pek çok bankası, subprime mortgage krizinde uğradıkları zararları teker teker açıklamaya başlamışlar, Avrupa'nın en büyük bankası olarak kabul edilen UBS, 13,5 milyar \$ zarar ettiğini duyurmuştur.¹⁴⁶

¹⁴⁶ APAK – AYTAÇ, a.g.e., s.213-215

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

2007-2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİNDE HEDGE FONLARIN ROLÜ VE TÜRKİYE'DE FİNANSAL PİYASALAR ÜZERİNE ETKİLERİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ

1.1. Hedge Fonların Finansal Krizlerdeki Rolü

1.1.1. Hedge Fonların Önceki Krizlerdeki Rolü

Finansal krizlerin oluşumunda hedge fonların, kendilerine ait olan menkul kıymet fiyatları ile doğrudan ya da kendilerini izleyen diğer piyasa katılımcılarının eğilimlerini etkileyerek dolaylı şekilde ulusal veya uluslararası menkul kıymet fiyatlarında etkili olabilmeleri göz önünde tutularak, yaşanan 1992 ERM (Exchange Rate Mechanism- Avrupa Döviz Kuru Mekanizması) krizi, 1994-95 Meksika Krizi ve 1997 Güneydoğu Asya krizlerinde herhangi bir etkisinin olup olmadığına dair çeşitli araştırmalar yapılmıştır.¹

Meksika ve Güneydoğu Asya ekonomik krizleri gibi pek çok piyasa çöküşlerinde, hedge fonlar problemlerin önde gelen sebebi olarak görülmüştür. Ancak, yaşanan bu finansal krizler sırasında Malezya para piyasaları ve Kore menkul kıymetler borsasında hedge fonların ve yabancı yatırımcıların rolüne ilişkin yapılan araştırmalarda hedge fonların söz konusu finansal krizlerin temel sebebi olduğu iddialarına yönelik herhangi bir kanıt bulunamamıştır.² Güneydoğu Asya Krizi'nin ardından ortaya çıkan kanıtlar, kriz öncesinde paralarını ilk ülke dışına çıkaranların yerel anonim şirketler olduğunu ve hedge fonların paranın değerinin korunması için destekte bulunduğu işaret ederek, hedge fonların finansal istikrarsızlık yarattığı tezini zayıflatmaktadır.³

¹ AKDİŞ, a.g.m., s. 3

² FERGUSON - LASTER, a.g.m., s.51-52

³ AYDIN - US, a.g.m., s.178

IMF tarafından yapılan çalışmalarda, Güneydoğu Asya Krizi'nde hedge fonların etkili olmadığı, en büyük suçlunun yabancı yatırım ve ticari banka kredileri olduğuna ve hedge fonların rollerinin abartıldığına yönelik ifadeler yer alsa da, özellikle Malezya'nın önderlik ettiği bazı gelişmekte olan ülkeler, piyasalarında yaşanan döviz krizlerinden ve menkul kıymet piyasalarındaki dalgalanmalardan hedge fonları sorumlu tutmaktadır. Güneydoğu Asya Krizi sonrasında, Malezya başbakanı, hedge fonları global ekonominin “manipülatörleri” ve “soyguncuları” olarak tanımlamıştır.⁴

IMF, hedge fonların Brezilya (1999), Türkiye ve Arjantin (2001) ekonomik krizlerinden anormal bir şekilde yararlandığına yönelik herhangi bir kanıt bulamamıştır. Hedge fonlar bu ekonomileri kötüye sürüklemek yerine, piyasalar düşerken satın alma gibi olumlu faaliyetlerde bulunmuşlar ve piyasa likiditesini ve istikrarını artırıcı bir etki yaratmışlardır.⁵

Fung ve Hsieh, hedge fonların piyasalarda istikrarsızlığa neden olup olmadığına ilişkin olarak, hedge fonlar tarafından tutulan pozisyonları 1992 ERM Krizi, 1994 Meksika Krizi ve 1997 Güneydoğu Asya Krizi için tahmin etmeye çalışmışlardır. Hedge fon pozisyonları kesin olarak belirlenemediği için kamuya açıklanan uygun veriler üzerinden yürütülen tahminlerde hedge fonların Meksika ve Güneydoğu Asya Krizlerinde piyasalar üzerinde çok az etkileri olduğunu ve hedge fonların krizlerin yayılma etkisi üzerinde herhangi bir rolü bulunmadığını göstermişlerdir.⁶

Fox da, yapmış olduğu çalışmada, Fung ve Hsieh'e benzer şekilde hedge fonların Güneydoğu Asya Krizi'nde öncü bir rol oynamadığına ve krizin oluşumunda anlamlı bir etki yapmadığına dikkat çekmiştir.⁷

Eichengreen ve diğerleri de Fung ve Hsieh'le benzer sonuçlara erişmişlerdir. Eichengreen ve diğerlerine göre, hedge fonlar ERM Krizi süresince lider bir rol

⁴ ANBAR, Hedge Fonlar...a.g.m., s.425

⁵ IMF, **Hedge Funds and Recent Emerging Market Currency Crises**, Global Financial Stability Report Chapter IV, 2004, s.146-148 <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2004/01/pdf/chp4.pdf> Erisim Tarihi (20.04.2009).

⁶ FUNG, William - HSIEH, David A., **Measuring the Market Impact of Hedge Funds**, Journal of Empirical Finance 7 (2000), s.1-36, http://www.kellogg.northwestern.edu/faculty/korajczyk/ftp/Research/PortfolioRiskForecasting/AlternativeInvestments/Papers_Alternatives/Fung%20Hsieh.jef2000.pdf Erisim Tarihi (21.04.2009).

⁷ FOX, Justin, **Did Foreign Investors Cause Asian Market Problem?**, <http://www.nber.org/digest/oct98/w6661.html> Erisim Tarihi (21.04.2009).

üstlenmiş olmalarına rağmen piyasalar üzerinde herhangi bir kontrole sahip değildir ve tahvil piyasasında görülen ani değişimler veya Meksika ve Güneydoğu Asya Krizleri ile bir ilgileri bulunmamaktadır. Eichengreen ve diğerleri yapmış oldukları çalışmada hedge fonların diğer yatırımcıları korumak konusuyla çok az ilişkili olduklarını ancak hedge fonların döviz piyasalarını manipüle etmeye çalıştıklarına ve bu çabaların, volatilitenin ve etkinsizliğin başlıca sistematik kaynağı olabileceğine ilişkin kesin bir kanıtın olmadığını ifade etmişlerdir.⁸

Brown, Goetzmann ve Park, Güneydoğu Asya Krizi'ni temel aldıkları çalışmada hedge fonların, Güneydoğu Asya dövizleri üzerinde belirli dönemler itibariyle pozitif ve negatif etkilerinin var olduğuna yönelik bulguları ortaya koymuşlardır. Ancak, bu etkilerin döviz kuru değişimindeki hareket ile herhangi bir ilişkisi olmadığı sonucuna ulaşmışlar, hedge fonların krizde sorumluluklarının olduğu hipotezini destekleyecek ampirik bir kanıt bulamadıklarını ifade etmişlerdir.⁹

Azman-Saini, hedge fonların, Güneydoğu Asya Krizi döneminde Tayland para birimi üzerinde bir etkisinin olduğunu, fakat aynı dönem içinde hedge fonların Malezya para birimi üzerinde bir etkisinin olmadığını bulmuştur.¹⁰

IIF (Institute of International France), Güneydoğu Asya ve Rusya finansal krizlerine ilişkin bir rapor yayımlamış ve bu krizlere, hedge fonların faaliyetlerinin değil, uygulanan yanlış ulusal ekonomik politikaların neden olduğunu vurgulamıştır. IOSCO, yayınladığı bir raporda, hedge fonların Güneydoğu Asya Krizi'nde rol oynadıklarına dair kesin kanıtların olmadığını ifade etmiştir.¹¹

Haigh, Hraniova ve Overdahl'ın yapmış oldukları çalışmaya göre, hedge fon pozisyonlarındaki değişimler, diğer piyasa katılımcılarındaki değişimlere cevap vermektedir ve doğalgaz ile ham petrol fiyatlarındaki değişimlerin hedge fon

⁸ TERZİ, Nuray, **Hedge Fonlar Küresel Finans Piyasalarının Gizemli Oyuncuları**, 1.Baskı, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., Mart 2009, s.82

⁹ BROWN, Stephen J. - GOETZMANN, William N. - PARK, James, **Hedge Funds and The Asian Currency Crisis of 1997**, NBER Working Paper Series No.6427, 1998, <http://www.nber.org/papers/w6427.pdf> Erişim Tarihi (21.04.2009).

¹⁰ W.N.W. Azman-Saini, **"Hedge Funds, Exchange Rates and Causality. Evidence from Thailand and Malaysia"**, MPRA Paper No:716, October 2006, <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/716/> Erişim Tarihi (22.04.2009).

¹¹ BECKER, Brandon – DOHERTY-MINICOZZI, Colleen, **"Hedge Funds in Global Financial Markets"**, February 2000, s.98 <http://www.wilmerhale.com> Erişim Tarihi (22.04.2009).

pozisyonları ile herhangi bir ilişkisi bulunmamaktadır. Yapılan çalışma, hedge fon pozisyonlarının diğer piyasalar ile olan ilişkileri açısından negatif bir korelasyona sahip olduğunu ve hedge fonların piyasalarda bir istikrarsızlığa sebep olmadığını, piyasalarda likidite sağlama noktasında önemli bir rol üstlendiğini vurgulamaktadır.¹²

Bu noktada, hedge fonların kriz oluşturmak yerine piyasalara yapmış olduğu katkıları ifade etmek faydalı olabilecektir.

Hedge fonlar, piyasaların ayarlanmasına katkı yaparken, aynı zamanda bankalara ve diğer kreditoörlere, reel ekonomik faaliyetlerinden kaynaklanabilecek risklere karşı kendi araçları ile koruma sağlamaktadır. Pek çok durumda hedge fonlar, borç ve menkul kıymet piyasalarının genişlemesi ile ilişkisi az olduğundan daha geleneksel yatırım kurumlarına riski azaltmak için portföy çeşitlendirmesi sunarak yardım etmektedir.¹³

Garbaravicius ve Dierick tarafından yapılan araştırmaya göre hedge fonlar piyasalara pozitif yönde bir katkı sağlamaktadır. Çalışmada yer alan veriler Amerika ve Avrupa'daki gelişmiş sermaye piyasalarını içerdiğinden hedge fonların katkılarının gelişmiş sermaye piyasaları ile ilişkili olduğu, yeni gelişmekte olan eksik rekabet piyasalarında, örneğin Asya'da pozitif katkılarının güçlü olmadığı yönünde bir yorum yapılabilecektir. Şeffaflığın yüksek olduğu, iyi denetimli, rasyonel ve büyük miktarda dönüşümün yaşandığı gelişmiş sermaye piyasalarında hedge fonlar likidite eksikliğini gidermekte, piyasadaki oynaklığı düşürerek kazanımların çeşitlenmesinde bir çekiciliğe sahip olmaktadır. Hedge fonlar risk alma eğiliminde olduklarından piyasa şoklarını azaltabilmek için sermaye arz etmeye istekli bir profil çizmektedirler.¹⁴

Hedge fonlar finansal piyasalarda tamamlayıcı bir rol üstlenerek finansal piyasaları daha likit bir hale getirebilirler. Hedge fonlara ilişkin verilerin az olması finansal piyasaların daha iyi anlaşılabilmesini zorlaştırmaktadır. Ayrıca, büyük ve gelişmiş piyasalarda hedge fonlar ile büyük finansal kurumlar aracılığı ile hareket eden

¹² HAIGH, Michael S. – HRANAIOVA, Jana – OVERDAHL, James A., **Price Dynamics, Price Discovery and Large Futures Trader Interactions in the Energy Complex**, U.S Commodity Futures Trading Commission Working Paper, April 2005, <http://www.cftc.gov/files/opa/press05/opacftc-managed-money-trader-study.pdf> Erişim Tarihi (22.04.2009).

¹³ TERZİ, a.g.e., s.85

¹⁴ GARBARAVICIUS - DIERICK, a.g.m., s.47

rasyonel yatırımcılar tarafından gerçekleştirilen manipülasyonlu işlemler arasındaki ayrım kesin olmamaktadır. Aynı zamanda böyle bir piyasa tam rekabet piyasasına yakın bir nitelik taşıdığından kısa dönemde bazı normal olmayan davranışları taşıma eğilimi gösterebilmektedir. Ancak bu gerçek az gelişmiş küçük ve orta ölçekli piyasalar için doğru olmayacaktır. Büyük ölçekli ve sofistike hedge fonlar yeni ve küçük piyasalara girerek bütün piyasayı tehdit etmekte ve piyasayı kolaylıkla manipüle edebilmektedir. Büyük ölçekli bir hedge fon, az gelişmiş ve küçük piyasalarda etkisini artırabilecek, piyasanın çok ciddi sıkıntıda olduğu durumlarda piyasanın oynaklık kapasitesini artırmanın yanı sıra durumu daha da kötüleştirebilecektir. Çünkü, büyük ölçekli hedge fonlar yüksek kaldıraçla çalıştıklarından, kaybetme noktasında beklemekte istekli olmayarak piyasadaki ilk anda çıkan gruplar arasındaki yerlerini alacaklardır.¹⁵

1.1.2. 2007-2008 Küresel Finans Krizi ve Hedge Fonların Rolü

2008 yılı; IMF'nin boyutları göz önünde bulundurulduğunda 1929 Dünya Ekonomik Bunalımı'ndan sonra dünya ekonomisinin karşılaştığı en büyük finansal şok olarak, Birleşmiş Milletlerin ise (United Nations - UN) “yüzyılın krizi” olarak tanımladığı Küresel Finans Krizi'nin damgasını vurduğu bir yıl olarak tarihe geçmiştir.

