

**T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
PARA, SERMAYE PİYASALARI VE FİNANSAL KURUMLAR
BİLİM DALI**

Yüksek Lisans Tezi

**KÜRESEL MAKRO HEDGE FONLAR
VE
TÜRKİYE SERMAYE PİYASALARINDA
SERBEST YATIRIM FONLARI**

**Ali ÖZTÜRK
2501960908**

**TEZ DANIŞMANI
Doç. Dr. Erdiñ ALTAY**

İstanbul, Şubat 2010



T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
MÜDÜRLÜĞÜ



TEZ ONAYI

Enstitümüz **PARA, SERMAYE PİYASALARI VE FİNANSAL KURUMLAR** Bilim Dalında 2501960908 numaralı **ALİ ÖZTÜRK**'ün hazırladığı "**KÜRESEL MAKRO HEDGE FONLAR VE TÜRKİYE SERMAYE PİYASALARINDA SERBEST YATIRIM FONLARI**" konulu **YÜKSEK LİSANS/ DOKTORA TEZİ** ile ilgili **TEZ SAVUNMA SINAVI**, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği'nin 15.Maddesi uyarınca **08.04.2010** Perşembe günü saat **16.30**'da yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin**KABUL**.....'ne* **OYBİRLİĞİ /OYÇOKLUĞUYLA** karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	KANAATI(*)	İMZA
PROF.DR.N.HÜLYA TALU	Düzeltilme	
DOÇ.DR.DÜNDAR MURAT DEMİRÖZ	KABUL	
DOÇ.DR.ERDİNÇ ALTAY	Kabul	
DOÇ.DR.MUSTAFA TEKİN	RED	
YRD.DOÇ.DR.ABDÜLKADİR TUNA	Kabul	

Adres: Beşim Ömerpaşa Caddesi Kaptan-ı Derya Sokağı 34452 Beyazıt/İstanbul
Tel: 0212 440 00 00 / 14219-14220-14221-14222-14226-14227-14243
Fax: 0212 440 03 40 e-mail: sbe@istanbul.edu.tr

ÖZ

KÜRESEL MAKRO HEDGE FONLAR VE TÜRKİYE SERMAYE PİYASALARINDA SERBEST YATIRIM FONLARI

Ali Öztürk

“Küresel Makro Hedge Fonlar ve Türkiye Sermaye Piyasalarında Serbest Yatırım Fonları” adlı yüksek lisans tez çalışmasında, 1940'lı yıllar sonrasında varlık göstermeye başlayan hedge fonların bir türü olan küresel makro hedge fonlar incelenmektedir. Türkiye sermaye piyasaları özelinde, yapılandırma çalışmaları devam eden en güncel finansal ürün olan serbest yatırım fonları çalışmanın bir diğer eksenini oluşturmaktadır.

1990'lı yıllarla birlikte yoğunlaşan uluslararası özel portföy yatırımlarının en bilinenlerinden biri olan hedge fonlar bu tez çalışmasının temelini oluşturmaktadır. Küresel makro hedge fonlar ise tez konusu olarak asıl inceleme alanıdır.

Küresel makroekonomik temel analizi teknik analizle harmanlayarak ve ileri finans tekniklerini türev ürünlerle kullanarak mutlak getiri hedefinde olan hedge fonların izledikleri yöntemler tez çalışması boyunca yol gösterici olmuştur. Tezin uygulama bölümünde ise, Türkiye sermaye piyasalarında serbest yatırım fonları konusu incelenmektedir.

Küresel sistemde mevcut finansal ürünler ile bilimsel ve teknik ilerlemelerin uygulanabilir kıldığı sıradışı fon yapıları, uluslararası ekonomik sistemin, dolayısıyla da yeni dünya düzeninin, başat gücü olarak küresel finasta söz sahibi ülkeleri işaret etmektedir. Küresel makro hedge fonlar, alternatif yatırım araçlarıyla karşılaştırıldığında, yatırımlarını küresel finans piyasalarına yönlendirmek isteyen yatırımcılara üstün yatırım imkanları sağlayabilecektir.

Anahtar Kelimeler: hedge fonlar, küresel makro hedge fonlar, serbest yatırım fonları, yatırım fonları, küresel ekonomi.

ABSTRACT

GLOBAL MACRO HEDGE FUNDS AND THE FREE INVESTMENT FUNDS IN TURKISH CAPITAL MARKETS

Ali Ozturk

In the thesis called “Global Macro Hedge Funds and the Free Investment Funds in Turkish Capital Markets”, the global macro hedge funds, the type of the hedge funds that emerged after the 1940s, have been examined. Furthermore, the other subject matter of the thesis is the free investment funds that are the most popular financial instruments in progress in the Turkish capital markets.

The hedge funds, one of the most widely known international private investment portfolios that have expanded since the 1990s, constitute the core of the thesis. Moreover, the main research area is the global macro hedge funds as the theme of the thesis.

The hedge funds' methods of harmonizing global macroeconomic fundamental analysis with technical analysis and initiating advanced financial techniques with derivatives instruments to achieve absolute return objective have been guidelines through the thesis. In the practice part, the free investment funds in the Turkish capital markets have been studied.

The financial instruments that have existed in the global system and the technological advancements that have made exclusive fund organizations workable, have declared the leader nations of global finance as the dominant power of international economic system and the new world order. The global macro hedge funds, in comparison to other investment alternatives, may ensure superior investment opportunities as the vehicle for investing in global financial markets.

Key Words: hedge funds, global macro hedge funds, free investment funds, mutual funds, global economy.

ÖNSÖZ

Uluslararası sisteme dahil tüm piyasalarda, tanım kapsamındaki herbir varlık kategorisinde (hisse senedi, sabit getiri, döviz ve emtia), yatırım fonu yöneticisince belirlenebilecek bir finansal araçla (nakit veya türevler), küresel ekonomideki konjonktürel değişimlerden ve ulusal ekonomilerdeki gösterge değişikliklerinden getiri elde etmek temel hedefiyle, kaldıraçlı işlemlerle, uzun ve kısa pozisyonlar almayı ifade eden, ihtiyari ya da keyfi yatırım stratejisi küresel makro olarak tanımlanmaktadır.

“Eski ekonomi”deki tanımı ile “jeopolitik fonlar”, “yeni ekonomi”deki tanımı ile “küresel makro hedge fonlar”, hedge fonlar arasında akademik yönü en güçlü olan, bilimsel altyapısı finans teorileriyle temellendirilmiş oldukça sofistike kurumlardır.

Geçmişin sayılı ve kişilerle özdeşleşen küresel makro “mega-fon”larından, günümüzün çok sayıda ve yaygın “küçük sermaye uzmanı şirketler”ine, küresel fonların kendi içlerindeki yapısal dönüşüm, uluslararası finans tarihinde gözlenen evrime benzer niteliktedir.

Hayattaki en değerli varlığım babam ile annem teşekkürü en fazla hak edenlerdir. Bu tez çalışması boyunca ve eğitim hayatım süresince maddi ve manevi en büyük desteği sağlayan ağabeyim Ergün özel bir teşekkürle layıktır. Yetişmemde en büyük pay sahibi büyükbabam ile büyükannem ve ailesi teşekkürlerin en büyüğü ile anılmalıdır. İlave olarak, dedem ile anneanneme ve kendi aileme de büyük bir teşekkür borçlu olduğumu ifade etmek isterim.

Yüksek lisans tezi Doç. Dr. Erdinç ALTAY'ın özverili çalışmalarıyla şekillendiğinden şahsına minnettarlığımı belirtmek isterim. Para, Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar Bilim Dalı'nda görevli olanlar başta olmak üzere, öğrenim dönemimde yardımlarını eksik etmeyen İstanbul Üniversitesi'nin saygın akademisyenlerine, özellikle de Prof. Dr. Kerem ALKİN'e ve iktisat biliminin duayeni Prof. Dr. Erdoğan ALKİN'e teşekkürlerimi tezin bu en önemli kısmında sunmak isterim. Ayrıca, yazılarından ve görüşlerinden faydalanarak uluslararası iktisat kapsamındaki kavramlara jeopolitik yaklaşımlar geliştirdiğim, hariciye geleneğinin en saygın ismi Sn. Mustafa Şükrü ELEKDAĞ'a teşekkürlerimi bildirmekten onur duyuyorum.

Yüksek lisans tezimi hazırlarken; bilim dünyasında saygıların en büyüğü ile anılacak, işletmecilik biliminin ülkemizdeki duayeni, ODTÜ İşletme'nin sembol ismi, değerli hocam Prof. Dr. Muhan SOYSAL'ın öğrencilerine duyduğu güvene layık olabilmeyi amaçladım. Bilimin aydınlık yolunda ülkesi için yürüyen öğrencilerinden biri olmanın gururunu taşıyanlarca değerli hocamın isminin ebediyen yaşatılması temennilerimle.

Bu bilimsel çalışmanın taslakları Türk-Amerikan Üniversiteler Derneği'nde tamamlanmıştır. Cumhuriyet aydını, Türk-Amerikan Üniversiteler Derneği Başkanı Sn. Ayşe (Cebesoy) SARIALP'e sonsuz teşekkürlerimle ve değerli bilim insanı merhum Ruhi SARIALP'in aziz hatırasına saygıyla.

İÇİNDEKİLER

	<u>SAYFA NO.</u>
ÖZ	iii
ABSTRACT	iv
ÖNSÖZ	v
İÇİNDEKİLER	vii
TABLolar, ŞEKİLLER VE GRAFİKLER	xi
KISALTMALAR	xv
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

ULUSLARARASI ÖZEL PORTFÖY YATIRIMLARI VE YATIRIM FONLARI

1.1.	FİNANSAL SİSTEMDE ULUSLARARASI PORTFÖY YATIRIMLARI VE YABANCI ÖZEL FON HAREKETLERİ	2
1.1.1.	Uluslararası Fon Hareketlerinin Analizi	5
1.1.2.	Uluslararası Finansal Sistemde Fon Hareketlerinden Kaynaklanan Yasal Düzenlemeler	9
1.1.3.	Uluslararası Fon Hareketlerinin Kısa ve Uzun Dönemli Etkileri	10
1.2.	TEORİDE ULUSLARARASI PORTFÖY YATIRIMLARI VE YABANCI ÖZEL FON HAREKETLERİ	12
1.3.	UYGULAMADA ULUSLARARASI PORTFÖY YATIRIMLARI VE YABANCI ÖZEL FON HAREKETLERİ	14
1.4.	TÜRKİYE'DE ULUSLARARASI PORTFÖY YATIRIMLARI VE YABANCI ÖZEL FON HAREKETLERİ	17
1.5.	KÜRESEL EKONOMİK KRİZLERDE ULUSLARARASI PORTFÖY YATIRIMLARININ ETKİLERİ	20
1.6.	ULUSLARARASI FON HAREKETLERİ ÇERÇEVESİNDE KÜRESEL EKONOMİK KRİZLERLE İLGİLİ ANALİZLERE AİT SAPTAMALARIN ÖRNEKLERİ	25

1.7.	ULUSLARARASI FİNANSAL SİSTEMDE VE TÜRKİYE'DE YATIRIM FONLARI	30
1.7.1.	Yatırım Fonları Kavramı	30
1.7.2.	Uluslararası Finansal Sistemde Yatırım Fonları	31
1.7.3.	Türkiye'de Yatırım Fonları	37

İKİNCİ BÖLÜM

HEDGE FONLAR VE KÜRESEL MAKRO HEDGE FONLAR

2.1.	HEDGE FON KAVRAMI	43
2.2.	HEDGE FON YAPISI	45
2.3.	HEDGE FONLARIN TARİHÇESİ VE GELİŞİMİ	47
2.4.	FİNANSAL SİSTEM İÇİNDE HEDGE FONLAR	51
2.4.1.	Hedge Fonların Genel Özellikleri	51
2.4.2.	Hedge Fonların Finansal Sistem İçin Olumlu ve Olumsuz Yanları	53
2.4.3.	Hedge Fonların Diğer Yatırım Fonlarından Farkları	56
2.5.	HEDGE FON YATIRIM STRATEJİLERİ	58
2.5.1.	Piyasa Yönlü Fonlar	62
2.5.2.	Olay Odaklı Fonlar	63
2.5.3.	Piyasaya Duyarsız Fonlar	64
2.5.4.	Çok Stratejili Fonlar	64
2.5.5.	Hedge Fonların Fonu	65
2.6.	HEDGE FONLAR SEKTÖRÜNDE BAŞLICA YASAL DÜZENLEMELER	66
2.7.	BAŞLICA HEDGE FON TÜRLERİ	69
2.7.1.	Jeopolitik Fonlar	70
2.7.2.	Hedge Fonların Fonu	70
2.7.3.	Üniversite Vakıf Fonları Varlık Yönetim Şirketleri	72
2.7.4.	Küresel Mikro Hedge Fonlar	74
2.7.5.	Ulusal Varlık Fonları	75
2.7.6.	Emtia Alım Satım Danışmanları (CTAs)	78
2.8.	KÜRESEL MAKRO HEDGE FONLAR	78
2.8.1.	Küresel Makro Öncesi Hedge Fonlar (Jeopolitik Fonlar)	79
2.8.2.	Küresel Makro Hedge Fonların Tarihçesi	82
2.8.3.	Gelişmekte Olan Piyasa Fonları	88
2.8.4.	Küresel Makro Stratejiler	89
2.8.5.	Teoride Küresel Makro Hedge Fonlar	91

2.9.	TARİHSEL SÜREÇTE BAŞLICA HEDGE FON ŞİRKETLERİ İLE İLGİLİ ANALİZLER	93
2.9.1.	Long Term Capital Management (LTCM)	93
2.9.2.	Amaranth Advisors L. L. C.	95
2.9.3.	Bear Stearns Securities Corporation	96

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ULUSLARARASI FİNANSAL SİSTEMDE KÜRESEL MAKRO HEDGE FONLARIN GELECEĞİ

3.1.	YENİ KÜRESEL EKONOMİK DÜZEN	98
3.1.1.	Borsa Balonu Sonrası Süreç ve Teminatlandırılmış Borç Tahvilleri	98
3.1.2.	2001 Sonrası Finansal Piyasalardaki Yükseliş Trendi	103
3.1.3.	2008 Küresel Finans Krizi	110
3.1.4.	Küresel Finans Krizleri ve Hedge Fonlar	112
3.2.	2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİNDE HEDGE FONLARIN ROLÜ	117
3.3.	2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİ SONRASI ULUSLARARASI FİNANS PİYASALARI	121
3.4.	YENİ KÜRESEL DÜZENİN TAŞIDIĞI RİSKLER	122
3.4.1.	Doların Küresel Para Birimi Olarak Geleceği	122
3.4.2.	Gelişmekte Olan Piyasaların Geleceği	127
3.4.2.1.	BRIC Teorisi	128
3.4.2.2.	Decoupling Hipotezi	130
3.5.	YENİ KÜRESEL DÜZENDE TÜRKİYE İÇİN RİSKLER	133
3.5.1.	Yüksek Cari Denge Açığı	133
3.5.2.	Dış Borç Stokundaki Yükseklik ve Özel Sektörün Dış Borçları	138
3.5.3.	Finansal Sistemin Yeni Ekonomik Düzen ile Uyumu	142
3.6.	TÜRKİYE FİNANS PİYASALARINDA 2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİNİN YANSIMALARI	143
3.6.1.	2008 Küresel Finans Krizinin Türkiye Finans Piyasaları Üzerine Etkileri	143
3.6.2.	2008 Küresel Finans Krizi Sonrasında Türkiye'de Finans Piyasalarına Yönelik Alınan Tedbirler	144
3.7.	KÜRESELLEŞMENİN VE ULUSLARARASI FİNANSAL SİSTEMDE HEDGE FONLARIN GELECEĞİ	145

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE SERMAYE PİYASALARINDA HEDGE FONLAR

4.1.	TÜRKİYE SERMAYE PİYASALARINDA HEDGE FONLAR: SERBEST YATIRIM FONLARI	151
4.1.1.	Türkiye Finans Piyasalarında Hedge Fonlar	151
4.1.2.	Türkiye'de Serbest Yatırım Fonlarının Kuruluşu	152
4.1.3.	Türkiye'de Serbest Yatırım Fonları ile Yabancı Hedge Fonlar Arasındaki Farklar	154
4.2.	SERBEST YATIRIM FONLARI SEKTÖRÜNDE YASAL DÜZENLEMELER	155
4.2.1.	Serbest Yatırım Fonu Düzenlemelerinin Amaçları	155
4.2.2.	Türkiye'de Hedge Fonlara İlişkin Hukuksal Düzenlemeler	155
4.2.3.	Türkiye'de Hedge Fonların Risk Yönetim Sistemine İlişkin Düzenlemeler	158
4.3.	TÜRKİYE SERMAYE PİYASALARINDA SERBEST YATIRIM FONLARI SEKTÖRÜ VE SEKTÖRÜN GELECEĞİ	160
4.3.1.	Türkiye'de Serbest Yatırım Fonları Sektöründe Faaliyet Gösteren Şirketler	160
4.3.2.	Serbest Yatırım Fonları Sektörünün Geleceği	162
	SONUÇ	164
	KAYNAKÇA	168
	EKLER	175
	EK I: Hedge Fon Veri Kaynakları	176
	EK II: Hedge Fonlar Konusu İle İlgili Terimler ve Küresel Makro Kavramlar	177
	EK III: Ülke Kategorisinde Ulusal Varlık Fonları	180

TABLO LİSTESİ

<u>Tablo No</u>	<u>Tablo Adı</u>	<u>Sayfa No</u>
1.1.	KÜRESEL FİNANSAL VARLIKLAR	3
1.2.	KÜRESEL SERMAYE HAREKETLERİ	4
1.3.	EN BÜYÜK FON YÖNETİCİLERİ	32
1.4.	YATIRIM FONLARI PORTFÖY DEĞERİ	36
1.5.	KURUMSAL YATIRIMCILARIN YATIRIM TUTARLARI	37
1.6.	YATIRIM FONU TÜRLERİ	39
2.1.	HEDGE FONU YATIRIMCILARININ PROFİLİ	44
2.2.	HEDGE FON GRUPLARI VE YATIRIM STRATEJİLERİ	61
2.3.	YATIRIM STRATEJİLERİNE GÖRE HEDGE FONLARIN DAĞILIMI	61
2.4.	YATIRIM STRATEJİLERİNE GÖRE HEDGE FONLARIN PERFORMANSI	66
2.5.	EN BÜYÜK HEDGE FONLARIN FONU	72
2.6.	ULUSAL VARLIK FONLARININ 2007 VE SONRASINDA FİNANSAL KURUMLARA YAPTIKLARI BAŞLICA YATIRIMLAR	77
2.7.	ULUSAL YATIRIM FONLARI	77
3.1.	DÜNYANIN EKONOMİK GÖRÜNÜMÜ	105
3.2.	YÖNETİLEN HEDGE FONLARIN ÜLKELERE GÖRE DAĞILIMI	113
3.3.	HEDGE FONLARIN DİĞER FONLAR İÇİNDEKİ PAYI	114
3.4.	EN BÜYÜK HEDGE FONLAR	115
3.5.	KÜRESEL SERMAYE PİYASASININ ÖZETİ	118
3.6.	UZUN VADELİ ABD TAHVİLLERİNE YATIRIM YAPAN ÜLKELERİN PORTFÖYLERİ	125
3.7.	G-20 ÜLKELERİ	128
3.8.	PAZAR LİDERLERİ	130
3.9.	2050'DE DÜNYAYA BAKIŞ	131
3.10.	1995-2009 YILLARI ARASINDA ÇEŞİTLİ ÜLKELERİN CARİ İŞLEMLER DENGESİ	135
3.11.	YABANCI YATIRIMCILARIN MENKUL ALIM SATIMLARI	141

4.1.	RİSK YÖNETİM SİSTEMİ OLUŞTURULMASINDA	160
	UYGULANACAK İLKELER	
EK III	ÜLKE KATEGORİSİNDE ULUSAL VARLIK FONLARI	180

GRAFİK LİSTESİ

<u>Grafik No</u>	<u>Grafik Adı</u>	<u>Sayfa No</u>
1.1.	HEDGE FONLARDA KURUMSAL YATIRIMCININ PAYI	33
2.1.	HEDGE FONLARIN BÜYÜKLÜĞÜ	49
2.2.	HEDGE FONLARIN FONU, BÜYÜKLÜK	71
2.3.	BARCLAY GRUBU CTA ENDEKSİ VE YÖNETİLEN CTA VARLIKLARI	85
2.4.	HFRI MAKRO ENDEKSİ İLE S&P 500 KARŞILAŞTIRMASI	87
3.1.	KÜRESEL CDO HACMİ	102
3.2.	KÜRESEL EKONOMİK BÜYÜME	104
3.3.	KÜRESEL ENFLASYON	106
3.4.	DÜNYA TİCARET HACMİ	107
3.5.	GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERİN DÖVİZ REZERVLERİ	108
3.6.	GELİŞMİŞ ÜLKELERDE POLİTİKA FAİZLERİ	123
3.7.	ABD FAİZLERİ	127
3.8.	CARİ İŞLEMLER DENGESİ	138
3.9.	TÜRKİYE'YE YABANCI SERMAYE GİRİŞİ	140

ŞEKİL LİSTESİ

<u>Şekil No</u>	<u>Şekil Adı</u>	<u>Sayfa No</u>
1.1.	ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARI TEORİSİ	6
1.2.	MALİ KRİZLERİN NEDENLERİ	23
1.3.	ULUSLARARASI SERMAYE PİYASALARI KATILIMCILARI	34
2.1.	BASİT BİR HEDGE FON YAPISI	46
2.2.	1971'DEN BERİ ÖNEMLİ KÜRESEL MAKRO PİYASA OLAYLARI	47
2.3.	OFFSHORE HEDGE FON MERKEZLERİ	69
3.1.	BÖLGELER İTİBARIYLA DÜNYA'DA BÜYÜME	132
3.2.	CARİ İŞLEMLER DENGESİ	134
3.3.	EKONOMİDEKİ VERİMLİ DÖNGÜ	137
3.4.	NET SERMAYE HAREKETLERİ	139
3.5.	AVRUPA HEDGE FON PİYASASINDAKİ TRENDLER	148

KISALTMALAR LİSTESİ

AB	:Avrupa Birliği
ABD	:Amerika Birleşik Devletleri
bs.	:Basım
bsk.	:Baskı
ed. by	:Editör
et. al.	:Çok yazarlı eserlerde ilk yazardan sonrakiler
Ibid	:Aynı eser/yer
İMKB	:İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
Loc. cit	:Yazara ait son zikredilen yer
Op. cit	:Adı geçen eser
s.	:Sayfa
SPK	:Sermaye Piyasası Kurulu
ss.	:Sayfalar
TSPAKB	:Türkiye Sermaye Piyasaları Aracı Kuruluşlar Birliği
vb.	:ve benzeri

GİRİŞ

Küresel özel fon akımları, hedge fonlar, küresel makro hedge fonlar ve serbest yatırım fonları bu çalışmanın genel çerçevesini oluşturmaktadır. Dört bölümde incelenecek olan tez konusunun ilk odaklanma noktası, tüm uluslararası fonların kaynaklandığı uluslararası özel portföy yatırımları ve yabancı özel fonlardır. Ayrıca, ilgili bölümde uluslararası finansal sistemde ve Türkiye'de yatırım fonları ayrıntılandırılacaktır.

İkinci bölümde, çalışmanın çatısını meydana getiren hedge fonlar, hedge fon türleri ve türevleri bazında detaylandırılırken, tez çalışmasına da adını veren küresel makro hedge fonlar yatırım stratejileri başta olmak üzere tüm yönleriyle incelenecektir.

Üçüncü bölümde, küresel makronun kelime olarak kökenini de ifade eden, makroekonomik göstergelerdeki değişimin yönünün yeni küresel ekonomik düzen çerçevesinde incelenmesi ve yakın tarihimizde bu değişkenlerin küresel finans sistemine etkilerinin irdelenmesi amaçlanmıştır. Teorik kısmın son bölümü olan bu bölümde, uluslararası finansal sistemde küresel makro hedge fonların ve Türkiye'de serbest yatırım fonlarının geleceği küresel riskler ve geleceğe yönelik projeksiyonlar temelinde araştırılacaktır.

Yüksek lisans tezinin son bölümü olan dördüncü bölüm, hedge fonların ülkemizdeki uygulaması olan serbest yatırım fonlarına ayrılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

ULUSLARARASI ÖZEL PORTFÖY YATIRIMLARI VE YATIRIM FONLARI

1.1. FİNANSAL SİSTEMDE ULUSLARARASI PORTFÖY YATIRIMLARI VE YABANCI ÖZEL FON HAREKETLERİ

Uluslararası sermaye akımlarının irdelemesini yapmadan uluslararası özel fonları ve de en önemlisi hedge fonlar gerçeğini anlamak mümkün değildir. Bu bağlamda özellikle 1990'lı yıllardan sonra hız kazanan bir olgu olan paranın yüksek getiri hedefiyle küresel ölçekte sınırsız dolaşımını sağlayan temel unsurları aşağıdaki maddelerle açıklamak uygun olacaktır:¹

- ulusal piyasaların yabancı yatırım kuruluşlarının faydasına sunulması,
- kalkınmış Batı ekonomilerinde faizlerin gerilemesi sebebiyle yüksek getiri oranları arayışında olan fonların bulunması,
- gelişmekte olan ekonomilerde uygulanan sabit kur rejimleri,
- bilgisayar ve internet teknolojisi başta olmak üzere verimlilik artışı sağlayan teknik ilerlemeler,
- küreselleşme,
- uluslararası portföy yönetimi amaçlı risk yönetim stratejileri,
- asimetrik enformasyondan kaynaklanan yatırımcı davranışları.

Finansal liberalizasyonun özü anlamına gelen **sermaye hesabı işlemlerini**

¹ Saruhan Özel, **Global Finansal Krizler**, DenizKültür Yayınları No: 13, İstanbul, DenizKültür, Temmuz 2005, ss. 15-17.

serbestleştirme uygulaması yoluyla dünya ekonomisindeki küreselleşme süreci, uluslararası finans piyasalarında çeşitli tanımlamalar altında isimlendirilen nice fonun bir ülkeden diğerine özgürce yatırım yapabilmesi ve kazanç imkanlarından faydalanabilmesi ortamını yaratmıştır. Bu çerçevede ortaya çıkan uluslararası sermaye akımları: Özel sermaye akımları, kalkınma amaçlı resmi sermaye akımları ve dolaysız sermaye yatırımları olarak görülmektedir. Sıralanan bu farklı türdeki sermaye akımlarının temel niteliği, kaynaklarının uluslararası para ve sermaye piyasaları olmasıdır. 1990'lı yılların başında şekillendirilen müsait finansal yapının da yardımıyla, gelişmekte olan ülkeler, para ve sermaye piyasalarını uluslararası finansal rekabete açık hale getirerek uluslararası portföy yatırımlarını kendilerine çekebilmişlerdir. Küreselleşmenin gözler önüne serdiği en çarpıcı gerçek, mal akımlarından ya da uluslararası ticaret hacminden bağımsız, trilyon dolarlarla ifade edilen parasal bir büyüklüğün dünya ekonomisine damgasını vurmasıdır.²

Tablo 1.1 ve 1.2'de, küresel finansal varlıklar ve sermaye akımlarının ulaştığı boyut gösterilmektedir.

TABLO 1.1.: KÜRESEL FİNANSAL VARLIKLAR

KÜRESEL FİNANSAL VARLIKLAR (1980 - 2007)										
	1980	1990	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
GSYH (Trilyon Dolar)	10,1	22	31,7	31,6	32,8	36,9	41,6	44,8	48,3	55
Malî Stok (Trilyon Dolar)*	12	43	94	92	96	117,34	134,37	142,02	167,12	196
Derinlik (M S/GSYH) %	118,81	195,45	296,53	291,14	292,68	318	323	317	346	356,36

Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu, Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, (Çevrimiçi) www.spk.gov.tr, 4.8.2009.

² Nurdan Aslan, **Uluslararası Özel Sermaye Akımları: Portföy Yatırımları ve Sıcak Para Hareketleri**, 2. bsk., Yayın No: 88, Eğitim Dizisi: 15, İstanbul, Türkmen Kitabevi, 1997, ss. 5-6.

TABLO 1.2.: KÜRESEL SERMAYE HAREKETLERİ

KÜRESEL SERMAYE HAREKETLERİ (2001- 2007) milyar dolar														
	Dışarıya Yapılan Yatırımlar						İçeriye Yapılan Yatırımlar							
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Amerika														
Doğrudan Yatırımlar	142,4	154,5	149,6	316,2	36,2	241,2	333,3	167	84,4	63,8	146	112,6	242	237,5
Portföy Yatırımları	90,6	48,6	123,1	177,4	257,5	499	294,6	428,3	427,6	550,2	867,3	832	1126,9	1145,1
Diğer Yatırımlar	144,7	87,9	54,3	510,1	267	513,9	661,9	187,5	283,2	244,4	519,9	302,7	692,3	675
Yedek Varlıklar	4,9	3,7	-1,5	-2,8	-14,1	-2,4	0,1	-	-	-	-	-	-	-
Toplam	382,6	294,7	325,4	1000,9	546,6	1251,7	1289,9	782,9	795,2	858,3	1533,2	1247,3	2061,1	2057,7
İngiltere														
Doğrudan Yatırımlar	61,8	50,3	65,6	98,2	91,7	89,5	269,1	53,8	25,5	27,6	77,9	195,6	146,1	224,9
Portföy Yatırımları	124,7	-1,2	58,4	259,2	291,5	366,9	255,6	69,6	76,2	155,6	159,9	240,3	292,4	420,9
Diğer Yatırımlar	255,5	151	415,6	596,9	931,6	776,7	1520	327	109,1	396,7	741,2	936,2	862,2	1554,2
Yedek Varlıklar	-4,5	-0,6	-2,6	0,4	1,7	-1,3	2,6	-	-	-	-	-	-	-
Toplam	437,6	199,5	537,1	954,7	1316,5	1231,8	2047,2	450,5	210,8	579,9	979	1372,1	1300,7	2200
Japonya														
Doğrudan Yatırımlar	38,5	32	28,8	31	45,4	50,2	73,5	6,2	9,1	6,2	7,8	3,2	-6,8	22,2
Portföy Yatırımları	106,8	85,9	176,3	173,8	196,4	71	123,5	60,5	-20	81,2	196,7	183,1	198,6	196,6
Diğer Yatırımlar	-46,6	-36,4	-149,9	48	106,6	86,2	260,6	-17,6	26,6	34,1	68,3	45,9	-89,1	48,9
Yedek Varlıklar	40,5	46,1	187,2	160,9	22,3	32	36,5	-	-	-	-	-	-	-
Toplam	139,2	127,7	242,3	413,6	370,8	239,4	494,1	49,1	15,7	121,5	272,8	232,2	102,6	267,7
Kanada														
Doğrudan Yatırımlar	36,2	26,8	23,6	42,6	29,7	39,3	54	27,7	22,1	7,2	-0,7	27,2	62,8	11,8
Portföy Yatırımları	24,4	18,6	13,8	18,9	44,1	69,2	42,8	24,2	11,9	14,1	41,8	7,8	27,9	-32,5
Diğer Yatırımlar	10,7	7,9	14,2	7,1	16,6	31	55,1	7,8	5,1	12,3	-3,9	29,8	30,8	56,8
Yedek Varlıklar	2,2	-0,2	-3,3	-2,8	-1,3	0,8	3,9	-	-	-	-	-	-	-
Toplam	73,4	53,2	48,3	65,8	91,7	140,3	155,8	59,7	39	33,6	37,1	64,8	121,5	136
Avrupa Bölgesi														
Doğrudan Yatırımlar	298	163,8	165,4	205,1	459,7	448	552	199,8	185	153,2	121,4	189,2	258,7	391
Portföy Yatırımları	255	163,2	318,3	428,1	512,4	667,8	585,1	318,3	298,4	383,3	520	682,4	1008,8	891,7
Diğer Yatırımlar	243,6	220,8	284,1	392,5	689,8	906,4	1152,9	238,1	59,9	198	355,8	798,7	881,8	1255,8
Yedek Varlıklar	-16,4	3	-32,8	-15,6	-22,9	2,6	6	-	-	-	-	-	-	-
Toplam	780,1	550,7	735	1010,1	1639	2024,8	2296	756,2	543,2	734,5	997,1	1670,3	2149,3	2538,5
Gelişmekte Olan Piyasalar ve Ülkeler														
Doğrudan Yatırımlar	41,4	32,9	37,5	86,7	115,1	213,7	245,6	227,9	190,1	203,8	276,4	374,2	464	532,5
Portföy Yatırımları	105,7	88,3	131,6	161,2	265,7	525,3	497	13,7	-13,9	84,8	133,3	201,3	336,6	441,8
Diğer Yatırımlar	-42,9	-20	131,3	203,4	261,1	409,4	788	-56,9	3,4	126,4	211,1	184,6	383,8	955,1
Yedek Varlıklar	124,7	195,1	364	508,5	595,9	754,5	1256,3	-	-	-	-	-	-	-
Toplam	228,9	296,4	664,3	959,7	1237,8	1902,9	2786,9	182,7	179,6	415	620,9	760	1184,5	1929,4

Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu, Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, (Çevrimiçi) www.spk.gov.tr, 4.8.2009.