Küresel Finans Krizi'nin temelinde finans dünyasının açgözlülüğünün ve yozlaşmışlığının yattığı ifade edilse de, krizin kökleri aslen kurumsal düzenleme aksaklıklarından kaynaklanmaktadır. Bu noktada ABD'de son kırk yılı şekillendiren iki temel değişiklikten söz etmek gerekmektedir. Birincisi, 1970'lerde borsa aracılara ödenen komisyonların düzenlemelere tabi olmaktan çıkarılması, ikincisi ise 1990'larda gerçekleştirilen ticari bankacılık ile yatırım bankacılığı faaliyetleri arasındaki kısıtlamaların ortadan kaldırılmasıdır. Mali piyasa düzenlemesi çerçevesindeki bu gelişmeler küresel krizin zeminini hazırlamıştır. Yapılan açılımların yanında, son dönemde geleneksel bankacılık sisteminde görülen yoğun rekabet, bu sektörün giderek daha az kârlı olmasına yol açmış, bu durum kâr oranlarını yükseltmek isteyen bankaları

¹⁵ GARBARAVICIUS - DIERICK, a.g.m., s.47

çok daha riskli türev ürünlerin tasarımına yönelmiştir. Deregülasyon sürecinin doğrudan etkileri; rekabetin artması, kâr marjlarının daralması ve ticari bankaların yatırım bankacılığı uygulamalarını alışılmışın ötesine taşımaları biçiminde gerçekleşmiştir. Karmaşık türev ürünler, yatırım bankalarının bu değişiklik rüzgarı karşısındaki temel tepkisi olarak finansal mimarideki yerlerini almıştır. Menkul kıymetleştirilmenin ve finansal kaldıraçın yoğun bir şekilde kullanımı Küresel Finans Krizi'nin temel nedenlerini doğurmuştur.¹⁶

Bu modelin benimsenmesiyle geçirilen dönem içerisinde; küresel finansal sistemin yarattığı olanaklar çerçevesinde ortaya çıkarılan mortgage alacaklarına bağlı menkul kıymetler, dünya genelinde bankaların, yatırım fonlarının ve bireylerin portföylerinde yer almaya başlamıştır. Finans birimleri türev ürünler sayesinde mortgage kredisinin geri ödenmemesi riskini üçüncü taraflara devredebilme imkanına sahip olmuşlar ve bu riski üzerine alan aktörlerden birisi de hedge fonlar olmuştur. 2000 yılından itibaren hedge fonlar büyük yatırım havuzları oluşturarak oldukça riskli, kaldıraç oranı yüksek finansal varlıklara yatırım yapmışlar, yüksek bir sermaye ile hareket ettiklerinden süreç içerisinde giderek spekülatif amaçlı işlemlerin odak noktası haline gelmişlerdir. Söz konusu durum hedge fonların Küresel Finans Krizi'nden sorumlu tutulmalarına sebep olmuştur. Ancak, hedge fonlar riskin devredildiği oyuncular oldukları için temel bir rol üstlenmeyerek krizi oluşturan ana aktör değildir, aksine hedge fonlar krizden en çok etkilenen ve zarar gören araçlardan biri olmuşlardır.¹⁷

Hedge fonların Küresel Finans Krizi'nin nedeni olmadığı 16 Aralık 2008'de New York JP Morgan'da gerçekleştirilen “ Hedge Fund Panel” de ifade edilmiştir. Söz konusu panelde konuşmacılar, hedge fonların Küresel Finans Krizi'ni yaratabilecek büyüklükten çok uzakta olduğunu, krizin emlak sektöründe oluşan balon nedeniyle

¹⁶ KÜRESEL KRİZ ÇALIŞMA GRUBU, **2007-08 Küresel Finans Krizi ve Türkiye: Etkiler ve Öneriler**, TEPAV Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı Politika Notu, s.2 <http://www.tepav.org.tr/tur/index.php?type=downloadfile&cid=842&title=1> Erisim Tarihi (25.04.2009).

¹⁷ TERZİ, a.g.e., s.154-168

ortaya çıktığını ve krizin asıl mağduru olan hedge fonların “günah keçisi” olarak seçildiğini vurgulamışlardır.¹⁸

İMKB’de düzenlenen “Finansal İstikrarsızlık ve Menkul Kıymetler Borsaları” başlıklı konferansta bir konuşma yapan New York Menkul Kıymetler Borsası başkan yardımcısı Paul Bennet, dünyada hedge fonların krize neden olduğu yönündeki düşüncenin aslında yanlış bir düşünce olduğunu ifade etmiştir. Bennet, Avrupa ve Amerika’da sayıları 10 bine yakın hedge fon bulunduğunu ve toplam değerlerinin 1,5-2 trilyon \$ olarak tahmin edildiğini, bu büyüklükte bir kaynağın istikrarsızlık yaratmasının düşünülmemeyeceğini belirtmiştir.¹⁹

Bu noktada, hedge fonların Küresel Finans Krizi’nde varlıklarının önemli bir kısmını kaybetme ihtimaliyle yüz yüze gelmelerine sebep olan ve Küresel Finans Krizi’nin ilk kurbanı olarak ifade edilen ABD’nin önde gelen bankalarından Bearn Stearns’in iflasına yakından bakılması faydalı olabilecektir.

ABD’nin 5. büyük yatırım bankası olan Bearn Stearns, High-Grade Structured Credit Strategies Enhanced Leveraged Fonu (yüksek kaldıraçlı fon) ve High-Grade Structured Credit Strategies Fonu (varlığa dayalı fon) adlı iki hedge fonu yönetmekteydi. Bu hedge fonlar, ipotekli konut kredileri ile CDO’lara yüksek kâr elde etme isteğiyle yatırım yapmışlardı. Bearn Stearns, 22 Haziran tarihinde yaptığı açıklama ile hedge fonlarından birinin subprime mortgage kredilerindeki geri ödeme sorunları nedeniyle zor durumda olduğunu açıklamış ve bu sıkıntıya çare olarak FED’in ve JP Morgan’ın acil durumlarda kullanılan fonları ile 3,2 milyar \$’lık bir paket konusunda mutabakata varıldığını belirtmiştir. Buna rağmen, Temmuz 2007’de Bearn Stearns iki hedge fonundan birinin hiçbir değeri kalmadığını, diğerinde de her bir 100 \$’lık yatırımın 9 sente düştüğünü açıklamıştı. Bu açıklama ile hem bugünkü küresel sıkıntı tetiklenmiş hem de Bearn Stearns’in suni teneffüs ile yaşatılması süreci başlamıştır. Ocak 2007’de hisse başına 169 \$ olan bankanın hisse senetleri satılmadan önceki son

¹⁸ FINANSNETWORK, **Finans Network Discusses Hedge Funds Through Financial Turmoil**, Hedge Fund Panel- JP Morgan – New York, http://www.finansnetwork.com/index.php?option=com_content&task=view&id=61&Itemid=42 Erisim Tarihi (25.04.2009).

¹⁹ ENGİN, Ebru, **Krizin Nedeni Hedge Fonlar Değil**, 25.03.2008, <http://www.medyakronik.com/haber/362/> Erisim Tarihi (25.04.2009).

çalışma gününde 30 \$'a kadar düşmüştür. Satış ise hisse başına 2 \$'a gerçekleşmiş ve JP Morgan, bu dev yatırım bankası için yalnızca 236 milyon \$ ödemiştir. Bearn Stearns aslında batmıştır, fakat kâğıt üzerinde batmamış, kurtarılmıştır. Ancak, bu noktada, hisse senedi sahipleri ile çalışanlar en büyük zararı görmüştür. 169 \$'lık Bearn Stearns hissedarlarının ellerinde 2 \$'lık hisseler kalmış, banka sermayesinin yaklaşık üçte birine sahip olan banka çalışanlarının çoğu işten çıkartılmıştır. Olaya bu açıdan bakıldığında çok ciddi bir batış olduğu anlaşılmaktadır. Bearn Stearns'in satışıyla bu noktada Amerikan finans sektörü Küresel Finans Krizi'nde ilk ciddi kaybını vermiştir.²⁰

Finansal sistemdeki yapısal değişiklikler ve finansal ürünlerin daha kompleks hale gelmesi kriz yönetimini daha karmaşık bir hale getirebilmektedir. Philip Cogan'a göre bir hedge fonun iflas etmesi sadece kendisinin değil, kendisiyle birlikte birkaç kurumsal yatırımcının portföylerinin de bir bölümünü kaybetmelerine neden olabilecektir. Bu durum büyük çapta bir felakete yol açmasa bile bazı hedge fonlar aynı yönde pozisyon almışlarsa ve buna ek olarak yatırım bankaları tarafından desteklenmişlerse, herkesin aynı pozisyondan ani olarak çıkmaya çalışması piyasaları derinden etkileyebilecek bir panik havasının oluşmasına neden olabilecektir.²¹

Bu noktada Bearn Stearns'in hedge fonlarının iflasının Küresel Finans Krizi'nde kaotik bir ortamın kapısını açtığı ve tedirginliğe yol açtığı yorumu yapılabilecektir.

Söz konusu iflas, yabancı bankalardan emeklilik fonlarına kadar son yılların en kazançlı yatırımı olarak görülen CDO'lara yatırım yapanları paniğe sevk etmiş, Bearn Stearns'in hedge fonlarında yatırımı bulunan yatırım bankası Merrill Lynch elindeki 850 milyon \$ teminatlı borç senetlerini satışa çıkarmıştır. Borç veren bir kurumun hedge fon müşterisinin teminatlı borç senetlerini satışa çıkarmış olması, tehlikenin boyutunun arttığına yönelik bir işaret olarak algılanmıştır. Merrill Lynch'in bu girişimi, tahvil piyasasının son dönemde en hızlı büyüyen parçası olan ve 1 trilyon \$'lık bir büyüklüğe ulaşan CDO'ların aşırı değerlendirildiği yönündeki eleştirileri artırarak gözlerin CDO'lara çevrilmesine neden olmuştur. Kredi derecelendirme kuruluşları Standard & Poors ve

²⁰ İLKORUR, Korkmaz, **Bearn Stearns Bile Batır**, 20.03.2008 <http://www.radikal.com.tr/haber.php?haberno=250705> Erisim Tarihi (27.04.2009).

²¹ ACTIVE ACADEMY ARAŞTIRMA MERKEZİ, **Hedge Fonlarda Rekor Büyüme**, Activeline, Ekim 2005, s.4 www.makalem.com Erisim Tarihi (27.04.2009).

Moody's, CDO'lara verilen kredi notlarını tekrar gözden geçirerek, 17 milyar \$'dan fazla değer taşıyan tahvilin kredi notunu düşürmüşlerdir. Paralarını fonlardan çekmek isteyen yatırımcı sayısındaki artışla beraber bu ürünleri nakde çevirmek de zorlaşmıştır. Birçok fonun elindeki CDO'ları satışa çıkarması ve hedge fonlardan emeklilik fonlarına kadar birçok CDO yatırımcısının milyarlarca dolarlık zarara girmesi söz konusu olmuştur. Şirketler paralarını almak isteyen yatırımcılara ödeme yapmak için, hatta fonlarını çevirebilmek için bile para bulamaz hale gelmişlerdir. Bu ürünleri teminat olarak gösteren şirketlere kredi kullandıran bankalar da oldukça zor durumda kalmışlardır. Hangi şirketin ne kadar zarara uğradığı konusunda kesin bilgi olmadığından, yaşanan kriz sonrasında bankalar birbirlerine bile kredi vermekten kaçınmışlar, bu durum piyasalardaki likiditenin kurumasına ve sonuçta subprime mortgage piyasasında başlayan krizin, bir likidite krizine dönüşmüşmesine neden olmuştur.²²

Küresel Finans Krizi'nin patlak vermesiyle hisse senetleri piyasalarında yaşanan düşüşler ile, küresel talepteki gerileme nedeniyle emtia fiyatlarında yaşanan düşüşler hedge fonların yüksek arbitraj geliri sağlayabilecekleri alanlar bulamamalarına neden olmuştur. Gelişmekte olan piyasaların kötü seyri nedeniyle hedge fonların borçlanma imkanları da gün geçtikçe daralmıştır. Bearn Stearns'in hedge fonlarının iflası ve diğer hedge fonların içinde bulunduğu zor durum, hedge fonlara yatırım yapmış olan yatırımcıları daha fazla kaybetmemek için paralarının kalan kısmını geri istemeye yöneltmiştir. Kredi piyasalarının normal çalıştığı geçmiş dönemlerde bu tarz para çıkışı taleplerini ellerindeki varlıklarını satmamak için kredi bularak karşılayan hedge fonlar kaotik ortam içerisinde kredi temin edemediklerinden paralarını geri isteyen yatırımcıların taleplerini küresel piyasalarda yüklü satışlar gerçekleştirerek karşılama yoluna gitmişler ve küresel piyasalarda yaşanan büyük değer kayıplarının nedeni oldukları yönünde eleştirilmişlerdir. Küresel piyasalarda seyreden olumsuz hava ve hedge fonların yüklü satışları, hedge fonların; varlıklarının %50'sini kaybetme riskiyle yüz yüze gelmelerine sebep olmuştur. Getirilerin son derece düşmesi ve artan maliyetler, dünyanın en büyük hedge fon şirketlerinden Blackrock'ın 20 yıllık tarihinde

²² BORSAMATİK, **Hedge Fon Sektörü** Çatırdamaya Başladı, <http://borsamatik.net/devami.asp?id=974> Erisim Tarihi (28.04.2009).

ilk kez işten çıkarma kararı almasına sebep olmuş, Fidelity, Janus Capital ve Putnam Investments gibi finansal kurumlarda da işten çıkarmalar başlamıştır. Lehman Brothers'ın iflas etmesi hedge fonlar için bir milat olmuş ve yatırımcılar panik havası içerisinde paralarını hedge fonlardan çekmeye başlamışlardır. Citigroup'un verilerine göre bu çekilme hedge fonların 1 trilyon \$'a kadar gerilemesine neden olabilecektir. Küresel piyasalardaki negatif durum hedge fonlarda en kötü dönemin yaşanmasına yol açmış, bazı hedge fon şirketleri hesaplarını geçici bir süreliğine dondurup likidite krizinin yaşandığı dönemde yatırımcılara paralarını iade etmekten kaçınmışlardır.²³⁻²⁴

1.2. Türkiye'de Hedge Fonların Durumu

Türkiye'de mevzuat açısından hedge fonların durumunu ifade etmek gerekirse; hedge fonlar mevzuatımıza 22 Eylül 2006 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri:VII, No:29 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ ile girmiş ve Tebliğ'in 5.maddesinde serbest yatırım fonu (hedge fon) "katılma payları sadece nitelikli yatırımcılara satılmak üzere kurulmuş olan fon" olarak tanımlanmıştır.²⁵

Öte yandan nitelikli yatırımcı ise aynı Tebliğ'in 3. maddesinde "*yerli ve yabancı yatırım fonları, emeklilik fonları, yatırım ortaklıkları, aracı kurumlar, bankalar, sigorta şirketleri, portföy yönetim şirketleri, ipotek finansman kuruluşları, emekli ve yardım sandıkları, vakıflar, 506 sayılı Sosyal Sigortalar Kanunu'nun geçici 20. maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar, kamuya yararlı dernekler ile nitelikleri itibariyle bu kurumlara benzer olduğu Kurulca belirlenecek diğer yatırımcılar ve fon katılma paylarının halka arz tarihi itibariyle en az 1 milyon TL tutarında Türk ve/veya yabancı*

²³ REFERANS, **Krizin Kaymağını Yiyen Hedge Fonlar Zorda**, 19.11.2008 http://bigpara.ekolay.net/M3/haber_detay.asp?id=651456 Erişim Tarihi (02.05.2009).

²⁴ ŞAHİNÖZ, Erkin, **Hedge Fonların Derdi Hepimizi Gerdi**, 20.10.2008 <http://www.tumgazeteler.com/?a=4246210> Erisim Tarihi (02.05.2009).