Hemen hemen her gelişmekte olan piyasada finansal liberalizasyon kendini iki aşamalı bir süreç olarak göstermektedir. Birinci aşama, yurtiçi finansal piyasaların kamu denetiminden ve kontrollerinden çıkarak liberalleşmesidir. Bu durum, faiz oranlarının belirlenmesinde arz talep sürecini başlatarak, ülke içinde tasarruf oranı artışı ve kaynakların verimli dağılımı ile sonuçlanmaktadır. İkinci aşama olan uluslararası piyasalara açılma süreci ise ödemeler bilançosunun sermaye hesabının serbestleştirilmesi ile uygulamaya geçirilmektedir. Bunun devamında yurtiçi yerleşiklerin yabancı para birimleri ile işlem yapabilmelerinin önündeki engellerin kaldırılması liberalleşmenin ileri bir aşamasını oluşturmaktadır. Kısa dönemli kazançlara duyarlı yabancı para giriş çıkışlarının ve piyasa belirsizliklerinin ortaya çıkışındaki etmenleri şekillendiren süreçte yaşananlar ise aşağıdaki gibidir:³

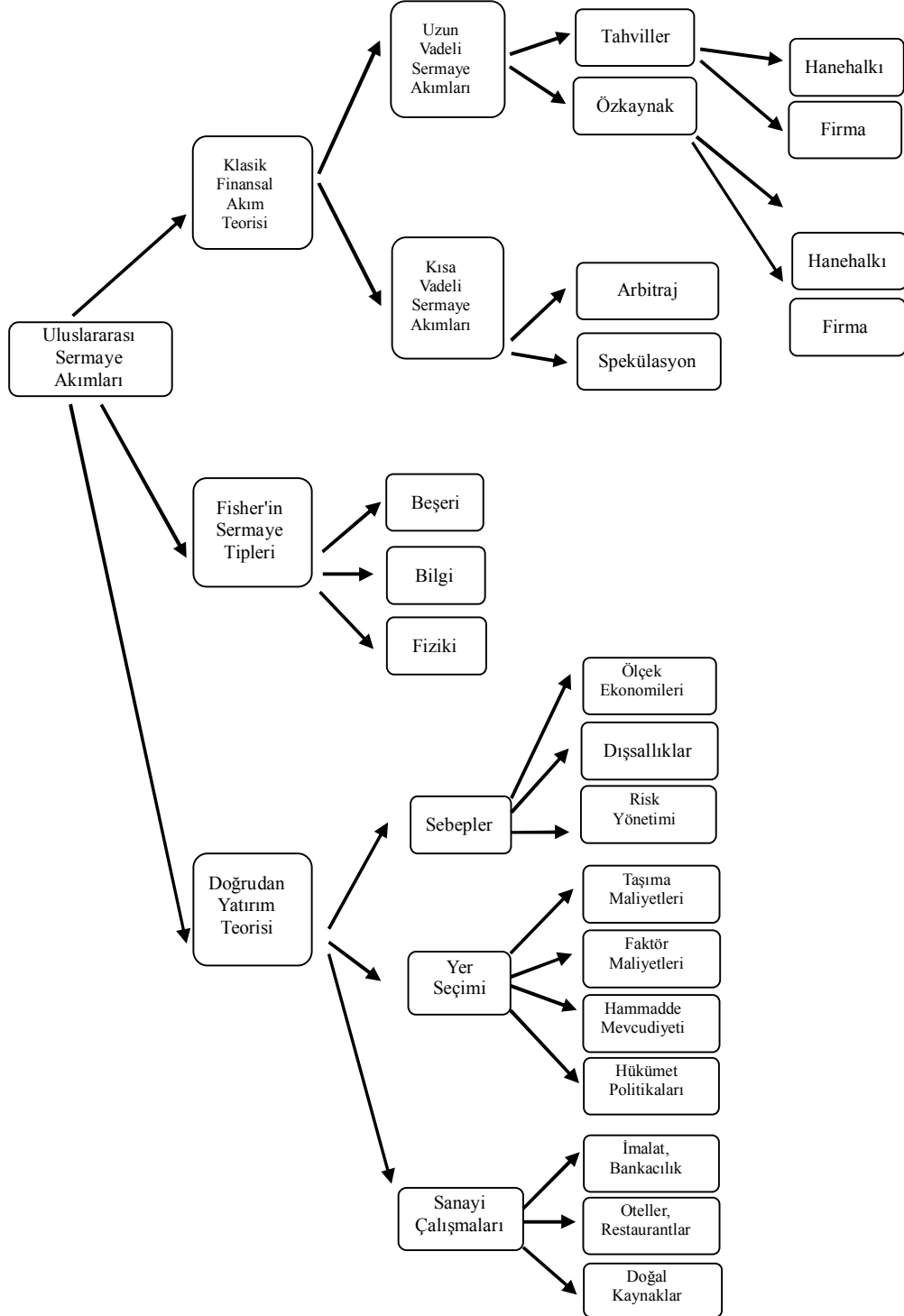
- yabancı fonlar yurtiçi piyasalardan özgürce borçlanırlar,
- bu imkan, aracı kurumlara ve bankalara döviz alım satım ve dövizle borçlanma için gereken altyapıyı sağlar,
- serbest faizin asıl işlevi, yurtiçi tasarruf oranını yükseltmek ve yatırımları uzun vadeli projelere kanalize etmekken, tam tersine ülkeyi kısa vadeli sermaye hareketlerinin ve spekülatif fonların hedefi haline getirmektedir,
- benzer biçimde, amacı mal hareketlerinde belirleyici konumda olup dış ticaret dengesinde olumlu yönde gelişmeler sağlamakla görevli serbest döviz kuru ise yurtiçi piyasalarca yönlendirilen kurun hem arz tarafından hem de talep tarafından baskı altında tutulduğu bir döviz piyasasının oluşmasına neden olmaktadır.

1.1.1. Uluslararası Fon Hareketlerinin Analizi

Şekil 1.1.'de de görüldüğü gibi, uluslararası sermaye akımları temelde üç farklı teori esas alınarak incelenebilmektedir; bunlar sırasıyla, Klasik Finansal Akım Teorisi, Fisher'in Sermaye Tipleri ve Doğrudan Yatırım Teorisi'dir. Tez çalışmasının genel çerçevesini oluşturan Klasik Finansal Akım Teorisi temelinde sermaye akımları kısa

³ Ibid., s. 11.

ŞEKİL 1.1.: ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARI TEORİSİ



Kaynak: Nurdan Aslan, **Uluslararası Özel Sermaye Akımları: Portföy Yatırımları ve Sıcak Para Hareketleri**, 2. bsk., Yayın No: 88, Eğitim Dizisi: 15, İstanbul, Türkmen Kitabevi, 1997, s. 47.

vadeli ve uzun vadeli sermaye akımları olarak iki bölümde incelenir. Küresel mali kaynak hareketleri de ikiye ayrılmaktadır; bunlardan birincisi özel sermaye akımları, ikincisi ise kamu sermaye akımlarıdır. Bu maddelere ilave olarak dış rezerv değişimleri de sayılabilir. Dolaysız yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar net özel sermaye akımlarını meydana getirmektedir. Bu sınıflandırmada, kısa vadeli yatırımlar diğer net yatırımlar başlığı altında incelenmektedir. Gelişmekte olan piyasalara dönük **toplam net sermaye akımları** özelinde sürdürülen araştırmalarda özetle şu bulgular ortaya konmaktadır: İlgili ekonomilere net sermaye girişleri 1996 yılına kadar artış trendi izlemişken, 1997 ve 1998'de azalış trendi gözlemlenmektedir. Azalışın nedeni Asya Krizi ve Rusya Krizi'dir. Bu dönemde özel sermaye akımları kapsamında en sert düşüş, kısa vadeli özel sermaye hareketlerini içeren, net diğer yatırımlar kaleminde görülmektedir. Net resmi akımların payı özel sermaye akımlarına nazaran oldukça küçük kalmaktadır. Gelişmekte olan piyasalara artan oranlı özel fon akımları olduğu ve bu fonların ülkelerin kalkınmasındaki önemi sürekli vurgulanırken; bu önyargıları geçersiz kılarcasına, birtakım veriler tam tersi yönde bulguları ortaya koymaktadırlar. Bu dönemde, taraf ülkelerden yapılan menkul kıymet kazancı transferleri oldukça yüklü boyuttadır; hatta, dönem dönem net sermaye akımları eksi rakamlarla ifade edilmektedir. Bunun anlamı, bu ülkelerden net sermaye çıkışı olduğudur. Bir diğer dikkat çekici nokta da, bu ekonomilerde 1994 sonrası süreçte dış rezervlerin oldukça büyümesine karşın, 1998'de net bir küçülmenin gözlemlendiği gerçeğidir. Kalkınmakta olan ülkeler, geçmişten de ders alarak, uluslararası piyasalarda likidite sıkıntısının yaşandığı dönemlerde yabancı sermaye bulmadaki zorlukları düşünerek, finansal krizlere direnç gösterebilme amacıyla döviz stoku miktarını arttırmaktadırlar. Tahmin edilebileceği gibi 1998'de, yani kriz senesinde, gelişmekte olan piyasalara ait ekonomilerin toplam döviz rezervlerinde sert düşüşler yaşanmıştır.⁴

Gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere resesyon dönemlerinde özel sermaye

⁴ Halil Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat: Teori Politika ve Uygulama**, 14. bsk., İstanbul, Güzem Yayınları, Ocak 2001, ss. 713-714.

akımlarının genel özellikleri irdelendiğinde, şu hususlar netleşmektedir:⁵

- resesyon dönemlerinde fon akımları hız kesmektedir,

- ABD'den Batı Avrupa ülkelerine fon hareketleri giderek artmaktadır. Bunun açıklaması da şu şekilde yapılabilir: Bir gelişmiş ülke başka bir gelişmiş ülkeye yatırım yaptığında, ilgili ülke bu fonu yerel piyasaya dönük üretim artışı amaçlı kullanırken, gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere akan fonlar ise ilgili ülkelerin ihracatçı firmalarını desteklemek için kullanılırlar. Gelişmiş ülkelerden az gelişmiş ülkelere fon hareketlerinin hedef aldığı alanlar; petrol ve madenler başta olmak üzere, yoğunluklu olarak doğal kaynaklar ve hammadde yatırımları olarak dikkat çekmektedir. Geçmişe bakıldığında, ortak özellik olarak, tüm gelişmekte olan ülkelerin yerel piyasalarının sığ olduğunu ve esasen bu ülkelerin gelişmiş ülkelere üretime dönük hammaddeler tedarik etmek dışında pek bir işlevlerinin olmadığı bilinmektedir. Bu temel özellikleri sebebiyle, gelişmiş ülke ekonomilerinin genişleme dönemlerinde gelişmekte olan ülkelere akan özel fon miktarı artmış ve dolayısıyla da küresel ekonomik büyüme hız kazanmıştır; tersi de, daralma ve resesyon dönemleri için geçerlidir. Uluslararası ekonomideki dönemsel dalgalanmalardan en olumsuz etkilenenler de, uluslararası özel fon hareketlerinin yönü sebebiyle, gelişmekte olan ülkelerdir. Geçmişte yaşanan bu trend, küreselleşme çağında tamamen tersine dönmektedir. Doğal kaynakları tamamen tükenmeye yüz tutan gelişmiş ülkeler, sanayileri için her geçen gün daha çok gelişmekte olan ülkelere muhtaç hale gelmektedirler. Örneğin, ABD'nin gelişmekte olan ülkelere hammadde bağımlılığı; 1950'lerde % 10 iken, 1970'lerde % 30'dur. Günümüzde bu süreç, hammadde bağımlılığının üretim yapısının temel bileşenlerinden biri haline gelmesi ile sonuçlanmıştır. Bu sebeple, gelişmekte olan ülkelere özel sermaye akımları çeşitli fon yapılanmaları yoluyla hızla artmaktadır. Gelişmekte olan ülkeler, Batı'nın hammadde bağımlılığından da maksimum yararlanarak, emtia piyasalarında olduğu kadar finans piyasalarında da değişim yaşamışlardır. Böylece, bu fonların talep ettiği finansal düzen kurulmuştur.

⁵ İsmail Türk, **Maliye Politikası: Amaçlar-Araçlar ve Çağdaş Bütçe Teorileri**, 14. bs., Ankara, Turhan Kitabevi Yayınları, Eylül 2001, s. 273.

Yabancı özel fonlarla ilgili değer yargılarındaki değişimin yönü ise şu şekildedir:⁶

- yabancı özel fonların kalkınmadaki önemi anlaşılmıştır,
- yabancı özel sermaye fonlarının kamulaştırılamayacağı gerçeği ile yüzleşilmiştir,
- karın bir ülkeden diğerine, tüm uluslararası sistemde sınırsız dolaşımının sağlanacağı garanti edilmiştir,
- gerek özel sermaye fonları olsun, gerek diğer yabancı fonlar olsun; yatırım projeleri hızla değerlendirilerek, yabancı sermayenin ulusal kalkınmaya katkısı hızla sağlanmıştır.

Tabi ki, özel sermaye fonları kalkınmanın sadece bir boyutudur. Kalkınma, ilgili ülkenin kendi iç dinamikleri ile ilgili yapısal bir sorun, kendi ulusal kaynaklarının verimliliği ile ilgili çok boyutlu bir kavramdır.

1.1.2. Uluslararası Finansal Sistemde Fon Hareketlerinden Kaynaklanan Yasal Düzenlemeler

Pekçok gelişmekte olan ülke ulusal finans piyasalarında güncel düzenlemelere gitmiştir. Getirilen yenilikler özünde; yabancı sahiplik payı konusundaki engellerin kaldırılması, sermaye hesabının liberalize edilmesi ile muhasebe standartlarının benimsenmesi ve uygulanmasının yaygınlaştırılmasını içermektedir. Yeni gelişmekte olan ülkelerdeki kazanç olanaklarından ya da arbitraj imkanlarından faydalanmak amacıyla olan portföy yatırımcıları, niyetlerini gerçekleştirebilme arzusuyla, kalkınmakta olan ülkelerin karşısına bir dizi taleple çıkmaktadırlar. Detaylı talepleri kısaca ifade etmek gerekirse, bunlar:⁷

- hisse senedi yatırımlarını kısıtlayıcı kuralları gevşetmek ya da engelleri tamamen kaldırmak,
- ekonomik istikrarı sağlamak,
- hisse senedi piyasalarını etkinleştirmek,

⁶ Ibid., s. 274.

⁷ Aslan, Op. cit., ss. 115-118.

- dışa açıklık ve dış piyasalar ile entegrasyonda ilerleme kaydetmek,
- politik istikrar,
- piyasa düzenlemelerinde ve denetiminde yasal çerçeveyi oluşturmak,
- yatırımcıların haklarını düzenleyici kuralları belirlemek,
- yabancıların alım satım işlemlerine ve mülk edinimlerine dönük engelleri kaldırmak şeklindedir.

1.1.3. Uluslararası Fon Hareketlerinin Kısa ve Uzun Dönemli Etkileri

Hedge fonlar başta olmak üzere, uluslararası fon hareketleri finansal varlık gruplarından tek tek hisse senetlerine kadar tüm finansal ürün fiyatlarında ayarlamalar yapılmasını ve fiyatlama farklılıklarının ortadan kaldırılmasını sağlarken, küresel ölçekte ortalama getiri oranları da azalmaktadır. Azalan getiriler sebebiyle, uluslararası yatırımcılarca getiri olasılığı yüksek ve riskli pozisyonlara yüksek tutarlarda sermaye akıtılmakta, bu da uluslararası fon hareketlerinin toplam büyüklüğünü arttırmaktadır.⁸

Küresel ekonomideki finansal ürünlere ait fiyat/kazanç oranlarının düşüşüne ilave olarak, uluslararası fon hareketlerinin finansal sisteme etkilerini uzun ve kısa dönemli etkiler olmak üzere iki bölümde incelemekte yarar bulunmaktadır.⁹

Uluslararası fon hareketlerinin kısa dönemli etkileri şu cümlelerle ifade edilebilir:

- sıcak para hareketlerinin ilk ve en önemli etkisi faiz üzerine olanıdır; yurtiçi nominal ve reel faiz oranlarının düşürülmesi sürecine katkıları inkar edilemez,
- artış yönündeki etkisi ise hisse senedi ve gayrimenkul piyasası benzeri yapılanmalardadır,
- spekülatif yabancı sermaye girişinde arzu edilmeyen artışlar gözlemlendiğinde

⁸ Barton Biggs, **Hedge Cambazları: Yatırım Dünyasından Altın Deneyimler**, Çeviren: Neşenur Domaniç, İstanbul, Scala Yayıncılık, Ocak 2008, s. 24.

⁹ Aslan, Op. cit., ss. 113-115.

düzenleyici kurumlar gerekli tedbirleri süratle almaktadırlar,

- kronik enflasyon, her zaman rahatsızlığı hissedilen bir unsur olarak ekonomik dengeleri alt üst etmektedir,
- bankacılık sektöründeki yasal düzenlemelerde noksanlıklar finans sektörünün geneline yayılan yapısal sorunlara sebep olmaktadır. Yoğun uluslararası akımlara maruz kalan ülkeler açık pozisyonlara sınırlamalar koyma gibi önlemler uygulamışlardır. Vergi oranları bazında ya da büyüklük bazında yabancı alımlarına limitler getirilerek bu sorun aşılmaya çalışılmıştır,
- en olumlu etki borçlanma maliyetlerindeki düşüşte kendini göstermektedir,
- yabancı sermaye akımlarının bir diğer pozitif etkisi kaynak dağılımında verimliliği sağlamasıdır; çünkü, uluslararası piyasalardan en çok ve en sıklıkla borçlanan kesim özel sektördür.

Uluslararası fon hareketlerinin uzun dönemli etkileri ise şu şekilde özetlenebilir:

- piyasa ve rekabet koşullarına uygun faaliyet gösteren bir borsa organizasyonu, benzer şekilde kaynak kullanımında verimliliği arttırmaya hizmet edecektir. Ülke fonlarının yerel piyasalara odaklanması, yoğun olarak ulusal firmaları destekleyerek, firmalara maliyet avantajı sağlamak ve fiyatlama avantajı sağlamaktadır,
- nihai çözümlemede; yabancı kaynak finansmanında çeşitlendirme, borçlanma maliyetlerinde iyileştirme, yatırımlara yönelik sübvansiyonlar için kaynak sağlama, sermaye piyasalarının etkinleşmesinde aktif rol oynama, ulusal ekonomi için gerekli likiditeyi sağlama hizmeti verme gibi özellikler portföy akımlarının yararları olarak sıralanabilir,
- mevcut küreselleşme trendine ve sıcak para hareketlerine olan muhalefet geliştirmekte olan ülkelerde her geçen gün ne kadar yükselirse yükselsin, tüm geliştirmekte olan ülkeler bu süreçten var olan maksimum faydayı elde etmek için gereken tüm kolaylıkları sağlamaktadırlar. Geliştirmekte olan ülkeler; gelişmiş ülkeler kategorisine dahil olabilmek, bu hedefe ulaşmasalar dahi en azından uluslararası birkaç marka yaratmak, kendi denetim ve düzenleme kurumlarına işlerlik kazandırmak, uluslararası muhasebe ve finansal standartlara uyumu gerçekleştirmek, ulusal ve uluslararası düzeyde yatırımcının korunmasına yönelik yasal düzenlemeleri

hayata geçirmek ve para transferlerinde yasal korumayı sağlamak gibi öncelikli hedeflere odaklanmak suretiyle küreselleşme trendinden optimum faydayı sağlamak amacındadırlar,

- kısa vadeli sıcak para hareketlerinden ziyade uzun vadeli projelerle yatırım imkanları arayan kurumsal yatırımcılar, gelişmekte olan ülkeler için diğer yatırımcı türlerinden daha ayrıcalıklı olabilirler. Portföy akımlarının sağladıkları faydayı her iki tarafın da avantajına olacak şekilde biçimlendirirken, geleceğin yeniden yapılandırılmasında yabancı sermaye akımları en etkili faktör olabilecektir.

Özetle, mikro bazda firmaların ve makro bazda uluslararası ekonomik sistemin gerçekleştirdiği herbiri reform niteliğindeki atılımlarla küresel ekonomik dönüşüm hız kazanmış, uluslararası özel fon akımlarının önemi artmıştır. Bu atılımlar şu sırayla özetlenebilir; şirketlerin üretim hacimlerini arttırmaları, marka ve üretim üssü bazında çeşitlemeye gidilmesi, AR-GE bütçelerindeki artış oranı, büyüme kavramının kar kavramının önüne geçmesi, şirket birleşmelerinin hızlanması, uluslararası nakliye ve iletişim sektörlerindeki büyüme ivmesi ve uluslararası finans piyasalarının bu ivmenin başlattığı süreç sonunda küreselleşmesi, küreselleşmenin uluslararası özel fon akımlarını arttırıcı etkisi ile yaygın ve ucuz sermaye bulma imkanlarının yakalanabilmesi, bilimsel ve teknik ilerlemelerin çağ atlaması, küresel rekabetin üretim sektörlerindeki kazanç oranlarını düşürmesi olgusu, faiz oranları ve döviz kurları bazında aşağı ve yukarı yönlü sert hareketlerin finans piyasalarında kar fırsatları yaratması ve sabit faiz ve kur rejimleri yerine, değişken faiz ve dalgalı kur rejimlerinin uygulamaya konması.¹⁰

1.2. TEORİDE ULUSLARARASI PORTFÖY YATIRIMLARI VE YABANCI ÖZEL FON HAREKETLERİ

Uluslararası fon hareketlerinin mevcut finansal liberalizasyon koşulları dahilinde

¹⁰ Öztin Akgüç, **Finansal Yönetim**, 6. Baskı, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Muhasebe Enstitüsü Yayın No: 63, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Muhasebe Enstitüsü Eğitim ve Araştırma Vakfı Yayın No: 15, İstanbul, Avcıol Basım-Yayın, Kasım, 1994, s. 4.

teorik açıklamalarından biri **portföy dengesi teorisidir**. Bireysel bazdaki teorinin uluslararası düzeyde ifadesi olan **uluslararası portföy dengesi teorisi**; bireysel portföy yapılanmalarının bilimsel altyapısındaki kavramların uluslararası finansal sistemdeki yansımalarının açıklamasıdır. Uluslararası yatırımcının fon havuzu; ulusal ve uluslararası tahvil, hisse senetleri, vb. yatırım araçlarından oluşur. Finansal liberalizasyon uluslararası menkul kıymetlerin ticaretini oldukça basitleştirmiştir. Uluslararası yatırım araçlarının en büyük avantajı, yerel sermaye piyasalarındaki dalgalanmaların yatırımların getirisine vereceği zararın en aza indirilmesini sağlamalarıdır. Bilimsel ifadesi ile genel portföy riski azaltılmaktadır. Bu gerçeklerle hareket eden bireysel ve kurumsal yatırımcılar; yerli ve yabancı menkul kıymetlerden, kendi öngörülerini veya portföy ya da fon yöneticilerinin öngörülerini temelinde, yatırımcıların talep ve seçimleri doğrultusunda yatırım havuzu oluştururlar. Bundan sonrası, küresel mali kaynak hareketlerinin alanına girmektedir. Uluslararası portföy sahibinin menkul kıymetlerden elde ettiği kazancı arttıkça, yeni yatırımlarla portföy genişlerken; küresel fon akımlarının, **sürekli akımlar** olarak adlandırılan kısmı bu döngüden beslenmektedir. Diğer bir kısım, **stok düzenlemeleri** olarak adlandırılan uluslararası hisse senedi piyasalarındaki düzenlemelerinden kaynaklanır. Uluslararası hisse senedi piyasalarından kaynaklanan fon hareketlerinin boyutu sürekli akımlarınkinden daha geniştir. Uluslararası portföy dengesi teorisinin özünü çeşitli küresel portföylerden meydana gelen fon yapılanmaları oluşturmaktadır. **Dağıtım değişkeni** denilen parametrenin değerindeki mevcut ya da beklenen hareketlere göre küresel portföyler yeniden yapılandırılır. Bu değişkenin alacağı değer; küresel piyasalardaki kazanç miktarı ve belirsizlik seviyesindeki dalgalanmalarla belirlenmektedir. Örneğin, uluslararası menkul getirilerine etki eden; faiz oranı, vergi oranı, temettü, vb. değişkenler, portföylerin ve fon havuzlarının yeniden yapılandırılmasına neden olarak, yabancı fon hareketlerinin yönünü belirleyebilir ve hacmini değiştirebilirler. Hisse senedi yatırımlarının etkisi sürekli akımlarınkinden daha fazladır; çünkü, birincisi, uzun vadeli portföy yapılanması neticesinde meydana getirilen fon büyüklüğündeki bir içerik değişikliğini ifade ederken; ikincisi, kısa vadeli, bir senelik, getiri miktarının portföy bileşenlerine

dağıtımını tanımlama amaçlı olarak kullanılmaktadır. Portföy dengesi teorisi, başlangıçta sadece yurtiçi menkul kıymet piyasalarına dönük olarak şekillendirilmiş olmakla birlikte; dünya ekonomisindeki yönelim doğrultusunda, küresel fon hareketliliğini yerli ve yabancı menkul kıymetlerin kullanımı ekseninde bir kavrama oturtarak, uluslararası portföy dengesi yaklaşımının akademik çevrelerce ifadesinde temel alınmıştır. Teori, sadece ulusal ve uluslararası tahvil ve hisse senetlerinde değil, diğer uluslararası yatırım araçlarını da içerecek şekilde, emtia piyasaları ve direkt yatırımları da içine alarak yeniden tanımlanabilir.¹¹

Özetle teori, uluslararası sermaye piyasalarındaki, faiz oranı, döviz kuru, vb., bir temel faktörün değişiminin, hisse senetleri portföyü düzenlemeleri çerçevesinde açıklanabilecek dinamikler neticesinde, ilk aşamada büyük boyutta bir fon hareketliliğine neden olurken; bu ilk şok atlatıldıktan sonraki hareketlerin, kişisel servet bazında ve kazanç miktarındaki artış ya da azalış miktarıyla orantılı olarak düşük hacimli sürekli akımlar olarak devam edeceğini ifade etmektedir.¹²

1.3. UYGULAMADA ULUSLARARASI PORTFÖY YATIRIMLARI VE YABANCI ÖZEL FON HAREKETLERİ

Portföy yapılanması temelinde, fon havuzlarının yatırım tercihi olan yabancı menkul kıymetlerde yatırımları değerlendirmek için iki çeşit yöntem bulunmaktadır. Yatırımcı ya risk ve beklenen getiri oranı analizini kendi yapacak ve direkt olarak uluslararası menkul kıymet portföyünü oluşturacaktır; ya da herhangi bir uluslararası yatırım fonuna varlıklarını teslim ederek portföy yönetimini uzman kuruluşlara bırakacaktır. Kendi portföyünü oluşturma yoluyla direkt yatırımın; hukuksal, teknik ve diğer bazı gerekçeler nedeniyle sakıncaları vardır. Bu sakıncalar şu şekilde sıralanabilir:¹³

- yatırımcı kendi ülkesindeki menkul kıymet piyasalarında başka ülke şirketlerinin

¹¹ Seyidoğlu, Op. cit., s. 486.

¹² Ibid., s. 487.

¹³ Halil Seyidoğlu, **Uluslararası Finans**, 2. bsk., Yayın No: 12, İstanbul, Güzem Yayınları, 1997, ss. 335-336.

finansal ürünlerine ulaşma şansı bulamayabilir; ancak, dilediği takdirde, ilgili firmanın kendi ulusal piyasasından bu menkul kıymetleri elde edebilir,

- yatırım yapılmak istenen yabancı firmaların finansal tablolarına ulaşmada zorluklar vardır ve bu finansal tabloların doğruluğu tartışma konusudur,

- bu menkul kıymetlerle ilgili işlem giderleri bulunmaktadır. Aracı kurumlara yapılacak ödemeler, sermaye kazancı ve temettü üzerinden alınan vergiler, gelirlerin transferi ve kur riski en büyük maliyet unsurlarıdır.

Bu sakıncaların ve risklerin yol açabileceği zararları en aza indirmek amaçlı çeşitli finansal ürünler geliştirilmiştir. Bu ürünler, esas menkul kıymetin bir banka tarafından emanete alınması ve bu varlığa karşı gelen tutarda değerli kağıdın yatırımcıya sunulması biçiminde oluşturulmaktadır. Böylece; gelir transferi, vergi ve döviz kuru sorunları ortadan kaldırılmaktadır. Optimal uluslararası yatırım portföyü oluşturulurken katlanılması gereken bilgi ve teknik bazlı maliyetler de muhtemel giderlere dahil edildiğinde, yatırımcının kendi uluslararası portföyünü yönetmesindeki sıkıntı ve mali yük oldukça artmaktadır. Tüm bu etmenler göz önüne alındığında; özellikle bireysel yatırımcı için, çeşitli ad ve yapılanmalarla yatırımcılara sunulan uluslararası yatırım fonları optimal çözüm olarak görülmektedir. Gelişmiş ülkelerde, özellikle derin finansal piyasalara sahip olanlarda, yatırım fonları şu başlıklar altında arz edilmektedir:¹⁴

- **Ülke fonları:** Yalnızca tek ülkenin sermaye piyasası ürünlerine yatırım yapılmaktadır. ABD'de oluşturulmuş Japon Fonu, Meksika Fonu, Kore Fonu ve Türkiye Fonu benzeri ülke fonları bu tanımlamaya örnek olarak gösterilebilir.
- **Küresel fonlar:** Fon havuzundaki varlıkların % 25'i uluslararası piyasalara ait menkullerden oluşan fonlardır. Örnek olarak, ABD'de Templeton Fund verilebilir.
- **Uluslararası fonlar:** Varlıkların % 50'si veya daha fazlası uluslararası piyasalara ait finansal yatırım ürünlerinden oluşmaktadır.

¹⁴ Ibid., ss. 336-337.

- **Bölgesel fonlar** olarak adlandırılan fon havuzları; küresel anlamda benzer sosyoekonomik ve demografik yapılanmalar gösteren coğrafi bölgelere yatırım yapan fonlardır. Bunlar; Asya Fonları, Avrupa Fonları gibi çeşitli yatırım fonu grupları halinde varlık gösterir.

Uluslararası Fonlar ise şu şekilde sınıflandırılabilir:¹⁵

- Hedge Fonlar
- Hedge Fonların Fonu
- Uluslararası Yatırım Fonları
- Uluslararası Özel Sermaye Fonları (Private Equity)
- Uluslararası Yatırımları Olan Emeklilik Fonları.

Portföy çeşitlendirmesi yalnızca ulusal sermaye piyasalarındaki ürünlerin kullanımı ile gerçekleştirilen bir yöntem değildir. Bu farklılaştırma sistemi yabancı menkul kıymetlere yatırım yapılırken de kullanılabilir. Tıpkı yerel piyasalardaki uygulamaya benzer biçimde; diğer varlık kalemleriyle korelasyonu düşük düzeyde olan finansal enstrümanlar portföy inşasında kullanılarak, getiriye olumsuz etkilemeden, risk oranı düşürülebilmektedir. Finans terminolojisindeki karşılığı ile evrensel potansiyel finansal varlık kümesinden maksimum faydayı elde etmek amacıyla; yatırım vizyonu ulusal piyasalardan uluslararası piyasalara genişleterek, getiri maksimizasyonu veya risk minimizasyonu hedeflerine ulaşmaya çalışılmaktadır. Dolayısıyla, yerel menkul kıymetlerin ihtiva ettiği yüksek riski azaltmanın yegane yolu; bu menkullerden oluşan portföydeki ürünlerin riskini düşürebilecek özelliklere sahip, mevcut portföyle korelasyonu en düşük seviyede yabancı menkulleri tespit ederek, bunları portföye dahil etmektir. Korelasyonun derecesi ile risk oranı arasında doğru orantı bulunmaktadır.¹⁶

¹⁵ Saruhan Özel, **Global Dengesizliklerin Dengesi: Ne Kadar Sürdürülebilir?, Nasıl Sonuçlanabilir?**, Yayın No: 1872, İşletme-İktisat-Muhasebe: 72, İstanbul, Alfa Yayınları, Mart 2008, ss. 53-59.

¹⁶ İMKB - Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Klavuzu, **Finansal Yönetim**, yayına hazırlayan: Serhat Yanık, Kerem Şenel, Ahmet Köse, (Çevrimiçi) www.tspakb.com.tr, 1.11.2007, Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisansı Eğitimi, İstanbul, TSPAKB, Ekim 2007, s. 95.

Özetle; portföy yönetimi kavramının uluslararası fon akımlarının yorumlanmasındaki ağırlığı oldukça fazladır. Portföy yönetimi uygulamaları çerçevesinde, dolaylı olarak, küresel bazda farklı piyasalardaki sermaye verim oranları ortalama olarak birbirlerine eşitlenmektedir. Yatırımcılar, diğer ülkelerdeki aktif kazançları daha fazla olduğunda, portföylerinde küresel çeşitlendirmeye giderek toplam getiri oranlarını arttırabilmektedirler. Kısa vadeli fon hareketlerinin, uluslararası ayarlama mekanizmasında ve küresel finans sisteminde önemli bir ağırlığı vardır. Arbitraj ve spekülasyon olgusu ise uluslararası piyasalardaki getiri oranlarını dengeleyen sıcak para hareketlerinden kaynaklanmaktadır.¹⁷

1.4. TÜRKİYE'DE ULUSLARARASI PORTFÖY YATIRIMLARI VE YABANCI ÖZEL FON HAREKETLERİ

Türkiye'de 1990'lı yıllara damgasını vuran gelişme; 1980 sonrası mal ve sermaye piyasalarındaki liberalizasyonun bir uzantısı olarak ortaya çıkan **tam konvertibilite**, yani ulusal para biriminin uluslararası piyasalarda geçerliliği ve uluslararası ticarete işlem birimi olarak kabulü kavramıdır. Böylece, kurumlar yurtdışı piyasalardan rahatça kredi sağlamaktadır. Bu gelişmenin yansımaları şu şekilde özetlenebilir: Türkiye'ye rotasını çeviren kısa süreli yabancı fon akımları yoluyla, faizlerin ve TL'nin değerinin arttığı bir dönemin kapısı açılmıştır. Bu durum yeni küresel fonları da cezbederek hareketin hız ve boyutunu arttırmış, sonuçta bir döngü ortaya çıkmıştır. Yüksek faize rağmen devalüasyonun sınırlı olması; arbitraj yoluyla, bu fonların getirilerinin uluslararası sistemdeki benzerlerinden kat be kat fazla olmasını sağlamıştır. Bir standart haline gelen bu ekonomik tablo; üretime ve büyümeye yönelik olmayan, sermaye kazançları transferi yoluyla hızla ulusal piyasaları terk etmeye meyilli ve spekülasyon üzerine strateji biçimlendiren kısa vadeli fonlardan oluşmaktaydı. Bu tablo, **finansal liberalizasyon** denilen kavramın hüküm sürdüğü zaman dilimi süresince; dış borçlarda artış, kamu açıklarında tırmanış, tüketim harcamalarında yükseliş ivmesi ve ithalatta patlama gibi istenmeyen ekonomik gelişmelere sebep olurken, Türkiye ekonomisindeki istikrarsızlık kronikleşmiştir.

¹⁷ Aslan, Op. cit., ss. 50-52.

Temelde, ithalatta ve ihracatta dengeleri sağlamada araç olarak kullanılmak istenen döviz kuru, ilgili dönem boyunca sıcak para akımlarından en çok etkilenen, en büyük dengesizlik kaynağına dönüşmüştür. Bir diğer araç olan faiz oranının kullanılmasındaki hedef ise; ulusal yatırımcıyı birikim yapmaya yönlendirmek ve yatırım harcamalarına sermaye tahsisinde verimli alanlara kanalize olabilmektir. Fakat, bu araç da istenenin tam aksi yönde spekülasyon ataklarının tetikleyicisi olmuştur.¹⁸ Finansal serbestinin en büyük sıkıntıları dış denge, kamu dengesi, para piyasası dengesi ve reel sektör dengesi gibi istikrar kalemlerinde kendini göstermiştir¹⁹

Bu denge kalemlerindeki en ciddi açık cari dengede tespit edilmiştir. 1989'dan günümüze sıkıntılar yaşanan cari dengede, 1990 yılından itibaren pekçok kez negatif değerler kaydedilmiştir. Bu olumsuzlukta en büyük pay, kısa süreli yabancı fonların ulusal parayı güçlendirmesi gerçeğine aittir. Dolayısıyla, ihracat avantajını kaybeden ve içeride ithal mallarla boğuşmak zorunda kalan reel ekonomi, dış açık sorununun sıradanlaşmasını engelleyememiştir. Döviz kurunun ülkenin gerçeklerinden bağımsız seyretmesi, planlamaya dönük uzun vadeli hedefleri alt üst etmiş, politikaları uygulanamaz hale getirmiştir. Faizlerin sürekli artışı üretim sektörünü çökertmiş, yeni üretim tesisi yatırımlarının ve teknolojik altyapı modernizasyonunun gerçekleştirilmesini zorlaştırmıştır; sermaye yoğun ekonomi inşa edilmesi ilkesi fiilen geçerliliğini yitirmiştir. Uluslararası özel fon akımlarının reel sektöre ve ihracata dönük kalkınma hedefine yaptığı olumsuz etkilerin en aza indirilmesi için; bu fon akımlarının dinamikleri ile ulusal sektörler arasındaki bağıntıların detaylı irdelenmesi gereklilikten öte zorunluluk haline gelmiştir. Para piyasası dengeleri merkez altına alındığında; uluslararası rezervlerin, yani ülkeye giren sıcak paranın cari dengeyi sağlamakta kullanılan kısmından arta kalan miktarın, hızlı yükselişi ve parasal tabandaki artış sonucu enflasyonun kontrolden çıktığı görülmektedir. En ilginç, 1990 ve sonrasında yabancı özel fonların toplam

¹⁸ Yakup Kepenek, Nurhan Yentürk, **Türkiye Ekonomisi**, 11. bs., Büyük Fikir Kitapları Dizisi: 99, İstanbul, Remzi Kitabevi, Kasım 2000, ss. 515-516.

¹⁹ Özel, Global Finansal Krizler, Op. cit., ss. 149-161.

büyüklüğü, bu zaman dilimindeki toplam endüstriyel çıktı miktarına karşılık gelen fon büyüklüğünden daha fazladır. Enflasyon cephesinde uygulanan sterilizasyon politikası ise; yurtiçi ve yurtdışı faiz marjının genişliği sebebiyle açığın daha da artması, bunu önlemek için de faizlerin daha da arttırılması sonucunu doğurmuştur. Benzer bir kısır döngü içinde çabalayan gelişmekte olan ülke ekonomilerden bazıları, özellikle uluslararası fonların etkili olduğu kriz süreçlerinden çıkış için, uluslararası sermaye vergisi uygulamalarını başlatmışlardır. Sıcak para hareketlerinin ulusal finans piyasalarındaki diğer etkileri; yabancı para cinsi mevduatlarda artış, bankaların açık pozisyon yoğunluklu işlemleri, kredi genişlemesi/mevduat artışı oranındaki büyük dengesizlik, tüketici kredileri yoluyla hanehalkı harcamalarının patlaması ve kronik enflasyondur. Vurgulanması gereken bir diğer nokta, sıcak paranın devlet tahvillerine ve hazine bonolarına yatırım yaparak hükümetler için gelir yaratması; ancak, bu gelirin verimli alanlara tahsisi gerçekleştirilemediğinden kamu açıklarının artışıdır. Ülkemiz, bu dönemdeki kısa süreli dış varlık girişine, diğer gelişmekte olan piyasalar baz alındığında en yüksek sermaye kazancını sunmuştur. Fakat, sıcak paradan beklenen fayda ulusal düzeyde sağlanamamıştır. Dış varlık girişi, borç faizi ödemelerinde ve tüketime yönelik ithalat harcamalarında kullanıldığından; üretim sektörüne pek bir artı değer katmamış, sonuçta ülke için herhangi bir getirisi olmamıştır. Uluslararası özel fonların önderliğinde ülkemize akmaya devam eden sıcak paranın devamı amacıyla faiz oranları yükseltilmeye devam edilirken; reel sektör kazanımlarını yeniden imalat sektörüne yatırmaktansa, yüksek faizlerden faydalanmayı tercih etmiş ve finansal tablolarda en parlak gösterge olarak finansal karlar bölümü öne çıkmıştır.²⁰

Türkiye sermaye piyasalarındaki küreselleşme sürecinin başlangıç noktası Ağustos 1989 tarihli 32 Sayılı Karar'dır; ilgili karar sermaye transferlerini tamamen serbest bırakmıştır. Genel anlamda, gelişmekte olan piyasalarla ilgili yürütülen bilimsel çalışmalarda; finansal serbesti uygulamasına geçilmeden önceki kısa dönem

²⁰ Kepenek ve Yentürk, Op. cit., ss. 516-519.

boyunca, menkul kıymet gelirlerinde patlama yaşanacağı beklentisi ile, borsa endekslerinde sert çıkışlar gözlemlenmiştir. Serbesti uygulaması hayata geçirildikten sonra ise, kredi faizi oranlarında kayda değer düşüşler tespit edilmiş ve fon sağlama imkanları genişlemiştir. Bu durumun gerekçesi ise; riskin ulusal ve uluslararası fon sağlayıcılara dağıtılması yoluyla kredi faizlerinde azalma gözlemlenebileceğidir. Bu ifade uluslararası finansal varlık fiyatlama modellerince de kullanılmaktadır. Tam konvertibiliteye geçiş uygulamasının sermaye piyasalarındaki dönüşüm üzerindeki etkileri de söz edilmeye değerdir. Geçiş süreci ile birlikte; uluslararası sermayeye kapılarını tamamen açan ülkemize akan uluslararası portföy sermayesinin yönü ve büyüklüğü olumlu seyir izlerken, bu fonlar volatil bir yapıya sahip olmuşlardır. Finansal krizlerle boğuşan ekonominin genel dengesini yansıtırçasına, her kriz döneminde yabancı sermaye akımlarında sert hareketler gözlemlenmiştir. İMKB yabancı yatırımcı hisse senedi saklama bakiyeleri üzerinden yürütülen bir çalışma; bize bu gerçeğin yabancı yatırımcı davranışlarında, dolayısıyla da uluslararası fon akımları ve sıcak para hareketlerinde bir kez daha teyit edildiğini göstermektedir.²¹

Özetle; ülkemiz yabancı fonlara ihtiyaç duymaktadır; dolayısıyla da ülkemize yönelik yabancı fon akımlarının teşvik edilmesi zorunludur. Bunu başarabilmesi için Türkiye'nin yüksek bir ekonomik performans göstererek kredi notunu yükseltmesi gerekmektedir. Ülkemizin yabancı özel portföy yatırımlarını arttırıp, sürekliliğini sağlayabilmesi şu şartların yerine getirilmesine bağlı görünmektedir; para ve sermaye piyasalarının küresel yatırımcılara güven vermesi, uluslararası normların benimsenip yürürlüğe konması, fon transferi maliyetinde uluslararası standartların yakalanması, yeni finansal ürünler ve kurumların işlerlik kazanması ile piyasaların derinleştirilmesi ve finans piyasalarının etkinliğinin sağlanması.²²

1.5. KÜRESEL EKONOMİK KRİZLERDE ULUSLARARASI PORTFÖY YATIRIMLARININ ETKİLERİ

²¹ Yanık, Şenel ve Köse, Op. cit., ss. 97-98.

²² Aslan, Op. cit., ss. 104-108.

Sermaye gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere doğru akarken, sermayenin getiri güvencesi başlıca iki tehdit altındadır. Bunlardan ilki; kur riski olarak adlandırılan, tarafların değişik ulusal paralara sahip olmalarından kaynaklanan risktir. Bu bağlamda, yatırımların ve karın miktarının yerel para birimlerinin sabit kur rejimleri ile güvence altına alınması yabancı yatırımcılarca takdirle karşılanmaktadır. Diğer bir risk ise; kredi riski olarak adlandırılan, karşı taraf riskidir. Karşı taraf riski, plasmanların karşılıksız kalması veya kredilerin batması anlamına gelmektedir. Yukarıda kısaca açıklanan bu riskler esas olarak üç değişik tipte ifade edilecek olan krizlerin çıkış noktalarıdır; birincisi döviz krizi, ikincisi bankacılık krizi ve üçüncüsü de borç krizidir. Döviz krizi, yatırım yapılan ülkelerin ulusal parasının değerinde sert düşüşler; bankacılık krizi, sisteme kredi ve likidite sağlayıcı kurum olan bankaların özkaynaklarının, bankacılık fonksiyonunun devamını sağlayacakları seviyenin altına düşmesi; borç krizi de gerek devlet, gerekse de firma ya da finans kurumu olsun, karşı tarafın kredi yükümlülüklerini yerine getirememesi demektir. Tarihsel süreçte, zaman zaman bu krizlerin birkaç tanesi aynı ekonomide ve aynı anda yaşanabilmektedir.²³

Krizler, etkiledikleri coğrafi bölgenin genişliğine bağlı olarak ise aşağıdaki biçimde ayrımlandırılabilir.²⁴

- Ulusal Ekonomik Kriz (Örnek: Rusya Krizi)
- Bölgesel Ekonomik Kriz (Örnek: Güneydoğu Asya Krizi)
- Küresel Ekonomik Kriz (Örnek: 2008 Küresel Finans Krizi)

Uluslararası finans krizlerine kaynaklık eden benzer sorunlar şu şekilde sıralanabilir.²⁵

- ülkelerin finansal sistemlerinin yabancı yatırımcıya açık hale getirilmesi ve finansal

²³ Özel, Global Finansal Krizler, Op. cit., ss. 20-21.

²⁴ Mahfi Eğilmez, **Küresel Finans Krizi: Piyasa Sisteminin Eleştirisi**, 5. bs., İstanbul, Remzi Kitabevi, Mart 2009, ss. 52-53.

²⁵ Özel, Global Finansal Krizler, Op. cit., ss. 221-249.

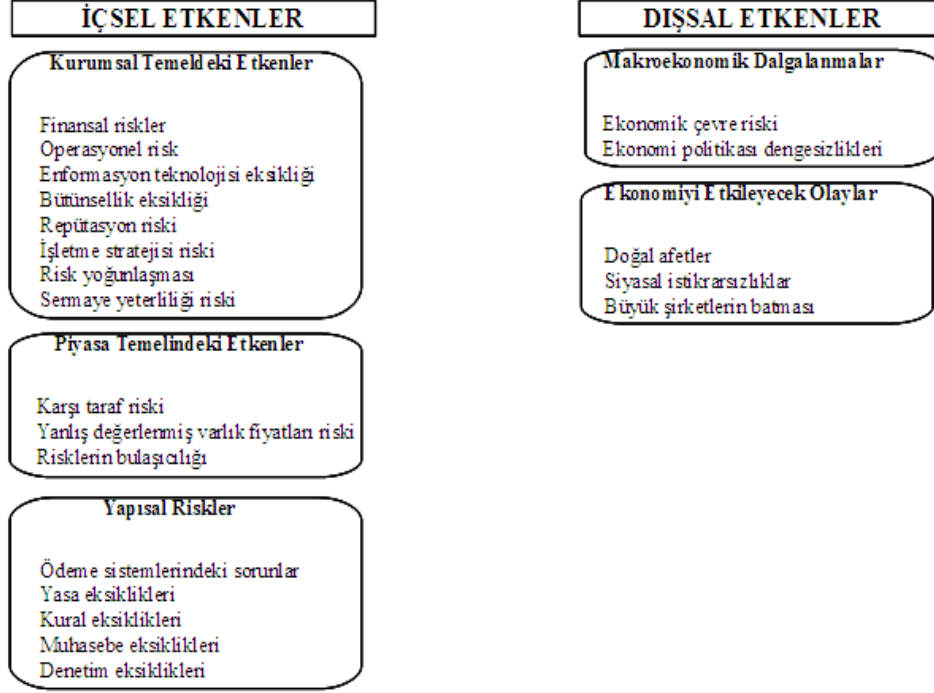
serbesti,

- bankacılık sektöründe yaşanan sorunlar,
- dış ekonomik ilişkilerdeki yanlış uygulamalar,
 - iktisadi genişlemenin ivmesi,
 - cari denge açığı oranının büyüklüğü,
 - cari denge açığının kapatılmasına dönük kısa dönemli borçlanma ve kısa dönemli uluslararası fon akışlarını cesaretlendiren ekonomik uygulamalar,
 - vaadedilen reform uygulamalarının hayata geçirilemeyişi ve gerçeği yansıtmayan ekonomik tablolar,
 - gevşek bütçe stratejisi,
 - uluslararası fon akışlarının yarattığı belirsizlikler,
- kur rejimlerindeki uygunsuzluklar,
 - döviz kuru sistemlerindeki yanlış tercih ve uygulamalar,
 - döviz kuru rejimlerini etkileyen aşırı sıkı parasal sistem uygulamaları,
- uluslararası finansal sistemde değişen şartlar ve likidite bolluğu,
- politik sistemde yaşanan sistematik sorunlar ve sıkıntılar.

Finansal krizler başta olmak üzere, ekonomik krizlerin ortaya çıkış nedenleri Şekil 1.2.'de maddelendirilmiştir.²⁶

²⁶ Eğilmez, Op. cit., s. 95.

ŞEKİL 1.2.: MALİ KRİZLERİN NEDENLERİ



Kaynak: Mahfi Eğilmez, Küresel Finans Krizi: Piyasa Sisteminin Eleştirisi, 5. bs., İstanbul, Remzi Kitabevi, Mart 2009, s. 95.

Uluslararası sistemi sıkıntıya sokan süreçlerin ve kriz dönemlerinin, küreselleşen dünyada aynı gelişim yönünü izledikleri söylenebilir. Bu süreçler şu şekilde sıralanabilir:²⁷

- açık ekonomi tanımı gereği, hemen finansal liberalizasyon uygulamalarına geçilmektedir,
- geçiş dönemlerinde kısa ömürlü çözümler uzun dönemli kaygılara ağır basmaktadır,
- sanayileşmiş ülkeler **gevşek para politikalarını** yürürlüğe sokup likidite bolluğuna sebep olunca, uluslararası fonlar gelişmekte olan piyasalara yönelmeye başlamaktadır,
- gelişmekte olan ekonomiler genişlerken, aynı anda **cari denge açıkları** da

²⁷ Özel, Global Finansal Krizler, Op. cit., ss. 249-250.

büyümektedir,

- gelişmekte olan ülke bankacılık sistemleri likidite bolluğu dönemlerinde kredilerin verimli tahsisini başaramamaktadırlar,
- politik sorunlar ve belirsizlikler ülke riskini arttırırken, ekonomik ve finansal sistemin işleyişini etkinleştirecek düzenlemeler, dolayısıyla da sistemi dış şoklara dayanıklı kılacak uygulamalar yürürlüğe konamamaktadır,
- geçici ve kısa vadeli önlemler ise sorunların çözümüne katkı sağlayamamakta, çözümün ertelenmesine yönelik beklenti yönetimi sorunu daha da büyümektedir,
- krizler benzer ekonomik dengesizliklerden kaynaklanmasına rağmen, her kriz için farklı yorumlara gidilmekte, uzun vadeli çözüm her seferinde ertelenmektedir,
- sabit kur rejimleri potansiyel tehlikeyi büyümekte, zararları ancak kriz dönemlerinde anlaşılabilir.

Özetle, gelişmekte olan ülkelerde son çeyrek yüzyılda hızlanan sürecin temeli, ilgili ülkelerin azgelişmişlikten sıyrılma çabalarına dönük olarak izledikleri yüksek oranlı ve hızlı büyüme gayretleridir. Bu çaba yüksek oranlı borçlanma ya da yabancı kaynak tahsisi gerektirdiğinden, uluslararası sermayenin ilk ve en yaygın durağı bu ülkeler olmuştur. İkiye katlanan parasal büyüklük, 1990'lı yıllarda kendini tahvil, mevduat sertifikası, finansman bonusu ve hisse senedi alt başlıklarında uluslararası portföy akımları olarak göstermiştir. Gelişmekte olan ülkelere dönük portföy akımlarının başlangıç aşamasında yoğun olarak tahvil finansmanı yöntemini kullanılırken, ulusal ve bölgesel fonları da kapsayan hisse senedi yatırımları ağırlığını önemli derecede hissettirmiştir. Hisse senedi yatırımlarına dönük fon akımlarının boyutunda, özellikle geçiş süreci ekonomilerinde, gelişmekte olan ülkelerdeki reform sürecinin ve özelleştirme furiasının yadsınamaz etkisi bulunmaktadır. Bunca olumlu tarafının yanında olumsuzluklar da ihtiva eden uluslararası akımlar, bu olumsuzluklardan en risklisi olan **geri dönmeme riskini** bünyesinde taşımaktadır. Bu riskin ortaya çıkışı, yüksek hacimli mevcut sıcak paranın makroekonomik dengeleri altüst ederek ülkeyi terketmesi olarak ortaya çıkmaktadır. Sadece sermaye çıkışları değil, büyük ve ani sermaye girişleri de uzun

vadede makroekonomik dengelerin temelsiz biçimlenmesine sebep olabilmektedirler. Bu durumda, sınırsız tüketim harcamalarının yegane dayanağı ülkeye akan yabancı sermaye olmaktadır. Harcamaların ülke ekonomisine etkisi enflasyonda artış trendi ya da süreklilik halindedir. Yoğun sermaye girişi ulusal para birimini değerlendirirken, ithalatı ucuzlatmakta ve cari hesap açıklarına neden olmaktadır. Bu sebeple finansal sistemdeki düzenleyici kurumların, bu sürecin yaratacağı olumsuzlukları minimize edecek ve ekonomik dengenin sağlam şekillenmesine yardımcı olacak düzenlemelerin hayata geçirilmesindeki önemi yadsınamaz.²⁸

1.6. ULUSLARARASI FON HAREKETLERİ ÇERÇEVESİNDE KÜRESEL EKONOMİK KRİZLERLE İLGİLİ ANALİZLERE AİT SAPTAMALARIN ÖRNEKLERİ

Küresel ekonomik sistem ile küresel fonların, özellikle de hedge fonların etkileşimlerinin, nasıl birbirlerinin kaderlerinde etkili olduğunun kanıtı küresel finans krizlerinde gizlidir. Uluslararası finans tarihini incelemek, uluslararası fon akımlarını ve bunların tarihsel gelişimini irdelerken önemli bir başlangıç noktasıdır. Küresel finans krizleri ya da yerel krizler olarak başlayıp küresel felaketler olarak sonuçlanan mali olaylar, geçmişten ders alarak geleceği yönlendirme arzusundaki uluslararası fon yöneticilerine ait dahiyane stratejilerin mihenk taşı olmuşlardır. 1929 Büyük Buhranı, 1987 Borsa Krizi, 1992 Sterlin Operasyonu, 1994 tahvil piyasalarında yaşanan çöküş, 1997'de Güneydoğu Asya kökenli büyük Asya Krizi, 1998 Rusya Krizi ve akabinde gerçekleşen LTCM Olayı ile 2000 yılındaki **nokta-com balonunun** sebep olduğu borsa çöküşü uluslararası finans tarihini şekillendiren küresel finans krizlerinin en önemlilerindedir.²⁹

Güneydoğu Asya mucizesinin merkezindeki Tayland mucizesinin dayanağı, yabancı özel fonların faiz arbitrajı (carry trade) işlemleridir. 1997 yılına değin süren bu dönemde, uluslararası fon yatırımcıları % 1 faiz oranından Japonya'da kredi kullanıp,

²⁸ Aslan, Op. cit., ss. 13-14.

²⁹ Steven Drobny, **Para Palas: Küresel Piyasaların En Başarılı Hedge Fon Yöneticileri**, Çeviren: Neşenur Domaniç, İstanbul, Scala Yayıncılık, Ocak 2009, ss. 28-29.

bu meblağı Tayland'da, mevcut risk düzeyi hesaba katıldığında, dünya üzerindeki en yüksek getiriye elde etme hedefiyle değerlendirildikleri görülmektedir. Tayland'ın, ekonomisinin dinamikleri güçlü olmasına rağmen ve uluslararası kapitalizm deneyiminin henüz başındaki bu ülkenin değişkenliği yüksek sermaye piyasaları yüksek riskli piyasalar grubunda olduğundan, vaad ettiği kar yüksek bir düzeyde olmak zorundaydı. Dolayısıyla, faiz arbitrajı sonucunda Japonya kaynaklı sermaye, Tayland'da % 14'lik getiri elde etme şansı bulmaktaydı. Bu dönemde FED, faiz oranlarında küçük ama sürekli arttırmalarla yeni bir iktisadi döneme girildiğini açıklamış, bu politika değişikliği ABD tahvillerini uluslararası yatırımcı için, diğer piyasalardaki yüksek risk ve değişkenlik dikkate alındığında, oldukça cazip hale getirmiştir. ABD tahvillerinin çekiciliği kaynağını ABD'de uzun vadeli faiz oranlarının hızla yükseleceği, hatta rekor kırabileceği önyargısından alıyordu. Faiz artışlarının sebebi de, aşırı ısınan ekonomiyi soğutarak tekrar dengeye getirmek ve kaygı duyulan ekonomik kriz ihtimalini ortadan kaldırmak olabilirdi. Bu uygulamanın tetiklediği ekonomik gelişmelerin de etkisiyle Tayland'dan hızlı bir sermaye çıkışı yaşanmaya başlanmış ve ülke ekonomisi krize girmiştir; bu durumda, Tayland Merkez Bankası'nın alabileceği önlemlerin hiçbir geçerliliğinin kalmadığı görülmüştür.³⁰

Söz konusu dönemde, Tayland'da finans kurumlarının yüklü tutarlarda ABD doları borçlanmış olmaları ve bu plasmanlarla yerel firmaları kredilendirmiş olmaları ekonomik sıkıntıyı artırmıştır. Ülke yöneticilerinin baht (Tayland para birimi) kurunu ABD doları bazında sabitlemiş olmaları nedeniyle, finans kurumları kur riskinin olmadığını düşünmekteydiler. Hükümetin gücü bu yönde bir politikayı sürdürmeye yetmeyince, para birimine dönük küresel spekülasyon % 30 oranında devalüasyon yapılmasına gerekçe olmuştur. Dolayısıyla, şirketlerin borcu artmış, reel sektör krize girmiş ve bu krizin finansal kesime yansımaları uzun sürmemiştir.³¹ FED, Güneydoğu

³⁰ Bob Woodward, **Maestro: Fed, Greenspan ve Amerikan Ekonomisi**, Çeviren: Canan Feyyat, İstanbul, Scala Yayıncılık, Kasım 2003, ss. 227-228.

³¹ Thomas L. Friedman, **Lexus ve Zeytin Ağacı: Küreselleşmenin Geleceği**, Çeviren: Elif Özsayar, 3. bsk., İstanbul, Boyner Yayınları, Haziran 2003, ss. 9-10.

Asya piyasalarının dinamiklerini hiçbir zaman tam anlamıyla kavrayamamış olduğundan, Tayland'a finansal destek vermekten kaçınarak sorunun çözümünü IMF'ye havale etmiştir.³²

Küreselleşme Çağı olarak adlandırılan yeni düzenin ilk uluslararası krizinin başlangıç noktası Asya Krizi olmuştur. Kriz tüm Güneydoğu Asya'ya yayılmış, bölgede gelişmekte olan piyasalar olarak adlandırılan ülkelerden büyük fon çıkışları olmuştur. Zincirleme olarak Güney Kore, Malezya ve Endonezya devalüasyon yapmak zorunda kalmıştır. Yerel ve uluslararası sermaye yüksek riskli olarak tanımlanan bu piyasalardan çıkarak, yatırımlarını garanti altına alabileceği yeni piyasalar aramaya başlamıştır. Bölgede kalan sermaye ise yatırımlarına normalin çok üzerinde faiz talebiyle hükümetlerin karşısına çıkmıştır. Güneydoğu Asya'nın yabancı kredilerle büyüdüğü dönemlerde aslında dünyanın da en büyük hammadde tüketicisi olması, büyüme durunca başta altın, bakır, alüminyum ve ham petrol olmak üzere, hammadde ve emtia fiyatlarında keskin düşüşlerin yaşanmasına neden olmuş, kriz dünya üzerindeki tüm emtia fiyatları ve dolayısıyla da maliyetler temelinde piyasaları sarsmaya başlamıştır. Bu süreç, krizin Rusya Krizi'ne dönüşmesine de neden olmuştur.³³

Bu dönemde, Rusya'nın ham petrol ve hammadde ihracından başka ekonomisini ayakta tutacak herhangi bir kaynağı olmaması, ekonominin tamamen dış borç batağına saplanmasına neden olmuştur. Rusya, yabancı sermayeyi çekebilmek için hiper faiz oranları ile devlet tahvilleri satmak zorunda kalmıştır. 1998 başlarından sonra ekonomik gerileme hız kazanınca, çözüm olarak ruble (Rusya para birimi) tahvillerinin faiz oranları astronomik rakamlara yükseltilmiştir. Koruma (hedge) fonları ve yabancı bankalar ülke riskinin olmadığını düşünerek bu tahvilleri portföylerine dahil etmişlerdir. Hatta, kendi yatırım tutarları üzerine kaldıraçlı işlemler de gerçekleştirerek, limitlerinin ve risk algılamalarının çok ötesinde

³² Woodward, Op. cit., s. 228.

³³ Friedman, Op. cit., s. 10.

pozisyon almaktaydılar. Ancak, Güneydoğu Asya krizinin petrol ve emtia fiyatlarında neden olduğu sert iniş, Rus yetkililerin kamu borçlanma senetlerinin vadesi geldiğinde geri ödemeler için gerekli tutarda fonu sağlamasını imkansız kılmıştır. IMF, Güneydoğu Asya üzerine yoğunlaştığından ve Rusya istediği reformları yapmakta ayak direttiğinden, Rusya'da kendini riske etmek istememiştir. IMF'den de talep ettiği desteği bulamayan Rus ekonomisinin krize girmesi kaçınılmaz olmuştur. Sonuç olarak; Rusya hükümeti iki kararı peşpeşe uygulamaya sokmuştur. Önce devalüasyon kararı almış, daha sonra da tek yanlı konkordato ilan etmiştir. Hedge fonlar başta olmak üzere Rus devlet kağıtlarına yatırım yapmış olan uluslararası bankaların ve yatırım bankalarının zararları korkunç boyuta ulaşmıştır. Alınan muazzam pozisyonlar kaldıraçla mümkün olabildiğinden, hedge fonların yanında uluslararası bankalar ve yatırım kuruluşları da iflasın eşiğindedirler.³⁴ Başlangıçta, krizin yerel bir kriz olarak sınırlı kalacağı düşünülmektedir; ancak, Rusya Krizi uluslararası finansal sistemin yapısal sorunları sebebiyle Brezilya Krizi'ni tetiklemiştir.³⁵

Hedge fonlar ve takas şirketleri, Rusya Krizi'nin neden olduğu eksi pozisyonlarını kapamak için likidite arayışına koyulmuşlardır. Pozisyonların çoğunda kaldıraç kullanıldığından, uluslararası yatırım bankalarına da yüklü borçlar bulunmaktadır. Finansal kriz yaşayan ülkelerdeki eksi pozisyonlar, finansal açıdan güçlü ekonomilerdeki pozisyonların tasfiye edilmesi ile karşılanmaya çalışılmıştır. En karlı yatırımlar Brezilya'da bulunmaktadır. Brezilya'dan yabancı fon çıkışını durdurmak için merkez bankası hızla faiz oranlarını arttırmıştır. Uluslararası sistemde gelişmekte olan ülke olarak adlandırılan ne kadar ülke varsa, Brezilya ile aynı kaderi paylaşmıştır. Brezilya, Kore, Mısır, İsrail ve Meksika'daki varlık satışlarından elde edilen sermaye, yatırımcılar yatırımlarını garantiye almak istedikleri için, dünya üzerinde en risksiz finansal ürünler olarak görülen ABD hazine bono ve tahvillerine yönelmiştir. Gelişmekte olan ülke piyasaları çökerken, ABD devlet tahvillerinin

³⁴ Ibid., ss. 11-13.

³⁵ Özel, Global Finansal Krizler, Op. cit., s. 144.

fiyatı artmış ve bu tahvillerin faiz oranları sert bir düşüşe geçmiştir. Sonuç olarak, gelişmekte olan ülke tahvilleri ile ABD devlet tahvilleri arasındaki spread iyice açılmaya başlamıştır. Sürecin bundan sonrasında hedge fonların etkisi yoğun olarak hissedilmiştir. Dünya üzerinde tüm zamanların en büyük hedge fonlarından biri olarak gösterilen Long Term Capital Management (LTCM), tam da yaşanan bu sürecin tersi olasılığı öngörerek yüklü pozisyonlar almıştır. Uluslararası finans piyasalarındaki sürü psikolojisi sonucunda ABD devlet tahvillerine akın etmeye başlayan küresel yatırımcılar, bu tahvillerin değerlerini olağanüstü miktarlarda arttırmışlardır. Fakat, LTCM'in öngörüsü bunun tam tersi yönde; yani, 1998 yazından itibaren ilgili tahvillerin değerinde düşüş trendinin başlayacağı, öte yandan gelişmekte olan ülkelerin devlet tahvillerinin getirisinde yükseliş trendinin başlayacağı yönündedir. Hızla pozisyonlarını tasfiye etmeye başlayan LTCM, fiyatların ve getirilerin daha da düşmesine yol açacak gelişmelere sebep olmuştur; piyasalardaki çöküşü sezen uluslararası yatırım kuruluşları, firma ile ilgili piyasaları tedirgin etmeyecek bir çözüm bulmuşlardır.³⁶

Özetle, uluslararası finansal sistemin sağlıklı işleyebilmesi amacıyla küresel normların oluşturulması ulusal bazda ve uluslararası boyutta uzlaşa ile mümkün olabileceğinden, gerekli düzenlemelerin başarıyla sonuçlandırılması uluslararası piyasalardan sermaye çekmede ülkemize avantaj sağlayacaktır. Ekonomik krizlerin temelindeki esas sorunun ulusal ve uluslararası boyutta kurumsal yönetim ilkelerinin belirlenmemiş olduğunun konunun uzmanlarınca ifade edilmiş olması, çalışmaların bu yönde yoğunlaşması ve hız kazanması sonucunu doğurmuştur. Firmaların finansal tablolarındaki başarılarının ve verimliliklerinin kurumsal yönetim alanında da tekrarını hedefleyen bu standartlar, **iyi kurumsal yönetim** terimini finans terminolojisine kazandırmışlardır. Genel anlamda, bilimsel raporlar da göstermiştir ki; yabancı yatırımcı bir piyasada yatırıma yönelmeden önce firmaların kurumsal yönetimle ilgili standartlara uygunluğunu tüm yönleri ile araştırmakta, özellikle gelişmekte olan piyasalarda, bu nitelikleri haiz firmalara öncelik vermektedir.

³⁶ Friedman, Op. cit., ss. 10-13.

Kurumsal yönetimde arzu edilen yönde gelişmelerin firma ve yerel ekonomi bazında olumlu katkıları görülmektedir.³⁷

1.7. ULUSLARARASI FİNANSAL SİSTEMDE VE TÜRKİYE'DE YATIRIM FONLARI

Uluslararası finansal sistemde ve Türkiye'de yatırım fonları başlıklı kısımda sırasıyla şu konulara değinilecektir; yatırım fonları kavramı, uluslararası finansal sistemde yatırım fonları ve Türkiye'de yatırım fonları.

1.7.1. Yatırım Fonları Kavramı

Yatırım fonlarının genel geçerliliği olan başlıca tanımı şudur: “Halktan katılma belgeleri karşılığında toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esasına göre sermaye piyasası araçları ile ulusal piyasalarda ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek amacıyla kurulan mal varlığına yatırım fonu adı verilir”³⁸.

Özetle, iki özellik yatırım fonlarında öne çıkmaktadır. Bu özelliklerden birincisi; küçük yatırımcı olarak tabir edilen yatırımcı kitlesinin, fon yöneticileri yardımıyla portföy yönetimi ve risk yönetimi konularında uzman finansçılardan faydalanması ve geniş portföylerin sağladığı riske dönük avantajlardan yararlanmalarıdır. İkinci özellik ise; mevcut piyasa şartlarında en optimum olarak tanımlanan portföy yapılanmasının, küçük yatırımcılarca sayısız kere yeniden oluşturulması yerine, en geniş yapılanma ile en verimli portföye ulaşma olarak belirtilmekte olan portföy yönetimi hedefidir.³⁹

³⁷ Sermaye Piyasası Kurulu, Sermaye Piyasası Kurumsal Yönetim İlkeleri (Çevrimiçi) www.spk.gov.tr, 15.1.2007, s. 1-3.