²⁵ SPK SERMAYE PİYASASI MEVZUATI, **Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği**, Seri:VII, No:29, <http://www.spk.gov.tr/apps/teblig/displayteblig.aspx?id=301&ct=f&action=displayfile&ext=.pdf> Erisim Tarihi (05.05.2009).

para ve sermaye piyasası aracına sahip olan gerçek ve tüzel kişiler” olarak ifade edilmiştir.²⁶

Tebliğ’in diğer ilgili maddelerinde ise hedge fonlarla ilgili şu hükümler yer almaktadır.²⁷

- Katılma paylarının satışı sadece nitelikli yatırımcılarla sınırlandırılmış olan serbest yatırım fonlarının portföy yönetimini üstlenecek yönetici şirketin yöneticilerinden ve fon kurulu üyelerinden en az birer kişinin ve söz konusu fonun portföy yöneticilerinin tümünün sermaye piyasası faaliyetleri ileri düzey lisans sınavı ile türev araçlar lisans sınavında başarılı olmaları, bu fonlar konusunda gerekli bilgi ve tecrübeye sahip olmaları gerekmektedir.
- Serbest yatırım fonlarının, fon yönetimine ilişkin risk yönetim sistemlerini de içeren iç kontrol sistemini oluşturmaları zorunludur. Risk yönetim sistemi, fonun karşılaşılabileceği temel risklerin tanımlanmasını, risk tanımlamalarının düzenli olarak gözden geçirilmesini ve önemli gelişmelere paralel olarak güncellenmesini, maruz kalınan risklerin tutarlı bir şekilde değerlendirilmesi için riskin toplam portföy ve spesifik enstrümanlar bazındaki değişik boyutları arasında kıyas imkanı yaratacak bir risk ölçüm mekanizmasının geliştirilmesini içermelidir.
- Serbest yatırım fonları halka arza veya satışa ilişkin ilan ve reklam veremezler.
- Diğer fon türlerinden farklı olarak, serbest yatırım fonlarının pay fiyatları en az ayda bir kere hesaplanmak ve fon yatırımcılarına bildirilmek zorundadır.
- Serbest yatırım fonlarının katılma payları borsada işlem görememektedir.
- Serbest yatırım fonlarının katılma paylarının satışına aracılık edecek kurumların bu konuda yeterli bilgi ve deneyime sahip satış personeli istihdam etmeleri ve söz konusu fon satışlarının bu satış personeli tarafından gerçekleştirilmesi gerekmektedir. Serbest yatırım fonlarının katılma paylarının alım satımı

²⁶ SPK SERMAYE PİYASASI MEVZUATI, **Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği**, Seri:VII, No:29.

²⁷ SPK SERMAYE PİYASASI MEVZUATI, **Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği**, Seri:VII, No:29.

konusunda yetkili kuruluşlar, satış yapılan yatırımcıların bu Tebliğ’de belirlenen nitelikli yatırımcı vasıflarına haiz olduklarına dair bilgi ve belgeleri temin etmek ve düzenli olarak tutmakla yükümlüdürler.

- Serbest yatırım fonları, günlük rapor hazırlama yükümlülüğünden muaftır.
- Serbest yatırım fonlarına ilişkin bağımsız denetim raporları gazetelerde ilan edilmez, katılma payı sahiplerine 15 gün içerisinde iadeli taahhütlü olarak postayla gönderilir.
- Serbest yatırım fonlarının ara mali tablolarının bağımsız denetimden geçirilmesi, sermaye piyasası kuruluna gönderilmesi ve ilanı gerekmemektedir.
- Serbest yatırım fonlarına ilişkin olarak her ne suretle olursa olsun reklam ve ilan verilemez.

Hedge fonlarla ilgili gerçekleştirilen düzenlemelerin temel amacı dünya sermaye piyasalarında meydana gelen hızlı gelişime ayak uydurabilmek ve özellikle AB sürecinde Türk sermaye piyasasının hem AB ülkeleriyle hem de diğer ülkelerle rekabet edebilirliğini sağlamaktır. Düzenlemelerin, Türk sermaye piyasalarının global anlamda daha cazip hale getirilmesi ve mevcut finansal enstrüman çeşitliliğinin artırılması yönünden faydalı olması amaçlanarak, vadeli işlemler ve türev ürün piyasalarının gelişimine katkıda bulunulması hedeflenmiştir.²⁸

Türkiye’de hedge fonlar henüz başlangıç aşamasında ve gelişmemiş durumdadır. Türkiye’de mevcut hedge fonlarla ilgili Sermaye Piyasası Kurulu verileri **Tablo 3.1**’de yer almaktadır.

²⁸ ÇANKAYA, a.g.m., s.12-13

| Fon'un Ünvanı | | Toplam Değeri TL | Yatırımcı Sayısı | Birim Fiyat TL |
|-----------------------------------|-----------------------------------|------------------|------------------|----------------|
| İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. | ARBİTRAJ SERBEST YATIRIM FONU | 0 | 0 | 0,00 |
| OYAK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. | PİYASA NÖTR SERBEST YATIRIM FONU | 1.585.944 | 0 | 0,010573 |
| OYAK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. | TREND TAKİBİ SERBEST YATIRIM FONU | 1.650.218 | 1 | 0,011001 |
| T.GARANTİ BANKASI A.Ş. | SERBEST FON | 0 | 0 | 0,00 |
| YAPI VE KREDİ BANKASI A.Ş. | İSTANBUL SERBEST YATIRIM FONU | 3.302.210 | 0 | 0,011007 |

Tablo 3.1: Türkiye’de kurulan hedge fonlar

Kaynak: SPK Araştırma Dairesi, Aylık İstatistik Bülteni, Nisan-2009 <http://www.spk.gov.tr/apps/aylikbulten/index.aspx> Erişim Tarihi (25.11.2009).

Hedge fonlar değerlendirilirken, hedge fonların yanı sıra genel anlamda Türk sermaye piyasalarının ve özellikle vadeli işlemler ve türev ürünler piyasasının da yeterince derinliğe sahip olmadığını dikkate almak gerekmektedir. Bu noktada Türkiye’de hedge fonlar hakkında yatırımcılar açısından yeterli bilgiye sahip olunmadığı ve fon yönetiminin gerçekleştirilebilmesi noktasında kalifiye ve deneyimli personelin sınırlı olduğu değerlendirilmesi yapılabilecektir. Ayrıca, mevcut yasal düzenlemelerin; uluslararası finans alanında özellikle offshore hedge fonlarla rekabet edilebilecek düzeyde olmadığı yorumu yapılabilmektedir.²⁹

SPK Başkanı Turan Erol; SPK tarafından serbest yatırım fonları adı altında düzenlenen fonların “yerel hedge fon düzenlemesi” olarak nitelendirilmesi ve yurt dışındaki offshore fonlarla değil, yerel fonlarla karşılaştırılması gerektiğini belirtmiştir.³⁰

²⁹ ÇANKAYA, a.g.m., s.12-13

³⁰ ANADOLU AJANSI, **Türkiye’de İlk Hedge Fon Kayda Alındı**, 22.08.2008 <http://www.tumgazeteler.com/?a=4028483> Erişim Tarihi (15.05.2009).

Erol, hedge fonların, paylarının yurt dışındaki offshore modelinden farklı olarak (SPK kaydına alınması, sadece nitelikli yatırımcılara satılabilmesi, yatırım stratejileri ve portföy sınırlamalarının iç tüzük ile serbestçe belirlenmesi, kredi ve türev araç kullanımı gibi daha kompleks portföy yönetim tekniklerini iç tüzüklerinde yer alacak strateji ve limitler çerçevesinde kullanabilmesi, hedge fon kurucusu ile yönetici şirketin bu fonların yönetimine ilişkin risk yönetim sistemlerini de içeren iç kontrol sistemini oluşturmaları ve hedge fonun maruz kalabileceği risklere izahnamelerde yer verilmesi) çeşitli zorunluluklara tabi olduğunu vurgulamıştır.³¹

Erol, hedge fonların maruz kaldıkları risklerin düzenli bir şekilde tespit edilmesi, ölçümü ve kontrolünün sağlanmasıyla birlikte oynaklığın yüksek olduğu dönemlerde piyasa şoklarının hafifletilmesi, tezgahüstü piyasaların geliştirilmesi, riskin etkin dağılımının sağlanması, menkul kıymet piyasasında gerçekçi fiyat oluşumunun sağlanması konularında piyasa likiditesine katkı sağlayacağını düşünülüğünü belirtmiş ve hedge fonların Türk finans sektörüne etkilerini şu şekilde sıralamıştır:³²

- Yatırımcı risk-getiri beklentilerine uygun yeni finansal enstrümanların ortaya çıkması,
- Yatırımcı tabanının genişlemesi,
- Likidite artışının sağlanması,
- AB'ye giriş sürecinde Türk fon sektörünün hizmet kalitesinin, çeşitliliğinin ve rekabet gücünün artırılması,
- Finansal araç/işlem çeşitliliğinin sağlanması,
- Vadeli işlem piyasalarının gelişimine katkı sağlanması,
- Risk yönetim ve ölçüm sistemlerinin geliştirilmesi ve etkin kullanılması.

Türkiye'de hedge fonların uygulanabilirliği yönünde çeşitli görüşler ifade edilirken bu noktada yatırım fonları sektöründe görev yapan piyasa profesyonelleri

³¹ ANADOLU AJANSI, a.g.m., s.2

³² ANADOLU AJANSI, a.g.m., s.2

nezdinde Alp Keler tarafından gerçekleştirilen Hedge Fonların Türkiye’de Uygulanabilirliği konulu anket çalışmasına yakından bakılması faydalı olabilecektir.³³

Anket, hedge fonlar konusunda en tecrübeli grup olduğuna inanılan yatırım sektöründe görev yapan piyasa profesyonellerine (43 kişi) yönelik olarak hazırlanmıştır. Anketin amacı, Türkiye’de hedge fonların potansiyelini ortaya çıkarmak, hedge fonların doğru olarak konumlanmasını sağlamak, piyasa katılımcılarının hedge fonlardan beklentilerinin karşılanıp karşılanamayacağına ışık tutabilmek ve hedge fonların Türkiye’de uygulanabilirliğini ortaya çıkarabilmek olarak ifade edilmiştir.

Söz konusu araştırmadan çıkan bulgulara göre Türkiye’de hedge fonların tanınırlığı ile ilgili olarak, finans sektörü çalışanlarının %63’ünün, yatırımcıların %98’inin hedge fonları tanımadığı görülmektedir.

Türkiye’de hedge fonlarla ilgili mevcut yasal düzenlemelerin değerlendirildiği bölümde, portföy yönetimi çalışanlarının %65’inin mevcut yasal düzenlemelerle fazla veya çok fazla regülasyona tabi olduklarını düşündükleri ifade edilmektedir. Bu noktada, hedge fon sektörünün daha hızlı gelişimi ve büyümesi için regülasyonların biraz azaltılması, yönetici şirket içi regülasyona (self- regulation) ağırlık verilmesinin gerekli olduğu belirtilmektedir.

Hedge fon piyasasının gelişmesinin önündeki engeller ise, piyasaların yeterince gelişmemiş olması, Türkiye’de yatırımcıların eğitim düzeyinin ve bu ürünlere talebin yetersiz olması, düşük regülasyona ve zayıf vergi rejimine sahip offshore ülkelerde hedge fon kurmanın cazip olması, Türkiye’de yetkin hedge fon yöneticilerinin sayıca az olması, Türkiye’de mevcut bilgisayar yazılımlarının yetersiz olması şeklinde sıralanmaktadır.

Hedge fonlarla ilgili SPK Tebliği’nde de belirtilen; hedge fonların sadece nitelikli yatırımcılara satılması maddesi ile ilgili olarak sektör çalışanlarının %72’si olumlu görüş bildirmiştir. Ancak, olumlu görüş bildiren %72’lik kısmın içerisinde

³³ KELER, Alp, **Yatırım Dünyasında Yeni Ufuklar – Hedge Fonların Türkiye’de Uygulanabilirliği**-28.03.2008 [http://www.tkyd.org.tr/E/data/Alp_keler.ppt#266,1,Yatırım Dünyasında Yeni Ufuklar -Hedge Fonların Türkiye’de Uygulanabilirliği](http://www.tkyd.org.tr/E/data/Alp_keler.ppt#266,1,Yatırım_Dünyasında_Yeni_Ufuklar_-Hedge_Fonların_Türkiye’de_Uygulanabilirliği)- Erisim Tarihi (15.05.2009).

%35'i söz konusu tebliğde yer alan 1.000.000 TL kısıtlamasının fazla olduğunu ve düşürülmesi gerektiğini düşünmektedir.

Sektör çalışanlarının %14'ü; nitelikli yatırımcılara, herhangi bir maddi sınır olmadan bu mesleği profesyonel olarak yapan, çeşitli lisans sahibi, yatırım tecrübesi yüksek kişilerin de dahil edilmesi gerektiği yönünde görüş bildirmişlerdir.

Türkiye'de hedge fon yatırımcılarının bu fonları satın alırken "fonun taşıdığı riskleri bildiklerine dair" bir doküman imzalamalarını sektör temsilcilerinin %93'ü uygun bulmaktadır.

Türkiye'de hedge fon yöneticilerinin değerlendirildiği bölümde, sektör çalışanlarının %95'i, hedge fon yöneticilerinin minimum 5 yıl tecrübeye, %53'ü ise hedge fon yöneticilerinin minimum 10 yıl tecrübeye sahip olması gerektiğini düşünmektedir.

Sektör çalışanlarının %42'si, Türkiye'de hedge fon yöneticilerinin ileri düzey ve türev araçları lisanslarıyla birlikte hedge fon lisansı olarak nitelendirilebilecek ayrı bir lisansa sahip olmalarının gerekli olduğunu belirtmiştir. Hedge fon sektöründe en yüksek riskler yatırımcı ve yönetici riski (%72) ile piyasa riski (%69) olarak görülmektedir. Diğer riskler ise likidite riski (%56), kredi ve karşıtaraf riski (%49) ve operasyonel risk (%46) olarak ifade edilmiştir.

Sektör çalışanlarının %42'si, Türkiye'de iyi bir portföy çeşitlendirmesi sağlamak amacıyla hedge fonların yatırımcı portföylerinde %10-%20 aralığında yer alması gerektiğini belirtirken, sektör çalışanlarının %37'si %0-%10 aralığını tercih etmiştir.

Hedge Fonların Türkiye'de Uygulanabilirliği – Anket çalışmasının sonuçlarına yakından bakmak gerekirse;

- Türkiye'de geçmiş dönemlerde reel faizlerin yüksek olması ve yatırımcıların düşük risk alma eğilimleri nedeniyle alternatif yatırım alanları yeterince gelişme şansı yakalayamamış, faiz hadlerinde son yıllarda yaşanan düşüş trendi, yatırımcıları alternatif arayışına yöneltmiştir. Bu yöneliş hedge fonların bu alternatifler arasında değerlendirilebilecek bir yatırım aracı olması noktasında bir düşüncenin oluşabilmesine zemin hazırlamaktadır. Bu noktada, SPK'nın

düzenlemeleri ile sektöre getirilen yeni açılımlar sayesinde hedge fonlar için yasal zemin oluşumu ve çizilen sınırlar yatırımcıların risk ve getiri anlamında hedge fonlara yönelim kararını vermelerinde dayanak noktasını oluşturmaktadır. Bu noktada, hedge fon sektörünün hızlı bir şekilde büyüebilmesi dağıtım kanallarının çeşitlenmesi, rekabetin artması ve yatırımcı performansına odaklanmış bir yönetim anlayışı ile sağlanabilecektir.

- Türkiye’de hedge fonlar yeterince tanınmamaktadır.
- Piyasaların yeterince gelişmemesi ve derinleşmemesi sektörün büyümesinin önündeki en büyük engel olarak görülmektedir.
- Mevcut regülasyonların azaltılması ve yönetici şirket içi regülasyona ağırlık verilmesi gerekmektedir.
- Türkiye’de kurulacak olan hedge fonların ağırlıklı olarak varlıklı bireysel yatırımcılara hitap etmesi beklenmektedir.
- Hedge fonların Türk sermaye piyasalarında algılanan yatırım profili “yüksek risk – yüksek getiri” profilidir.
- Yatırım ve yönetici riski ile piyasa riski, hedge fonların en önemli riskleri olarak görülmektedir.