³⁸ Muharrem Özdemir, **Finansal Yönetim**, 2. bsk., Eğitim Dizisi: 35-142, İstanbul, Türkmen Kitabevi, 1999, s. 368.

³⁹ İlker Parasız, **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, 7. bsk., Bursa, Ezgi Kitabevi Yayınları, Ocak 2000, s. 227.

Sonuçta aşağıdaki ifadeler tüm yatırım fonları için standarttır:⁴⁰

- çok sayıda küçük sermayeli yatırımcı kitlesine sahiptir,
- tüm yatırımcılar için tek bir portföy tanımlanmıştır,
- portföy yönetimi profesyonel finansçılarca yürütülmektedir,
- fon yapılanmasında verim ile risk arasında en uygun denge kurulmaya çalışılır,
- fonun kapsamındaki hizmetler tek bir birimce sunulmaktadır.

Böylelikle, hem risklerin minimize edilmesi, hem de yukarıda sıralanan olumlu özelliklerin finans piyasalarında uygulama alanı bulması amacıyla kollektif yatırım kuruluşları şeklinde isimlendirilen yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları meydana getirilmiştir. Bu tür yatırım kuruluşları, yasal oluşum biçimleri baz alındığında; ayrı ve bağımsız bir tüzel kişilik olarak kurulurlarsa yatırım ortaklığı, diğer bir tüzel kişilikçe bir sözleşme temelinde oluşturulurlarsa yatırım fonu adını almaktadırlar. Hedefleri ve ekonomik işlevleri temelde aynı olmakla birlikte, mevzuatları ile faaliyet alanları ve kapsamı dikkate alındığında, yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları arasında belirgin farklılıklar bulunmaktadır.⁴¹

1.7.2. Uluslararası Finansal Sistemde Yatırım Fonları

Yatırım fonları dünya ekonomisine 1920'lerde dahil olmuştur. Temel amaçlarının hisse senedi türleri üzerine odaklanarak menkul kıymetler borsalarında söz sahibi olunması şeklinde ifade edilmesine rağmen, bu tip ürünleri içeren fonlar oldukça pasif kalmışlardır. Yatırım fonlarının sermaye piyasalarındaki başarısızlık dönemi, 1970'lerin başında vergi yükümlülüğünün dışında bırakılan fonların ve para piyasası fonlarının finansal sistemde kendilerine sağlam bir yer edinmelerine kadar sürmüştür. 1990'lara gelindiğinde ise; başlangıçta bireysel yatırımcıların, daha sonrasında emeklilik fonlarının baskın olduğu hisse senedi piyasalarında yatırım

⁴⁰ Ibid., s. 228.

⁴¹ Bülent Özüttürk, "Türk Yatırım Fonu Sektörünün Rekabet Yapısı", Araştırma Raporu, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu, Mart 2005, (Çevrimiçi) www.spk.gov.tr, 4.8.2009, s. 3.

fonlarının egemenliği gör÷lmektedir.⁴² Tablo 1.3.'te, bu tarihsel sürecin günümüzde içinde bulunduğumuz aşamasında, 2000'li yılların sonuna doğru, küresel boyuttaki en büyük yatırım fonlarının sıralandığı tabloda, ilgili fonlara ait büyüklük değerleri verilmektedir.

TABLO 1.3.: EN BÜYÜK FON YÖNETİCİLERİ, 2008

FON YÖNETİCİSİ	FON BÜYÜKLÜĞÜ (MİLYAR DOLAR)
Citico Fund Services	482
Citi	228
HSBC Securities Services	217
Goldman Sachs Administration Services	212
The Bank of New York Mellon	150
CA CEIS Investor Services	137
SS&C Fund Services	115
UBS Global Asset Management Fund Services	83
GlobeOp Financial Services	78
PFPC Alternative Investments Group	72

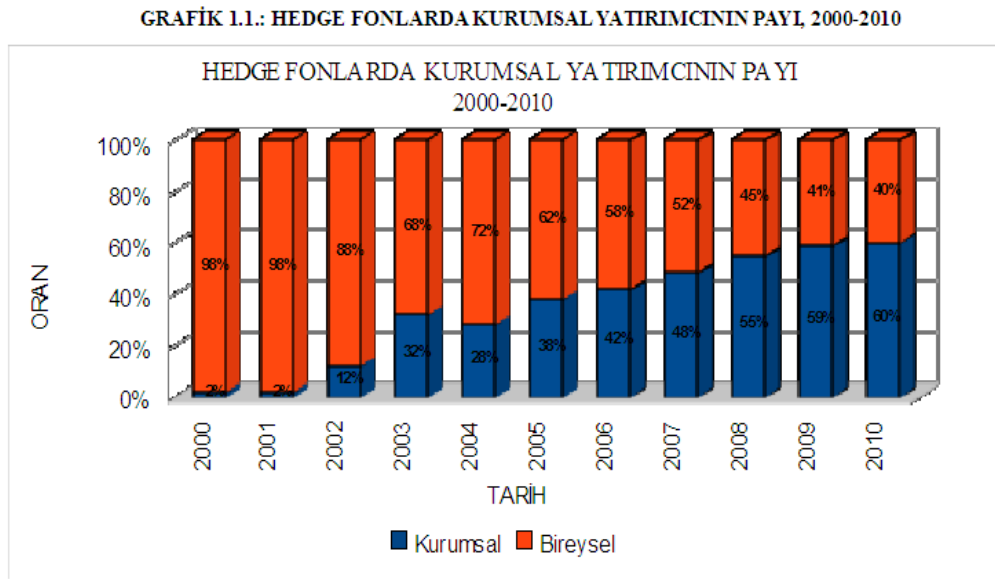
Kaynak: Nuray Terzi, **Hedge Fonlar: Küresel Finans Piyasalarının Gizemli Oyuncuları**, Yayın No: 2102, İşletme-Ekonomi Dizisi: 312, İstanbul, Beta Yayıncılık, Mart 2009, s. 37.

Finans piyasalarında yatırımcılar; bireysel yatırımcılar ve kurumsal yatırımcılar olmak üzere ikiye ayrılır. Kurumsal yatırımcılar; yatırım bankaları, sigorta şirketleri, emeklilik ve sosyal sigorta kurumları ile yatırım ortaklıklarıdır. Sayılan kurumların; New York, Londra ve Tokyo başta olmak üzere, önemli finans merkezlerindeki yatırımları, bireysel yatırımcılardan kurumsal yatırımcılara doğru yoğunlaşmaktadır. Bu yönelim **finansal pazarların kurumsallaşması** kavramı ile ifade edilmektedir. Kurumsal yatırımcılarda dörtlü bir ayırım gör÷lmektedir; bu yatırımcılar sırasıyla, sigorta şirketleri (insurance companies), emeklilik fonları (pension funds), açık uçlu yatırım fonları (unit trust) ve kapalı uçlu yatırım fonları (investment trust ya da

⁴² Tefvik Gürman, **Dünyada ve Türkiye'de Yatırım Fonları: Teori ve Uygulama**, Ankara, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, 1996, s. 2.

mutual funds)'dir.⁴³

Grafik 1.1.'de, küresel finansal sistemde yatırımcıların bileşimi incelendiğinde, kurumsal yatırımcıların oranının giderek artarak, bireysel yatırımcıları geçtiği görülmektedir.



Kaynak: Nuray Terzi, **Hedge Fonlar: Küresel Finans Piyasalarının Gizemli Oyuncuları**, Yayın No: 2102, İşletme-Ekonomi Dizisi: 312, İstanbul, Beta Yayıncılık, Mart 2009, s. 46.

Benzer hedeflere ulaşma ortak paydasında hareket eden kurumsal yatırımcılar; hayat sigortası şirketleri – emeklilik fonları ile açık uçlu – kapalı uçlu yatırım fonları çiftleridir. Özleri itibariyle benzerlikler taşıyan bu kuruluşlar, oluşumları ve organizasyon yapılarında ihmal edilebilir birkaç farklılık arz etmektedir. Açık uçlu yatırım fonlarında, fonda yer alacak yeni yatırımcılarla fonun büyüklüğü ve yatırımcı adeti artar. Kapalı uçlu yatırım fonlarında ise, fon yeni üye katılımına kapalıdır.⁴⁴

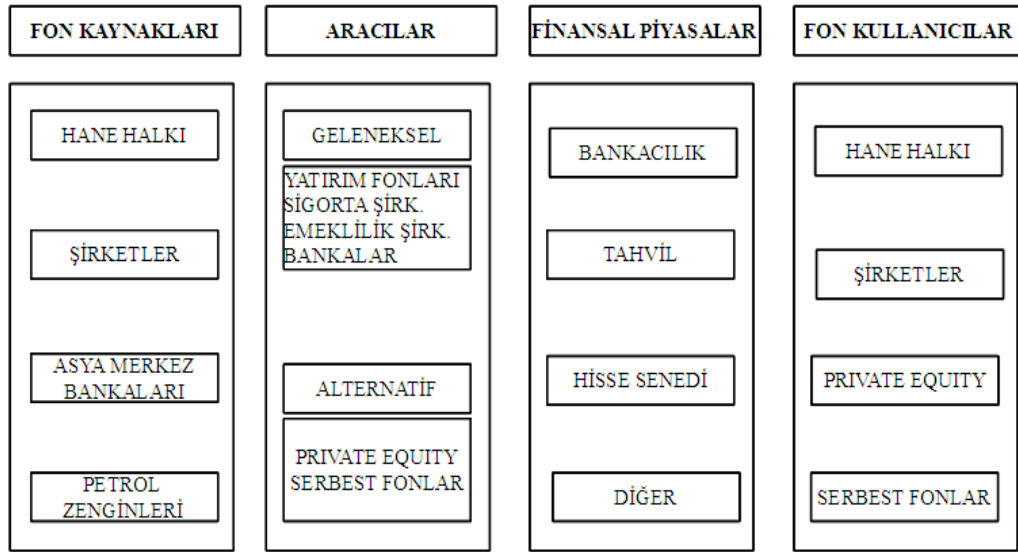
⁴³ Gürel Konuralp, **Sermaye Piyasaları: Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi**, Yayın No: 920, Dizi No: 76, İstanbul, Alfa Yayınları, Nisan 2001, s. 3.

⁴⁴ Ibid., s. 4.

Uluslararası sermaye piyasası katılımcıları arasında aracilar kategorisinde tanımlanan **alternatif kurumsal yatırımcılar**, ilgili yatırımcı türünde en çarpıcı gelişimi ortaya koyan ve aynı zamanda bağımsız bir varlık sınıfı olarak da nitelendirilen yapılanmalardır. Bireysel yatırımcıların çekim noktası olmalarının nedeni de bu gerçeğe izah edilebilir. Alternatif kurumsal yatırımcılar; hedge fonlar, finansal ortaklıklar ve özel durumlar eksenli fon yapılanmalarıdır.⁴⁵

Şekil 1.3.'de, uluslararası sermaye piyasaları katılımcıları görülmektedir. 2003 yılı sonrası yeni ekonomik düzen ekseninde şekillenen uluslararası finans sisteminin katılımcıları arasında Asya merkez bankaları, petrol zengini ülkeler, risk sermayesi şirketleri ve hedge fonların ağırlığı artmaktadır.

ŞEKİL 1.3.: ULUSLARARASI SERMAYE PİYASALARI KATILIMCILARI



Kaynak: Sevinç Akbulak, "Serbest Yatırım Fonları ve Birincil Aracılık Hizmetleri", Araştırma Raporu, SA-3, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, Nisan 2008,(Çevrimiçi) www.spk.gov.tr, 4.8.2009.

Tablo 1.4.'de ise, uluslararası finans sisteminde yatırım fonlarının ülkeler bazında bileşimi verilmektedir. Türkiye'nin uluslararası sistemdeki toplam yatırım fonu büyüklüğü içindeki payı çok küçüktür. 2009 yılı mart ayı verileri baz alındığında,

⁴⁵ Mohamed A. El-Erian, **Piyasalar Çarpışınca: Küresel Ekonomik Değişim Çağı İçin Yatırım Stratejileri**, Çeviren: Şehnaz Tahir Gürçağlar, İstanbul, Scala Yayıncılık, Ocak 2009, ss. 230-231.

yatırım fonları dünya genelinde 18,149,500 milyon \$ büyüklüğe sahiptir. Bu büyüklüğe Türkiye'nin katkısı 17,082 milyon \$'dır; % 0,09 paya sahip olmamız, Türkiye finans piyasalarının gelişme yönünde kat edeceği uzun bir mesafe olduğu gerçeğine ait göstergelerden biridir.

TABLO 1.4.: YATIRIM FONLARI PORTFÖY DEĞERİ (milyon \$)
(2002-2009/03)

Ülkeler	2002	2003	2004	2005	2006			2006	2007	2008	2009/03
					1. çeyrek	2. çeyrek	3. çeyrek				
Amerika											
A.B.D	6.390.358	7.414.401	8.106.939	8.904.824	9.362.682	9.337.740	9.727.758	10.412.458	12.020.895	9.601.090	9.243.558
Arjantin	1.021	1.916	2.355	3.626	4.785	4.502	4.811	6.153	6.789	3.867	3.606
Brezilya	96.729	171.596	220.586	302.927	360.688	375.783	394.613	418.771	615.365	479.321	498.259
Kanada	248.979	338.369	413.772	490.518	520.836	527.623	545.602	566.298	698.397	416.031	394.710
Kosta Rika	1.738	2.754	1.053	804	986	991	1.069	1.018	1.203	1.098	1.264
Meksika	30.759	31.953	35.157	47.253	52.045	53.435	58.753	62.614	75.428	60.435	57.054
Şili	6.705	8.552	12.588	13.969	15.328	15.376	16.671	17.700	24.444	17.587	22.434
Avrupa											
Almanya	209.168	276.319	295.997	296.787	315.766	316.550	320.916	340.325	372.072	237.986	234.109
Avusturya	66.877	87.982	103.709	109.002	116.719	117.132	120.132	128.236	138.709	93.269	84.047
Belçika	74.983	98.724	118.373	115.314	122.554	124.631	129.328	137.291	149.842	105.057	101.056
Çek Cumhuriyeti	3.297	4.083	4.860	5.331	5.730	5.879	5.952	6.490	7.595	5.260	4.259
Danimarka ²	40.153	49.533	64.799	75.199	80.845	82.292	86.588	95.620	104.082	65.182	59.092
Finlandiya	16.516	25.601	37.658	45.415	52.661	56.202	58.987	67.804	81.136	48.750	45.938
Fransa	845.147	1.148.446	1.370.954	1.362.671	1.506.222	1.587.091	1.658.966	1.769.258	1.989.690	1.591.082	1.538.409
Hollanda	84.211	93.573	102.134	94.357	99.548	99.774	102.478	108.560	113.759	77.379	69.974
İngiltere	288.887	396.523	492.726	547.103	634.673	673.468	701.478	755.156	897.460	526.957	469.192
İrlanda	250.116	360.425	467.620	546.242	595.615	639.622	726.697	855.011	951.371	720.486	679.750
İspanya	179.133	255.344	317.538	316.864	336.938	352.622	356.208	367.918	396.534	270.983	248.875
İsviçre	57.992	87.746	107.064	119.059	145.373	145.517	153.351	176.943	194.955	113.331	103.422
İsviçre	82.622	90.772	94.407	116.669	143.896	141.689	147.198	159.515	176.282	165.709	125.585
İtalya	378.259	478.734	511.733	450.514	451.407	445.177	442.706	452.798	419.687	263.588	242.822
Litvanya	3.847	8.936	12.543	13.970	15.035	15.912	16.404	17.315	25.103	16.781	21.456
Lüksemburg	803.869	1.104.112	1.396.131	1.635.785	1.847.160	1.907.504	1.988.166	2.188.278	2.685.065	1.860.763	1.742.219
Macaristan	3.992	3.936	4.966	6.068	6.205	5.776	6.362	8.523	12.577	9.188	7.492
Norveç	15.471	21.994	29.907	40.122	43.401	45.276	45.441	54.065	74.709	41.157	42.476
Polonya	5.468	8.576	12.014	17.652	20.788	22.347	23.138	28.957	45.542	17.782	13.778
Portekiz	19.969	26.985	30.514	28.801	29.629	30.357	30.005	31.214	29.732	14.180	11.415
Romanya	27	29	72	109	158	169	191	247	390	326	336
Rusya	372	851	1.347	2.417	3.326	4.020	4.334	5.659	7.175	2.026	1.903
Slovakya		1.061	2.168	3.035	3.043	2.837	2.765	3.171	4.762	3.841	3.419
TÜRKİYE	6.002	14.157	18.112	21.761	21.699	16.054	15.505	15.463	22.609	15.404	17.082
Yunanistan	26.621	38.394	43.106	32.011	30.776	28.135	26.457	27.604	29.807	12.189	10.069
Asya ve Pasifik											
Avustralya	356.304	518.411	635.073	700.068	723.703	762.724	777.254	864.254	1.192.992	841.133	808.175
Çin									434.063	276.303	286.139
Filipinler	474	792	952	1.449	1.748	1.116	1.272	1.544	2.090	1.263	1.267
Güney Kore	149.544	121.663	177.417	198.994	222.903	228.277	241.937	251.930	329.979	221.992	229.283
Hindistan	20.364	29.800	32.846	40.546	43.412	50.280	52.874	58.219	108.582	62.805	63.293
Hong Kong	164.322	255.811	343.638	460.517	534.605	545.181	567.008	631.055	818.421	-	-
Japonya	303.191	349.148	399.462	470.044	496.511	514.024	527.179	578.883	713.998	575.327	520.196
Pakistan					2.068	1.915	2.146	2.164	4.956	1.985	2.072
Tayvan	62.153	76.205	77.328	57.301	56.703	56.691	53.870	55.571	58.323	46.116	52.637
Yeni Zelanda	7.505	9.641	11.171	10.332	10.067	10.844	11.659	12.892	14.924	10.612	10.031
Afrika											
Güney Afrika	20.983	34.460	54.006	65.594	74.301	63.480	63.896	78.026	95.221	69.417	77.347

Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu, Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, (Çevrimiçi) www.spk.gov.tr, 15.1.2010.

1.7.3. Türkiye'de Yatırım Fonları

Türkiye'de kurumsal yatırımcıların kompozisyonu uluslararası sistemdeki yapıdan farklılıklar göstermektedir. Tablo 1.5., ülkemizdeki kurumsal yatırımcılara ait ayrıntılı bilgileri içermektedir.⁴⁶

TABLO 1.5.: KURUMSAL YATIRIMCILARIN YATIRIM TUTARLARI (2004-2009)

KURUMSAL YATIRIMCILAR (milyon S)	2004	2005	2006	2007	2008	01/08/09
Yatırım Fonları–Sabit Getirili	17,71	20,977	15,701	21,67	15,253	19,363
Yatırım Fonları–Hisse Senedi	583	786	599	762	365	581
Bireysel Emeklilik Fonları	222	913	2,048	3,813	4,193	5,515
Gayrimenkul Yatırım Ort.	752	1,864	1,487	2,723	776	1,686
Yatırım Ort.	220	360	280	317	152	297
Borsa Yatırım Fonları	-	40	88	226	128	154
Risk Sermayesi Yatırım Ort.	64	69	68	63	27	47
TOPLAM	19,548	25,010	20,271	29,574	20,895	27,64

Kaynak: TSPAKB, *Turkish Economy & Capital Markets*, Ed. by Alparslan Budak, TSPAKB Publication No. 43, Istanbul, TSPAKB, September 2009, (Çevrimiçi) www.tspakb.org.tr, 29.9.2009.

Tablo incelendiğinde, en büyük paya sabit getirili ürünler içeren yatırım fonlarının sahip olduğu görülmektedir. Bireysel emeklilik fonlarının oluşumuna kadar geçen dönemde, sabit getirili ürünler içeren yatırım fonlarını sırasıyla gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve hisse senedi yoğunluklu yatırım fonları izlemiş, sonrası süreçte emeklilik fonları üstünlüğü ele geçirmiştir. Küresel sistemde ise hisse senedi ağırlıklı portföyler içeren yatırım fonları ile emeklilik fonlarının ağırlığı hissedilmektedir.

Türkiye'de Sermaye Piyasası Kurulu'nca yürütülen yatırım fonlarına ilişkin düzenlemeler tarihsel olarak dört ayrı dönemde incelenebilir. Birinci dönem, yatırım fonlarına ilişkin ilk dönem düzenlemeler: Sermaye Piyasası Kanunu; ikinci dönem,

⁴⁶ TSPAKB, *Turkish Economy & Capital Markets*, Ed. by Alparslan Budak, TSPAKB Publication No. 43, Istanbul, TSPAKB, September 2009, (Çevrimiçi) www.tspakb.org.tr, 29.9.2009.

Seri:VII, No:2 Tebliğ ile başlayan ikinci dönem düzenlemeler; üçüncü dönem, Seri:VII, No:10 Tebliğ ile başlayan üçüncü dönem düzenlemeler ve dördüncü dönem, Emeklilik Yatırım Fonlarına İlişkin Yönetmelik ile başlayan dördüncü dönem düzenlemelerden oluşmaktadır.⁴⁷

Yatırım fonlarının ülkemizde faaliyete geçen ilk örneği; Türkiye İş Bankası A.Ş. tarafından Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'nın 16.10.1986 tarihli izni ile kurulan ve içtüzüğü 20.10.1986 tarihinde tescil edilmiş olan yatırım fonudur. Yatırım fonunun katılma belgelerinin Kurul'ca kayda alınma tarihi 06.07.1987'dir, halka arzı ise 13.07.1987 tarihinde gerçekleşmiştir.⁴⁸

Sermaye Piyasası Kurulu'nun sermaye piyasalarındaki uygulamalara esas teşkil eden tebliği, halihazırda yürürlükte olan Seri:VII, No:10 sayılı **Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği**'dir. Türk finans piyasalarında uygulaması mevcut yatırım fonu türleri Tablo 1.6'da detaylı olarak tanımlanmıştır.⁴⁹

⁴⁷ Bülent Özütürk, “Yatırım Fonlarının Tarihsel Gelişimi”, Araştırma Raporu, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu, Mayıs 2002, (Çevrimiçi) www.spk.gov.tr, 4.8.2009, ss. 7-17.

⁴⁸ Ibid., s. 18.

⁴⁹ Özütürk, “Türk Yatırım Fonu Sektörünün Rekabet Yapısı”, Op. cit., s. 5.

TABLO 1.6.: YATIRIM FONU TÜRLERİ

Fon portföyünün en az %51'ini devamlı olarak;

YATIRIM FONU TÜRÜ	ÖZELLİKLERİ
Hisse Senedi Fonu	Özelleştirme kapsamına alınanlar dahil Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış fonlar
İştirak Fonu	(Değişik bent: Seri: VII, No: 11 sayılı Tebliğ ile) Kurul'un Seri: XI, No: 1 Tebliği'nin 3 nolu ekinde tanımlanan iştiraklerce çıkarılmış menkul kıymetlere yatırılmış fonlar
Grup Fonu	Seri: XI, No: 10 Tebliği'nin 2'inci maddesinde tanımlanan belli bir topluluğun menkul kıymetlerine yatıran fonlar
Sektör Fonu	Belirli bir sektörü oluşturan ortaklıkların menkul kıymetlerine yatırmış fonlar
Tahvil ve Bono Fonu	Kamu ve/veya özel sektör borçlanma araçlarına yatırmış fonlar
Yabancı Menkul Kıymetler Fonu	Yabancı özel ve kamu sektörü menkul kıymetlerine yatırmış fonlar
Kıymetli Madenler Fonu	(Değişik: Seri: VII, No: 19 sayılı Teblig ile) Ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırmış fonlar
Altın Fonu	ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ile altına dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırmış fonlar

ii) Portföyünün tamamı;

YATIRIM FONU TÜRÜ

ÖZELLİKLERİ

Karma Fon

Hisse senetleri, borçlanma senetleri, altın ve diğer kıymetli madenler ile bunlara dayalı sermaye piyasası araçlarından en az ikisinden oluşan ve her birinin değeri fon portföy değerinin %20'sinden az olmayan fonlar

Likit Fon

(Değişik: Seri: VII, No: 22 sayılı Tebliğ ile) Devamlı olarak, portföyünde vadesine en fazla 180 gün kalmış likiditesi yüksek sermaye piyasası araçları yer alan ve portföyünün ağırlıklı ortalama vadesi en fazla 45 gün olan fonlar

Değişken Fon

Portföy sınırlamaları itibariyle yukarıdaki türlerden herhangi birine girmeyen fonlar

iii) (Ek : Seri: VII, No: 13 sayılı Tebliğ ile) Portföyünün en az %80'i devamlı olarak;

YATIRIM FONU TÜRÜ

ÖZELLİKLERİ

Endeks Fon

(Değişik: Seri: VII, No: 13 sayılı Tebliğ ile) Bu Tebliğ'in 3 numaralı ekinde yer alan formüle uygun olarak yapılan hesaplama çerçevesinde, baz alınan ve Kurul tarafından uygun görülen bir endeksin değeri ile fonun birim pay değeri arasındaki korelasyon katsayısı en az %90 olacak şekilde, endeks kapsamındaki menkul kıymetlerin tümünden ya da örnekleme yoluyla seçilen bir kısımdan oluşan fonlar

Fon Sepeti

(Ek : Seri: VII, No:30 sayılı Tebliğ ile) Diğer yatırım fonlarının ve borsa yatırım fonlarının katılma paylarından oluşan fonlar

iv) (Değişik: Seri: VII, No: 37 sayılı Tebliğ ile) Alt fonları asgari olarak altı ay vadeli kurulmak kaydıyla;

YATIRIM FONU TÜRÜ

ÖZELLİKLERİ

Garantili Fon

(Değişik: Seri: VII, No: 37 sayılı Tebliğ ile) Yatırımcının başlangıç yatırımının belirli bir bölümünün, tamamının ya da başlangıç yatırımının üzerinde belirli bir getirinin izahnamede belirlenen esaslar çerçevesinde belirli vade ya da vadelerde yatırımcıya geri ödenmesinin, uygun bir yatırım stratejisine ve garantör tarafından verilen garantiye dayanılarak taahhüt edildiği ve şemsiye fon şeklinde kurulan fonlar

Koruma Amaçlı Fon

(Değişik: Seri: VII, No: 37 sayılı Tebliğ ile) Yatırımcının başlangıç yatırımının belirli bir bölümünün, tamamının ya da başlangıç yatırımının üzerinde belirli bir getirinin izahnamede belirlenen esaslar çerçevesinde belirli vade ya da vadelerde yatırımcıya geri ödenmesinin, uygun bir yatırım stratejisine dayanılarak en iyi gayret esası çerçevesinde amaçlandığı ve şemsiye fon şeklinde kurulan fonlar

Özel Fon

Katılma belgeleri önceden belirlenmiş kişi veya kuruluşlara tahsis edilmiş fonlar

Serbest Yatırım Fonları (Hedge Funds)

(Ek fıkra: Seri: VII, No: 29 sayılı Tebliğ ile) Katılma payları sadece nitelikli yatırımcılara satılmak üzere kurulmuş olan fonlar

Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu, Sermaye Piyasası Kurulu Mevzuatı, (Çevrimiçi) www.spk.gov.tr, 4.8.2009.

Konuyu özetleyecek olursak; Türk finans piyasalarının önemli bir katılımcısı olan kurumsal yatırımcıların 8.1.2010 tarihi itibariyle toplam büyüklüğü 29,146 milyon \$, toplam yatırımcı sayısı 1,000,261'dir; ayrıca, kurumsal yatırımcıların GSMH içindeki payı % 4,6'dır. Kurumsal yatırımcıların bileşimini farklı yatırım fonu grupları oluşturmaktadır. 8.1.2010 tarihi itibariyle, yatırım fonu gruplarının toplam portföy büyüklükleri sırasıyla şu değerlerle ifade edilmektedir; A Tipi Yatırım Fonları 679 milyon \$, B Tipi Yatırım Fonları 19,463 milyon \$, Emeklilik Yatırım Fonları 6,280 milyon \$, Yabancı Yatırım Fonları 71 milyon \$, Borsa Yatırım Fonları 173 milyon \$, Yatırım Ortaklıkları 356 milyon \$, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları 2,132 milyon \$ ve Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları 63 milyon \$'dır. 2008-2010 arası döneme ait verilerle sürdürülen araştırma sonuçlarına göre kurumsal yatırımcıların toplam portföy büyüklüğü % 3,1 artarken, en büyük artış Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarında gözlemlenmiştir (sırasıyla, % 12 ve % 14,9).⁵⁰

⁵⁰ TSPAKB, Op. cit., Veriler, Kurumsal Yatırımcı Portföy Büyüklüğü, (Çevrimiçi) www.tspakb.org.tr, 15.1.2010.

İKİNCİ BÖLÜM

HEDGE FONLAR VE KÜRESEL MAKRO HEDGE FONLAR

2.1. HEDGE FON KAVRAMI

Hedge fonların üzerinde mutabık kalınan, genel geçerlikte tek bir tanımı bulunmamaktadır. Hedge fonların finans sahnesine çıkışı menkul kıymet ürünlerinin ortaya çıkışı ile paralellik göstermektedir. Alınan pozisyonların korunması amaçlı yapılan işlemlerin ve türev ürünlerin yaygınlaşması ile açığa satış işlemlerinin yaygınlaşması; hedge fonların, teknolojinin ve yasal düzenlemelerin mümkün kıldığı hemen her gelişmiş ülkede uygulama alanı bulmasına yol açmıştır. Zaman içinde bu gelişim süreci, değişik tipte hedge fonların ortaya çıkışına neden olmuştur. Korunma ihtiva etmeyen pekçok yaklaşım da hedge fon tanımı içinde kendine yer bulmuştur. Hedge fonların çok sayıda tanımlarından biri şu şekilde ifade edilebilir: “Özel olarak kurulan ve profesyonel yatırım yöneticileri tarafından yönetilen, halka yaygınlaştırılmamış özel fon havuzlarından müteşekkil bir yatırım aracıdır.” Oysa kamuya açık yatırım şirketlerinin ayırt edici özellikleri, hedge fonların niteliklerinden yukarıdaki tanım temelinde ayrışmalarıdır. Kamuya açık yatırım şirketleri başlığı altında inceleyebileceğimiz fonlar alternatif yatırım ürünleri bazında; girişim sermayesi firmaları, özel menkul kıymet fonları, gayrimenkul fonları ve emtia havuzları şeklinde sıralanmaktadır. Hedge fonlar, diğer sermaye fonlarından farklı olarak; açığa satış, kaldıraç ve türev işlemler kavramları üzerine inşa edilmiştir. Yasal düzenlemelerdeki farklılıklar ve yatırımcıların risk algılamaları dışında bildiğimiz yatırım fonları gibi yapılandırılan hedge fonlar; fon yatırımcılarına

da, fon yöneticilerine de yüksek getiri imkanı sağlamaktadır. Türev ürünleri yaygınlaştıracak teknolojik gelişmelerin ortaya çıkmasıyla birlikte, hedge fonlarda toplam işlem hacmi trilyon dolarlarla ifade edilen rakamlara ulaşmıştır. Uluslararası finansın başkentleri aynı zamanda hedge fonların da merkez üssüdür.⁵¹

Tablo 2.1.'de, hedge fon yatırımcılarının bileşimi incelendiğinde varlıklı yatırımcılar ve özel fon yöneticilerinin toplam içinde en büyük paya sahip olduğu görülmektedir; bu iki yatırımcı grubunun toplam içindeki payları % 74,4'dür.⁵²

TABLO 2.1.: HEDGE FONU YATIRIMCILARININ PROFİLİ

<u>YATIRIMCI GRUPLARI</u>	<u>PAYI</u>
Varlıklı Yatırımcılar ve Aile Ofisleri (Family Offices)	%44,4
Özel Bankalar/Çok Yöneticili Fonlar da Dahil Olmak Üzere Para Yöneticileri	%30,0
Endowments/Vakıflar/Trusts (Aile Ofisleri Hariç)	%8,9
Anonim Şirketler	%5,6
Emeklilik Fonları	%6,7
Diğer Bankalar	%3,3
Sigorta Şirketleri	%1,1
TOPLAM	%100

Kaynak: Taliye Yeşilürdü, "Yatırım Fonlarında Türev Araç Kısıtlamaları ve Hedge Fonlar", Yeterlik Etüdü, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu, Temmuz 1998, (Çevrimiçi) www.spk.gov.tr., 4.8.2009, s. 73.

Diğer yatırım fonu türlerine uygulanan yasal kısıtlamaların hedge fonlara uygulanmaması, hedge fonların yatırım kararlarındaki hızlarını yavaşlatabilecek engelleri ortadan kaldırarak, bu fonların manevra kabiliyetlerini artırmaktadır. Yatırım fonlarında ve benzer yapıdaki diğer fonlarda getirinin ölçüsü, bir gösterge endekisle yapılan mukayese olmakla birlikte; hedge fonlarda getiri hedefi kesin ve sürekli kazançtır. Bu, **mutlak getiri** kavramı; özünde, sektör göstergesi ya da endeks performansı gibi karşılaştırmaya baz olacak değerlerle ilgilenmemektedir. Ortalamanın üzerinde bir kazanç, çoğunlukla agresif yöntemlerle mümkün

⁵¹ Nuray Terzi, **Hedge Fonlar: Küresel Finans Piyasalarının Gizemli Oyuncuları**, Yayın No: 2102, İşletme-Ekonomi Dizisi: 312, İstanbul, Beta Yayıncılık, Mart 2009, ss. 7-9.

⁵² Taliye Yeşilürdü, "Yatırım Fonlarında Türev Araç Kısıtlamaları ve Hedge Fonlar", Yeterlik Etüdü, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu, Temmuz 1998, (Çevrimiçi) www.spk.gov.tr., 4.8.2009, s. 73.

olduğundan, fon yöneticileri türev ürünler, kaldıraç ve açığa satış benzeri uygulamalara sıklıkla meylederler. Tanım yeniden düzenlenirse, hedge fonlar bir çeşit yatırım ortaklığıdır; özel, değişken ve açık uçlu yapı ile teşkil edilebilirler. Mutlak getiri vaad etmenin yanında, pozisyon almada, nakit yönetiminde ve yönetici paylarını belirlemede de herhangi bir sınırlamaya maruz kalmazlar. İşlemlerini belirli düzenleyici kurumlara bağlı olarak sürdürme zorunlulukları yoktur. Yatırımcılar için belirledikleri standartlar zaten çok yüksek olduğundan, yatırımcı sayısında kaçınılmaz olarak sınırlandırılmış bir rakama ulaşırlar. Yüksek standartlı, yüksek profilli müşteri portföyüne sahip olmaları, onların kayıt altında tutulma gereğini ortadan kaldırmaktadır. Bunlara ilave olarak; ilan yoluyla tanıtım yapmalarının ve kamuya çağrıda bulunmalarının yasalar tarafından engellenmiş olması önemli bir özellik olarak sayılabilir.⁵³

2.2. HEDGE FON YAPISI

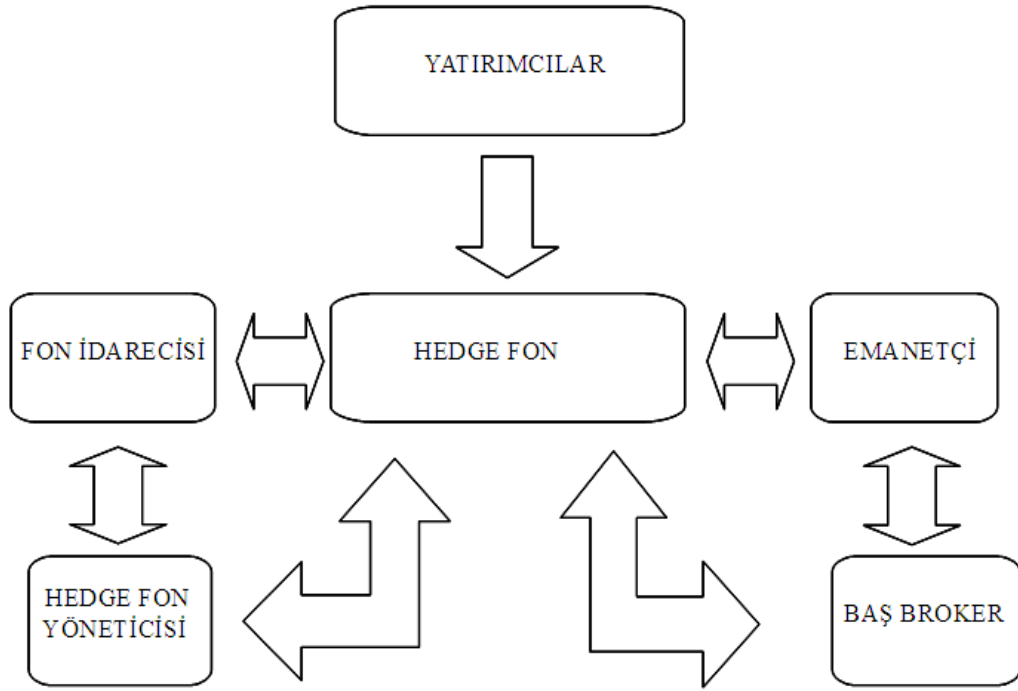
Hedge fonlar bir finans kurumudur. Yöntemleri geleneksel firmalardan belli yönlerden ayrılmaktadır. Yatırım yöntemlerini şekillendirenler, konularında engin bilgi ve deneyime sahip aktif yöneticileridir. Sorumluluklarındaki aktif hacmini portföy optimizasyonu tekniğine uygun bir biçimde, mutlak getiri hedefiyle yönetmektedirler.⁵⁴ Yatırımcılar bir hedge fonla anlaştıklarında portföy yönetimi sözleşmesi imzalanır; müşterilerle yapılan anlaşma içeriğinde fonun yatırım stratejilerine dair geniş açıklamalar bulunmaktadır. Fon havuzlarının idaresi konusunda, yönetim kurulunun direktifleri doğrultusunda portföy yönetimi uygulaması gerçekleştirilmektedir. Hedge fon organizasyonlarında; baş broker, fon idarecisi ve emanetçi bulunmaktadır. Firma dışı birimlerden, özellikle operasyonel konularda sıklıkla yardım alınmaktadır. Offshore yapılanmalarda ise yerel kuruluşlardan faydalanılmaktadır. Offshore hedge fon hizmetleri karlı bir sektör

⁵³ Terzi, Loc. cit.

⁵⁴ Barton Biggs, **Hedge Cambazları: Yatırım Dünyasından Altın Deneyimler**, Çeviren: Neşenur Domaniç, İstanbul, Scala Yayıncılık, Ocak 2008, ss. 17-28.

olarak hızla büyümektedir. Sunulan hizmetler arasında muhasebe, yatırımcı hizmetleri, risk analizi, raporlama ve hukuk danışmanlığı sayılabilir. Emanetçilerin görevi kendilerine teslim edilen finansal kıymetlerin muhafazasını sağlamaktır. Bu kıymetler; nakit veya menkul kıymetlerdir. Marjin çağrısında bulunulması konusunda sorumlu operasyonel birim de emanetçilerdir. Baş brokerlar; bireysel ve kurumsal yatırımcılara portföy yönetimi hizmetini sağlamakla öncelikli olarak yükümlü olmakla birlikte, menkul kıymet ve nakit ödemeleri, trade, tasfiye, fon ve risk yönetimi konularında da hizmet sunmaktadırlar. Merkezi Londra'da bulunan hedge fon brokerlik hizmetleri şirketlerinin ve uluslararası yatırım bankalarının sunduğu ilave birkaç hizmet arasında; araştırma, raporlama ve danışmanlık da sayılabilir.⁵⁵ Şekil 2.1.'de, basit bir hedge fon yapısı görülmektedir.

ŞEKİL 2.1.: BASİT BİR HEDGE FON YAPISI



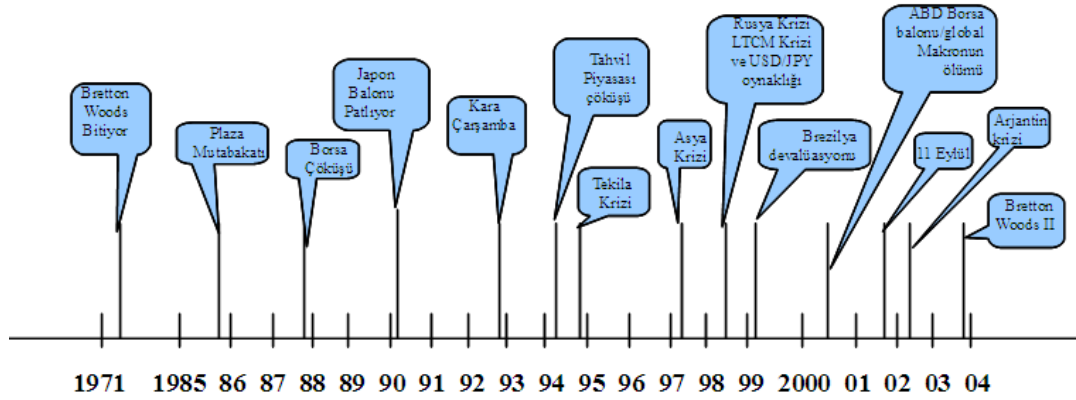
Kaynak: Nuray Terzi, *Hedge Fonlar: Küresel Finans Piyasalarının Gizemli Oyuncuları*, Yayın No: 2102, İşletme-Ekonomi Dizisi: 312, İstanbul, Beta Yayıncılık, Mart 2009, s. 36.

⁵⁵ Terzi, Op. cit., ss. 35-39.

2.3. HEDGE FONLARIN TARİHÇESİ VE GELİŞİMİ

Şekil 2.2.'de hedge fonların tarihsel gelişimine ışık tutması amacıyla 1971 sonrasında küresel ekonomiyi etkileyen önemli piyasa olayları kronolojik olarak sıralanmıştır.⁵⁶

ŞEKİL 2.2.: 1971'DEN BERİ ÖNEMLİ KÜRESEL MAKRO PİYASA OLAYLARI



Kaynak: Steven Drobny, **Para Palas: Küresel Piyasaların En Başarılı Hedge Fon Yöneticileri**, Çeviren: Neşenur Domaniç, İstanbul, Scala Yayıncılık, Ocak 2009, s. 29.

Hedge fonların tarihçesi ilk çağlarda gerçekleştirilen ticari işlemlere kadar uzanır. Koruma amaçlı işlemlerin bir versiyonu olarak da düşünülebilecek ilk finansal işlemler, niteliği itibarıyla hedge fon yapılanmalarıyla benzer stratejileri kullanmışlardır. Günümüzdeki anlamıyla hedge fonların kurucusu ise Alfred Winslow'dur. Winslow'un finans sektöründe faaliyet gösterme kararı sonrası ilk uygulaması; yatırım fonları benzeri bir yapı içinde, uzun ve kısa pozisyonlarla koruma stratejilerini uygulayarak portföy yönetimi yapmaktır. Kredili işlemlerle kazancını artırmak isteyen Winslow, daha da ötesinde, açığa satış işlemleri gerçekleştirmiştir. Fonların yönetim ücretlerindeki yüksek tutarlar ve konjonktürün etkisiyle istenen yüksek getirilere ulaşamaması, uzunca bir dönem hedge fonları yatırımcıların gündeminden düşürmüştü, bu dönemden yakın geçmişe pek azı

⁵⁶ Steven Drobny, **Para Palas: Küresel Piyasaların En Başarılı Hedge Fon Yöneticileri**, Çeviren: Neşenur Domaniç, İstanbul, Scala Yayıncılık, Ocak 2009, s. 29.

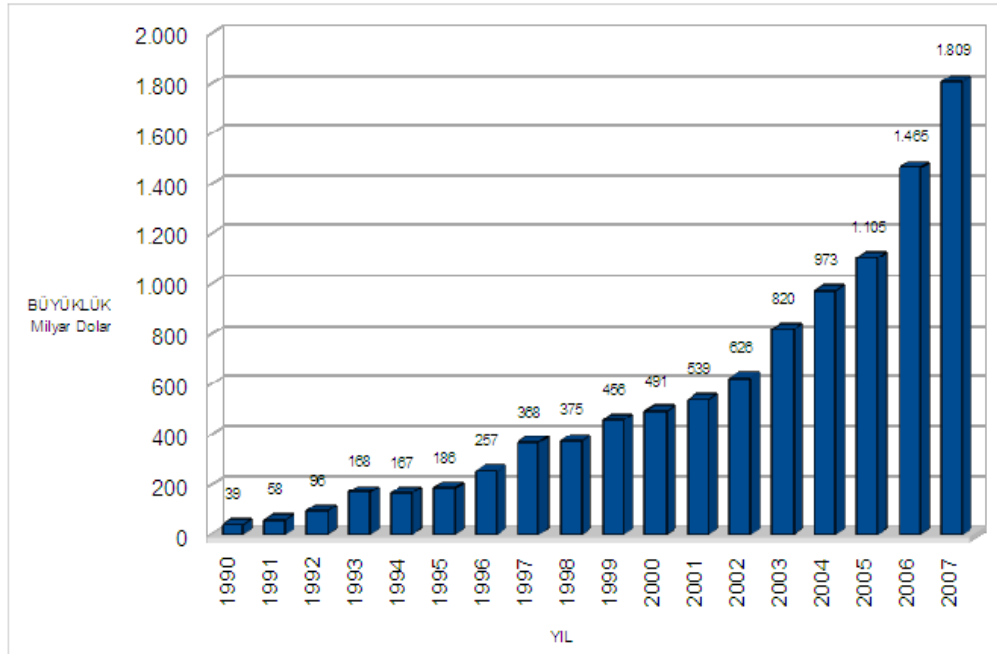
varlıklarını sürdürebilmişlerdir. 1980'li yıllar; teknolojinin kattığı ivme ile birlikte uluslararası finans piyasalarının öneminin gittikçe arttığı bir dönemdir. Cazip, kazançlı ve karmaşık ürünlerle dönemin taleplerini karşılamaya çalışan hedge fonlar arasında yükselenler; George Soros ve Julian Robertson'un fonlarıdır. Rakip fonlardaki performans oranları ve FED faiz oranlarının yönlendirmesinde sabit getirili ürünlerdeki kazanç oranları, hedge fonların popülerliği üzerinde etkili olmuştur. Ancak, modern teknoloji finansal ürünlerdeki çeşitliliği arttırdıkça ve yaygınlaştırdıkça, yüksek riskli fırsat arayışları yerini ılımlı kazançlara ve düşük riskli yatırımlara bırakmıştır; bu trend hedge fon yapılanmalarını da etkilemiştir. Hedge fon piyasası çalışanları geçmişin yatırım bankacılarıdır ve uluslararası sistem hakkında derinlemesine bilgi birikimine sahiptirler. İnsan kaynakları itibariyle sektörün en üst tabakasını oluşturan bu fonlar; sıradan yatırım fonlarındaki düşük kazanç oranları sebebiyle varlıklı yatırımcıları kendilerine çekebilmişler, akademik dünyanın bilgi birikiminden ve karmaşık finans tekniklerinden sıklıkla faydalanarak üstün performans göstermişlerdir.

Grafik 2.1.'de, hedge fonların 1990 sonrası gelişim çizgisi izlenebilmektedir; grafikte, hedge fon sektöründe atılımın 2000 yılı sonrasında gerçekleştiği ve hedge fonların büyüklüğünün 1,509 milyar dolara ulaştığı görülmektedir. Hedge fon sektörüyle ilgili bir diğer bilgi de hedge fon sayısı hakkındadır; hedge fon sayısındaki artış daha çarpıcıdır ve 2000 yılından sonra iki kat artarak 2007 itibariyle 7,535 adete yükselmiştir.⁵⁷ 2000 yılı sonrası süreç hedge fonlar için dönüm noktası olarak nitelendirilebilir. Bu küresel fonlar; riskli yatırımlar, yüksek oranlı borçlanma, büyük hacimli işlemler ve spekülasyon hareketleriyle özdeşleşmişlerdir.⁵⁸

⁵⁷ Terzi, Op. cit., ss. 11-15.

⁵⁸ Nurgül Chambers, "Hedge Fon Krallığı Sarsılıyor", (Çevrimiçi) www.bilgeyatirimci.com, 15.12.2008, ss. 1-7.

GRAFİK 2.1.: HEDGE FONLARIN BÜYÜKLÜĞÜ, 1990-2007, Milyar Dolar
**2007 Eylül ayı itibarıyla.*



Kaynak: Nuray Terzi, **Hedge Fonlar: Küresel Finans Piyasalarının Gizemli Oyuncuları**, Yayın No: 2102, İşletme-Ekonomi Dizisi: 312, İstanbul, Beta Yayıncılık, Mart 2009, s. 40.

Yükselen hisse senedi fiyatlarının oluşturduğu balon ve varlık fiyatlarındaki artıştan kaynaklanan yüksek hacimli likidite hareketleri; yeni finansal ortamda hedge fon yatırımcılarının risk ve getiri anlayışlarını etkilerken, hedge fon yöneticileri de değişik strateji uygulamalarıyla değişen koşullara ayak uydurmaya çalışmaktadırlar. Artan fiyatlar, yöneticileri uzun pozisyonlarını korumaya iterken; pozisyonlarını arttırma niyetleri likidite genişlemesine katkı yaparak piyasaları daha da derinleştirmiştir. Benzer yönde pozisyon alan yöneticiler sektörün ve dolayısıyla da sistemin genel dengeleri için tehlike arz etmeye başlamışlardır. Bu aşamada, ulusal merkez bankası yöneticilerinin düzenleyici olarak önemi ve hedge fonlarla olan iletişimi ayrı bir önem kazanmaktadır. Ortalamanın üzeri getiriler elde etme şansının bulunduğu yegane piyasalar olan yeni gelişmekte olan ülke piyasaları, likidite sorunu olan uluslararası sistem için gelecekte sorun kaynağı olabilecektir. Uluslararası

piyasalarda yakın tarihlere kadar hedge fon sektörüne yönelik genel olumlu havanın nedenleri şu ifadelerle özetlenebilir:⁵⁹

- artan fiyatlar, hisse senetleri öncülüğünde piyasaların geleceği konusundaki iyimser beklentileri artırmıştır,
- hedge fon yatırım hacmi giderek genişlemektedir,
- arbitraj stratejilerinden yüksek getiri olasılığı büyüktür,
- başta gelişmekte olan ülke piyasalarında olmak üzere, kredili işlemlere ve borçlanmaya dayalı pozisyonlar sistemin geneline yayılmıştır.

Hedge fonlar sektöründe; tezin hedge fon stratejileri konu başlığı altında da detaylandırılacağı üzere, hisse senedi alım satım, olay odaklı alım satım, küresel makro stratejiler ve gelişmekte olan piyasalar stratejileri sistemin geneline hakimdir. Getiri duyarlılığı oranı yüksek olan stratejiler ise; gelişmekte olan piyasalara yapılan yatırımları hedef alan, uzun ya da kısa hisse senedi alımına dönük ve futures piyasasında yapılan işlemlere ait yöntemlerdir. Risk algılamasındaki bu durum, küresel hisse senetlerindeki fiyat artış eğiliminin uzunca bir süre devam edeceği beklentisi altında şekillenmiştir. Sistemin geleceği için olumlu bir gelişme olarak görülmemektedir. Öte yandan, piyasa getirilerine duyarlılığı sifıra yakın olan stratejiler de mevcuttur. Bu yaklaşımlara örnek olarak; dönüştürülebilir arbitraj, piyasaya duyarsız hisse senedi veya sabit getirili arbitraj verilebilir. Bu noktada şu gerçeği de belirtmek gerekir ki; yeni düzenin yansımalarından bazıları finansal sistemin işleyişine getirilen yenilikler olarak tanımlanabilmektedir. Hedge fonlar artık KOBİ'lere de yatırım amaçlı yaklaşmakta, finansal kurumlar içinde farklı bir yapıya bürünmektedir. Bu gelişmelerden biri de, halka arzlarda aktif katılımcı olarak görülen ve birincil piyasalarda rol oynayan hedge fonlardır.⁶⁰

Küresel finans piyasalarına yönelik yasal düzenlemeler; hedge fonların özüne aykırı, rekabetçi olmayan bir düzenin ve arzu edilmeyen bir uluslararası sistemin oluşumuna

⁵⁹ Terzi, Op. cit., s. 67.

⁶⁰ Ibid., ss. 68-69.

yol açabilir. Yürürlüğe konulacak uygulamaların hedge fonlar açısından ılımlı özellikler taşıması şartı, gerek ilgili fonların, gerekse de uluslararası sistemin büyüme ve genişleme trendini sürdürebilmesi için otoritelerce önkoşul olarak belirlenmektedir.⁶¹

2.4. FİNANSAL SİSTEM İÇİNDE HEDGE FONLAR

Finansal sistem içinde hedge fonlar konulu bu kısımda sırasıyla; hedge fonların genel özellikleri, hedge fonların finansal sistem için olumlu ve olumsuz yanları ile hedge fonların diğer yatırım fonlarından farkları incelenecektir.

2.4.1. Hedge Fonların Genel Özellikleri

Hedge fonların yatırım yöntemleri; açığa satış, arbitraj, riskten korunma işlemleri, borç alınan kaynakla yatırım, tek bir piyasa ya da ihraçıda yoğunlaşma, vadeli işlemler, opsiyon alım satımı ve uluslararası piyasalara yatırım olarak sayılabilir; bu stratejiler düşen piyasalarda da yatırımcıların kazançlı çıkmasına yardımcı olmaktadır. Hedge fonlarla ilgili temel ayırım noktalarına yönelik daha detaylı açıklama başlıkları ise şunlardır:⁶²

- **Kar amacı:** Mutlak getiri hedefi.
- **Yatırım stratejileri:** İkiye ayrılır: Makro fonlar ve nispi değer fonları. Makro fonları biçimlendiren değişkenler makroekonomik göstergeler ve uluslararası sistemdeki gelişmelerdir. Buna karşılık nispi değer fonları, fiyat farklılıklarından arbitraj yoluyla faydalanma ilkesi üzerine inşa edilen ve birbirleriyle bağlantılı menkul değerler üzerine yoğunlaşan fonlardır. Hedge fonlar sayısız gruplandırmalarla, sayısız yöntem kombinasyonları oluşturabilirler.
- **Teşvik yapısı:** Fon yöneticileri aynı zamanda fonun yatırımcılarından ve fonun

⁶¹ Chambers, Hedge Fon Krallığı Sarsılıyor, Loc. cit.

⁶² Terzi, Op. cit., ss. 15-24.

başarısı üzerinden artı bir yönetici primi sağlarlar.

- **Kaldıraç:** Kaldıraç kullanma uygulamasıyla; borçlanma yoluyla ve türev ürünlerin kullanımı ile, alınan risk ölçüsünde yüksek getiriye ulaşabilmektedirler.
- **Üyelik:** Hedge fon üyelerinin, yatırımlarını sözleşmede belirtilen zaman dilimi zarfında belli bir süre fon havuzunda bloke etmeleri şartı bulunmaktadır. Fonun varlığının muhafazası için, sözleşme hükümlerince bu süre uzatılabilir.
- **Yerleşim merkezleri:** Hedge fonlar kendilerine yatırım üssü olarak, düşük vergi oranları avantajından yararlanabilecekleri ve yasal düzenlemelerle sınırlandırılmayacakları offshore finans merkezlerini ve bunun yanında bazı onshore finans merkezlerini seçmişlerdir.
- **Kurumsal yapı:** Sınırlı ortaklık olarak yapılandırılırlar. Şirket özel yatırım ortaklığı statüsündedir. Gerek offshore, gerek onshore fonların belli avantajlarından faydalanarak ve değişik yapıdaki hedge fonları özel bir fonda birleştirerek, yatırımcılara arzu ettikleri ürün paketi hazırlanabilmektedir.
- **Yöneticiler:** Yöneticiler hem yatırımcı, hem de karar alıcı olarak faaliyet gösterirler. Hedge fon yöneticileri stratejilerini belirlerken, yatırımcı tabanını oluşturan kurumsal yatırımcı ve yüksek net değer yatırımcılarının yanında, kendi menfaatlerini de düşünerek aksiyon alırlar.
- **Yatırımcı grubu:** Büyüklük olarak oldukça yüklü işlemlere yön verdiklerinden, minimum katılım payı tutarı ve yatırımcı profili açısından kamuya açık değildirler. Yatırımcı tabanları, yüksek mutlak getiri peşindeki bireysel ve kurumsal yatırımcılardır.
- **Düzenlemeler:** Genelde çok sınırlı kısıtlamalara, hatta bazen hemen hiçbir kısıtlamaya maruz kalmadan işlemlerini devam ettirebilmektedirler. Bu özellikleri sıradan yatırım fonları yatırımcılarında çekinceler yaratsa da, risk algılaması yüksek yatırımcı profili için çekici gelmektedir.
- **Bilgilerin kamuya açıklanması:** Kamuya açıklama yapma yükümlülükleri hemen hemen hiç yok gibidir. Yatırımcı tabanı, fonların pazarlanma

yöntemleri ve şirket yönetim birimlerinin bulunduğu finans merkezleri dikkate alındığında, kamuya açıklama yapma ihtiyaçlarının bulunmadığı kolayca anlaşılmaktadır.

Hemen hemen her hedge fon kuruluşu, kendine özgü bir yatırım tarzı geliştirmiştir. Stratejiler bazında geniş bir özgürlük alanına sahip olan hedge fonlar, değişik yatırım fırsatlarından, değişik stratejilerle faydalanma yoluna gitmişlerdir. Finansal mühendislik ve portföy yönetimi tekniklerinde kaydedilen ilerlemeler, hedge fon yöneticilerine değişik tekniklerle farklı risk algılamalarına sahip gruplara hitap edebilme fırsatı sağlamıştır. Geleneksel yatırım fonlarında yöneticiler standart yöntemlere sahipken ve tarz sapması denen yöntem değişiklikleri hoş karşılanmazken, hedge fonlar kavramının özünü oluşturan farklılaştırılmış stratejiler birbirine zıt iki anlayışın açık göstergesidir. Hedge fonlarda bu strateji esnekliğine uygun yönetici, uzman, analist ve takımların istihdamı esastır. Hedge fonlarca sıklıkla kullanılan analiz yöntemleri; temel değer analizi, teknik analiz, yukarıdan aşağıya sayısal analiz ve aşağıdan yukarıya sayısal analiz olarak sıralanabilir.⁶³

2.4.2. Hedge Fonların Finansal Sistem İçin Olumlu ve Olumsuz Yanları

Hedge fon sektörü konusunda yürütülecek bilimsel bir çalışmada, belki de, en fazla vurgulanması gereken konu hedge fonların finansal sisteme olan olumlu ve olumsuz etkileridir.⁶⁴ Hedge fonların olumlu yanları şu şekilde sıralanabilir:

- en riskli görülen yatırım aracı hisse senetleridir. Bu ürünün taşıdığı belirsizlikten biraz daha düşük bir oranla, hedge fonlar aracılığıyla hayli yüksek getiriler elde etmek mümkündür,
- en büyük kazanç fırsatları, alım satım (trading) bazlı işlemlere en uygun olan finansal ürünler ve yöntemlerdedir,

⁶³ Drobny, Op. cit., ss. 371-372.

⁶⁴ Terzi, Op. cit., ss. 29-34.

- yükselen ve alçalan emtia piyasalarında da, tıpkı finansal piyasalarda olduğu gibi pozisyonlar korunarak yüksek getiriler elde edilebilmektedir,
- teknolojinin de yardımıyla sayısız yatırım kanallarının ortaya çıkması, portföy farklılaştırmasını mümkün kılarak etkin piyasa oluşumuna katkıda bulunmaktadır. Ayrıca, hedge fonları kendi portföyelerine dahil eden yatırım kuruluşları, sıradan portföylere özgü risk düzeyini en aza indirerek, düzenli getiri imkanı sunmaktadırlar. Bilimsel çalışmalarda; geleneksel fonlardakilerle karşılaştırıldığında, hedge fonlardaki getiri ya da risk kombinasyonunun yatırımcı lehine olduğu sonucu ortaya çıkmıştır,
- risk faktörünün dağılımına en çok katkıda bulunan unsurlar; hisse senedi piyasaları, türev piyasaları ve sigorta kuruluşlarıdır. Bu unsurlar piyasa etkinliğinde en fazla söz sahibi katılımcılardır. Risk sermayesi sektörünün en büyük destekçisi hedge fon sektörüdür. Sigorta kavramına dahil ürünler, her zaman hedge fonların portföyelerinde önemli yer tutmuştur. Dolayısıyla, hedge fonlar sigorta kurumları için önemli bir gelir kaynağıdır,
- hedge fon çalışanları, geniş piyasa bilgileriyle, finans piyasalarında yatırım ve işlem zamanlaması konusunda yol gösterici olmuşlardır,
- ekonominin geneline nüfuz eden, doğal felaketler ve finansal krizleri de içeren bunalım dönemlerinde; sigorta kurumları da dahil, kayıpların sistemin çöküşüne neden olmasını engelleyecek kuruluşlara destek olmaktadır. Likidite sorununun had safhada olduğu konjunktürlerde, piyasaya likidite enjekte ederek krizin derinleşmesine engel olurlar. Finansal zorluk dönemlerinde, gerek ürün bazında, gerek piyasalar bazında yatırımlarını yoğunlaştırarak, çekinceleri olan yatırımcıları ikna ederler. Kalkınma amaçlı fonların sermaye maliyeti böylece minimumda tutulur. Yalnız sermaye maliyeti değil, varlık fiyatlamaları konusunda da sistemin istikrar sağlayıcı bileşenidir. Kullandıkları strateji arbitrajdır. Dövizde ya da menkul kıymetlerde yüksek getiri arayışı, hedge fonların arbitraj işlemlerine odaklanmasını beraberinde getirmektedir,
- hedge fon yatırımcılarının yatırımlarını belirli bir süre fon havuzunda tutma zorunlulukları, hedge fonlara uzun vadeli stratejilere yoğunlaşma şansı verir,

- resesyon ve durgunluk dönemlerinde, piyasa tanınırlıkları sayesinde kaldıraçlı işlemler için kaynak bulmakta zorluk çekmezler.

1990'lı yılların yükselen hisse senetleri piyasaları trendinin büyük bir çöküşle sona ermesi sonrası, küresel ekonomideki her sıkıntılı dönem, finansal kriz süreçleri de dahil, hedge fonlarla anılır olmuştur. Dünya ekonomisinin içinde bulunduğu istikrarsız düzenden ve yapısal sorunlardan hedge fonların yönlendirdiği küresel fonlar sorumlu tutulmaktadır.⁶⁵ Genel olarak, hedge fonların olumsuz yanları şu şekilde sıralanabilir.⁶⁶

- hedge fon yöneticilerinin konularına olan hakimiyeti ve uzmanlığı, kendine güven duygusunun ve performans geliri baskısının da etkisiyle, olumsuz sonuçlara sebebiyet verebilmektedir. Yüksek düzeyde zararların kökeninde, genelde, yönetici primlerinin yüksekliği ve kara geçebilmek için gerekli pozisyon tutarının yüksek hacimli olması gerçeği bulunmaktadır,

- finansal piyasa dengesizliklerinin temelinde, yüksek miktarda borçlanarak tutulan kredili pozisyonların varlığı ve piyasada yaşanılacak herhangi bir volatilitede, kapatılması gereken pozisyonların büyüklüğü sebebiyle ortaya çıkacak likidite krizleri görülmektedir. Ulusal otoriteler hedge fonların beraberinde taşıdıkları bu risk unsuruna özellikle dikkat etmekte ve kendi politikalarını geçersiz kılacak gelişmeleri önlemede hassasiyet göstermektedirler. Bir diğer tehlike de, düzenleme kurumlarının kapsamı dışında bulunan bu fonlarda ortaya çıkabilecek usulsüzlüklerden kaynaklanmaktadır. Önceden tanımlanması ve tespiti oldukça zor olan bu riskler, finansal piyasaların geneli için piyasa dengesini bozan unsurlardır,

- hedge fonlar, gerek arbitraj, gerekse de diğer finansal işlemlerde kar fırsatı yakaladıklarında, bu imkandan maksimum miktarda faydalanabilmek için borçlanarak pozisyonlarını büyütmede ve taşıdıkları pozisyonun büyüklüğü oranında kazanç elde etmektedirler. Ancak, mevcut pozisyonları herhangi bir türbülansa acilen kapatma ihtiyacı, piyasaların geneline olduğu kadar, kendilerine de

⁶⁵ Biggs, Op. cit., s. 13.

⁶⁶ Terzi, Loc. cit.

oldukça zarar verebilmektedir. Yüklü işlem zararları fonun likidite sıkıntısı içine düşmesine yol açabilmektedir. Karşılanamayan likidite açıkları ise fonun iflasına sebep olabilmektedir. Hedge fonlara fayda maliyet analizi açısından yaklaşıldığında sonuçlar çarpıcıdır. Mutlak getiri hedefiyle işlemler gerçekleştirirken en arzu edilmeyen sonuç, gelişmekte olan ülke piyasalarında yaşanabilecek başarısızlıklardır. Hedge fon yöneticilerinin her türlü hareket serbestisine sahip olması, bireysel beceriksizliklerinin ya da yeteneksizliklerinin tüm yatırımcılar için istenmeyen sonuçlara neden olmasına yol açabilmektedir. Karar alıcı konumundaki kişi sayısının azlığı hız ve değişikliklere kolayca uyum sağlayabilme avantajı sağlarken, karar alıcılardan kaynaklanan olumsuz sonuçlar en önemli dezavantajdır. Yüksek tutarlarda ve yüksek riskli yatırımların birkaç yöneticinin öngörülerine ve sezgilerine bırakılması büyük bir sorumluluk devrini ifade etmektedir. Sonuç olarak, yatırımcılar da benzer kaygılarla yatırımlarının akibeti hususundaki gelişmeleri an be an izlemek istemektedirler. Yatırımcı taleplerini karşılayacak bilgi ve sistem altyapısının sağlanması da, hedge fonların üzerinde düşünmesi gerekli konulardan biridir. Nakit akışı ve diğer operasyonel işlemlerin takibi, yönetici ile yatırımcı arasındaki güvenin teşkil edilmesi ve sürdürülmesi açısından önem arz etmektedir.