1.3. 2007-2008 Küresel Finans Krizi’nin Türkiye Ekonomisine Etkileri

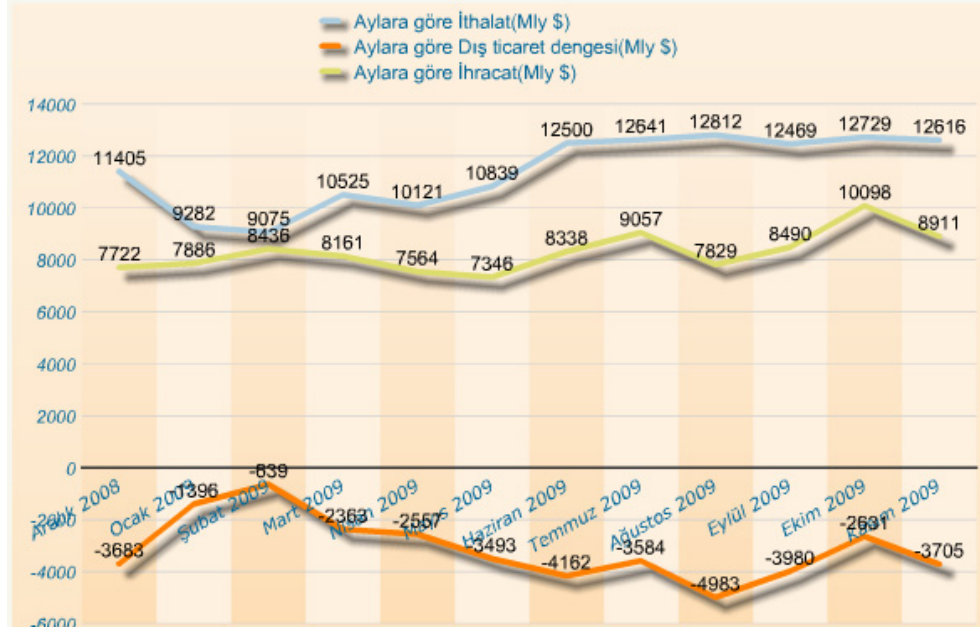
Türkiye, 1994 ve 2001 yıllarında da ekonomik kriz yaşamış ancak 2007-2008 Küresel Finans Krizi, yaşanan diğer krizlerden birçok alanında farklılıklar göstermiştir. En önemli farklılık krizin başlangıç kaynağının ABD olmasıdır. Bir diğer farklılık ise, yaşanan kriz küresel boyuttadır ve tüm dünyayı etkilemektedir. Türkiye’nin 2007-2008 Küresel Finans Krizi’nden doğrudan etkilenmesinin asıl önemli sebebi Türkiye’de yatırım bankacılığının yeterince gelişmemiş olmaması ve “toksik madde” olarak nitelendirilen menkul kıymetlerin banka portföylerinde bulunmamasıdır.

Ayrıca, 2001 krizinden sonra bankacılık sektöründeki sıkı denetim faaliyetleri bankaların krize açık pozisyonlarla yakalanmasını engellemiştir.³⁴

Türkiye, 2001 krizinden hemen sonra dünyadaki ekonomi-politik konjonktürün rüzgarını da arkasına almak suretiyle oldukça hızlı bir toparlanma ve yeniden yapılanma sürecine girmiş, başta finans sektörü olmak üzere bir dizi makro ölçekli reformlar gerçekleştirerek 27 çeyrek boyunca kesintisiz büyümeyi başarabilmiştir. Ancak, Küresel Finans Krizi, uluslararası ekonomik atmosferi tamamen değiştirmiş, ekonomisinin seyri büyük oranda dışsal dinamiklere bağlı olan Türkiye'nin krizden etkilenmesi kaçınılmaz olmuştur. Küresel Finans Krizi, temelde üç kanaldan Türk ekonomisini ciddi anlamda etkilemiş ve etkilemeye devam edecektir. Krizin, Türkiye'yi en fazla etkilediği kanalların başında dış ticaret gelmektedir. Türkiye'nin toplam ticaret hacminin yarıya yakını AB üyesi ülkelerle yapılmaktadır. Küresel Finans Krizi'nin kendisini sert bir şekilde hissettirdiği coğrafyaların başında Avrupa kıtası gelmekte, AB'nin 2009 yılında %4-4,5 küçüleceği tahmini dikkate alındığında Türk ihracatçıların da bu süreçte olumsuz etkilenmesi kaçınılmaz olmuştur.³⁵ **Grafik 3.1**'de Türkiye'de ithalat ve ihracatın seyri görülmektedir.

³⁴ KANDEMİR, Tuğrul – ÖZDEMİR, Serkan, **Temel Göstergeler Işığında Türkiye'de Yaşanan 1994-2001 ve 2008 Finansal Krizlerinin İncelenmesi**, 13.Ulusal Finans Sempozyumu "Küresel Finansal Krizler ve Etkileri" Bildiriler Kitabı, 2009, s.252-253

³⁵ KUTLAY, Mustafa, **Küresel Finansal Krizin Türk Ekonomisine Etkileri:Türkiye'nin Kalkınması Önünde Engel mi, Fırsat mı?**, USAK Stratejik Boyut Dergisi, Ağustos-Eylül-Ekim 2009, s.58 <http://www.usak.org.tr> Erisim Tarihi (01.12.2009).

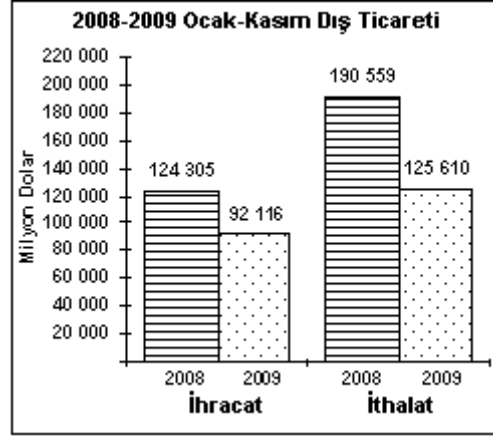


Grafik 3.1: Türkiye’de ihracat ve ithalatın seyri

Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu, www.tuik.gov.tr Erişim Tarihi: (09.01.2010).

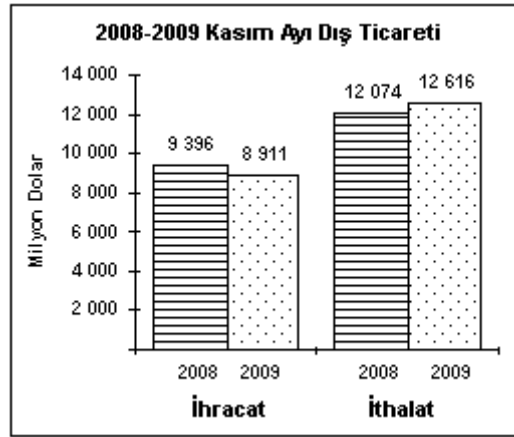
Bu süreç Türk ihracatçıları oldukça zor durumda bırakmış, Türkiye İstatistik Kurumu’nun verilerine göre, 2009 Haziran ayında ihracat, 2008 Haziran ayına göre %32,8 oranında azalmıştır. Ayrıca, 2009’un ilk 6 aylık rakamlarına bakıldığında, geçen yılın aynı dönemine göre yaklaşık 23 milyar \$ civarında bir gerileme ortaya çıkmaktadır. Bu durumda Türkiye’nin ihracatta 2009 yılı için konulan 114 milyar \$’lık hedefin çok uzağında kalması, 2008 yılında 132 milyar \$ civarında gerçekleşen ihracatın 90 milyar \$ civarlarına gerilemesi muhtemel gözükmektedir.³⁶

³⁶ KUTLAY, a.g.m., s.59



Grafik 3.2: 2008-2009 Ocak-Kasım dış ticareti

Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu, www.tuik.gov.tr Erişim Tarihi: (09.01.2010).



Grafik 3.3: 2008-2009 Kasım ayı dış ticareti

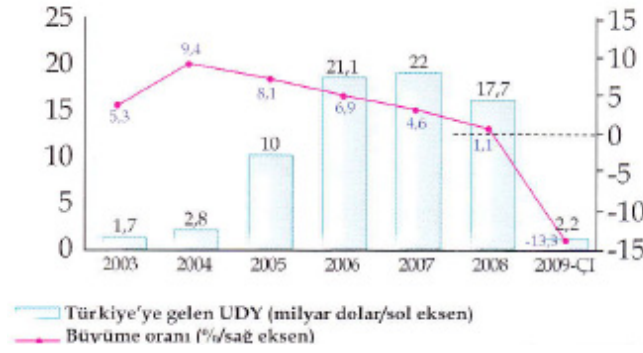
Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu, www.tuik.gov.tr Erişim Tarihi: (09.01.2010).

2009 yılının Kasım ayında, 2008 yılının aynı ayına göre ihracat %5,2 azalmış, ithalat ise %4,5 artış göstermiştir. Aynı dönemde dış ticaret açığı ise %38,4 artmıştır. 2008 Kasım ayında %77,8 olan ihracatın ithalatı karşılama oranı, 2009 Kasım ayında %70,6'ya gerilemiştir.

Türkiye'nin Küresel Finans Krizi'nden etkilendiği ikinci temel kanal ise kredi ve likidite kanalıdır. 2003-2007 arası dönem, tüm dünyada likidite bolluğunun yaşandığı bir dönem olmuş ve küresel likiditenin nimetlerinden Türk ekonomisi de faydalanmıştır. Yapısal olarak tasarrufların yatırımların gerisinde kaldığı Türkiye'de, diğer ülkelerin "tasarruf fazlaları" ile ekonominin yatırım yapması ve yüksek büyüme rakamlarına

ulaşabilmesi mümkün olabilmiştir. Ancak, Küresel Finans Krizi'yle tüm dünyada likidite hızla kurumuş ve kredi muslukları kapanmıştır. Dünya Bankası'nın verilerine göre, 2007 yılında 1.2 trilyon \$'la zirveye ulaşan gelişmekte olan ülkelere net sermaye girişi, 2008 yılında 707 milyar \$'a gerilemiştir. 2009 yılında ise bu rakamın çok daha düşük seviyelere, 363 milyar \$'a gerileyeceği tahmin edilmiştir. Dolayısıyla, gelişmekte olan bir ülke olarak Türkiye de bu gerilemeden olumsuz etkilenmektedir. Türkiye'nin sermaye çekme konusunda karşılaştığı zorluğun boyutlarının daha iyi anlaşılabilmesi, üçüncü kanal olan doğrudan yatırım kanalının durumuna bağlı olacaktır.³⁷

Türkiye ekonomisinde, cari açığın finansmanının sağlanmasında ve ekonomik aktivitenin canlı kalabilmesinde önemli rol oynayan yabancı yatırımlar (uluslararası doğrudan yatırımlar) krizle birlikte ciddi bir çöküş sürecine girmiştir.



Grafik 3.4: Türkiye'ye gelen uluslararası doğrudan yatırımlar ve büyüme oranları

Kaynak: KUTLAY, Mustafa, Küresel Finansal Krizin Türk Ekonomisine Etkileri: Türkiye'nin Kalkınması Önünde Engel mi, Fırsat mı?, USAK Stratejik Boyut Dergisi, Ağustos-Eylül-Ekim 2009, s.60 <http://www.usak.org.tr> Erisim Tarihi (01.12.2009).

Grafik 3.4'den de görüleceği üzere, Türkiye 2004 yılından itibaren hızla uluslararası doğrudan yatırım çekmeye başlamış ve 1980-2003 döneminde toplam 16 milyar \$ civarında olan doğrudan yabancı yatırım miktarı, 2004-2008 döneminde 72.8 milyar \$'a yükselmiştir. 2009 yılının ilk çeyreğinde ise sadece 2.2 milyar \$ uluslararası doğrudan yatırım çekebilmiştir. Uluslararası Yatırımcılar Derneği'nin (YASED) tahminlerine

³⁷ KUTLAY, a.g.m., s.60

göre ise, 2009 yılında uluslararası doğrudan yatırımlar 10 milyar \$'ın altında kalacaktır.³⁸

Uluslararası doğrudan yatırım kanalında da dış ticarete yaşanan sıkıntının bir benzerini gözlemlemek mümkündür. Dış ticaretinin yarısını AB ülkeleri ile gerçekleştiren Türkiye'ye, son beş yılda gelen doğrudan yabancı yatırımın da %60'dan fazlası aynı kaynaktan gelmektedir. Avrupa genelinde birçok büyük bankanın iflas etmesi ile reel sektöre verilen kredi hacminin daralması ve koşulların sıkılaştırılması sonucunda reel sektör de hayatta kalma stratejileri uygulamaya yönelmiş, bu durum Türkiye gibi ülkelere yönelik yatırım planlarının askıya alınmasına ve doğrudan yabancı yatırımların büyük oranda kesintiye uğramasına sebep olmuştur. Krizin reel sektördeki etkileri daha ağır bir şekilde hissedilmeye başlandıkça ve finansal sermaye hareketlerine daha sıkı düzenlemeler getirilmesi ile birlikte, doğrudan sermaye hareketlerinde de önemli daralmalar yaşanması muhtemel gözükmektedir.³⁹

Türkiye ekonomisi, yapısal dinamiklerinden dolayı, Küresel Finans Krizi'nin oluşturduğu "negatif dışsallıklardan" fazlasıyla etkilenmiştir. Politik aktivizmin geç sağlanması ve bütünlük arz etmeyen ekonomik tedbir paketlerinin ancak 2008 yılının sonunda devreye girmeye başlaması sonucunda beklentiler de bozulmuş, krizin etkileri daha ağır hissedilmiştir.⁴⁰

Cari işlemler açığındaki gerileme eğilimi 2009 yılının üçüncü çeyreğinde devam etmiştir. Böylece, 2008 yılının Ağustos ayında yıllık bazda 49.1 milyar \$'a ulaşan cari işlemler açığı, 2009 yılının Eylül ayı itibarıyla 14.6 milyar \$'a kadar gerilemiştir. Cari açığındaki düşüş ise temelde mal ticareti açığındaki daralmadan kaynaklanmıştır.⁴¹

Türkiye'de, 1994 ve 2001 krizlerinden çıkarılan dersler sebebiyle enflasyonla mücadelede daha tutarlı ve etkili politikalar izlenmiş ve enflasyon 2006 yılında tek hanelere indirilmiştir. Kriz öncesi dünya piyasalarında yaşanan dalgalanmalar sebebiyle enflasyon 2008'in ikinci çeyreğinde %6,54'e kadar yükselmiştir. Bu dönemden kriz ve

³⁸ KUTLAY, a.g.m., s.60-61

³⁹ KUTLAY, a.g.m., s.60-61

⁴⁰ KUTLAY, a.g.m., s.61

⁴¹ TCMB, **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Ödemeler Dengesi Raporu**, 2009-III, s.6 www.tcmb.gov.tr Erişim Tarihi (09.01.2010).

kriz sonrası döneme kadar, dünya ve Türkiye ekonomisinde yaşanan daralmalar sebebiyle enflasyon sürekli bir düşüş trendine girmiş, krizin gerçekleştiği 2008'in dördüncü çeyreğinde ÜFE %0,18 ve kriz sonrası 2009'un ilk çeyreğinde ise %-1,79 olarak gerçekleşmiştir. Bu oran son 25 yıllık dönemde gerçekleşen en düşük enflasyon oranıdır.⁴²

Küresel Finans Krizi'nin etkisiyle yavaşlayan Türkiye ekonomisi, 2009 yılının üçüncü çeyreğinde %3,3, yılın 9 ayında ise %8,4 küçülmüştür. 2001 yılında özellikle finans sektörünü etkileyen krizle %5,7 küçülen Türkiye ekonomisi daha sonraki yıllarda ise aralıksız büyüme sürecine girmişti. Ancak, Küresel Finans Krizi'yle büyüme hızı 2008'in üçüncü çeyreğinde önemli ölçüde hız kesmiş, ardından da uzun yıllar sonra ilk kez 2008'in dördüncü çeyreğinde %6,5 ile eksiye geçmiştir. Büyüme hızı 2007'de %4,5, 2008'de %0,9 olmuş, 2009 yılının ilk çeyreğinde ise %14,7, ikinci çeyreğinde ise %7,9 küçülme kaydedilmiştir.