2.4.3. Hedge Fonların Diğer Yatırım Fonlarından Farkları

Hedge fonlar; kuruluş, strateji, yönetim ve organizasyon gibi pekçok değişken bazında diğer fonlardan farklılıklar gösterirken, pekçok açıdan da benzerlikler taşımaktadır. Niteleyici özelliklerinin kavranması, hedge fonların öneminin genel kabul görmesi açısından da belirleyicidir. Geleneksel fonların (kurumsal fonların ve yatırım fonlarının) ve hedge fonların ayrıntılı incelemelerini kapsayan karşılaştırmalı analizin, hedge fon organizasyonunun daha iyi anlaşılması açısından önemi büyüktür. Bu iki fon türünün aralarındaki farklar şu şekilde sıralanabilir:⁶⁷

- geleneksel fonlar her zaman uzun pozisyon alırlar; hedge fonlar her iki türde

⁶⁷ Nurgül Chambers, "Hedge Fonlar", (Çevrimiçi) www.bilgeyatirimci.com, 15.12.2008, ss. 1-8.

pozisyon alabilir,

- kredili işlemler hedge fonlarda daha sıklıkla kullanılan bir yöntemdir,
- performans sistemi, hedge fonlarda verimliliğin ölçülmesinde temeldir,
- hedge fonlarda yöneticilerin de fon havuzunda payı vardır,
- futures ve türev işlemlerinin kullanımında hedge fonlar liderdir. Hemen her yatırım platformunda bu ürünler kullanılır,
- geleneksel fonlar nispi getiriyi baz alırken, hedge fonlar mutlak getiriyi hedef alır,
- hedge fonlar yasal düzenlemeler dikkate alındığında geniş bir özgürlük alanına sahiptir,
- geleneksel fonlarda piyasa performansı, strateji performansı ve yöneticinin uzmanlık düzeyi kar oranını belirlerken, sadece sonucusu hedge fon getirilerinde esas olarak belirleyicidir,
- hem yükselen, hem de düşen piyasalarda hedge fonlar yüksek kazanç elde edebilir,
- bir hedge fon türü olan hedge fonların fonu yapılanmaları, risk algılamasındaki farklılıktan kaynağını almaktadır. Bu fonlar geleneksel fonlara kıyasla daha düzenli bir kazanç kaynağıdır ve yönetim riski hedge fonlara nazaran çok daha düşüktür,
- kredili işlemler, nihai hedef açısından uygulamada çeşitliliğe sahiptir. Bu tür araçların kullanımında geleneksel fonların amacı şirketlerin yönetimini ele geçirmek maksatlı satın almalar iken, hedge fonlarda bu amaç güdülmez,
- hedge fonların pozisyonları kısa vadelidir ve sonsuz sayıda stratejiyi hayata geçirmekte herhangi bir sınırlama ile karşılaşmazlar,
- geleneksel fonlar, portföy yapısı ve fon havuzunun hacmi göz önüne alındığında, hedge fonlardan daha büyüktür,
- hedge fonlar birkaç yatırım uzmanı veya portföy yöneticisi tarafından yönetilirken, geleneksel fonlarda idare uluslararası finans kuruluşları, büyük yatırım bankaları veya sigorta şirketlerindedir,
- temel özellikleri sıralandığında, hedge fonlar sıradan bir finans kurumu niteliğindedir. Sigorta şirketleri ve yatırım fonları benzeri yapılanmalar, hedge fonların yatırımcı tabanında önemli bir konuma sahiptir. Hedge fonların finansal sistem için önem arz eden faaliyetleri arasında; finansal sistemin geneline yönelik

risk algılamasını azaltmak ve volatilitenin minimumda olduğu bir piyasada alım satım işlemlerinin uygulanmasını sağlamak veya ortamın oluşturulmasında sistemin diğer katılımcılarıyla ortak hareket etmek sayılabilir.

2.5. HEDGE FON YATIRIM STRATEJİLERİ

Sermaye piyasaları yatırımcılarının, veri risk seviyesinde en yüksek getiriye elde etme ya da mevcut getiri temelinde riski en aza indirme yönünde yapılandığı varlık kümesi tanımı, **portföy** teriminin en yalın ifadesidir. Portföy kavramının içeriğini, önemli bazı ayrıntılarla genişletmek mümkündür. Öncelikle tanımda belirtilen yatırımcı kelimesi bireyleri ve kuruluşları kapsamaktadır. Oluşum, getiri ve risk bazında bazı önkoşullarla, önceden kararlaştırılan bir hedefe yönelik olarak bir araya getirilen tüm sermaye piyasaları ürünlerinden yapılandırılmıştır. Bir araya getirilme fiili, sadece menkul kıymet havuzunun şekillendirilmesini vurgulamak amaçlı kullanılmıştır; yoksa, bu ürünlerin toplam getiri ve toplam riskine atıf yapma amaçlı değil. Portföyün ihtiva ettiği tüm finansal enstrümanların birbirleriyle ve piyasanın geneliyle olan etkileşiminden kaynaklanan parametreler, portföyü oluşturan menkul kıymetlerden ayrı bir finansal bütün yaratmaktadırlar.⁶⁸

Portföy yönetimi sürecinin son aşaması olan portföy performansının değerlendirilmesi, süreç nihayetliğinde, portföy seçimi aşamasında belirlenen başarı kriterlerinin karşılanma derecesini ortaya koymaktadır. Dolayısıyla, hedefi yakalamada uygulanacak yöntemin tespiti ve seçilen yöntemin doğruluğu ilerde oluşturulacak portföylerde benzer yöntemin izlenip izlenmeyeceği hususunda belirleyicidir. Değerlendirme boyunca dikkat edilmesi gereken en önemli konu, performans ölçütlerinin tanımlanmasıdır. Matematiksel analiz yapılırken ise portföyün değerindeki artış veya azalışın, ilgili değişkenler baz alındığında, farklılık düzeyinin boyutunun nitel ve nicel parametreler bazında yorumlanması

⁶⁸ Erdinç Altay, “Portföy Yönetiminde Karar Alma Aracı Olarak Teknik Analizin Kullanımı”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, İstanbul, 1997, ss. 141-142.

gerekmektedir. Hesaplama kullanılan metodoloji: Sharpe, Treynor ve Jensen'in teorileri; benzer getiri ve risk özelliklerinde tanımlanan diğer portföyler; değişik sermaye piyasalarındaki kazanç miktarları; farklı sermaye piyasası endekslerinin getiri oranları temelinde biçimlendirilebilmektedir. Portföy oluşturulması sürecinin başlangıcında, daha hedef tanımlamaları yapılırken, hesaplama metodolojisinin netleştirilmesi hedef ile gerçekleşen uyumunun sağlanmasında etkilidir.⁶⁹

Hedge fonların yatırım yaparken izledikleri yöntemler, kural olarak yatırım fonlarından, uygulama olarak diğer para yöneticilerinden ayrılmaktadır. Genelde kendi öngörülerıyla hareket etmekten hoşlanan hedge fon yöneticilerinin herbiri kendi özelinde bir yatırım anlayışı geliştirmiştir. Yatırım anlayışının özü temel analiz, teknik analiz, istatistiksel analiz ve ekonometrik modeller üzerine kuruludur. Uygulamada dikkatlerin en fazla yoğunlaşması gereken alan, piyasa geneline yaygınlaşan fiyat düşüşleri dönemleridir. Bu bağlamda, balonların oluştuğu sermaye piyasalarında balonun ne zaman söneceği hususundaki öngörülerde haklı çıkabilmek ve yatırım kararlarını doğru verebilmek yönetici performansı için bir numaralı göstergedir. Hedge fon yöneticileri, portföy yapılanmaları ile riski ve dalgalanma boyutunu minimize etmek için uğraş verirken, belirsizlik ortamında anasermayeyi korumaya ve hatta yüksek getiri elde etmeye çalışırlar. Özel yatırım şirketlerinin bir türü olan hedge fonlar; kısa satışlar, kaldıraç kullanımı, çeşitlendirilmiş portföylere ait menkul kıymetlerin alınıp satılması, arbitraj ve türev kullanımı yöntemleri ile işlem gerçekleştirmeleri nedeniyle pozitif getiri elde etmeye en yatkın yatırım birimleridir.⁷⁰

Hedge fon stratejilerinin sınıflandırılmasında değişik araştırmacılar, çeşitli stratejileri, farklı hedge fon türleri içinde değerlendirmiş ya da gruplar bazında kategorize etmiştir. En genel ve en kapsamlı sınıflandırma aşağıdaki biçimde ifade

⁶⁹ Ibid., ss. 169-170.

⁷⁰ Terzi, Op. cit., ss. 49-51.

edilebilir:⁷¹

Piyasaya Duyarsız Stratejiler

- Uzun ya da Kısa Hisse Senedi Alım Satım
- Dönüştürülebilir Arbitraj

Olay Odaklı ve Özel Durumlar Stratejileri

- Finansal Sıkıntılı Hisse Senetleri
- Şirket Birleşmeleri ve Risk Arbitrajı

Uzun ya da Kısa Hisse Senedi Alım Satım Stratejileri

- Kısa Satış
- Uzun
- Büyüme Fonları

Küresel Makro Stratejisi

- Küresel Makro Hedge Fonlar

Sektör ve Ülke

- Sektör Fonları
- Gelişmekte Olan Piyasalar

Dinamik Stratejiler

- Piyasa Zamanlaması
- Fırsatçı

Hedge Fonların Fonu

- Hedge Fonların Fonu
- Hedge Fonların Fonunun Fonu (F3'ler)

CTAs (Commodity Trading Advisors)

- Emtia Alım Satım Danışmanları

Hedge fon gruplarına ait temel stratejiler ve bu stratejilerin ağırlıkları sırasıyla Tablo 2.2. ve Tablo 2.3.'te belirtilmektedir. Hedge fonların en yaygın yatırım stratejisi uzun ya da kısa hisse senedi alım satım stratejisidir. İkinci önem sırasında ise olay odaklı ve çoklu stratejiler bulunmaktadır. Stratejilerin oran olarak % 20'si küresel makro, yükselen piyasalar ve sabit getiri arbitrajından oluşmakta iken; % 10'u yönetimli gelecek işlemleri ve piyasaya duyarsız stratejilerden meydana gelmektedir.

⁷¹ Global Derivatives, "Overview of Hedge Fund Strategies", (Çevrimiçi) www.global-derivatives.com, 29.9.2009, ss. 1-5.

TABLO 2.2.: HEDGE FON GRUPLARI VE YATIRIM STRATEJİLERİ

GRUP	STRATEJİLER
Piyasa Yönlü Fonlar	Uzun/Kısa Hisse Senedi Hedge Açığa Satış Eğilimli Küresel Makro Yükselen Piyasalar Yönetimli Gelecek İşlemleri
Olay Odaklı Fonlar	Risk Arbitrajı Finansal Sıkıntılı/Yüksek Getirili Menkul Kıymetler
Piyasaya Duyarsız Fonlar	Sabit Getirili Arbitraj Dönüştürülebilir Arbitraj Piyasaya Duyarsız Hisse Senedi
Çok Stratejili Fonlar	-
Hedge Fonların Fonu	-

Kaynak: Nuray Terzi, **Hedge Fonlar: Küresel Finans Piyasalarının Gizemli Oyuncuları**, Yayın No: 2102, İşletme-Ekonomi Dizisi: 312, İstanbul, Beta Yayıncılık, Mart 2009, s. 51.

TABLO 2.3.: YATIRIM STRATEJİLERİNE GÖRE HEDGE FONLARIN DAĞILIMI

STRATEJİLER	ORAN %
Uzun/Kısa Hisse Senedi	32
Olay Odaklı	21
Çok Stratejili	14
Küresel Makro	9
Yükselen Piyasalar	7
Sabit Getiri Arbitrajı	7
Piyasaya Duyarsız Hisse Senedi	5
Yönetimli Gelecek İşlemleri	5

Kaynak: Nuray Terzi, **Hedge Fonlar: Küresel Finans Piyasalarının Gizemli Oyuncuları**, Yayın No: 2102, İşletme-Ekonomi Dizisi: 312, İstanbul, Beta Yayıncılık, Mart 2009, s. 60.

2.5.1. Piyasa Yönlü Fonlar

Piyasa yönlü fonlar en yaygın fon türüdür. Bu fonların borçlanma oranları düşük olmakla birlikte, sermaye piyasalarını yönlendirme amaçlı yüksek tutarlı işlemlerle öne çıkmaktadırlar. Bireysel bazda varlık fiyatlamalarından ziyade, genel anlamda ekonominin izleyeceği rotayı önceden kestirmeye yoğunlaşırlar. Genel ekonomik göstergeler bazında yapılan projeksiyonlarla yatırım kararlarına biçim verirler. Piyasa yönlü hedge fonlara ait stratejiler şu şekilde maddelendirilmiştir:⁷²

- **Uzun/Kısa Hisse Senedi Hedge:** Portföy oluşturma amaçlı işlemlerin özündeki stratejidir. Portföye dahil edilen hisse senetleri, uzun ve kısa pozisyonlarla çeşitlendirilir. Koruma ise futures işlemleri ve opsiyonlar yolu ile sağlanır. Aynı ülke ya da bölge veya aynı sektördeki hisse senetlerindeki pozisyonlarla getiri elde ederler.
- **Açığa Satış Eğilimli Fonlar:** Kısa pozisyon alarak, sermaye piyasası ürünlerinde ve türevlerde getiri arayışındadırlar.
- **Küresel Makro:** Hükümetlerin strateji değişiklikleri nedeniyle ulusal iktisat politikalarında; başta faiz, döviz, hisse senedi, tahvil ve emtia piyasalarındakiler olmak üzere, temel makroekonomik göstergeler sapmalarından fayda sağlamak maksatıyla pozisyon alan özel yatırım fonu türüdür. Diğer özel yatırım fonlarından farkları, öngörülere dayanılarak alınan spekülasyon amaçlı uzun ve kısa pozisyonlar ile türev araçların yoğun olarak kullanıldığı kaldıraçlı işlemlerdir.⁷³
- **Yükselen Piyasalar:** Emerging markets olarak da anılan gelişmekte olan ülke sermaye piyasalarına yönelik işlemlerle tanınırlar. Ülke analizlerinde engin bir makroekonomi bilgisine ihtiyaç duyulur. Şirket analizlerinde ise mikro alanlarda uzmanlık gereklidir. Getiri fırsatları; nispeten yüksek fiyat artış oranlarına ve değişken büyüme oranlarına sahip ulusal ekonomilerin

⁷² Terzi, Op. cit., ss. 51, 60.

⁷³ Tuba Ertugay Yıldız, "Hedge Fonların İşleyişi", Yeterlik Etüdü, İstanbul, Sermaye Piyasası Kurulu, Haziran 2004, (Çevrimiçi) www.spk.gov.tr, 4.8.2009, s. 19.

yapısından kaynaklanmaktadır. Daha çok, özkaynak yatırımı denen hisse senedi yatırımlarında ve sabit getirili ürünlerde yatırımlar gözlenmektedir. Etkin bir korunma sağlanılabilecek finansal altyapı mevcut değildir.⁷⁴

- **Futures İşlemleri:** Kavramın merkezinde alım satım işlemcilerinden oluşan birimler bulunur. İşlemciler para, sermaye, emtia ve döviz piyasalarında futures işlemler yaparlar. Alım satım işlemcileri karar almada; teknik analiz de dahil kantitatif verilere güvenenler ve piyasanın yönü ile ilgili kişisel deneyimlere dayanan sezgilerini kullananlar olarak ikiye ayrılmaktadırlar.

2.5.2. Olay Odaklı Fonlar

Kaldıraç kullanım oranı nispeten düşük olan olay odaklı fonlarda; şirketlerin kendi organizasyon yapılarına özgü değişiklikler ve kurum sahipliği değişiklikleri işlemlerin temelini oluşturmaktadır. Temel stratejileri şunlardır.⁷⁵

- **Risk arbitrajı:** İki şirketin birleşmesi öncesinde; devralınacak şirketin hisse senetleri fiyatlarında artış beklentisi ile ilgili hisselerde uzun, devralacak şirketin hisselerinde ise düşüş olacağı beklentisiyle kısa pozisyonda olma durumunu ifade eder. Hedge fonlar benzer uygulamalarla, hisse senetlerinin yeniden yapılandırılması sürecinde de yer almaktadırlar.
- **Finansal Sıkıntılı ve Yüksek Getirili Menkul Kıymetler:** Hedge fonlarca sürdürülen finansal analiz sonucunda finansal güçlük yaşadığı tespit edilen firmaların haklarına, yükümlülüklerine ve hisse senetlerine yoğunlaşan bu tür stratejiler, gerçek fiyatın netleştirilmesindeki belirsizlikten kazanç imkanı sağlarlar. Hedge fonlar bu tip şirketlerde satış yönünde pozisyon alırlar. Bu tarz stratejiler oldukça yüksek bir risk algılamasına sahip hedge fon yöneticileri için caziptir; çünkü, geleneksel yatırım kurumları bu tip ve boyutlardaki firmalardan uzak durma eğilimindedirler. Dolayısıyla, ilgili

⁷⁴ Barbaros Yalçın, "Gelişmekte Olan Ülkeler ve Uluslararası Kurumsal Yatırımcılar", Araştırma Raporu, BY-1, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, Kasım 2005, (Çevrimiçi) www.spk.gov.tr, 4.8.2009, s. 21.

⁷⁵ Terzi, Op. cit., ss. 55-56.

strateji piyasasının genel trendinin dışındadır ve bağımsız olarak nitelendirilmektedir.

2.5.3. Piyasaya Duyarsız Fonlar

Piyasaya duyarsız fonlar fiyat algılamalarındaki farklılıklardan kazanç sağlama amacındadırlar. Getiri oranını arttırmak için yüksek tutarda kredili işlemlerde bulunurlar.⁷⁶ Piyasaya duyarsız hedge fon stratejilerine ait alt başlıklar şunlardır:⁷⁷

- **Sabit Getiri Arbitraji:** Temel olarak, faiz oranı/fiyat ilişkisindeki normal dışılıklardan faydalanırlar. Sürekli getiri hedefi tüm uluslararası sistemde ve volatilitesi düşük piyasalarda uygulama alanı bulmaktadır. Arbitraj alanlarının en yaygınları; faiz oranı swap arbitraji, ABD ve ABD dışındaki hükümet tahvillerine ilişkin arbitraj ve konut sektörü kaynaklı sermaye piyasası ürünlerine ilişkin arbitraj olarak sıralanabilir.
- **Dönüştürülebilir Arbitraj:** Bu stratejide, aynı şirkete ait değişik menkul kıymet türlerinde kısa ya da uzun pozisyonlar alınarak fiyat anomalilerinden faydalanmaya çalışılmaktadır.
- **Piyasaya Duyarsız Hisse Senedi:** Temel strateji, sermaye piyasalarının işleyişi sürecinde aynı ülkeye ait, yaklaşık olarak birbirine benzer hisse senetlerinde, eş anlı olarak kısa ya da uzun pozisyonlarla portföyler oluşturmaktır. Bu tarz bir strateji sonucunda bir getiri şansı yakalandığında, aynı zamanda net pozisyonda risk düşük olduğu için, işlemin sonucunda hissenin bulunduğu piyasa içinde de bir risk ayarlaması söz konusu olmaktadır; dolayısıyla, bu yöntem finansal sistemin geneli için de faydalıdır. Böyle bir kazanç ihtimali oluştuğunda, karı artırmak için borçlanma alternatifinden yoğun olarak yararlanılmaktadır.

2.5.4. Çok Stratejili Fonlar

⁷⁶ Biggs, Op. cit., s. 28.

⁷⁷ Terzi, Op. cit., ss. 56-58.

Çok stratejili fonlar, yukarıda detaylandırılan yöntemlerin yatırımcıların mutlak getiri taleplerini karşılamaya kafi gelmediği durumlarda, eldeki fonları değişik risk algılamalarından oluşan stratejilere pay etmeyi benimsemişlerdir. Kısa dönemde yüksek kar hedefleyen, standart dışı yöntemleri yatırım felsefesi olarak benimsemiş hedge fon yöneticileri de bu başlık altında toplanmaktadır.⁷⁸

2.5.5. Hedge Fonların Fonu

Hedge fonların fonu, minimum iki alım satım danışma hizmeti sunan kurum ya da hedge fondan oluşan farklı bir yapılanma türüdür. Bu sayede; yönetici eksikliği, deneyim eksikliği, minimum katılım payı tutarı vb., sıkıntılar sebebiyle hedge fon sektörünün dışında kalan yatırımcıların da hedge fonların sunduğu fırsatlardan yararlanması mümkün olabilmektedir. Doğal olarak, getiri oranları hedge fonlarınkinden düşüktür. Hedge fonun fonu portföyleri, esas olarak, hedge fonlarından değişik yöntemlerle uzun vadede istikrarlı getiri imkanı sağlaması amacıyla inşa edilmektedirler. Değişkenler, farklı strateji bileşkeleriyle istendiği biçimde yönlendirilebilir ve hedge fonlardakilere benzer yüksek getirili modeller türetilebilir.⁷⁹

Tablo 2.4.'de, 2004-2007 arası dönemde, hedge fon performansları hedge fonların yatırım stratejileri temel alınarak, referans alınan getiri oranı endeksine göre yüzde değişim bazında ayrıntılandırılmaktadır; böylece, hedge fonların yakın dönemdeki üstün performansları stratejiler bazında izlenebilmektedir. Makroekonomik konjonktürün de etkisiyle yükselen piyasalar stratejisi en yüksek getiri oranını sağlamıştır. Dönüştürülebilir arbitraj yönelimli fonlar ise bir sonraki sırada yer almışlardır. Hisse senedi ve olay odaklı stratejiler ortalama bir kazanç oranını sağlamayı başaramamışlardır. Hedge fonlar uç stratejilere ve yüksek riskli alanlara yatırım yaparak ayrıcalıklı bir konum elde ettiklerinden, sayıca çok az hedge fon

⁷⁸ Drobny, Op. cit., ss. 375-377.

⁷⁹ Biggs, Op. cit., ss. 27-28.

varlığını devam ettirebilmekte, kalanı yüksek riskin olumsuz yanlarının etkisiyle sektörden silinip gitmektedir. Stratejilerin yıpranma oranlarına göre yapılacak bir sıralamada ise; en tepede, ikisi de piyasa yönlü olarak tanımlanabilecek, yönetimli gelecek ve küresel makro uygulamalar ile piyasaya duyarsız stratejiler başlığı altında yer alan sabit getirili arbitraj bulunmaktadır. Hedge fon yatırımcılarının hedge fonları bir değerlemeye tabi tutarken genelde en çok önem verdiği nitelikler; fon stratejisinin devamı ve istikrarıdır. Oysa, hedge fon yöneticilerinin farklı stratejilere yönelmelerinin nedeni uluslararası konjoktüre bağlı olarak kazanç miktarının azalmasıdır. Kredili işlemlerin, yüksek oranlı borçlanmalarla finanse edilen pozisyonların ardındaki gerçek de düşen getiri oranlarıdır. Ancak, geçmişte benzer süreçlerin ne tarz bir finansal çöküş ile sonuçlandığı da, belleklerden silinmemesi gereken bir başka gerçektir.⁸⁰

TABLO 2.4.: YATIRIM STRATEJİLERİNE GÖRE HEDGE FONLARIN PERFORMANSI (Endekste % Değişim)

ENDEKS	2004	2005	2006	2007
Dönüştürülebilir Arbitraj	1,18	-1,86	12,17	4,74
Finansal Sıkıntılı Menkul Kıymetler	18,89	8,27	15,94	5,66
Yükselen Piyasalar	18,42	21,04	24,26	20,24
Hisse Senedi	7,68	10,60	11,71	9,69
Piyasaya Duyarsız Hisse Senedi	4,15	6,22	7,32	4,16
Olay Odaklı	15,01	7,29	15,33	7,35
Sabit Getiri Arbitrajı	5,99	5,60	7,28	2,34
Makro	4,63	6,79	8,15	7,88
Sektör (Toplam)	11,34	9,14	16,31	10,02
Fonların Fonu Bileşik	6,86	7,49	10,39	8,08

Kaynak: Nuray Terzi, *Hedge Fonlar: Küresel Finans Piyasalarının Gizemli Oyuncuları*, Yayın No: 2102, İşletme-Ekonomi Dizisi: 312, İstanbul, Beta Yayıncılık, Mart 2009, s. 61.

2.6. HEDGE FONLAR SEKTÖRÜNDE BAŞLICA YASAL DÜZENLEMELER

Hedge fonlarla ilgili en temel yasal düzenlemeler yatırımcı profili ile ilgili olanlardır. Hedge fonlar, **nitelikli yatırımcı** olarak tanımlanan en üst gelir grubundan bireysel

⁸⁰ Terzi, Op. cit., ss. 52-63.

yatırımcıların ve üst düzey kurumsal yatırımcıların portföylerine dahil edilebilirler; çünkü, bu fonlar **yüksek riskli yatırım fonları** kategorisinde yer almaktadır.⁸¹

Hedge fonlarda genel eğilim düzenlemelerin dışında kalmak ve böylece uluslararası piyasalarda dilediğince, sınırlamalara tabi olmadan işlemlerini gerçekleştirmektir. Düzenleyici kurumlar belli konu başlıklarıyla sınırlandırdıkları düzenlemeleri, ilgili ülkenin yerel şartlarına uygun yapılandırmışlardır. Bu düzenlemelerin öne çıktığı, aynı zamanda etkin ve derin sermaye piyasalarına sahip ülkeler; ABD, İngiltere, Japonya, Almanya ve diğer Avrupa ülkeleridir. Offshore uygulamalar ise hedge fonlara kuruluş, vergi, mevzuat ve işlem avantajları sağlayarak, getiri üstünlüklerinin temelini oluşturmaktadır. İlgili düzenlemeler, ülke ve bölgelerin sermaye piyasalarının genişliği baz alınarak oluşturulan önem sırasına göre maddeler halinde detaylandırılmaktadır.⁸²

- **ABD:** ABD'de temel düzenlemeler; Yatırım Danışmanları Yasası (Investment Advisors Act) esas alınarak SEC tarafından yürütülmektedir. Bu noktada, iki önemli tanıma vurgu yapmak gerekmektedir. Birincisi, **akredite yatırımcı** kavramı; diğeri ise, **nitelikli yatırımcı** kavramıdır. Akredite yatırımcıda, net değer yatırımcısı için limit 1 milyon dolardır. Kurumsal yatırımcılar için ise kriterler; yıllık kazancın son iki yıl zarfında 200 bin doların, ya da aktif toplamın 5 milyon doların üzerinde olması şeklinde belirlenmiştir. Nitelikli kurumsal yatırımcı için tanımlanan kıstaslar; yatırım şirketinin 10 milyon dolar ve üzeri piyasa değerine sahip olması ve 500'den fazla yatırımcıya sahip olmasıdır. Bu kriterlere göre; SEC'e kayıt yaptırma yükümlülüğünün dışında kalmak isteyen bir hedge fon şirketinin, yatırımcı sayısının akredite yatırımcılar için 100'ün, nitelikli yatırımcılar için 500'ün altında olması gerekmektedir. Kayıt zorunluluğunun dışında kalamayan hedge fon ve offshore şirketleri ise, yatırım yöntemleri başta olmak üzere pekçok alanda

⁸¹ C. Coşkun Küçüközmen, "Serbest Yatırım Fonları (Hedge Funds)", Uluslararası Ekonomik Sorunlar Dergisi, Sayı:27, Kasım 2007, (Çevrimiçi) www.mfa.gov.tr, 4.8.2009, ss. 1-8.

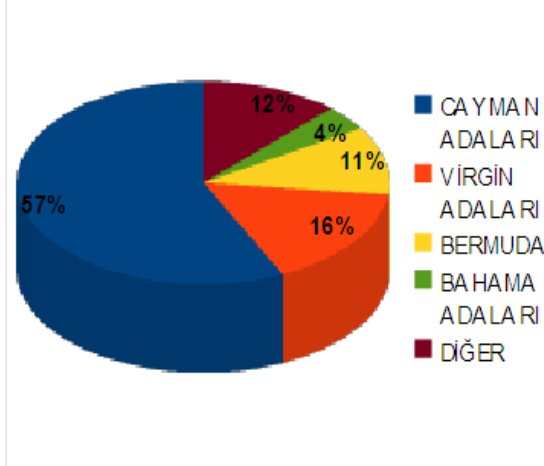
⁸² Terzi, Op. cit., ss. 113-126.

sınırlamalara maruz kalmaktadırlar. Hedge fonların yeniden düzenlenmesine yönelik olarak açılan tüm davalar başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Talep edilen düzenlemeler hedge fonların özüne aykırı olduğundan, sadece risk yaygınlaştırılması, kamuyu aydınlatma ve diğer bazı alanlarda birkaç önemsiz ilerleme sağlanabilmiştir.

- **İngiltere:** Avrupa kıtasındaki hedge fon başkentidir. Genel olarak, yatırım yöneticilerine yönelik düzenlemeler ortak özellikler taşımaktadır. Düzenlemelerin dayanağı olan yasa ve düzenleyici otorite sırasıyla; Finansal Hizmetler ve Piyasalar Yasası (Financial Services and Markets Act) ve Finansal Hizmetler Otoritesi (Financial Services Authority, FSA)'dir.
- **Japonya:** Japonya'da hedge fonları düzenleyen temel kanun Yatırım Danışmanlığı İş Yasası (Investment Advisory Business Law), yasal otorite ise Finansal Hizmetler Acentası (Financial Services Agency)'dir.
- **Almanya:** Hedge fon düzenlemeleri içinde en katı olanları Almanya'dakilerdir. Hükümetin finansal sisteme müdahalesine paralel olarak hedge fonlar da bir dizi kısıtlamalar altında faaliyet göstermekteydi. Ancak, son yıllardaki reformlarla nispeten bağımsız bir niteliğe kavuşan hedge fonlar, uluslararası uygulamalara benzer yapılanmalara kavuşmuşlardır.
- **Diğer Avrupa Ülkeleri:** Yapılanma şekilleri ülkeye özgü nitelikler taşıyabilmektedir. Genel anlamda farklılıkların minimum düzeyde olduğu görülmektedir. Bağımsız hedge fonlar ve hedge fonların fonu şirketleri bölgedeki tüm ülkelerde eşit olarak yaygındır. Dağıtım kanalları olarak; bankalar, fon dağıtım şirketleri, özel ihraçlar ve yatırım yöneticileri uygulamada sıklıkla kullanılmaktadır.
- **Offshore Düzenlemeler:** Düzenlemeler vergi avantajlarından faydalandırma amaçlı teşkil edilmiştir. En yaygın kullanılan hedge fon kuruluş formatı offshore düzenlemelere uygun olanıdır. Offshore kanunlara uygun kurulan fonların hukuksal yapıları sınırlı ortaklıktır; ancak, organizasyon yapıları incelendiğinde, başlıbaşına bir kurum yapılanması gösterirler. Yatırım fonu düzenlemeleri kapsamında olmadıklarından, yatırımcıların sayı ve

niteliklerine dönük kısıtlamalardan etkilenmezler.⁸³ Hedge fonların gözdesi finansal merkezler; Cayman Adaları, Bermuda, Virgin Adaları ve Bahamalar'dır. İlgili merkezlerin yerel yapılanmaları da uluslararası sistemin gereklerini karşılayacak biçimde yeniden oluşturulmuştur. Kamu ve özel sektör kurumları tamamıyla offshore sektörüne hizmet etmek amaçlı organize edilmiştir. Hedge fonların tüm kayıt ve işlemleri ilgili offshore merkezin kanunları çerçevesinde uygulama alanı bulmaktadır. Şekil 2.3.'te, offshore hedge fon merkezleri ve bu merkezler arasında tercih edilme oranları gösterilmektedir. Hedge fon sektöründe tercih edilme oranında ilk sırada olan finans merkezi % 75'lik pay ile Cayman Adaları'dır.⁸⁴

ŞEKİL 2.3.: OFFSHORE HEDGE FON MERKEZLERİ



Kaynak: Nuray Terzi, *Hedge Fonlar: Küresel Finans Piyasalarının Gizemli Oyuncuları*, Yayın No: 2102, İşletme-Ekonomi Dizisi: 312, İstanbul, Beta Yayıncılık, Mart 2009, s. 126.

2.7. BAŞLICA HEDGE FON TÜRLERİ

Hedge fonlarda sınıflandırma; büyüklük, alım satım yöntemleri, kredilendirme oranı ve finansal sistemin özellikleri bazında yapılmaktadır. Bunlara ilave olarak, yatırım yaklaşımı, amaç ve uygulama farklılıklarını da türleri ayırtmaya etki eden

⁸³ Chambers, Hedge Fonlar, Loc. cit.

⁸⁴ Terzi, Loc. cit.

unsurlar olarak belirtmekte fayda vardır. Kredi kullanımının yoğunluğunu da bir etken olarak vurguladıktan sonra buna bağlı olarak; yüksek kaldıraç ile düşük risk, düşük kaldıraç ile yüksek risk ve yüksek kaldıraç ile yüksek risk ayrımı bazında fonları gruplandırmak da mümkündür.⁸⁵

2.7.1. Jeopolitik Fonlar

Jeopolitik fonlar terimi küresel makro hedge fonlar yerine 1990'lı yıllara kadar kullanılan bir ifadedir. Küresel makrodaki değişim sadece isimlendirmede değil, yatırımcı adetinde artışta ve yatırım hacminde de gözlemlenmektedir. Döviz piyasaları haricindeki piyasalarda da yoğun olarak tanık olunan spekülasyon olgusu ve düşen getiriler küresel makronun değişim serüveninin özetidir.⁸⁶

Makro hedge fonların tarihsel kökeni, başlangıçta sadece Amerikan hisse senetleri portföyü taşıyan bölgesel bazlı fonlardır. İlgili fonların portföy yönetimindeki ustalıkları, denetimleri altındaki fon havuzunun giderek genişlemesini sağlamıştır; bu sebeple de, piyasa değeri itibariyle küçük hisselerde işlem yapmaları güçleşmiştir. Çözüm olarak, Amerikan hazine bonoları gibi, yüklü işlemler yapabilecekleri ve likiditesi daha yüksek varlıklara yoğunlaşmışlardır. Ancak, etkin ve derin piyasalardan meydana gelen Amerikan finans sistemi kar marjlarını düşürünce, bu ilk hedge fon örnekleri ülke dışı piyasalara yönelmeye başlamışlardır.⁸⁷

2.7.2. Hedge Fonların Fonu

Hedge fonların fonu organizasyonlarını hedge fonlardan ayıran temel özellik yasal düzenlemelere tabi olmaları ve sıradan yatırımcıların faydalanmasına sunulabilir olmalarıdır. Minimum katılım payı, hedge fonlarla mukayese edildiğinde, yüksek bir

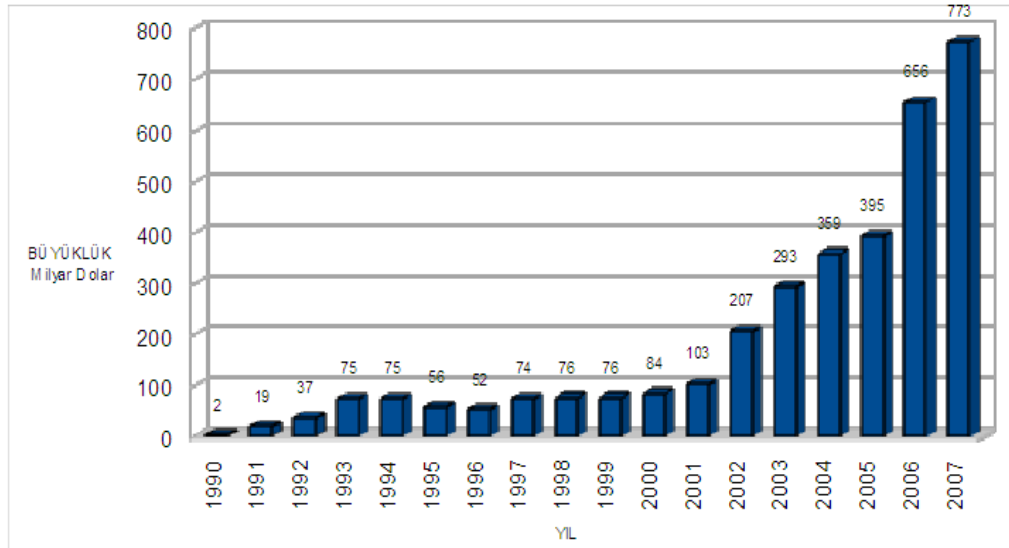
⁸⁵ Küçüközmen, Loc. cit.

⁸⁶ Drobny, Op. cit., s. 225.

⁸⁷ Yeşilürdü, Op. cit., ss. 65-66.

tutar değildir. Katılımcı sayısına kısıtlama getirilmemiştir. Bu fonlar portföy riskini yayma amaçlı kullanılabilirler. Hedge fonların fonu kavramı da fon portföy yöneticisi olgusunu içermektedir. Fon yöneticilerinin de belli finansal hakları ve yükümlülükleri bulunmaktadır. Bu sebeple hem hedge fon, hem de hedge fonların fonu yöneticilerine belli bir tutar ayrılmak zorundadır. Sabit oranlar ortalama % 1-2, performans oranları da % 10 dolaylarındadır. Yatırımcılardan, yasal zorunluluklarla sınırlandırılmış olmaları nedeniyle hedge fonlardan faydalanamayanlar, hedge fonların fonlarından kolayca yararlanabilmektedirler. Grafik 2.2.'de de görülebileceği gibi, 2007 Eylül rakamları ile hedge fonların fonu sektörünün büyüklüğü 773 milyar dolardır. Hedge fonların fonu sektöründe toplam 2,382 adet fon mevcuttur.⁸⁸

GRAFİK 2.2.: HEDGE FONLARIN FONU, 1990-2007, Milyar Dolar



Kaynak: Nuray Terzi, **Hedge Fonlar: Küresel Finans Piyasalarının Gizemli Oyuncuları**, Yayın No: 2102, İşletme-Ekonomi Dizisi: 312, İstanbul, Beta Yayıncılık, Mart 2009, s. 64.

Kaldıraçlı işlemlerin en yoğun uygulayıcıları hedge fonlardır ve bu fonlara en çok yatırım yapanlar da hedge fonların fonu şirketleridir. Bu şirketler oldukça yüksek kaldıraç oranlı işlemler yaptıklarından ve kaldıraç oranlarına hedge fonların aldıkları krediler dahil olmadığından, toplamda taşıdıkları riskler olağanüstü boyutlara

⁸⁸ Terzi, Op. cit., ss. 63-65.

ulaşmaktadır.⁸⁹

Küresel sistem dahilinde en geniş büyüklüğe sahip hedge fonların fonu şirketleri Tablo 2.5.'te belirtilmektedir.⁹⁰

TABLO 2.5.: EN BÜYÜK HEDGE FONLARIN FONU, 2007

HEDGE FONLARIN FONU	FON BÜYÜKLÜĞÜ (MİLYAR DOLAR)
1. UBS Global Asset Management A & Q	57,5
2. Union Bancaire Privee	53,4
3. HSBC Alternative Investments	41,6
4. Permal Investment Management	38,1
5. GAM Multi-Manager	33,1

Kaynak: Nuray Terzi, **Hedge Fonlar: Küresel Finans Piyasalarının Gizemli Oyuncuları**, Yayın No: 2102, İşletme-Ekonomi Dizisi: 312, İstanbul, Beta Yayıncılık, Mart 2009, s. 66.

2.7.3. Üniversite Vakıf Fonları Varlık Yönetim Şirketleri

Reel para fonları, sadece uzun pozisyon olarak yatırımları yönlendiren bir stratejiyle hareket etmektedirler. Bu stratejide kaldıraç kullanılmamaktadır. Bu tanıma dahil yapılanmalar arasında; firmaların emeklilik fonları, üniversite vakıf fonları, yatırım fonları, kamu emeklilik fonları, vb. bulunmaktadır.⁹¹

Üniversite vakıf fonlarında (endowment funds) küresel bazda en başarılı örnekler 2007 yılı itibariyle sırasıyla; 1- Harvard Management Company, Inc. (34,635 milyon \$), 2- Yale Endowment (22,530 milyon \$), 3- Stanford University (17,165 milyon \$), 4- Princeton University (15,787 milyon \$) ve 5- Massachusetts Institute of Technology'dir (9,980 milyon \$).⁹²

⁸⁹ Chambers, Hedge Fonlar, Loc. cit.

⁹⁰ Terzi, Op. cit., s. 66.

⁹¹ Yeşilürdü, Op. cit., s. 75.

⁹² Wikipedia, the Free Encyclopedia, "Endowment Funds" (Çevrimiçi) www.wikipedia.com, 7.11.2009, s. 1.

Harvard Management Company ve Yale Vakfı Fonu küresel makro hedge fon benzeri yapılanmalarla oluşturulan üniversite vakıf fonlarının uluslararası bazda örnek kurumlarıdır. Harvard Management Company (HMC) Harvard Üniversitesi'nin bir yan kuruluşudur; dünya üzerindeki en büyük endowment fonunun, 34,9 milyar \$, yönetiminden sorumludur. Sadece endowment'ı yönetmekle görevlendirilecek uzman bir yatırım şirketi oluşturma fikri sermaye piyasaları alanında devrim yaratacak bir düşünce olarak tanımlanabilir. Harvard'a özgü bu fikir 1974'de üniversite tarafından uygulamaya konmuş ve oldukça başarılı olmuştur. Harvard Endowment, Bill Gates Vakfı'ndan sonra dünyanın ikinci büyük vakfidir. HMC, üniversite vakfını ve bağlı finansal varlıklarını uzun vadeli bir bakış açısıyla yönetmekle yükümlüdür. Üniversitenin operasyonel giderlerine ayrılan yıllık bütçesinin 1/3'ü HMC tarafından karşılanmaktadır. Yönetmekle yükümlü olduğu fonlar; üniversitenin vakıf gelirleri, döner sermaye gelirleri, bağışlar, vb. gelirleri içermektedir. Firma yatırım yönetiminde hybrid yaklaşım adı verilen sistemi uygulamaktadır. Bu portföy yönetimi stratejisi, çoğu uluslararası tanınırlığa sahip, kendi alanlarında lider yöneticiler olan içsel portföy yöneticileri ile küresel sistemde farklı piyasalarda ve varlık sınıflarında uzmanlaşmış dışsal yatırım yönetimi firmalarının birbirleriyle koordineli finansal işlemlerinin bileşimidir. HMC'nin yatırım yönetimi stratejisi, fon varlıklarının varlık türleri bazında ayrıştırılması ve daha sonra bu varlık sınıflarından oluşturulan havuzla uzun vadeli yatırım portföyleri oluşturulması olarak özetlenebilir. On yıllar boyunca bu sistem HMC'ye olağanüstü getiriler sağlamıştır; yıllık getiri ortalaması geçmiş on yıl süresince % 8.9 ve son beş yılda % 6.2'dir. Bir karşılaştırma yapmak gerekirse, the Median Fund Endeksi (the Trust Universe Comparison Service tarafından hesaplanan) benchmark olarak alındığında, son on yılda ortalama yatırım fonu getirileri yıllık % 3.2'de kalmıştır. Şirketin yakın tarihine 2008 Küresel Finans Krizinden kaynaklanan sıkıntılar etki etmiştir. Fonun idaresinde nakit sıkıntısı baş göstermiş, operasyonel giderler nedeniyle likidite sıkışıklığının sebep olduğu zaaf lar fonun küçülmesi sonucunu doğurmuştur. Özellikle de hedge fonlardaki pozisyonlardan kaynaklanan sorunlar finansal yönetim tarafındaki olumsuzlukların merkezindedir. Kaldıraçlı işlemlerle oluşturulan ve finansal türev

ürünlerle alınan pozisyonlar, HMC'nin bağımsız fon yönetim şirketlerince idare edilen hedge fonlarında yüklü zararlar yazmışlardır. Şirket 8 milyar \$ zarar etmiş, fon büyüklüğünün yaklaşık % 22'sini kaybetmiştir. Yale Vakfı Fonu Investment Office, Yale Üniversitesi'nin 22 milyar doları bulan varlıklarının ve yatırım fonlarının yönetiminden sorumludur. Fon son on yıl zarfında yatırımlarından % 17.8 getiri elde etmeyi başarmıştır. David F. Swensen, modern portföy teorisinin bir uygulaması olan ve **the Yale Model** olarak bilinen modelin yaratıcısıdır.⁹³

2.7.4. Küresel Mikro Hedge Fonlar

Mikro yaklaşımlarla yüksek getiriler peşindeki yatırımcılara cazip fırsatlar sunan yerel piyasalardaki oynaklıklar, yeryüzünün herhangi bir coğrafyasında işlem gerçekleştiren yatırımcılara kazanç imkanı yaratmaktadır. Günümüzde, finansal piyasalarda ortaya çıkan getiri fırsatlarının kaynakları; merkez bankası yöneticilerinin yanlış uygulamaları, politik sistemdeki belirsizlikler, politika yapıcılarının ve siyaseti yönlendiren kurumların planlama hataları, gayrimenkul balonları, cari açık ve fazla oranlarındaki anormallikler, kur sistemlerinde oluşan ve kur sistemlerince oluşturulan belirsizlikler, terörizm, doğal felaketler ve uluslararası finans sisteminde ortaya çıkan diğer dalgalanmalardır. Küresel mikro işlemlerde; arz talep analizi, ucuz firmaların belirlenmesine yönelik maliyet analizi, firmaların nakit akım tabloları analizleri, sektörel bazlı firma analizleri, talebi oluşturan unsurların kompozisyonu, maliyet eğrisinin hareketi, ulusal para birimleri maliyet eğrisi ilişkileri, mikro bazda piyasada faaliyet gösteren katılımcılar, emtia ve hammadde fiyatları vb. temel indikatörler ve analizler temel alınarak mikro düzeyde araştırmalar bazında yatırım kararları alınmaktadır. Uluslararası finans otoritelerince genel kanı küresel makro yaklaşımından küresel mikro anlayışa doğru bir yönelim olduğudur. Ancak, bilimsel bir bakış açısıyla bu yöneliş incelendiğinde, **ortalamanın üzerinde çoklu bahislere** ihtiyaç duyan yeni yaklaşımın pratikte çok zor hayata

⁹³ Ibid., ss. 2-4.

geçirilebileceği görülmektedir. Bilginin sınırsızca ve akıl almaz bir hızla yayıldığı günümüz finansal sisteminde, artık sayıca giderek azalmakta olan fırsatlar ölçüsünde, mikro eğilimlerle yüksek başarı ve kazanç ihtimali de düşük görülmektedir. Küresel stratejileri etkileyen değişimler diğer tüm yatırım stratejileri ile etkileşim halindedir. Öte yandan, küresel stratejilerin değişkenleri de diğer tüm yatırım yöntemlerinin bir şekilde biçimlenmesine katkıda bulunmaktadır. Küresel stratejiler uygulayan hedge fon yöneticileri tüm dünya ülkelerini ve uluslararası piyasaları temelde makroekonomik göstergeler bazında incelemektedirler. Küresel hedge fonların asıl ayırt edici tarafı küresel dengesizlikler ve oynaklıklardan kazanç elde etmek olmasına rağmen, tek tek ülkeler bazında uzmanlaşma zorunluluğu onları mikro ölçekte başarı aramaya iterek, organizasyon yapılarında da köklü değişikliğe neden olmuştur. Yeni uluslararası finansal sistem küresel makro kazanç imkanlarını azalttığından, küresel mikro odaklanmalar küresel fonların gözde stratejileri olarak belirmeye başlamıştır.⁹⁴

2.7.5. Ulusal Varlık Fonları

Özellikle 2001 sonrası dönemde, ABD ekonomisinin dinamiklerinden kaynaklanan cari açık olgusunun doların değerinde neden olduğu erozyon ve bu sürecin devamı yönündeki küresel beklentiler, ilgili para birimi bazında uluslararası rezerv tutan ve cari fazla veren gelişmekte olan ülkeleri yatırımlarının yönü konusunda yeni arayışlara sürüklemiştir. Çözüm arayışlarından birinin neticesi, özel yatırım fonları türlerinden biri olan ve Ulusal Varlık Fonları ya da Ulusal Yatırım Fonları tanımlamasıyla finans literatürüne giren fonların yaratılmasıdır. Bu gelişmelerin sonucu olarak, geçmişte sadece Batılı ülkeler fon kaynağı iken, gelişmekte olan piyasa ekonomileri yeni likidite sağlayıcılar olarak uluslararası sisteme hakim olmaya başlamışlardır. Ulusal varlık fonlarının günümüz finans piyasalarındaki hacimleri toplamı 2.5-3 trilyon doları bulurken, ilgili büyüklüğün birkaç yıl içinde 10 trilyon doları bulması beklenmektedir. Güncel rakamlara, gelişmekte olan ülkelerin

⁹⁴ Drobny, Op. cit., ss. 17, 278-279, 375-376.

tuttukları döviz rakamları ve diğer kamu yatırımları ilave edildiğinde 8 trilyon dolar gibi bir büyüklüğe ulaşılmaktadır. Küresel finans sisteminin % 12'sini ifade eden bu gücün sağlayabileceği likiditenin boyutu yakın gelecek için 2.5 trilyon dolar olarak beklenmektedir. Hedge fon hacminin iki katı büyüklükte olan ve Batı'nın korumacılık amaçlı yasal düzenlemelerinden muaf tutulma hedefinde olan ulusal varlık fonları, gene gelişmiş ülkeler kökenli özel sermaye fonları kanalıyla gelişmiş ülkelerin sermaye piyasalarına yatırımlarını yönlendirebilmektedirler.⁹⁵

Ulusal varlık fonlarının uluslararası yatırımları, yatırım yapılan şirketler bazında Tablo 2.6.'da belirtilmektedir.⁹⁶ Tablo 2.7.'de ise, küresel finans sistemindeki en önemli ulusal varlık fonları fon büyüklükleri bazında sıralanmaktadır.⁹⁷ Ulusal varlık fonları hakkında en kapsamlı ve en güncel liste ise ülkeler bazında ayrıntılandırılmış şekliyle Ek: III'te sunulmaktadır.

⁹⁵ Saruhan Özel, **Global Dengesizliklerin Dengesi: Ne Kadar Sürdürülebilir?, Nasıl Sonuçlanabilir?**, Yayın No: 1872, İşletme-İktisat-Muhasebe: 72, İstanbul, Alfa Yayınları, 2008, ss. 168-170.

⁹⁶ Sevinç Akbulak, "Ulusal Varlık Fonları (Sovereign Wealth Funds): Gelişmeler ve Düzenleme Çalışmaları", Araştırma Raporu, SA-4, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, Mayıs 2008, (Çevrimiçi) www.spk.gov.tr, 4.8.2009, s. 7.

⁹⁷ Özel, Global Dengesizliklerin Dengesi, Op. cit., s. 169.

TABLO 2.6.: ULUSAL VARLIK FONLARININ 2007 VE SONRASINDA FİNANSAL KURUMLARA YAPTIKLARI BAŞLICA YATIRIMLAR

TARİH	ÜLKE	FON	FİNANSAL KURUM	YATIRIM TUTARI (MİLYAR USD)
Mayıs 2007	Çin	Foreign Exchange Investment Corporation	BLACKSTONE GROUP	3.0
Temmuz 2007	Singapur	Temasek Holdings	BARCLAYS	2.0
Kasım 2007	BAE	Abu Dhabi Investment Authority	CITIGROUP	7.5
Aralık 2007	Singapur	Government Investment Corporation	UBS	11.5
Aralık 2007	Çin	Foreign Exchange Investment Corporation	MORGAN STANLEY	5.0
Aralık 2007	Singapur	Temasek Holdings	MERRILL LYNCH	4.4
Ocak 2008	Singapur	Government Investment Corporation	CITIGROUP	6.9
Ocak 2008	Kuveyt	Kuwait Investment Authority	CITIGROUP	3.0
Ocak 2008	Güney Kore	Kore Investment Corporation	MERRILL LYNCH	2.0
Ocak 2008	Kuveyt	Kuwait Investment Authority	MERRILL LYNCH	2.0
			TOPLAM	47,3

Kaynak: Sevinç Akbulak, "Ulusal Varlık Fonları (Sovereign Wealth Funds): Gelişmeler ve Düzenleme Çalışmaları", Araştırma Raporu, SA-4, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, Mayıs 2008, (Çevrimiçi) www.spk.gov.tr, 4.8.2009, s. 4.

TABLO 2.7.: ULUSAL YATIRIM FONLARI, (Milyar \$)

ÜLKE	FONUN İSMİ	BÜYÜKLÜK (Milyar \$)
Birleşik Arap Emirlikleri	Abu Dhabi Investment Authority	875
Norveç	Government Pension Fund – Global	341
Singapur	Government of Singapore, Investment Corporation	330
Saudi Arabistan	Saudi Arabian Funds	300
Kuveyt	Reserve Fund for Future Generation	250
Çin	State FX Investment Corp. & Hueijing Co. 2	200
Singapur	Temasek	159
Rusya	Oil Stability Fund	127
Libya	Oil Reserve Fund	50
Cezayir	Fonds de Régulation des Recettes	43
Katar	Qatar Investment Authority	40

Kaynak: Saruhan Özel, *Global Dengesizliklerin Dengesi: Ne Kadar Sürdürülebilir?, Nasıl Sonuçlanabilir?*, Yayın No: 1872, İşletme-İktisat-Muhasebe: 72, İstanbul, Alfa Yayınları, Mart 2008, s. 169.

2.7.6. Emtia Alım Satım Danışmanlığı Şirketleri (Commodity Trading Advisors, CTAs)

CTA'lar finansal ve emtia future piyasalarında yatırım yapmaktadırlar. Bunlar daha ziyade hisse senetlerine yatırım yapan yatırım fonlarına benzemektedirler; aralarındaki tek fark, hisse senetleri yerine emtialara yatırım yapan CTA'ların riski yayarak karşılığında elde edecekleri getiriye en yüksek seviyeye çıkarma amacıyla future'lara yatırım yapmalarındadır. Genelde, bireysel future alım satımcısı future sözleşmelerde pozisyonlar alırken, yüksek işlem maliyetlerine karşın düşük seviyede risk dağılımı gerçekleştirebilmesi nedeniyle aşırı oranda riske maruz kalmaktadır. Bireysel yatırımcının karşı karşıya kaldığı bu zorluk CTA'lara ihtiyaç duyulmasının temel nedenidir; bu sıkıntı CTA'ların varlığı sayesinde aşılabilmektedir.⁹⁸

2.8. KÜRESEL MAKRO HEDGE FONLAR

Küresel makro bahsinde en genel tanımlama; emtia, döviz, hisse senetleri, bono ve tahvilde, istendiği anda ve küresel anlamda her yerde, uzun ve kısa pozisyonlarla kaldıraçlı işlemler yapmak ve çoğunlukla türev ürünlerden faydalanmak şeklindedir. Küresel makro hedge fonlarca yürütülen uluslararası portföy yönetimi kapsamında, gelişmiş ülke piyasalarıyla birlikte gelişmekte olan piyasalar da bulunmaktadır.⁹⁹

Küresel makro hedge fonlar; hisse senetleri, emtia, sabit getiri ve döviz temel başlıklarına ait varlık kalemlerinden kaynaklanan dengesizliklerden kazanç elde etmek amacıyla pozisyon almaktadırlar. Göreli değer modellemelerinde de küresel makro bileşenler mevcuttur. Bu bileşenler kendilerini faiz oranı, volatilité ve eğri biçimleri ile ilgili analizlerde gösterirler. Küresel makroyu en avantajlı kılan olgu, küresel likidite bolluğunun yaşanıldığı dönemlerde, yani piyasa derinliğinin en fazla

⁹⁸ Global Derivatives, Op. cit., s. 5.

⁹⁹ Yalçın, Op. cit., s. 23.

sağlandığı dönemlerde en verimli hedge fon stratejisi olmasıdır.¹⁰⁰

Küresel makronun tanımlanmasındaki zorluklar temelde üç farklı sebebe dayanmaktadır; birincisi, belli standart kalıplarla ifade edilebilen bir yatırım tarzı olmaması, ikincisi, fon performansında belirleyici olanın yöneticilerin yetenekleri ve işlemlerine bu yeteneklerini yansıtır tarzları oluşu ve üçüncüsü de, yönetici profillerindeki ve niteliklerindeki farklılıkların oranıdır.¹⁰¹

2.8.1. Küresel Makro Öncesi Hedge Fonlar (Jeopolitik Fonlar)

Hedge fonlar dendiğinde, çok fazla sayıda kavramı içeren bir finansal ürün ve gelişmiş bir finansal organizasyon akla gelmektedir. İçerdiği faaliyetlerin yalnızca bir benzer yönü bulunmaktadır; o da, fon yöneticilerinin sorumluluklarındaki finansal ürün havuzundan gösterge endeks bazında değil, mutlak getiri hedefi bazında gelir elde etmeleridir. Küresel makro hedge fonlar tarihinde ağırlıklı bir yere sahip Soros Fonu benzeri hedge fonlarında; fon birbirinden farklı bir dizi tahvilden oluşan bir portföy havuzu oluşturmuş, türev işlemler de dahil koruma stratejileri, kredi kullanımı ve farklılaştırılmış piyasalara yayılma yöntemleriyle fonun risk yönetimi uygulamaya konulmuştur. Geçmişte **koruma fonları** olarak da adlandırılan hedge fonlar daha ziyade entellektüel ve teknik bilgi birikimleri finansal sistemin zirvesinde olan özel yatırım yöneticileri gibidir; kurumsal yatırımcılardan farklarından biri budur. Bir diğer farklı yönü de, kurumsal yatırımcıların trend izleme stratejilerine karşı, trend belirleme, yönlendirme ve trend dönüş hareketlerini önceden sezinleme stratejileri ile bu stratejiler doğrultusunda pozisyon almaları olarak ifade edilebilmektedir. Koruma fonlarındaki sorun yöntemlerden değil, ücret sistemlerinden kaynaklanmaktadır. En tepe ile daha alt seviyelerdeki ücretler ve kar paylaşımları temel alındığında, rakamlardaki geniş marj dikkat çekicidir. Koruma fonlarının bu yapısı, yerel finansal sistemin ve hatta küresel sistemin geleceği için

¹⁰⁰ Drobny, Op. cit., ss. 335-336.

¹⁰¹ Chambers, Hedge Fonlar, Loc. cit.

sorunlar taşımaktadır. Fon yöneticileri mutlak performansa göre kazanç elde ederken, pozisyonlar zarar yazdığıında zarar rakamı dikkate alınmamaktadır; zararların tazmini ileri bir tarihe bırakılmaktadır. Alım satım işlemcisi jargonu ile yöneticiler eksiye geçtiklerinde, pozisyonlarını tasfiye etmek veya azaltmak yerine, genellikle, zararı bertaraf edip kara geçmek için daha riskli işlemler yapmaktadırlar ve ilgili işlemde pozisyonlarını artırmaktadırlar. Bu durum, özellikle de çok yüksek tutarlar söz konusu olduğunda, ulusal ve küresel finans sistem için tehdit olmanın ötesinde, 1960'ların sonunda olduğu gibi koruma fonları sektöründe krizlere de yol açmakta, hatta sektörün çöküşüne sebebiyet verebilmektedir.¹⁰²

Geçmişte koruma fonları sektöründe faaliyet gösteren fonların temel stratejisi çoğunlukla piyasa yönlü stratejilerdi ve onları diğer fonlardan ayıran özellik kısa pozisyon kavramıydı. Günümüzde ise kaldıraç, arbitraj ve spekülasyon bu fonların ayırdedici özelliklerdir; bu bağlamda, günümüz sermaye piyasalarında küresel makro işlemler için alım satım zamanlamasının belirleyicisi, merkez bankalarının ne derece piyasa beklentileri yönünde faiz ayarlaması yapacağı olmaktadır.¹⁰³

Aslında tıpkı hedge fon stratejilerinde olduğu gibi, küresel makro stratejilerde de standart bir tanım yoktur. Küresel makro stratejiler belli bir formüle, kalıba, trende ya da analiz türüne öngörüsüz bağlı değildirler. Fon yöneticilerinin kişisel kanaatleri ya da öngörülerini çoğu zaman alınacak aksiyonun yönü konusunda yol göstericidir.¹⁰⁴

Özetle, küresel makronun olmazsa olmaz prensipleri şunlardır:¹⁰⁵

- uygulandığı piyasalar; hisse senedi, döviz, faiz oranı ve emtia piyasalarıdır,
- odaklandıkları temel kavram, bu piyasalardaki fiyat dalgalanmalarıdır,
- dalgalanma hareketlerinin meydana getirdiği trendleri esas alarak yüksek kaldıraçlı pozisyonlar alırlar,

¹⁰² George Soros, **Para Yönetiminin Sihirbazı: Soros, Soros'u Anlatıyor**, Çeviren: Gülden Şen, Sabah Kitapları, Çağdaş Bakışlar Dizisi: 13, İstanbul, Sabah Kitapçılık, Ocak 1997, s. 214.

¹⁰³ Drobny, Op. cit., s. 302, 303, 168.

¹⁰⁴ Küçüközmen, Loc. cit.

¹⁰⁵ Drobny, Op. cit., s. 19.

- borçlanarak oluşturulan pozisyonlarla, bir çeşit bahse girme mantığıyla işlem yaparlar,
- temel hedef, ne olursa olsun mutlak getiri elde etmektir; piyasadaki tüm getirilerin üzerinde kalabilmektir,
- temel analizin, makroekonomik göstergeler analizi aşamasındaki ustalıkları küresel makro hedge fonlar teriminin ortaya çıkışına kaynaklık etmiştir,
- küresel kelimesi ise, bu yaklaşımı uygulayan hedge fon stratejilerinin tüm uluslararası finans sistemi içindeki yatırımlarla yüksek kazanç fırsatı arayacağını ifade etmektedir.

Küresel makro hedge fonların yoğunlaştığı alanlar; makro dengesizlikler ve fiyat hareketlerinde normalden sapmalardır. Çan eğrisinin geçerli olduğu bir piyasada, fiyatlar ortalamadan sadece standart sapma ölçüsünde ayrılırlar ve bu spread küresel makro yatırımcıların getiri fırsatı aradığı bölgeyi ifade etmektedir. Küresel makro hedge fonlar, temel makroekonomik analizin ortaya koyduğu gerçeklerle örtüşmeyen, genel piyasa katılımcılarının kanılarından oluşan trendin, ekonomik değerlerden ayrışma derecesinin ulaşacağı son noktanın ve zamanlamasının tahmini üzerinden yatırım stratejilerini şekillendirmektedirler; bu anomali ortadan kaldırıldığında yüksek oranlı getirilerle birlikte bu piyasalar terk edilmektedir. Küresel makrocuların belirgin diğer özelliklerini şu şekilde ifade etmek de mümkündür.¹⁰⁶

- makroekonomik sorunlar ve göstergelerin biçimlendirdiği ve yatırımcı tabanının beklentisi olan yüksek kar; ancak ve ancak bir üründen diğerine, bir yerel piyasadan diğerine ve bir kazanç olanağından diğerine hızla ve yüklü miktarda yatırımlarla geçebilmekle mümkündür,
- çoğu zaman stratejileri; birbirleriyle ilişkisiz ürünler ve piyasalarda, zaman zaman da arbitraj imkanlarından faydalanarak yatırım yapmaktır,
- hangi makro ortamların hangi yöntemler için ideal olduğu konusunda uzmanlaşmışlardır,

¹⁰⁶ Ibid., s. 20.

- diğer yatırımcıların ve yatırım stratejileri takipçilerinin aksine likidite onlar için bir sorun teşkil etmez, inandıkları pozisyonlara yoğun olarak sermaye sağlayarak getiri şansını sonuna kadar zorlayabilirler,
- bu fonların yaygın sermaye piyasaları ile korelasyonları azdır,
- diğer portföyler içinde bu özellikleri ile yer almaları, portföyleri oluşturanlara avantaj sağlayabilmektedir.

Küresel makro fonların özelliklerinden biri de yüksek hacimli doğrusal pozisyon almalarıdır. Bu pozisyonların seçimi uluslararası makroekonomik göstergelerin ve uluslararası sermayenin izlediği trendlerin incelenmesi sonucu netleşmektedir. Bu incelemeler; dövizlerde, sabit getirili menkul kıymetlerde, hisse senetlerinde ve bağlantılı türevlerde yoğunlaştırılmaktadır. Uzun ve kısa pozisyonlar; fon yöneticisinin öngörülerini çerçevesinde, hem spot, hem de türev piyasalarda alınır. Fon yöneticisi, genel ekonomik tablodan küresel bir yorum çıkarır ve uluslararası arenadaki gelişmelere paralel revize ederek oyun planını belirler. Hükümet politikaları paralelinde yürütölen uygulamalar, en önemli değişken özelliğiyle ağırlıklı olarak, küresel makro modellerde yer bulmaktadır. Uluslararası sistemde yankı bulan siyasi karar, yaptırım ve uygulamalardan etkilenme yüzdesi yüksek finansal göstergelerden bazıları; döviz kurları, hisse senedi fiyatları, faiz oranları, vb.'dir. Hedge fonlar, getiri fırsatı hissettikleri durumlarda hızla pozisyon almaktadırlar. Böyle durumlarda, kazanç miktarını daha yüksek oranlara katlamak için kaldıraçtan yararlanmaktadırlar ve tabi ki, uzman oldukları bir diğer alan olan türev piyasalardaki gelişmiş finansal mühendislik ürünlerinden faydalanmaktadırlar. Oynaklığı fazla, volatilitesi yüksek boyutlarda olan piyasalarda, dalga boyutuna bağlı olarak stratejinin verimliliği artıp azalmaktadır.¹⁰⁷

2.8.2. Küresel Makro Hedge Fonların Tarihçesi

John Maynard Keynes'in küresel makro hedge fon kavramını içindeki yeri yadsınamaz.

¹⁰⁷ Terzi, Op. cit., s. 53.

Bazılarınca bu hedge fon yaklaşımının ilk uygulayıcısı ve ilk küresel makro fon yöneticisi olarak gösterilen Keynes, günümüzün makro fon yöneticilerinin ilham kaynağı olmuştur. Bretton Woods'un mümkün kıldığı savaş yılları sonrası küresel siyasi istikrar, küresel makro hedge fon yöneticilerinin en iyi strateji olarak hisse senedi alımını tercih etmelerinin temel nedenidir. Nispeten istikrarlı dönemin sona ermesi, Bretton Woods Antlaşması'nın bozulması ve doların sistemin dışına çıkması, yeni bir siyasi ve ekonomik istikrarsızlık dönemine öncülük etmiştir. Serbest dalgalanan kur olgusu uluslararası piyasalardaki oynaklığın ve dalgalanmaların merkezinde olmuştur. Yatırım kararı vermenin en önemli değişkenlerinden olan döviz kurlarında meydana gelecek aşağı ya da yukarı yönlü hareketlerden getiri elde etme fırsatı, uluslararası finansal sisteme yeni bir dinamizm getirmiştir. Finansal mühendisliğin yeni yeni gündemde olduğu bir dönemde, döviz kuru dalgalanmalarından kazanç elde etme arzusu yeni ve karmaşık ürünlerin ortaya çıkmasına önderlik etmiştir. Alım satım piyasalarının temelde ikiye ayrıldığı Bretton Woods öncesi dönem, uluslararası sistemdeki çözülmeyle birlikte sermaye piyasalarında iki değişik küresel makro yaklaşımın ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bu akımlar, kökenini likit sermaye ve fiziksel emtia piyasalarından almıştır.¹⁰⁸

- **Hisse Senedi Akımı:** Kurucusu, aynı zamanda ilk hedge fonun da kurucusu olan Alfred Winslow Jones'dur. Jones hedge fon mantığına özgü bir ekonometrik model kurarak, risk faktörlerini tanımlamıştır; alım satım kararlarını uluslararası hisse senetleri bazında bu modele dayandırarak vermiştir. Jones'un, Bretton Woods'un yıkılışından sonra modeline döviz kuru riski olarak isimlendirilen yeni bir risk unsuru daha ilave etmesi gerekmiştir; yeni model küresel boyutta hemen hemen tüm yatırımcılarca benimsenmiştir. Döviz riski artık yalnızca fonların performansını belirleyen bir risk faktörü değil, başlıbaşına bir varlık kalemi olarak dikkate alınmaya başlanmıştır. Dünyaca ünlü küresel makro hedge fon işlemcilerinin hemen hemen tamamı bu akımdan gelmektedir ve bu işlemciler yeni düzende döviz ve yabancı tahviller konusunda da uzmanlaşarak yüklü miktarda sermayeyi kendilerine

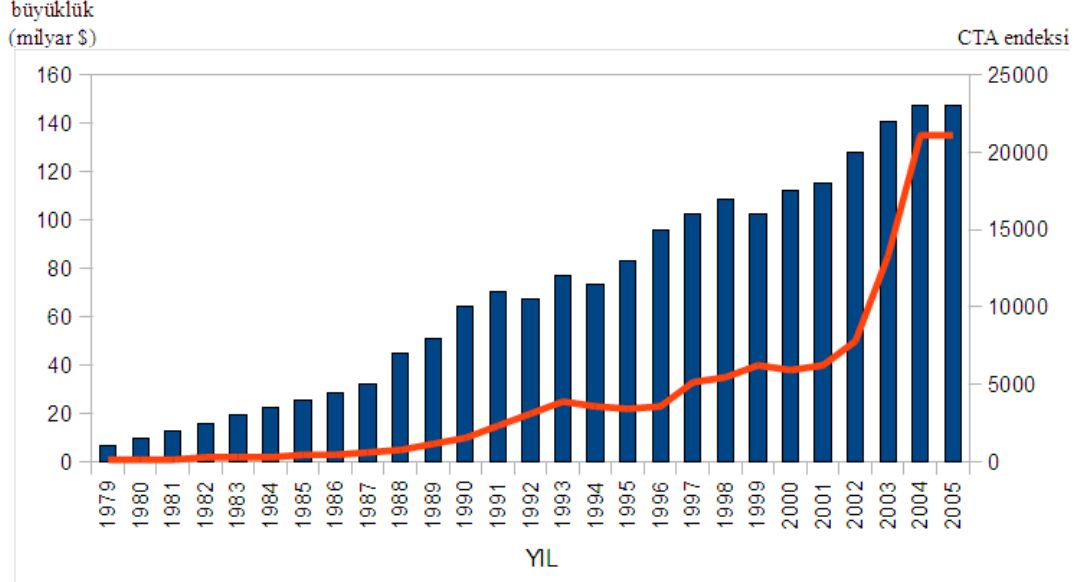
¹⁰⁸ Drobny, Op. cit., ss. 23-28.

ekebilmişlerdir.