Küresel Finans Krizi öncesi Bütçe Açığı/GSMH oranı, uygulanan sıkı ekonomik politikalar sayesinde, azalan bütçe açıkları ve artan GSMH yoluyla 2006 yılında %0,6 ve 2007 yılında %1,6 olarak gerçekleşmiştir. Krizin gerçekleştiği yıl olan 2008 yılının sonunda ise, Bütçe Açığı/GSMH oranı artarak %2 olarak gerçekleşmiştir. Artışın 2009 yılında da devam edeceği tahmin edilmektedir.⁴³

Küresel Finans Krizi'nin dünya sanayilerini eriterek reel sektörde çok derin zararlar meydana getirdiği açıklanan sanayi üretimi rakamlarında kendisini göstermiştir.

Tablo 3.2'de görüldüğü üzere, Türkiye'de toplam sanayi üretiminde 2009 yılında önemli ölçüde daralma yaşanmıştır.

⁴² KANDEMİR – ÖZDEMİR, a.g.m., s.252-266

⁴³ KANDEMİR – ÖZDEMİR, a.g.m., s.252-266

| | Yıl | Oca | Şub | Mart | Nis | May | Haz | Tem | Ağu | Eyl | Eki | Kas | Aralık | Ort |
|---------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|------|-------|--------|------|
| Toplam Sanayi | 2006 | 1,4 | 9,0 | 13,1 | 11,3 | 12,7 | 11,3 | 9,9 | 6,8 | 5,0 | -3,4 | 15,1 | 2,7 | 7,8 |
| | 2007 | 19,0 | 9,3 | 6,4 | 5,5 | 7,2 | 4,2 | 6,2 | 8,0 | 3,9 | 10,4 | 8,5 | -1,9 | 6,9 |
| | 2008 | 11,6 | 8,4 | 2,6 | 7,0 | 3,2 | 2,4 | 3,8 | -3,6 | -4,3 | -6,8 | -13,3 | -17,8 | -0,9 |
| | 2009 | -21,3 | -23,8 | -20,8 | -18,5 | -17,3 | -10,3 | -9,0 | -6,3 | -8,9 | 6,5 | | | |

Tablo 3.2: Bir önceki yılın aynı dönemine göre aylık sanayi üretim endeksinin yüzdesel değişimi (2006-2009)

Kaynak: Devlet Planlama Teşkilatı, www.dpt.gov.tr Erişim Tarihi: (09.01.2010).

Ayrıca, Türkiye İstatistik Kurumu'nun verilerine göre, Eylül 2009'da, geçen yılın aynı ayına göre işsiz sayısı 795 bin kişi artarak 3 milyon 396 bin kişi olurken, işsizlik oranı 2,7 puanlık artışla %13,4 olarak gerçekleşmiştir.

1.4. Hedge Fonların 2007-2008 Küresel Finans Krizi Çerçevesinde Türkiye Ekonomisine Etkileri

2007-2008 Küresel Finans Krizi, Türkiye ekonomisini çeşitli kanallardan etkilemektedir. Yabancı yatırım fonları ve hedge fonlar bu kanallardan bir tanesi olan portföy yatırımları içerisinde yer almaktadır. Küresel Finans Krizi'nin yarattığı güvensizlik ortamı nedeniyle fonlardaki paralarını geri isteyen yatırımcıların taleplerini kredi kaynakları kurumuş olduğundan karşılayamayacak bir noktaya gelen yabancı fonlar ve hedge fonlar, çözümünü yatırımlarını nakde dönüştürmekte bulmuşlardır. Hedge fonların ve yabancı fonların nakde dönüştürmeye çalıştıkları varlıkların önemli bir bölümü zamanında çok yüksek getiriler sunmuş olan Türkiye'nin de aralarında yer aldığı gelişmekte olan piyasalarda bulunmaktadır. Yabancı yatırımcıların, ellerindeki hisse senetlerini, bonoları ve kısa vadeli para piyasası enstrümanlarını nakde dönüştürerek ve sattıkları varlıklar karşılığında ellerine geçen TL'yi ABD Doları'na çevirerek ülkelerine götürme isteklerinin döviz talebinde meydana gelen anormal artışın nedeni olabileceğinden söz edilmektedir. Bu noktada, hedge fonların ve yabancı

yatırımcıların piyasalardan çıkışını önlemek ve Dolar üzerindeki aşırı talebi rahatlatmak adına Merkez Bankası'nın faiz oranlarını yükseltmek durumunda kalmış olabileceği yorumu yapılmaktadır.⁴⁴

Yabancı fonlar, ekonominin normal seyri içerisinde yaşanan dalgalanmalarda, işlerin iyi gitmediği durumlarda vade risklerini azaltmakta, ancak gelişmekte olan ülkelerden sürü halinde bir çıkış yapmamaktadır. Bir başka ifadeyle, hisse senetlerinden ve bonodan çıkarak para piyasasında yüksek TL faizinden yararlanmaktadırlar. Bu noktada faizler yükselir, borsalar düşerken kurda fazla bir kıpırdanma yaşanmaz, yabancı fonlar dış piyasalarda işler yoluna girdiğinde yeniden vade riski olarak para piyasalarından hisse senedi ve bonoya giriş yapmaktadırlar. Ancak, yükümlülüklerini karşılama sıkıntısına düşerek gelişmekte olan ülke piyasalarını terk eden yabancı fonlara, para piyasalarındaki yüksek TL faizinin bile engel olamadığı ifade edilmektedir.⁴⁵

Hedge fonlar son yıllarda aralarında Türkiye'nin de yer aldığı gelişmekte olan piyasalara yoğun bir şekilde yönelerek, paranın değerli olduğu yani faizin yüksek olduğu bu piyasalarda hem faizden hem de sürekli yükselen borsalardan hem de dolar karşısında değer kazanan yerel para birimi olmak üzere üç alanda kâr elde etmekteydiler.⁴⁶ Ancak, hedge fonlar Küresel Finans Krizi'yle yükümlülüklerini karşılamak adına gelişmekte olan piyasalardaki varlıklarını nakde çevirerek en güvenilir adres olarak gördükleri ABD hazine tahvillerine yönelmişlerdir.

Türkiye'de gerçekleşen hedge fon satışlarının bir diğer ayağının ise carry trade olduğu ifade edilmektedir. Basit olarak ifade etmek gerekirse, carry trade, faizi düşük ülkelerin para birimleriyle borçlanarak, faizi yüksek para birimleri cinsinden yatırım yapmak ve daha sonra faiz geliri alınan yatırımı satıp, borçlanılan para birimine çevirerek borcu kapatmak ve aradaki farktan kâr elde etmektir.⁴⁷ Hedge fonlardan çıkış

⁴⁴ ŞAHİNÖZ, Erkin, **Yabancı Fonlar Çıkmaya Başladı**, 22.10.2008, <http://www.tumgazeteler.com/?a=4254378> Erisim Tarihi (02.06.2009).

⁴⁵ ŞAHİNÖZ, Yabancı...a.g.m., s.2

⁴⁶ ZÜLFİKAR, Mehmet Turgan, **Krizin Yeni Halkası: Hedge Fonları**, 22.10.2008 <http://www.tumgazeteler.com/?a=4255660> Erisim Tarihi (02.06.2009).

⁴⁷ VATAN, **Piyasalar Neden Sallanıyor? 10 Soruda Kriz Rehberi**, http://www.denizhaber.com/HABER/8181/24/Piyasalar-neden-sallaniyor_-.html Erisim Tarihi (02.06.2009).

oldukça, Türkiye'deki hedge fonlar da yatırımcılarına karşı yükümlülüklerini yerine getirebilmek ve ödemelerini gerçekleştirebilmek için örneğin Türkiye'deki tahvillerini satıp borçlanılan para birimine çevirerek borcunu kapatmakta, Türkiye'de gerçekleşen hedge fon çıkışlarının bir bölümünün de söz konusu pozisyonların kapatılmasından kaynaklandığı yorumu yapılmaktadır.⁴⁸

Türkiye'de hedge fonlarla ilgili tartışmalar, 2006 Haziran ayında Türkiye piyasalarından çıkış yapan 11 milyar \$'a yakın sıcak paranın büyük bölümünün hedge fonlardan oluştuğuna yönelik kamuoyunda öne sürülen görüşlerle ön plana çıkmıştır. Temel amacı kriz çıkarmak değil, para kazanmak olan hedge fonlar, kâr elde edebilmek için spekülatif işlemlerin dışında manipülasyona dönük işlemler de yapabilmektedirler. Türkiye'deki toplam hedge fon sayısı ve büyüklüğü noktasında Sermaye Piyasası Kurulu, Türk mali piyasalarında faaliyet gösteren hedge fonlarla ilgili herhangi bir kayıt tutulmadığını, çünkü hedge fonların böyle bir kayıt zorunluluğunun bulunmadığını, yurtdışından herhangi bir aracı kurum vasıtasıyla Türkiye'ye gelen herhangi bir fonun içerisinde olabileceklerini belirtmektedir. Herhangi bir kayıt mecburiyeti olmamasına rağmen, Türkiye'ye gelen sıcak paranın önemli bir bölümünün hedge fonlardan oluştuğu ve Merkez Bankası'nın 80 milyar \$'a yakın döviz rezervi bulundurmasının altında hedge fonların yattığı yorumu yapılmaktadır.⁴⁹

Merkez Bankası eski başkanı Yaman Törüner de aynı noktaya işaret etmiştir. Hedge fonların yüksek hareket kabiliyetine sahip olmaları birçok gelişmekte olan ülke merkez bankalarını önlem almaya yöneltmektedir. Günümüzde sıcak para olarak nitelendirilen yatırımların büyük bir bölümü hedge fonlardan olduğundan, mali piyasalarında büyük miktarlarda hedge fon bulunan ülkeler, hedge fonların piyasalardan muhtemel çıkışlarına karşılık olarak kasalarında yüksek düzeyde döviz rezervi tutmaktadırlar. Törüner, bu noktada, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nda hedge

⁴⁸ VATAN, a.g.m., s.3

⁴⁹ ŞANLI, Ufuk, **Türkiye Hedge Fonlar İçin Yol Geçen Hanı**, 13.05.2008 <http://www.zaman.com.tr/haber.do?haberno=688683> Erisim Tarihi (02.06.2009).

fonların muhtemel çıkışının önüne geçebilmek için yüksek düzeyde döviz rezervi bulunduruyor olabileceğine işaret etmektedir.⁵⁰

Küresel Finans Krizi sürecinde, İMKB’de yerli ve yabancı yatırımcıların durumu ve hangi ölçülerde yatırımcı çıkışları yaşandığı **Tablo 3.3**’te görülmektedir.

| Tarih | Yerli Yatırımcıların Payı (%) | Yabancı Yatırımcıların Payı (%) |
|------------|-------------------------------|---------------------------------|
| 24.11.2009 | 33,54 | 66,46 |
| 01.10.2009 | 33,46 | 66,54 |
| 01.09.2009 | 33,43 | 66,57 |
| 03.08.2009 | 33,65 | 66,35 |
| 01.07.2009 | 34,19 | 65,81 |
| 01.06.2009 | 34,49 | 65,51 |
| 01.05.2009 | 36,76 | 63,24 |
| 01.04.2009 | 37,34 | 62,66 |
| 02.03.2009 | 36,62 | 63,38 |
| 02.02.2009 | 32,81 | 67,19 |
| 02.01.2009 | 32,69 | 67,31 |
| 01.12.2008 | 33,06 | 66,94 |
| 03.11.2008 | 32,33 | 67,67 |
| 01.10.2008 | 30,84 | 69,16 |
| 01.09.2008 | 31,17 | 68,83 |
| 01.08.2008 | 28,89 | 71,11 |
| 01.07.2008 | 30,21 | 69,79 |
| 02.06.2008 | 29,76 | 70,24 |
| 01.05.2008 | 29,21 | 70,79 |
| 01.04.2008 | 28,80 | 71,20 |
| 03.03.2008 | 28,25 | 71,75 |
| 01.02.2008 | 28,11 | 71,89 |
| 02.01.2008 | 27,66 | 72,34 |
| 03.12.2007 | 28,16 | 71,84 |
| 01.11.2007 | 27,71 | 72,29 |

Tablo 3.3: Kasım 2007-Kasım 2009 İMKB yerli ve yabancı payı

Kaynak: Merkezi Kayıt Kuruluşu, Yerli-Yabancı Saklama Bakiyeleri Raporu, http://www.mkk.com.tr/MkkComTr/tr/yayin/rap_yillik.jsp Erişim Tarihi (25.11.2009).

Tablo 3.3’te, İMKB’de yabancı yatırımcıların payının, krizin şiddetle seyrettiği dönemler içerisinde Ağustos 2008 itibariyle %71 olduğu ve Nisan 2009’da %62,66’ya indiği görülmektedir. Bu noktada çok büyük ölçülerde bir yabancı çıkışının olduğu

⁵⁰ ŞANLI, Ufuk, **Paranın Zalim Efendileri Hedge Fonlar**, 16.05.2008, <http://www.tumgazeteler.com/?a=2852318> Erisim Tarihi (07.06.2009).

ifade edilememektedir. Ocak-Ekim 2008 arası dönemde yabancı yatırımcılar 2 milyar \$'lık satış gerçekleştirmişlerdir. En büyük tutarlı satış 1,2 milyar \$ ile Ağustos ayında gerçekleşmiştir. İMKB'de Türk yatırımcıların payı %30'lara, yabancı yatırımcıların payı %70'lere yakın seyrederken, günlük alım satım hareketlerine bakıldığında, yabancıların payının yaklaşık olarak %30'larda, yerli yatırımcıların payının ise %70'lere yakın olduğu ifade edilmektedir.⁵¹

Bu noktada Küresel Finans Krizi sürecinde Türkiye borsalarında oluşan dalgalanmaların ve yabancı yatırımcıların piyasa çıkışlarına dayandırılan değer kayıplarının hedge fonlardan kaynaklanan dalgalanmalar ve değer kayıpları olduğu yönünde bir değerlendirme yapabilmek veri olmadığı için mümkün görülmemektedir. Türkiye'de hedge fon piyasasının yeterli derecede gelişmemiş olması, Türkiye piyasalarında faaliyet gösteren hedge fonlarla ilgili herhangi bir kayıt tutulmuyor olması ve Türkiye'de piyasaya giren portföy yatırımlarının ne kadarının hedge fonlara ait olduğunun tespit edilememesi nedeniyle hedge fonlardan kaynaklanacak bir olumsuz etki değerlendirmesi yapılamayacaktır.⁵²

Hedge fonların, Türkiye'deki faaliyetleri, pozisyonlarının dağılımı, yatırımlarının büyüklüğü, gerçekleştirdikleri işlemler ve üstlendikleri risklerin belirlenmesi noktasında herhangi bir veri bulunmaması, herhangi bir bilgiye ulaşılamaması, hedge fonların Türkiye'de finansal piyasalar üzerinde etkilerinin olup olmadığı yönünde bir değerlendirme yapılmasını mümkün kılmamaktadır.

⁵¹ URAS, Güngör, “Bizim Borsada “Hedge Fon” Tehlikesi Yok”, Milliyet Gazetesi, 19.10.2008 <http://www.milliyet.com.tr/Yazar.aspx?aType=YazarDetay&ArticleID=1005000&AuthorID=54&Date=19.10.2008> Erisim Tarihi (08.06.2009).

⁵² TERZİ, a.g.e., s.167

SONUÇ ve DEĞERLENDİRMELER

Küreselleşme, ülke ekonomileri arasındaki sınırları kaldırmış, ülke ekonomileri birbirine bağlı hale gelmeye başlamıştır. 2007-2008 Küresel Finans Krizi öncesinde ortaya çıkan krizler, ulusal veya bölgesel düzeyde kalmış, 2007-2008 Küresel Finans Krizi'ni küreselleştiren, sermaye hareketlerinin serbestliği ve ülke ekonomilerinin birbirine olan bağımlılığı olmuştur. Küresel Finans Krizi, kişi ve kurumlara verilmiş mortgage kredileriyle başı ve sonu belli olmayan türev ürünler bileşiminin oluşturduğu bir finansal kriz olarak ifade edilmektedir. Subprime mortgage kredileri menkul kıymetleştirilerek risk üçüncü kişilere devredilmiştir. Bu varlıklar daha sonra teminatlı borç yükümlülükleri (CDO) olarak ifade edilen karmaşık türev ürünlere dönüştürülmüş, bu borç senetlerinin yeni borçlar da eklenerek satışının yapılması sonucunda kimin ne kadar borçlu olduğu bilinemez ve bu borç senetlerinden oluşan varlıkların değeri de hesaplanamaz bir noktaya gelmiştir. Hedge fonların, Küresel Finans Krizi'ndeki pozisyonları bu noktada ortaya çıkmaktadır. Hedge fonlar gibi yüksek kaldıraç oranlarıyla işlem yapan fonlar, yüksek kâr sağlama hevesiyle bu tarz kredi ürünlerine yoğun ilgi göstermiş, bu ürünlere büyüklüklerinden daha yüksek oranlarda yatırımlar yapmışlar, ABD'de finansal göstergeler beklentilerin tersi yönünde işlemeye başlayınca ciddi kayıplar yaşamışlardır.

Hedge fonlar riskin devredildiği oyuncular oldukları için Küresel Finans Krizi'nde temel bir rol üstlenmeyerek krizi oluşturan ana aktör değildir, aksine hedge fonlar krizden en çok etkilenen ve zarar gören araçlardan birisi olmuşlardır. Hedge fonların, son yıllarda toplam değerlerinde ve sayılarında hızlı bir artış görülse de, 2008 Küresel Finans Krizi'ni yaratabilecek bir kaynağa ve büyüklüğe sahip olmadıkları ve hedge fonların bu çapta bir istikrarsızlık oluşturmasının düşünülemeyeceği yorumu ağırlık kazanmış, krizin asıl mağduru olan hedge fonların “günah keçisi” olarak seçildiği vurgulanmıştır. Hedge fonların, Küresel Finans Krizi'nde varlıklarının önemli

bir kısmını kaybetme ihtimaliyle yüz yüze gelmelerine sebep olan ve krizin ilk kurbanı olarak ifade edilen Bearn Stearns'in yönettiği hedge fonların yaşadığı sıkıntı, global anlamda hedge fonlar için kaotik bir ortamın oluşmasına neden olmuştur. Hedge fonların, Küresel Finans Krizi süreci içerisindeki rolü bu noktada daha net olarak anlaşılacaktır. Bearn Stearns'in hedge fonları, ipoteye dayalı menkul kıymetler ile teminatlandırılmış borç yükümlülüklerine yüksek kâr elde etme isteğiyle yatırım yapmışlardır. Subprime mortgage kredilerinde yaşanan geri ödeme sorunu nedeniyle portföylerindeki varlıkların değeri düşen hedge fonlar iflas etmişlerdir. Küresel Finans Krizi ile hisse senetleri piyasalarında ve küresel talepteki gerileme nedeniyle emtia fiyatlarında yaşanan düşüşler, hedge fonların yüksek arbitraj geliri sağlayabilecek alanlar bulamamalarına neden olmuş, gelişmekte olan piyasaların kötü seyri nedeniyle borçlanma imkanları da gün geçtikçe daralmıştır. Bearn Stearns'in hedge fonlarının iflası ve diğer hedge fonların içinde bulunduğu sıkıntılı durum, hedge fon yatırımcılarını, daha fazla kayıp yaşamamak için paralarının kalan kısmını geri istemeye yöneltmiştir. Kredi piyasalarının normal çalıştığı geçmiş dönemlerde bu tarz para çıkışı taleplerini, ellerindeki varlıkları satmamak için kredi bularak karşılayan hedge fonlar, kaotik ortam içerisinde kredi temin edemedikleri için, paralarını geri isteyen yatırımcıların taleplerini küresel piyasalarda yüklü satışlar gerçekleştirerek karşılama yoluna gitmişler ve küresel piyasalarda yaşanan büyük değer kayıplarının nedeni oldukları yönünde eleştirilmişlerdir.

Küresel Finans Krizi, Türkiye ekonomisini çeşitli kanallardan etkilemiş, bu kanallardan bir tanesi olan portföy yatırım kanalı içerisinde, yabancı yatırım fonları ve hedge fonlar da yer almıştır. Küresel Finans Krizi'nin yarattığı güvensizlik ortamı nedeniyle fonlardaki paralarını geri isteyen yatırımcıların taleplerini, kredi kaynakları kurumuş olduğundan karşılayamayacak bir noktaya gelen yabancı fonlar ve hedge fonlar; çözümü, zamanında çok yüksek getiriler sunmuş olan, aralarında Türkiye'nin de bulunduğu gelişmekte olan ülkelerdeki yatırımlarını nakde dönüştürmekte bulmuşlardır. Yabancı yatırımcıların, ellerindeki hisse senetlerini, bonoları ve kısa vadeli sermaye piyasası araçlarını nakde dönüştürerek ve sattıkları varlıklar karşılığında ellerine geçen TL'yi \$'a çevirerek ülkelere götürme isteklerinin, döviz talebindeki aşırı artışın nedeni olabileceğinden söz edilmektedir. Hedge fonların ve yabancı yatırımcıların

piyasalardan çıkışını önlemek ve \$ üzerindeki aşırı talebi rahatlatmak adına Merkez Bankası'nın faiz oranlarını yükseltmek durumunda kalmış olabileceği yorumu yapılmaktadır. Türkiye'de gerçekleşen hedge fon satışlarının bir diğer ayağının ise carry trade olduğu ifade edilmektedir. Hedge fonlar, yatırımcılarına karşı yükümlülüklerini yerine getirebilmek için, örneğin Türkiye'deki tahvillerini satın borçlanılan para birimine çevirerek borcunu kapatarak aradaki farktan da kâr elde etmeye çalışmışlar, Türkiye'de gerçekleşen hedge fon çıkışlarının bir bölümünün de söz konusu pozisyonların kapatılmasından kaynaklandığı yorumu yapılmaktadır.

Sermaye Piyasası Kurulu, Türk mali piyasalarında faaliyet gösteren hedge fonlarla ilgili herhangi bir kayıt tutulmadığını, çünkü hedge fonların böyle bir kayıt zorunluluğunun bulunmadığını, yurtdışından herhangi bir aracı kurum vasıtasıyla Türkiye'ye gelen herhangi bir fonun içerisinde olabileceklerini belirtmiştir. Türkiye'ye gelen sıcak paranın içerisinde hedge fonların da yer aldığı ve Merkez Bankası'nın hedge fonların muhtemel çıkışının önüne geçebilmek için yüksek düzeyde döviz rezervi bulundurduğu yorumu yapılmaktadır.

Türkiye piyasalarında faaliyet gösteren hedge fonlara ilişkin herhangi bir kayıt tutulmuyor olması ve İMKB'de yaşanan yabancı çıkışlarının ne kadarının hedge fonlara ait olduğuna yönelik herhangi bir veri olmaması nedeniyle, Türkiye borsalarında oluşan dalgalanmaların ve yabancı yatırımcıların piyasa çıkışlarına dayandırılan değer kayıplarının hedge fonlardan kaynaklanan dalgalanmalar ve değer kayıpları olduğu yönünde bir değerlendirme yapılamayacaktır. Bu noktada, sağlıklı bir değerlendirme yapılabilmesi için, SPK'nın, Türk mali piyasalarında faaliyet gösteren hedge fonlara ilişkin aracı kurum, bankalar ve yabancı fonlardan bildirim talep etmesi ve bu konuda bir mevzuat oluşturması gerekmektedir. Türkiye'de hedge fon piyasasının gelişmemiş olması ve Türkiye'de, piyasalara giren portföy yatırımlarının ne kadarının hedge fonlara ait olduğuna yönelik bir tespit yapılamaması, hedge fonların Türkiye'deki faaliyetleri, pozisyonlarının dağılımı, yatırımlarının büyüklüğü, gerçekleştirdikleri işlemler ve üstlendikleri risklerin belirlenmesi noktasında herhangi bir veri bulunmaması, hedge fonların Türkiye'de finansal piyasalar üzerinde etkilerinin olup olmadığı yönünde bir değerlendirme yapılmasını mümkün kılmamaktadır.

Türkiye’de cari açığın sürdürülebilme gerekliliğinden doğan doğrudan ve dolaylı yatırımlara ihtiyaç, bugün ve gelecekte de artan oranlarda hedge fonların Türk finans piyasalarında var olacağını göstermektedir. SPK, gerek hedge fonları kayıt altına alarak faaliyetlerini izlemek ve hedge fonların faaliyetlerinden kaynaklanabilecek olası riskleri değerlendirebilmek, gerekse yatırımcıları korumak için Türkiye’de kurulacak hedge fonlara izin alma ve kayıt olma şartı dışında yatırım fonlarının tabi olduğu çoğu yükümlülüğe de uyma şartı getirmiştir. Türkiye’deki mevzuatın diğer ülke uygulamalarına göre daha ağır olduğu göz önünde bulundurulduğunda yabancı yatırımcılar tarafından Türkiye’de yerleşik bir hedge fon kurulması pek mümkün görülmemektedir. Ancak, hedge fonların Türk finans piyasalarında yatırımlarının olduğu muhakkaktır. Fakat, hedge fonların Türkiye’deki yatırımlarının büyüklüğüne ve pozisyonlarının dağılımına ilişkin herhangi bir resmi veri bulunmamaktadır. Bu noktada, SPK’nın Türk mali piyasalarında faaliyet gösteren hedge fonların raporlama ve açıklama yapmalarını zorunlu kılacak doğrudan düzenlemeler yerine, hedge fon karşıtarafına ve hedge fonlara ödünç verenlere yönelik denetim ve risk yönetim süreçlerini geliştirerek dolaylı yoldan hedge fonları düzenleme altına alması gerekmektedir. İngiltere, ABD ve diğer bazı ülkelerdeki düzenleyici kurumlar, hedge fonların karşıtaraf riskinin yönetimi aracılığıyla dolaylı olarak düzenleme altına alınmasını, hedge fon faaliyetlerini izlemenin ve hedge fonların faaliyetlerinden kaynaklanabilecek olası riskleri azaltmanın en iyi yolu olacağı görüşüne sahiptirler.

KAYNAKLAR

- ACTIVE ACADEMY ARAŞTIRMA MERKEZİ, **Hedge Fonlarda Rekor Büyüme**, Activeline, Ekim 2005, www.makalem.com Erisim Tarihi (27.04.2009).
- AKBULAK, Sevinç, **Serbest Yatırım Fonları ve Birincil Aracılık Hizmetleri**, SPK Araştırma Raporu, 15.04.2008, <http://www.spk.gov.tr/yayingoster.aspx?yid=961&ct=f&action=displayfile&ext=.pdf> Erisim Tarihi (17.01.2009).
- AKDIŞ, Muhammet, **Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri ve Türkiye: Finansal Krizler-Beklentiler**, <http://makdis.pamukkale.edu.tr/finans.htm> Erisim Tarihi (16.03.2009).
- AKKAYNAK, Gökhan, 1990-2005 Yılları Arasındaki Dünyada ve Türkiye'deki Finansal Krizler: Geçmiş Kriz Tecrübeleri Işığında Türkiye'de Muhtemel Bir Kriz Riskinin İncelenmesi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), 2005.
- AKYOL, Saim, **Arjantin ve Türkiye Krizlerine Bakış**, Activeline, Haziran 2002, www.makalem.com.tr Erisim Tarihi (24.03.2009).
- ALAKBAROV, Naib, **Krizler Kapitalist Sistemin Sigortasıdır**, http://www.ekonomikyorumlar.com.tr/dergiler/gundem/Gundem_2_Sayi_525.pdf, Erisim Tarihi (03.04.2009).
- ALANTAR, Doğan, **Hedge Fonlarda Regülasyon Zamanı**, Yaklaşım, Aralık 2008, <http://www.mmd.org.tr/yayinlar.aspx?type=5&cid=48&year=2008> Erisim Tarihi (12.02.2009).
- ALANTAR, Doğan, **Küresel Finansal Kriz ve Türkiye'nin Makro Ekonomik Göstergelerine Etkisi**, Bütçe Dünyası Dergisi, Cilt:3, Sayı:31, Kış-2009, s.5 http://www.debud.org/Html/dergi/31/d_alantar.pdf, s.5 Erisim Tarihi (10.04.2009).
- ALANTAR, Doğan, **Küresel Finansal Kriz: Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme**, http://www.finanskulup.org.tr/assets/maliyefinans/81/Dogan_Alantar_Kuresel_Finansal_Kriz_Nedenleri_Sonuc_lar_i_MFY81.pdf, Erisim Tarihi (07.04.2009).
- ANADOLU AJANSI, **Türkiye'de İlk Hedge Fon Kayda Alındı**, 22.08.2008 <http://www.tumgazeteler.com/?a=4028483> Erisim Tarihi (15.05.2009).

- ANBAR, Adem, **Hedge Fon Sektörünün Gelişimi ve Hedge Fonların Temel Özellikleri**, Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi, C.8, S.27, Kış-2009 www.esosder.org Erisim Tarihi (06.11.2009).
- ANBAR, Adem, **Hedge Fonlar ve Hedge Fonların Finansal Sistem Üzerindeki Etkileri**, Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi, Cilt:XXVI, Sayı:1, 2009.
- APAK, Sudi, AYTAÇ, Ayhan, **Küresel Krizler Kronolojik Değerlendirme ve Analiz**, Avcıol Basım Yayın, İstanbul, 2009.
- ASLAN, Eren, SÜSLÜ, Bora, **Finansal Kriz Teorileri Işığında Türkiye’de Yaşanan Krizlerin Genel Bir Değerlendirmesi**, Yeni Türkiye, Sayı:41, Yıl:7, Eylül-Ekim 2001.
- AYDIN, Faruk M. - US, Vuslat, **Hedge Fonlar: Eğilimler ve Riskler**, TİSK Akademi Dergisi, Cilt:3, Sayı:5, Mart 2008.
- BABALI, Tuncay, **ABD Ekonomisi ve “Mortgage” Krizi Nereye Gidiyor?**, http://www.mfa.gov.tr/abd-ekonomisi-ve-mortgage-krizi-nereye-gidiyor_tr.mfa Erisim Tarihi (02.04.2009).
- BALKANLI, A. Osman, **Küresel Ekonominin Belirleyici Faktörleri Üzerine**, Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt:XXI, Sayı:1, 2002.
- BALMUMCU, Özgür, **Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Kamu Borç Stoku İlişkisi: Türkiye Örneği**, Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), 2006.
- BAYRAKTAR, Sibel Kumbasar, **İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler, ABD ve Türkiye Uygulamaları; ABD ve Avrupa Ülkeleri İçin Ekonometrik Bir İlişki Çalışması**, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), 2007.
- BECKER, Brandon – DOHERTY-MINICOZZI, Colleen, **“Hedge Funds in Global Financial Markets”**, February 2000, s.98 <http://www.wilmerhale.com> Erişim Tarihi (22.04.2009).
- BERBERCUMA, Hakan, **Mortgage Konut Finansman Sistemi ve Türkiye’deki Yapı**, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), 2006.
- BORSAMATİK, **Hedge Fon Sektörü Çatırdamaya Başladı**, <http://borsamatik.net/devami.asp?id=974> Erisim Tarihi (28.04.2009).

- BORYAD, **Mortgage Krizi Dünyayı Sarsıyor**, <http://www.boryad.org/boryad/boryad-arastirmalar/mortgage-krizi-dunyayi-sarsiyor.html>, Erisim Tarihi (02.04.2009).
- BOZKIR, Yasin, Konut Finansmanında Tutsat (Mortgage) Sistemi ve Türkiye Uygulaması, Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), 2007.
- BROWN, Stephen J. - GOETZMANN, William N. - PARK, James, **Hedge Funds and The Asian Currency Crisis of 1997**, National Bureau of Economic Research Working Paper Series No.6427, 1998, <http://www.nber.org/papers/w6427.pdf> Erisim Tarihi (21.04.2009).
- CENGİZ, Samur, Küresel Krizler ve Kriz Yönetme Politikaları, Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), 2008,
- CHAMBERS, Nurgül, **Hedge Fon Krallığı Sarsılıyor**, www.bilgeyatirimci.com/nurgul_chambers Erisim Tarihi (25.01.2009).
- CHAMBERS, Nurgül, **Hedge Fonlar**, Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi, Cilt:1, Sayı:1, Haziran 2008.
- COLE, Roger T - FELDBERG, Greg - LYNCH, David, **Hedge Funds, Credit Risk Transfer and Financial Stability**, Banque de France Financial Stability Review-Special Issue on Hedge Funds, No:10, April 2007.
- CROCKETT, Andrew, **The Evolution and Regulation of Hedge Funds**, Banque de France Financial Stability Review-Special Issue on Hedge Funds, No:10, April 2007.
- ÇANKAYA, Serkan, **Dünyada ve Türkiye’de Hedge Fonlar ve Uygulanabilirliği**, http://www.finanskulup.org.tr/assets/maliyefinans/81/Serkan_Cankaya_Dunyada_Turkiyede_Hedge_Fonlar_MFY81.pdf Erisim Tarihi (12.05.2009).
- ÇİMEN, Ali, 1929 Dünya Ekonomik Bunalımının Dünyaya, Türkiye’ye ve İzmir’deki Üzüm Fiyatlarına Etkisi, Dokuz Eylül Üniversitesi Atatürk İlkeleri ve İnkılap Tarihi Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), 2007.
- ÇÖLKESEN, Celal, Türkiye’de İpoteğe Dayalı Konut Finansmanı “Mortgage” Temelleri ve Uygulanışı, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), 2005.

- DAĞLAROĞLU, Afşın, Türkiye’de İpoteğe Dayalı Konut Finansman Sistemi ve İkincil Piyasaların Oluşumu, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), 2006.
- DANIELSSON Jon - ZIGRAND, Jean-Pierre, **Regulating Hedge Funds**, Banque de France Financial Stability Review-Special Issue on Hedge Funds, No:10, April 2007.
- DELİCE, Güven, **Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif**, Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Sayı:20, Ocak-Haziran 2003.
- DEMİR, Faruk - KARABIYIK, Ayşegül - ERMIŞOĞLU, Emine - KÜÇÜK, Ayhan , **ABD Mortgage Krizi**, BDDK Strateji Geliştirme Daire Başkanlığı Çalışma Tebliği, Sayı:3, Ağustos 2008.
- DEMİRGİL, Eda, Küreselleşmenin Sermaye Hareketlerine Etkisi: Asya Krizi Örneği, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), 2005.
- DEVİRİM, Ata, **Türkiye Ekonomisinde Krizler (1929-1989) Üzerine Okuma Notları**, <http://paribus.tr.googlepages.com/devrim.doc.s.14> Erisim Tarihi (11.03.2009).
- DIŞ TİCARET MÜSTEŞARLIĞI, **Doğu Asya Krizi**, Ekonomik Araştırmalar Dairesi, <http://www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/TanitimKoordinasyonDb/7ozsayma98.doc> Erisim Tarihi (17.03.2009).
- DOĞAN, Seçkin, Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Ekonomik İstikrar Programlarının Bankacılık Sektörü Üzerindeki Etkileri ve Finansal Krizler, Eskişehir Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), 2005.
- DRAGHI, Mario, **Hedge Funds and Financial Stability**, Banque de France Financial Stability Review-Special Issue on Hedge Funds, No:10, April 2007.
- DURAK, Selçuk, 1929 Dünya Ekonomik Buhranı’nın Mersin Limanı Üzerine Etkileri, Mersin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), 2006.
- DURMAZ, Ayşegül, İpotekli Konut Finansman Sistemi (Mortgage) ve Bu Sistemi Uygulayan Ülkelerde Mortgage Kullanım Miktarlarına Etki Eden Faktörlerin Analizi, Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), 2007.

- EDWARDS, S. “**Does The Current Account Matter?**”, NBER Working Paper Series, No:8275, May 2001, s.29 <http://www.nber.org/papers/w8275> Erişim Tarihi (05.03.2009).
- EĞİLMEZ, Mahfi, **IMF ve Türkiye (2002)**, http://www.makalem.com/Search/ArticleDetails.asp?bWhere=true&nARTICLE_id=2440, Erisim Tarihi (10.03.2009).
- EĞİLMEZ, Mahfi, **Küresel Finans Krizi**, Remzi Kitabevi, 4.Basım, Şubat 2009.
- EICHENGREEN, Barry - MATHIESON, Donald, **Hedge Funds: What Do We Really Know?**, IMF Economic Issues, No:19, September 1999, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues19/index.htm> Erisim Tarihi (16.01.2009).
- EKODİALOG, **1929 Ekonomik Krizi: Büyük Çöküş**, http://www.ekodialog.com/Makaleler/1929_buhrani/cokus.html Erisim Tarihi (09.03.2009).
- ENGİN, Ebru, **Krizin Nedeni Hedge Fonlar Değil**, 25.03.2008, <http://www.medyakronik.com/haber/362/> Erisim Tarihi (25.04.2009).
- ERCAN, Metin - GÖKÇE, Deniz R., “**Hedge Fonları**” Nedir, Ne Değildir?, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Cilt:15, Sayı:173, Ağustos 2000.
- ERDÖNMEZ, Pelin Ataman, **Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Krnonolojisi**, TBB Bankacılar Dergisi, Sayı:68, 2009.
- ERTUGAY YILDIZ, Tuba, **Hedge Fonların İşleyişi**, SPK Denetleme Dairesi Yeterlilik Etüdü, Haziran 2005, İstanbul, <http://www.spk.gov.tr/yayingoster.aspx?yid=385&ct=f&action=displayfile&ext=.pdf> Erisim Tarihi (15.01.2009).
- EVİRGEN, Duygu, **Arjantin Krizinin Nedenleri-Sonuçları ve Türkiye Karşılaştırması**, Mevzuat Dergisi Yıl:7 Sayı:77, Mayıs 2004 <http://www.mevzuatdergisi.com/2004/05a/04.htm> Erisim Tarihi (25.03.2009).
- FIKIRKOCA, Ekin, **Altenatif Yatırım Araçları**, TSPAKB Sermaye Piyasasında Gündem, Sayı:41, Ocak 2006, http://www.tspakb.org.tr/tr/admin/Portal/LinkClick.aspx?tabid=151&table=Baglanti&field=ItemID&id=150&link=AIM_Yayin_ve_Raporlar_Aylik_Yayinlar_2006_gundem_200601.pdf Erisim Tarihi (02.02.2009).

- FINANSNETWORK, **Finans Network Discusses Hedge Funds Through Financial Turmoil**, Hedge Fund Panel- JP Morgan – New York, http://www.finansnetwork.com/index.php?option=com_content&task=view&id=61&Itemid=42 Erisim Tarihi (25.04.2009).
- FIRAT, Emine, Ekonomik Krizler ve İstikrar Paketleri Türkiye Uygulaması (1980-2002), Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), 2006.
- FİNANS-Türkiye, **Küresel Finans Krizi ile Sanayi Çöktü**, <http://finans.emlak-konut.com/tag/kuresel-finans-krizi/> Erisim Tarihi (12.04.2009).
- FOX, Justin, **Did Foreign Investors Cause Asian Market Problem?**, <http://www.nber.org/digest/oct98/w6661.html> Erisim Tarihi (21.04.2009).
- FRIEDLAND, Don, **What is a hedge fund?** <http://www.magnum.com/hedgefunds/abouthedgefunds.asp#hedgefund> Erisim Tarihi (15.01.2009).
- FUNG, William - HSIEH, David A., **Measuring the Market Impact of Hedge Funds**, Journal of Empirical Finance 7 (2000), http://www.kellogg.northwestern.edu/faculty/korajczyk/ftp/Research/PortfolioRiskForecasting/Alternative_Investments/Papers_Alternatives/Fung%20Hsieh.jef2000.pdf Erisim Tarihi (21.04.2009).
- GAO, **Hedge Funds**, US Government Accountability Office Report to Congressional Requesters, January 2008, <http://www.gao.gov/new.items/d08200.pdf> Erisim Tarihi (16.01.2009).
- GARBARAVICIUS, Tomas - DIERICK, Frank, **Hedge Funds And Their Implications for Financial Stability**, European Central Bank Occasional Paper Series, No:34, August 2005, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=752094 Erişim Tarihi (12.01.2009).
- GERÇEK, Sibel Belma Bolay, Mortgage, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), 2007.
- GOLDSTEIN, Morris – TURNER, Philip, **Bankacılık Krizleri: Kökenler ve Politika Seçenekleri**, Çev. Ali İhsan Karacan, İstanbul Dünya Yayınları, 1999.

- GÖKAL, İsmail, **Global Değişim, Stratejik Ticaret Politikası ve Türkiye İçin Bir Ticaret Senaryosu**, T.C Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı Ekonomik Araştırmalar ve Değerlendirme Genel Müdürlüğü, <http://www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/TanitimKoordinasyonDb/4sayi5.doc> Erisim Tarihi (10.03.2009).
- GÖKÇE, Aysu, **Karanlığa Giden Yolda Arjantin: Nasıl Bu Hale Geldi? IMF Ne Kadar Suçlu?**, <http://www.buik.net/subcommittee/ekonomik/showarticle.asp?aid=189,2003> Erisim Tarihi (22.03.2009).
- GÜLOĞLU, Bülent, ALTUNOĞLU, Ender, **Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri**, İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, No:27, Ekim 2002.
- HAIGH, Michael S. – HRANAIOVA, Jana – OVERDAHL, James A., **Price Dynamics, Price Discovery and Large Futures Trader Interactions in the Energy Complex**, U.S Commodity Futures Trading Commission Working Paper, April 2005, <http://www.cftc.gov/files/opa/press05/opacftc-managed-money-trader-study.pdf> Erişim Tarihi (22.04.2009).
- HACIHASANOĞLU, Burçin, **Meksika 1994 ve Arjantin 2001-2002 Krizlerinin Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye İçin Önemi**, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, 2005.
- HEDGE FUND RESEARCH INC., HFR Strategy Definitions, <http://www.styleadvisor.com/support/download/HFR.doc> Erisim Tarihi (05.02.2009).
- HEDGES IV, James R., **Hedges on Hedge Funds How to Successfully Analyze and Select An Investment**, Wiley Finance Series, John Wiley & Sons, Ltd, 2005.
- HILDEBRAND, Philipp M. **Hedge Funds and Prime Broker Dealers: Step Towards a “best practise proposal”**, Banque de France Financial Stability Review-Special Issue on Hedge Funds, No:10, April 2007.
- IFSL RESEARCH, **Hedge Funds 2008**, <http://www.ifsl.org.uk/output/ReportItem.aspx?NewsID=73> Erisim Tarihi (18.01.2009).

- IMF, **Hedge Funds and Recent Emerging Market Currency Crises**, Global Financial Stability Report Chapter IV, 2004, <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2004/01/pdf/chp4.pdf> Erisim Tarihi (20.04.2009).
- İKTİSATOKULU, **Ekonomik Bunalmalar, Türkiye ve Dünya Üzerindeki Etkileri**, <http://iktisatokulu.blogspot.com/2005/12/ekonomik-bunalimlartrkiye-ve-dnya.html> Erisim Tarihi (09.03.2009).
- İL KORUR, Korkmaz, **Bearn Stearns Bile Batar**, 20.03.2008 <http://www.radikal.com.tr/haber.php?haberno=250705> Erisim Tarihi (27.04.2009).
- İNAN, Alpan, **Arjantin Krizinin Sebepleri ve Gelişimi**, Bankacılar Dergisi, Sayı:42, 2002.
- KANDEMİR, Tuğrul – ÖZDEMİR, Serkan, **Temel Göstergeler Işığında Türkiye’de Yaşanan 1994-2001 ve 2008 Finansal Krizlerinin İncelenmesi**, 13.Ulusal Finans Sempozyumu “Küresel Finansal Krizler ve Etkileri” Bildiriler Kitabı, 2009.
- KARLUK, Rıdvan - TONUS, Özgür - ÇATALBAŞ, Nazım, **Güneydoğu Asya ve Rusya Krizi Karşısında Türkiye**, <http://www.econturk.org/tonus.pdf> Erisim Tarihi (18.03.2009).
- KELER, Alp, **Yatırım Dünyasında Yeni Ufuklar – Hedge Fonların Türkiye’de Uygulanabilirliği-** 28.03.2008 http://www.tkyd.org.tr/E/data/Alp_keler.ppt#266,1,Yatirim Dünyasında Yeni Ufuklar -Hedge Fonların Türkiye’de Uygulanabilirliği- Erisim Tarihi (15.05.2009).
- KINAYTÜRK, Zuhâl, 1990 Yılından Sonra Yaşanan Ekonomik Krizlerin Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler (KOBİ) Üzerindeki Etkileri, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), 2006.
- KING, Michael R. - MAIER, Philipp, **Hedge Funds and Financial Stability: Regulating Prime Brokers Will Mitigate Systemic Risks**, October 2008, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1297188 Erisim Tarihi (16.01.2009).
- KİBRİTÇİOĞLU, Aykut, Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001, <http://80.251.40.59/politics.ankara.edu.tr/kibritci/ytd-kibritcioglu.pdf>, Erisim Tarihi (02.03.2009).

- KOBAL, İsmail, **Küresel Krizin Küresel İstihdama Etkileri**, http://www.alomaliye.com/2009/ismail_kobal_kuresel_kriz.htm Erisim Tarihi (13.04.2009).
- KOÇ, Ümit, Döviz Kuru Sistemleri ve Sermaye Hareketleri Bağlamında Kriz ve Krizi Önleme Yöntemleri, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), 2006.
- KOLBAŞI, Ahmet, **1973 Petrol Krizi**, <http://w3.balikesir.edu.tr/~akolbasi/1973petrol.doc> Erisim Tarihi (12.03.2009).
- KORCAN, Ufuk, **Hedge Fonlar Bavulları Topladı Türkiye'yi Terk Ediyor**, 17.10.2008 http://haber.gazetevatan.com/Hedge_fonlar_bavullari_topladi_Turkiyeden_gidiyor_203995_2/203995/2/Ekonomi Erisim Tarihi (02.06.2009).
- KUTLAY, Mustafa, **Küresel Finansal Krizin Türk Ekonomisine Etkileri: Türkiye'nin Kalkınması Önünde Engel mi, Fırsat mı?**, USAK Stratejik Boyut Dergisi, Ağustos-Eylül-Ekim 2009, <http://www.usak.org.tr> Erisim Tarihi (01.12.2009).
- KÜÇÜKÖZMEN, C. Coşkun - MAZIBAŞ, Murat, **Finansal Riskten Korunma Fonları (Hedge Fonlar)**, Finans-Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Sayı:42, Aralık 2005.
- KÜÇÜKÖZMEN, Coşkun, **Serbest Yatırım Fonları (Hedge Funds)**, TC Dışişleri Bakanlığı Uluslararası Ekonomik Sorunlar Dergisi, Sayı:27, Yıl:7, Kasım/2007.
- KÜRESEL KRİZ ÇALIŞMA GRUBU, **2007-08 Küresel Finans Krizi ve Türkiye: Etkiler ve Öneriler**, TEPAV Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı Politika Notu, <http://www.tepav.org.tr/tur/index.php?type=downloadfile&cid=842&title=1> Erisim Tarihi (25.04.2009).
- LHABITANT, François-Serge, **Handbook of Hedge Funds**, John Wiley & Sons, Ltd, 2006.
- MALKOÇ, Savaş, **Cumhuriyetin 75. Yılında Dünya Ekonomik Krizlerinin Türkiye'ye Yansımaları ve Güncel Bir Örnek: Rusya Krizi**, <http://www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/TanitimKoordinasyonDb/dunyaekozyayek98.doc> Erisim Tarihi (19.03.2009).

- MANCI, Ali Rıza, Küreselleşme, Türkiye'nin Ekonomik Küreselleşmesi ve Krizleri, Harran Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), 2006.
- McCHARTHY, Callum, **Transparency Requirements and Hedge Funds**, Banque de France Financial Stability Review-Special Issue on Hedge Funds, No:10, April 2007.
- McCRARY, Stuart A., **Hedge Fund Course-** Wiley Finance Series, John Wiley & Sons, Ltd, 2005.
- MISHKIN, Frederic S. **Financial Policies and The Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries**, NBER Working Paper Series, No:8087, January 2001, s.4 <http://www.nber.org/papers/w8087> Erişim Tarihi (05.03.2009).
- MUSTIER, Jean-Pierre - DUBOIS, ALAIN, **Risk and Return of Banking Activities Related to Hedge Funds**, Banque de France Financial Stability Review-Special Issue on Hedge Funds, No:10, April 2007.
- NOYER, CHRISTIAN, **Hedge Funds: What are the main issues?**, Banque de France Financial Stability Review-Special Issue on Hedge Funds, No:10, April 2007.
- ÖNİŞ, Ziya, **Neo-Liberal Küreselleşmenin Sınırları: Türkiye Açısından Arjantin Krizi ve IMF'ye Karşılaştırmalı Bir Bakış**, Ekim 2002, <http://portal.ku.edu.tr/~zonis/fall02/neoliberalisinirPDF.pdf> Erisim Tarihi (23.03.2009).
- ÖZBİLEN, Şevki, **Küresel Mali Kriz ve IMF Politikalarının Ulusal Mali Sisteme Etkileri**, <http://www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/sevki1.pdf> Erisim Tarihi (19.03.2009).
- ÖZEN, Ahmet, **Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Bütçe Açığının Gelişimi**, <http://portal1.sgb.gov.tr/calismalar/yayinlar/md/md141/gelismis.pdf>, Erisim Tarihi (12.03.2009).
- ÖZKARABÜBER, Duygu, **Serbest Yatırım Fonlarının (Hedge Fonlar) ABD ve Türk Mevzuatı Çerçevesinden Değerlendirilmesi**, 13.Ulusal Finans Sempozyumu "Küresel Finansal Krizler ve Etkileri" Bildiriler Kitabı, 2009.
- PAPADEMOS, Lucas D., **Monitoring Hedge Funds: A Financial Stability Perspective**, Banque de France Financial Stability Review-Special Issue on Hedge Funds, No:10, April 2007.

- PRADA Michel, **The World of Hedge Funds: Prejudice and Reality**, Banque de France Financial Stability Review-Special Issue on Hedge Funds, No:10, April 2007.
- PWG, **Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management**, Report Of The President's Working Group on Financial Markets, April 1999, <http://www.gloriamundi.org/picsresources/hedgfund.pdf> Erisim Tarihi (14.01.2009).
- REFERANS, **Krizin Kaymağını Yiyen Hedge Fonlar Zorda**, 19.11.2008 http://bigpara.ekolay.net/M3/haber_detay.asp?id=651456 Erişim Tarihi (02.05.2009).
- RYBACK, William A., **Hedge Funds in Emerging Markets**, Banque de France Financial Stability Review-Special Issue on Hedge Funds, No:10, April 2007.
- SAĞLIK, Fatih, **Serbest Yatırım Fonlarının Yapısı ve İşleyişine İlişkin Esaslar**, SPK 2008.
- SALTOĞLU, Burak, **"Hedge Fon Nedir?"**, <http://www.ntvmsnbc.com/news/402188.asp> Erisim Tarihi (05.02.2009).
- SARI, Merve Elif, **Finansal Krizlerde Erken Uyarı Modelleri ve Türkiye Uygulaması**, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), 2006.
- SEC, **Implications of the Growth of Hedge Funds**, Staff Report to the US SEC, September 2003, <http://www.sec.gov/news/studies/hedgofunds0903.pdf> Erisim Tarihi (14.01.2009).
- SÖNMEZ, Cahit, **Küresel Krizin Çıkış Kaynağı: Mortgage Kredileri**, Güncel Ekonomik Sorunlar: Global Kriz, Literatür Yayınları:581, Nisan 2009,
- SÖNMEZ, Mustafa, **100 Soruda Küresel Kriz ve Türkiye**, Alan Yayıncılık:206 Güncel Sorunlar Dizisi:34, Nisan 2009.
- SÖNMEZLER, Gökhan - GÜNDÜZ, Orçun, **Küresel Krizin Sektörel Etkileri**, Güncel Ekonomik Sorunlar: Global Kriz, Literatür Yayınları:581, Nisan 2009.

- SPK SERMAYE PİYASASI MEVZUATI, **Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği**,
Seri:VII, No:29,
<http://www.spk.gov.tr/apps/teblig/displayteblig.aspx?id=301&ct=f&action=displayfile&ext=.pdf> Erisim Tarihi (05.05.2009).
- STEFANINI, Filippo, **Investment Strategies of Hedge Funds-** Wiley Finance Series,
John Wiley & Sons, Ltd, 2006.
- STEVENSON, Patrick, **Funds of Hedge Funds: Origins, Role and Future**, Banque de
France Financial Stability Review-Special Issue on Hedge Funds,
No:10, April 2007.
- ŞAHİNÖZ, Erkin, **Hedge Fonların Derdi Hepimizi Gerdi**, 20.10.2008
<http://www.tumgazeteler.com/?a=4246210> Erisim Tarihi
(02.05.2009).
- ŞAHİNÖZ, Erkin, **Yabancı Fonlar Çıkmaya Başladı**, 22.10.2008,
<http://www.tumgazeteler.com/?a=4254378> Erisim Tarihi
(02.06.2009).
- ŞANLI, Ufuk, **Paranın Zalim Efendileri Hedge Fonlar**, 16.05.2008,
<http://www.tumgazeteler.com/?a=2852318> Erisim Tarihi
(07.06.2009).
- ŞANLI, Ufuk, **Türkiye Hedge Fonlar İçin Yol Geçen Hamı**, 13.05.2008
<http://www.zaman.com.tr/haber.do?haberno=688683> Erisim
Tarihi (02.06.2009).
- TALAY, Mehmet Berk, **Uluslararası Finans Kuruluşlarının Kısa Tarihçeleri ve
“Dönüşüm” Öncesi Uygulamaları**,
http://paribus.tr.googlepages.com/b_talay.pdf, Erisim Tarihi
(10.03.2009).
- TAY, Arzu, Erken Uyarı Sistemleri ile Finansal Krizlerin Analizi: Türkiye ve
Geçiş Ekonomileri Örneği, Zonguldak Karaelmas Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi),
2007.
- TCMB, **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Ödemeler Dengesi
Raporu**, 2009-III, s.6 www.tcmb.gov.tr Erişim Tarihi
(09.01.2010).
- TERZİ, Nuray, **Hedge Fonlar Küresel Finans Piyasalarının Gizemli
Oyuncuları**, 1.Baskı, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., Mart
2009.

- TOPALLI, Nurgün, Finansal Krizler ve IMF' nin Kriz Politikaları, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), 2006.
- TURGUT, Ahmet, Finansal Entegrasyon ve Finansal Krizler: Türkiye Örneği (1994, 2000 ve 2001 krizleri), Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), 2006.
- TURHAN, Rıdvan, 1929 Ekonomik Krizinin Türk Basınına Yansımaları, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), 2005.
- TÜRKİYE KURUMSAL YATIRIMCI YÖNETİCİLERİ DERNEĞİ, KYD Aylık Bülten, Kasım 2003, <http://www.kyd.org.tr/data/T/KYDKasım2003AylıkBülteni.doc> Erisim Tarihi (02.03.2009).
- TÜZ, Melek, **Kriz Yönetimi: İşletmelerde Uygulama İçin Temel Adımlar**, Alfa Basım Yayım Dağıtım Ltd. Şti, Ocak 2004.
- URAS, Güngör, **“Bizim Borsada “Hedge Fon” Tehlikesi Yok”**, Milliyet Gazetesi, 19.10.2008 <http://www.milliyet.com.tr/Yazar.aspx?aType=YazarDetay&ArticleID=1005000&AuthorID=54&Date=19.10.2008> Erisim Tarihi (12.01.2009).
- ÜLGEN, Soner, Hedge Fonlar, <http://dorukkayadanismanlik.com/makaleler/8918.doc> Erisim Tarihi (26.01.2009).
- ÜRÜN, Gökhan, **Petrol Piyasalarının Yapısı, Petrolün Etkileşim Ağları ve Petrol Şirketleri Arasındaki Rekabet Ortamı**, Türkiye Petrolleri Anonim Ortaklığı (TPAO) Arama Grubu Avrasya Dosyası, Enerji Özel, Cilt:9, Sayı:1, Bahar 2003 <http://www.asam.org.tr/temp/temp882.pdf> Erisim Tarihi (11.03.2009).
- ÜSTÜNEL, Arzu, Latin Amerika Mali Krizleri ve Türkiye, Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), 2006.
- VATAN, **Piyasalar Neden Sallanıyor? 10 Soruda Kriz Rehberi**, http://www.denizhaber.com/HABER/8181/24/Piyasalar-neden-sallaniyor_-.html Erisim Tarihi (02.06.2009).

- WEBER, Axel A, **Hedge Funds: A Central Bank Perspective**, Banque de France Financial Stability Review-Special Issue on Hedge Funds, No:10, April 2007.
- W.N.W. Azman-Saini, “**Hedge Funds, Exchange Rates and Causality. Evidence from Thailand and Malaysia**”, MPRA Paper No:716, October 2006, <http://mpa.ub.uni-muenchen.de/716/> Erişim Tarihi: (22.04.2009).
- YAVAŞ, Harun, 1980 Sonrası Gelişmekte Olan Ülkelerde Yaşanan Finansal Krizler, Finansal Kriz Modelleri ve Çözüm Önerileri, Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), 2007.
- YAVUZ, Senem Yılmaz, 1990-2002 Yılları Arasındaki Ekonomik Krizlerin Türk Ekonomik Sistemine Etkileri, Niğde Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), 2006.
- YEŞİLÜRDÜ, Taliye, **Yatırım Fonlarında Türev Araç Kısıtlamaları ve Hedge Fonlar**, SPK Kurumsal Yatırımcılar Dairesi Yeterlilik Etüdü, Ankara, Temmuz 1998, <http://www.spk.gov.tr/yayingoster.aspx?yid=265&ct=f&action=displayfile&ext=.pdf> Erisim Tarihi (15.01.2009).
- YILDIRIM, Sevil, **Dünyada ve Türkiye’de Petrol**, T.C Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı Ekonomik Araştırmalar ve Değerlendirme Genel Müdürlüğü, Ağustos 2003, <http://www.scribd.com/doc/6705738/Dunyada-Ve-Turkiyede-Petrol> Erisim Tarihi (12.03.2009).
- YÜREKLİ, Özlem, Ekonomik Krizler Açısından Küreselleşme Sürecinin Gelişmekte Olan Ülke Ekonomilerine Etkileri ve Türkiye Örneği, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), 2004.
- ZÜLFİKAR, Mehmet Turgan, **Krizin Yeni Halkası: Hedge Fonları**, 22.10.2008 <http://www.tumgazeteler.com/?a=4255660> Erisim Tarihi (02.06.2009).

ÖZGEÇMİŞ

| | | | |
|---|-------------------------------------|------------------------------|--|
| Doğum Yeri ve Yılı: | Diyarbakır – 1984 | | |
| Öğr.Gördüğü Kurumlar: | Başlama Yılı | Bitirme Yılı | Kurum Adı |
| Lise: | 1995 | 2002 | Yıldırım Ulubatlı Hasan Anadolu Lisesi Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme |
| Lisans: | 2002 | 2006 | Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme |
| Yüksek Lisans: | 2007 | 2010 | |
| Medeni Durum: | Bekar | | |
| Bildiği Yabancı Diller ve Düzeyi: | İngilizce – İyi Düzeyde | | |
| Çalıştığı Kurum: | Başlama ve Ayrılma Tarihleri | Çalışılan Kurumun Adı | |
| | 2006 | 2007 | 1.Bilim Makine İnşaat San ve Tic A.Ş |
| | ... | | |
| Yurtdışı Görevleri | : | | |
| Kullandığı Burslar | : | | |
| Aldığı Ödüller | : | | |
| Üye Olduğu Bilimsel ve Mesleki Topluluklar | : | | |
| Editör veya Yayın Kurulu Üyelikleri | : | | |
| Yurt İçi ve Yurt Dışında katıldığı Projeler: | | | |
| Katıldığı Yurt İçi ve Yurt Dışı Bilimsel Toplantılar.....: | | | |
| Yayımlanan Çalışmalar | : | | |
| Diğer | : | | |

Tarih-İmza
Adı Soyadı