- **Emtia Akımı:** Emtia akımının başkenti Chicago'dur. Chicago'daki, fiziksel emtia ve vadeli alım satımların merkezi olan emtia borsası bu akımın merkezi olmasının yanında, hisse senedi akımına rakip yeni bir akımın doğmasına da öncülük etmiştir. 1970'ler ve 1980'ler öncesinde, belirli emtiaların fiziki olarak alım satımına yoğunlaşan borsa, sonraları uluslararası ticaret hacminin artışı ile birlikte fiyatların netleşmesinde aktif bir katılımcı olarak ön saflarda bulunmuştur. Borsa bünyesindeki uzman kuruluşlar, mal piyasalarındaki oynaklıklar ve dalgalanmalar sayesinde elde ettikleri deneyimlerle yeni gelişen döviz ve vadeli işlem piyasalarında varlıklarını devam ettirebilme şansı bulabilmişlerdir.

Grafik 2.3.'te, küresel emtia alım satım piyasasının büyüklüğü görölmektedir. Küresel işlem hacminde sıçrama gözlenen yıllar sırasıyla 1988, 1990,1996, 2002 ve 2004'dür. Sektörün gösterge endekslerden biri olan Barclay Grubu CTA endeksinin izlediği trend de küresel büyüklükteki artışa paraleldir.

GRAFİK 2.3.: BARCLAY GRUBU CTA ENDEKSİ VE YÖNETİLEN CTA VARLIKLARI, varlıklar (milyar \$), 1979-2004



Kaynak: Steven Drobny, *Para Palas: Küresel Piyasaların En Başarılı Hedge Fon Yöneticileri*, Çeviren: Neşenur Domanıç, İstanbul, Scala Yayıncılık, Ocak 2009, s. 280.

1990'lı yıllarda, hedge fonlar yapıları itibariyle diğer fonlardan ayrı özellikler göstermişlerdir; bu ayrıcalıklı yapılarının başlıca nitelikleri şunlardı:¹⁰⁹

- finansal sistem içinde her ülke, piyasa ve sektörde varlık göstermişlerdir,
- strateji alternatifleri sonsuzdur; uyguladıkları yöntemler, gelişmiş analiz teknikleri, sofistike matematiksel çözümler, karmaşık ekonometrik modeller, vb., risk minimizasyonu ve kar maksimizasyonunda bu fonlara ayrıcalık sağlamıştır,
- piyasa düzenleyici otoritelerden ve hukuki düzenlemelerin etki alanından uzak tutulmaları bu fonlara avantaj sağlamıştır,
- saldırgan yöntemlerle mutlak getiri hedefine odaklanmışlardır.

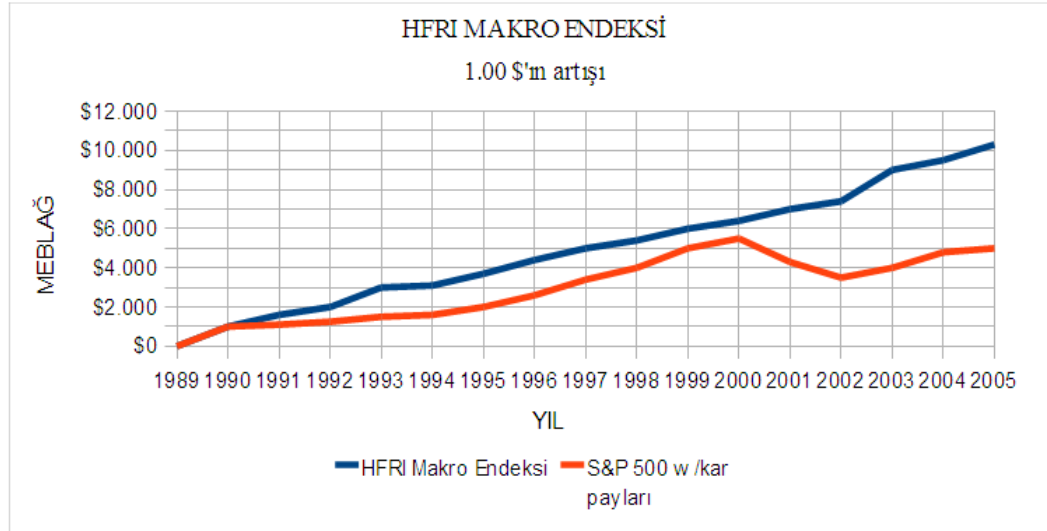
2000 yılı sonrası süreçte küresel makro stratejilerde değişim ve küresel makro hedge fonlarda yapısal dönüşüm gözlemlenmiştir. Gerek yatırım felsefesi, gerekse de organizasyon yapısı ile yeni düzenin şartlarına ayak uyduran küresel makro hedge

¹⁰⁹ Terzi, Op. cit., ss. 15-24.

fonlar; daha sınırlı sayıda yatırımcıya hitap eden, daha küçük hacimli, fakat eskisine oranla hem sayıca daha fazla, hem de daha esnek bir yapıda, daha sığ ve daha az likit piyasalarda, yüksek risk şartlarında yüksek getiri hedefiyle uluslararası finansal sisteme geri dönmüşlerdir. Mega fonların sonunu hazırlayan küresel fiyatlandırma hataları ve artık uzun dönemli konjonktür dalgalarından yüksek kazanç devrinin sona erdiği gerçeği, eski dönemin kapandığının göstergeleri olmuştur. Borsa balonu ve ardından çöküş sonrası, gayrimenkul sektörü öncülüğünde yeni bir balona doğru ilerleyen yeni düzenin küresel finans ortamında ayakta kalmayı başarabilen küresel hedge fonlar, geçmişteki büyük başarılarla bile kıyaslanamayacak ölçüde yüksek getiriler elde etmişlerdir. Hedge fonların uluslararası sistemdeki imajları; dünyaca ünlü fon yöneticileri hakkındaki spekülasyon söylentileri, gelişmiş ülke merkez bankaları uygulamalarındaki açıklardan faydalanma ve gelişmekte olan ülkelere gelişmiş ülkelerdeki sermaye birikimini yönlendirme suçlamalarıyla zedelenmiştir. Ancak, 2000'deki borsa krizi sonrası hedge fonların varlık yönetimindeki üstünlükleri rüşlerini ispatlamaya yeterli olmuştur. Uluslararası düzeyde yaşanan olumsuzluklar geleneksel yatırım araçlarını yüksek oranda zararlara maruz bırakırken, hedge fonların üstün başarısı yoğun miktarda sermayenin bu fonlara akmasını sağlamıştır. Bunlar içinde en dikkat çeken kurumsal yatırımcılardır. Bu yatırımcılar hedge fonların sahip olduğu hareket serbestisi geniş stratejilerden ve yüksek oranlı getirilerden etkilenmişlerdir. Yoğun sermaye akışı fonların yönetim ve organizasyon yapısını da değiştirmiştir; hareket serbestisi ve yatırımcıların kompozisyonu gereği, geleneksel yapı yerini daha değişken, yüksek riskli ve yüksek oranlı getirilere uygun bir yapılanmaya bırakmıştır. Yöneticilerin risk anlayışları da, hedge fonların organizasyon yapıları da yeni finansal çevrenin gereklerine cevap verecek biçimde şekillenmiştir. Yeni dünyada stratejiler artık daha saldırgandır ve yöneticiler daha kendilerine özgü stratejiler peşinde koşan kimselerdir. Yüksek kazanç, yüksek yönetici ücretleri demektir. Getiri oranları açısından geniş bir aralıkta işlem gerçekleştiren hedge fonlar arasından, düşük, hatta orta düzey karlılıkta olanlar elenmiştir. Stratejileri ne kadar orijinal, ne kadar sofistike olursa olsun küresel makronun özü mutlak getiriyi amaç edinen yatırım stratejileridir. Küresel sistemdeki

her finans merkezinde, her tür yatırım aracıyla ve her tür varlık grubunda, en yüksek oranlı getiri ve sürekli kazanç ana hedefiyle küresel makro fonlar başarı arayışlarını sürdürmüşlerdir.¹¹⁰ Grafik 2.4'te, 1989-2005 yılları arasında, hedge fonlarının küresel sermaye piyasalarındaki getiri üstünlüğünü vurgulamak amacıyla bir küresel makro hedge fon endeksi ile S&P 500 endeksinin karşılaştırılması yapılmıştır. Genel anlamda ifade etmek gerekirse, özellikle 2000 yılı sonrası dönemde makas iyice açılmış, küresel makro hedge fonlar başta olmak üzere hedge fonlar finansal sistemdeki en yüksek getiri oranlarına sahip olmuşlardır.¹¹¹

GRAFİK 2.4.: HFRI MAKRO ENDEKSİ İLE S&P 500 KARŞILAŞTIRMASI



Kaynak: Steven Drobny, *Para Palas: Küresel Piyasaların En Başarılı Hedge Fon Yöneticileri*, Çeviren: Neşenur Domaniç, İstanbul, Scala Yayıncılık, Ocak 2009, s. 21.

Uluslararası fonların en önemlilerinden olan küresel makro hedge fonlar, 2000'li yılların sonundan itibaren farklı bir yapılanma anlayışına ve değişik stratejilere yönelmeye başlamışlardır. Hedge fon sektöründe isim yapmış **mega-fonların** hakim olduğu, diğerlerinin piyasa yönlendirmede etkisiz kaldığı dönem böylece kapanmıştır. 2000 yılı sonrası küresel finans sistemi değişik bir yapılanma ile işlemektedir; yeni yapılanmada etkili unsurlar geçmişin mega fonlarını etkisiz

¹¹⁰ Drobny, Op. cit., ss. 15, 47.

¹¹¹ Biggs, Op. cit., ss. 13-14.

kılmıştır. Bu unsurları şu ifadelerle özetlemek mümkündür:¹¹²

- bilgi akışının, hacminin ve hızının etkisi,
- uluslararası rekabete yeni ve güçlü oyuncuların katılması,
- yeni gelişmekte olan piyasaların ve büyüme trendlerinin emtia fiyatlarına etkisi,
- fiyat artışları sonucu sermaye hareketlerinde, varlık kompozisyonlarında ve sermaye birikiminin yoğunlaştığı bölgelerde küresel bazda meydana gelen köklü değişiklikler,
- uluslararası fonların hacimleri ve geniş sermaye tabanları, onların sermaye piyasalarının yaygın ve etkin olmadığı piyasalarda ve fazla likit olmayan finansal ürünlerde etkili, çok karlı, yüksek riskli ve yüksek kar beklentili pozisyonlar almalarına engel olmuştur,
- yeni yapılanmada toplam hedge fon büyüklüğü küresel anlamda artmakla birlikte, tek başına bir fonun sahip olduğu varlık tutarı geçmişe nazaran oldukça düşük ve oldukça etkisizdir,
- ulusal merkez bankalarının kendi içlerinde yaşadıkları değişim süreçleri ve uluslararası platformda pekçok konuda eşgüdümlü hareket etmeleri de kar oranları üzerinde etkili olmuştur,
- türev ürünlerdeki ve yeni finansal mühendislik ürünlerindeki yaygınlaşma küresel değişimi perçinlemiştir,
- küresel büyüme ve fiyat artışı döneminin en fazla vurgulanması gereken gerçeği ise uluslararası finans merkezlerinin sayısının geçmişle kıyaslanamayacak ölçüde artmış olmasıdır.

2.8.3. Gelişmekte Olan Piyasa Fonları

Gelişmekte olan ülkeler hedge fonların en gözde yatırım bölgeleridir. Nispeten sığ olan gelişmekte olan ülke piyasalarında yüksek hacimli hedge fon işlemleri, yerel sermaye piyasalarının tümüne yayılarak bir sistematik risk unsuru olarak etki

¹¹² Drobny, Op. cit., ss. 49-52.

yapmakta ve piyasaların mevcut yapısında olumsuzluklara sebep olmaktadır. Hedge fonların bu piyasalara dönük olumlu yönleri ise; finansal sistemin likidite ihtiyacını karşılamaları, arbitraj işlemleri ile gerçeğe yakın piyasa değerlerine ulaşmaları, ayrıca, yeni ve karmaşık sermaye piyasası ürünleri ile çeşitlendirilmiş yatırım yapmaya olanak sağlamalarıdır.¹¹³

Yüksek getiriler döneminin sona ermesinin nedenleri konusundaki ayrıntılı ifadeler ne kadar genişletilirse genişletilsin, şu bir gerçek ki; rekabetin daha yoğun yaşanacağı yeni finansal düzende yerel sermaye piyasalarında uzmanlaşma şiddetle ağırlık kazanmaktadır. Yeni düzenin uluslararası finans piyasalarındaki uygulayıcı ve yönlendiricilerinin küresel makro fonlar değil de, küresel mikro hedge fonlar olacağı görüşü sermaye piyasalarının yeni tartışma gündemidir.¹¹⁴

2.8.4. Küresel Makro Stratejiler

Küresel makro yatırım stratejisi; bünyesinde pekçok farklı hedge fon türü olarak tanımlanabilecek genel uygulamalar, biçimler ve politikaları içermektedir. Bu türlerden herbiri küresel makroya değişik bir bakış açısını ifade ederken, bunların bileşkesi **küresel makronun bütünsel tablosu** olarak adlandırılmaktadır.¹¹⁵

Küresel makro alım satım stratejileri; **doğrudan yönsel (directional)** ve **görelî değer** olmak üzere ikiye ayrılır. Doğrudan yönsel stratejilerde, trader'lar odaklandıkları pazarlardaki genel piyasa eğilimin izleyeceği yönü öngörerek alış ya da satış pozisyonu alırken; görelî değer stratejilerinde, temel olarak, fiyatlandırılmalarında bir yanlışlık olduğu sezilen işlemlerden faydalanma amaçlanmaktadır. Bu amaçla, bir uzun bir kısa pozisyon alınarak birbirine benzer iki

¹¹³ Terzi, Op. cit., s. 10.

¹¹⁴ Drobny, Op. cit., s. 50.

¹¹⁵ Ibid., s. 13.

varlık kaleminde işlem yapılmaktadır.¹¹⁶

Getiri fırsatı arayışında izlenen yaklaşımlar ise **ihtiyari ya da keyfi yaklaşım** ve **sistemik yaklaşımdır**. İhtiyari ya da keyfi yaklaşımda, karar almada yöneticinin kişisel değer yargıları baskınken; sistemik yaklaşımda, analitik yöntemler ve matematiksel modeller yoğun olarak kullanılmaktadır. Kazanç miktarı, fiyatlardaki değişim yönünün önceden sezilebilmesindeki başarı oranında ve fiyat marjlarındaki oynaklıklardan yararlanma oranında değişim göstermektedir. Bazı küresel makro fonlar **çok stratejili yaklaşımlara** sahipken; bazıları fon yöneticisinin bireysel yeteneklerine, bilgi birikimine, deneyimlerine ve uzmanlık alanlarına göre değişik konulara yoğunlaşmışlardır. Bireysel bazda hedge fonlar ayrı ayrı değerlendirilerek de bir portföy oluşturulabilir; böylesi bir durumda dikkat edilmesi gereken husus, aralarında korelasyon bulunmayan hedge fonların portföylere dahil edilmesidir. Küresel makro hedge fonlar; hem kendi başlarına risk yönetimi birimi gibi çalışmakta, hem de diğer fonların ya da yatırımcıların portföylerinde yer alarak risk yönetimi ürünü işlevi görmektedirler. Oynaklık dönemlerinde küresel makro fonların tartışılmaz üstünlüğü, onlara portföylerinde yer veren oluşumlar için de yüksek kazanç anlamına gelmektedir. Küresel makro yatırımlar için izlenecek optimal yöntem; sabit getiri arayışında olanlar için **faiz arbitrajcısı (carry trader) metodu**, yüksek getiri arayışında olanlar için **gamma alım satımcı (gamma trader) metodudur**. Delta, opsiyonların birinci türevidir; gamma ise ikinci türevidir. Diğer bir ifadeyle gamma, deltadaki farklılık oranıdır ve opsiyonun fiyatı ile ilgili türev ürünün fiyat değişikliğindeki paralelliği gösterir. Kullanım fiyatına yakın tutarlar etrafında bulunan ürün fiyatında gamma değeri yüksektir. Kullanım fiyatından çok uzaklaşıldığı durumlarda, yani opsiyonun sağladığı kar ya da zarar miktarının çok fazla olduğu durumlarda gamma değeri düşüktür. Gammada uzun olmak, opsiyon almak; gammada kısa olmak opsiyon satmaktır.¹¹⁷

¹¹⁶ Yalçın, Op. cit., s. 21.

¹¹⁷ Drobny, Op. cit., ss. 19-20, 147, 376.

2.8.5. Teoride Küresel Makro Hedge Fonlar

Teorideki anlamı ile portföy çeşitlendirmesini en iyi karşılayan kavram küresel makro hedge fon kavramıdır. Küresel makro yönteminde var olan unsurlar; etkin olmayan piyasalar, çeşitli ürün grupları, bölge ve ülke bazlı yatırımlar ile çağdaş portföy yönetimi stratejileridir. Bu anlamda çeşitlendirilmiş portföyler kavramı kapsamında, optimal yöntem olarak küresel makroyu görmekteyiz.¹¹⁸ Küresel makro hedge fon yöneticisi tüm yatırım fikirlerine olumlu yaklaşmaktadır. Mikro bazda olaylardan, varlık sınıflarına ve ülkelerin makro göstergelerine kadar herşey küresel makro hedge fonların araştırma kapsamındadır ve iki ön hazırlık aşaması yatırım sürecini şekillendirmektedir. Birincisi, yukarıdan aşağıya yapılan ülke taramaları ve raporlamalarıdır. İkincisi ise mikro analizdir, yani aşağıdan yukarıya yapılan firma araştırmalarıdır. Ülke seçimi tamamlandıktan sonra, sektör tanımlaması yapılmakta ve bu sektörlere ait firmalar arasından hangilerine yatırım yapılacağı karara ulaşılmaktadır. Ülke bazında yatırım imkanları arayışı yalnızca hisse senedi piyasalarına dönük olarak değil, para, döviz ve tahvil piyasalarını da içerecek şekilde geniş kapsamlı olarak sürdürülmektedir. Hisse senedi piyasalarında hisse senedi endeksi baz alınırken, endekse sahip olmayan piyasalarda mikro analiz yapılarak, hisse senetleri tek tek incelenmektedir; buna, **mikro tarzda ifade edilen makro yaklaşım** denmektedir. Küresel makro fonlarda portföy çeşitlendirmesinin başlıca unsurları şunlardır:¹¹⁹

- **Varlık Sınıfları ve Ürünler:** Değişik fon havuzları vasıtasıyla birbirleriyle korelasyonsuz portföyler oluşturma şansı, farklı varlık gruplarında ve bu gruplar içindeki değişik ürünlerle işlem yapılması yoluyla yakalanabilmektedir. Portföy inşasında kullanılan varlık grupları; faiz oranları, hisse senetleri, dövizler, emtialar ve gayrimenkullerdir. Bu grupların altında, çeşitli ürünler bazında yatırımlar söz konusudur. Bu ürünler; nakit, fiziki emtia, vadeli emtia, türev ürünler ve doğrudan yatırım vb. pek çok

¹¹⁸ Biggs, Op. cit., ss. 337-341.

¹¹⁹ Drobny, Op. cit., ss. 69-71, 371-372.

alternatif biçiminde bulunabilmektedir. Ortalamanın üzerinde getiri sağlayabilecek mutlak değer amaçlı pozisyon yaratabilme ihtimali, ürüne has bazı özellikler sebebiyle imkansız olabilmektedir. Bu nedenler temel ve teknik bazlı olabilir. Etkin olmama durumlarının fayda sağlayabilmesi için, gözlem aşaması bu varlık grupları ve ürünleri bazında bir süreç olarak değerlendirilmelidir. Uygun şartlar sağlandığında, etkin olmayan durumlara akıtılacak kaynak ile üstün yatırım stratejilerinden yüksek kazançlı pozisyonlar üretilebilir. Dolayısıyla, yöneticilerin hareket ve pozisyon serbestisinin sınırı bulunmamaktadır.

- **Coğrafya:** Portföy çeşitlendirmesinin bir diğer yöntemi de, değişik bölge ve ülkelerde pozisyon alarak riski dağıtmaktır. Değişik ülkelere yatırımın bir diğer avantajı, korelasyonu düşük ekonomilerin sağlayacağı korumadan faydalanmaktır. Böylelikle, bölgesel ya da ulusal finans krizlerinin portföylere etkisi minimize edilmektedir. Pekçok ülke ekonomisinin ve finansal sisteminin temelinde yatan yapısal sorunlar nedeniyle ortaya çıkan etkin olmama durumlarından faydalanan hedge fonlar, detaylı bir inceleme ve gözlem aşamasından sonra, özellikle yeni gelişen ekonomilerde, sayısız karlı yatırım imkanı yakalayabilmektedirler.

Küresel makro analizin ilk aşaması, iyi ülke-kötü ülke ayrımı yapmaktır. Çifte açık verenler kötü, çifte fazla verenler ise iyi ülke olarak sınıflandırılmaktadır. İyi ve kötü ülkelerin makroekonomik göstergeleri incelenerek, ekonominin temellerinin irdelenmesine yardımcı olacak sorular sorulmakta, mevcut olumlu ya da olumsuz durumlardan nasıl kazanç imkanları yaratılacağı konusunda incelemeler yapılmaktadır. Ancak, iyi ülke piyasalarında da, kötü ülke piyasalarında da belli şartlar altında uzun ve kısa pozisyonlar alınmaktadır. Uygun ülke, sektör ve yatırım araçları bulunduktan sonra, sıra mikro analiz konusundaki uzman kişileri kullanarak ilgili ülke piyasalarına ait hisse senetlerinde pozisyon almaya gelmektedir.¹²⁰

¹²⁰ Yalçın, Op. cit., s. 21.

Geleneksel makro olarak da ifade edilen alım satım sistemi, iki kısımdan oluşan bir portföy üzerine yoğunlaşmaktadır. Birinci portföy kısa vadeli, ikinci portföy uzun vadeli. Uzun vadeli esas portföy, çoğunlukla opsiyonlarla korunmaktadır. Sayısı 20 ila 30 arasında değişen ve çeşitlendirilerek birbirleriyle korelasyonları minimuma indirilmeye çalışılan büyük hacimli portföyler bazında pozisyonlar alınmaktadır. Portföy yapılandırılması aşamasında birbirlerinden farklı küresel makro tarzlar bulunmaktadır. Bir yönleme göre; küresel makro hedge fonlar, sayısı bir yılda beş adeti geçmeyecek büyük alım satım fırsatları üzerine yoğunlaşmakta, en az iki ya da üç pozisyondan yüksek getiri elde etmek amacıyla strateji geliştirmektedirler. Bir diğer tarz ise; portföyün bileşenlerini çeşitlendirerek, önemi ve kazanç olasılığı birbiriyle aynı sayısız yatırım olanakları üzerine yoğunlaşmaktır. Bireysel olarak herhangi bir küresel makro fonu normal yatırım fonları portföylerine dahil etmek suretiyle çeşitlendirme yapmanın dışında; getiri oranı farklılığı nedeniyle küresel makro hedge fon yöneticileri arasında da bir seçim yapma zorunluluğu ortaya çıkmaktadır. Değişik yapılarıdaki küresel fonlardan, yatırımcı risk profiline uygun bir portföy yapılandırılmasına gidilmesi seçilebilecek en iyi yol olarak görülmektedir.¹²¹

2.9. TARİHSEL SÜREÇTE BAŞLICA HEDGE FON ŞİRKETLERİ İLE İLGİLİ ANALİZLER

Tarihsel süreçte başlıca hedge fon şirketleri ile ilgili analizler konulu bu kısımda sırasıyla; Long Term Capital Management (LTCM), Amaranth Advisors L. L. C. ve Bear Stearns Securities Corporation adlı hedge fon şirketleri incelenecektir.

2.9.1. Long Term Capital Management (LTCM)

Bir Amerikan hedge fonu olan LTCM, sabit getiri ve istatistiksel arbitraj yatırım stratejilerini kullanmıştır. Hedge fonlar arasında en yüksek hacimli olanıdır. İşlem tutarları da oldukça yüksektir. Kredili işlemleri ve borçlanma oranı, piyasa itibarına

¹²¹ Drobny, Op. cit., ss. 144, 195, 376.

paralel olarak, benzerleri arasında ayrıcalıklı bir konumda olmuştur. İşlemlerinin yoğunlaştığı alanlar; devlet tahvilleri, konut sektörüne dönük finansal ürünler ile gelişmekte olan ülke ve hisse senedi piyasalarıdır. Fonun kullandığı stratejiler ve ürünler; uzun ya da kısa hisse senedi alım satımı, repo ya da ters repo, ödünç işlemleri ile faiz oranı ve hisse senedi endeks future'larıdır. Tezgahestü piyasa ürünlerinden swap, forward ve opsiyon anlaşmaları da işlemlerde kullanılmıştır. Piyasa sınırlaması gözetmeksizin, uluslararası hisse senetlerinden emtia piyasalarına kadar sistemin tüm yapılanmalarında faaliyet göstermişlerdir. Arbitraj fırsatları üzerine yoğunlaşarak ve bu dengesizlikler üzerine sayısal modeller inşa ederek pozisyonlarını belirlemişlerdir. Fonun sonunu hazırlayan stratejik yanılığa ise, riskli ve risksiz bono fiyatlarının uzun vadede birbirlerine yaklaşacağı öngörüsü olmuştur. Rusya Krizi ile birlikte bono fiyatlamaları değişince ve hedge fon yöneticilerinin öngörülerinin aksine riskli bonoların risk düzeyi azalacağına daha da artınca, bono fiyatları hızla düşmeye başlamıştır. Riskli bono fiyatlarında artış beklentisi üzerine inşa edilen pozisyon büyük bir işlem zararına sebep olmuştur.¹²²

LTCM, Rusya Krizinden en fazla etkilenen hedge fondur. Fon, para ve sermaye piyasalarında yükselişte de düşüşte de agresif stratejiler kullanarak, her iki durumdan da karlı çıkacak yöntemler geliştirmiştir. Fiyatının artmasını öngördüğü uluslararası hisse senetlerinde büyük miktarda alım yaparak, azalmasını beklediklerinde ise açığa satış yöntemlerini uygulayarak kazancını iki misline çıkarmıştır. Kredili işlemler sayesinde yüklü pozisyonlar almıştır; fonun sermayesi pozisyonları toplamının % 5'i oranındadır. Ortalamadan uzaklaşan değerlendirme oranlarının geçmiştekine benzer biçimde tekrar ortalamaya yaklaşacağı, tarihsel fiyatlama sürecini yansıtan trend üzerindeki rakamların gerçek fiyatı yansıttığı ilkesi üzerine bir yatırım metodolojisi kurulmuştur. Ancak, kaldıraç imkanından faydalanmak için borç alınan uluslararası yatırım kurumları da bu stratejileri taklit etmeye başlayınca, yeni yöntemler ve ürünler geliştirmek zorunda kalmışlardır. Bu nedenle, uluslararası tahvillere, uluslararası hisse senetleri ve döviz piyasaları da eklenmiştir. Ancak, Rusya Krizi

¹²² Terzi, Op. cit., ss. 106-108.

sebebiyle piyasalar öngörülerin tersi yönünde hareket etmeye başlamış ve bu piyasaların doğası gereği işlemler durmuştur; dolayısıyla, LTCM pozisyonlarını tasfiye edememiştir. Kaldıraçlı pozisyonlar için borçların ödenmesi ve yeni kredilerin bulunması gerekmiştir; fakat, kreditorler buna yanaşmamışlardır. Hem ulusal, hem de uluslararası ölçekte likit sermaye piyasaları tamamen farklı bir yapıya bürünmüşler ve hareketsiz bir biçimde yalnızca gelişmeleri takip etmeye başlamışlardır. FED, LTCM'in uluslararası sistem için ne derece ciddi bir risk haline geldiğini ve çöküşünün neden olacağı sonuçları tahmin edebilmiştir. Hedge fonların liberal sistemin olmazsa olmaz etkin piyasa yapıcıları olmalarını ve varlık fiyatlamalarında gerçeğe en yakın değerlemelerin elde edilmesindeki etkilerini dikkate alan FED, LTCM Krizi'nin kreditorler yardımıyla çözülmesine karar vermiştir.¹²³

Uluslararası yatırım bankalarının ortaya koyduğu kurtarma planı sonrası tüm dünya borsalarında büyük düşüşler yaşanmıştır. Bu hedge fonun başarısızlığının temelinde; o dönemde risk yönetim sistemlerinin öneminin yeterince kavranamamış olması, uluslararası kreditorlerin zayıflığı ve kaldıraçlı pozisyonların sistem için potansiyel tehdit haline gelmesi bulunmaktadır. Risk yönetim teknikleri, uluslararası denetim standartlarında güncelleştirmeler, yeni stratejiler ve ürünler ile geçmiş uygulama hatalarından ders alınarak yapılandırılan yeni organizasyonlar hedge fon sektöründe yeni bir dönemin temellerini atmışlardır.¹²⁴

2.9.2. Amaranth Advisors L. L. C.

Amerika'da kurulan bir hedge fondur. Yatırım stratejisi dönüştürülebilir arbitraj, yatırım alanı enerji sektörüdür. Doğal gaz ve petrol gibi enerji sektörü ürünleri üzerine, yüksek borçlanma oranı ile futures işlemler uygulamıştır. Olay odaklı yaklaşımının ve bir tür bahse tutuşma şeklinde özetlenebilecek yöntemlerinin

¹²³ Bob Woodward, **Maestro: Fed, Greenspan ve Amerikan Ekonomisi**, Çeviren: Canan Feyyat, İstanbul, Scala Yayıncılık, Kasım 2003, ss. 240-253.

¹²⁴ Terzi, Op. cit., ss. 108-109.

hedefinde sosyopolitik ve hatta meteorolojik gelişmelerin yönü bulunmaktadır. Denetim kurumları firmayı piyasa işlemlerinde suçlu ilan edince, şirket emtia piyasası işlemlerindeki yüklü zararlarının da etkisiyle tasfiye edilmiştir. Zarar LTCM'inkinden daha fazladır ve finansal sisteme etkisi daha güçlüdür. Bu nedenle, uluslararası düzenleyici otoriteler ve yerel merkez bankaları gerekli tedbirleri almakta gecikmemişlerdir. Bu iki olay sonrası sektörün geleceğine yön verebilecek risk unsurları şu şekilde ifade edilebilmektedir:¹²⁵

- hedge fonların yatırım yaptıkları kurumlar ve piyasalar her türlü riske hazırlıklı olmalıdırlar,
- bankaların risk yönetim uygulamaları güncelleştirilmeli ve yaygınlaştırılmalıdır,
- denetim ve düzenleme kurumları sektör ve piyasa gelişmelerini yakından izleyerek gerekli önlemleri tam olarak ve zamanında almalıdırlar,
- düzenlemelerin boyutu ve kapsamı da önemlidir; yatırımcı tabanı ve profili çok iyi tanımlanmalıdır,
- yatırım kararlarının niteliği ne olursa olsun, finansal mühendislik teknikleri her zaman risk yönetimi stratejileri ile birlikte değerlendirilmelidir,
- yüksek oranda borçlanarak yapılan kredili işlemler, risk yönetim sistemlerini etkisiz kılmaktadır,
- risk yönetim uygulamaları etkin, yaygın ve derinliği olan finans piyasalarında geçerlidir. Özellikle yerel likidite ve küresel likidite boyutu dikkatlerden kaçırılmamalıdır.
- beklenmedik piyasa gelişmelerine karşı, çoğu zaman uluslararası sistemin tamamı yetersiz kalmakta, portföy çeşitlendirmesi olgusu geçerliliğini yitirmektedir,
- hedge fonların, finansal kurumlar içinde bankacılık sektöründen ve finansal sistemin diğer yaygın kuruluşlarından, taşıdıkları risk unsurları açısından, değişik bir incelemeye ve derecelendirmeye tabi tutulmaları gerekmektedir.

2.9.3. Bear Stearns Securities Corporation

¹²⁵ Ibid., ss. 109-112.

Finansal krizlerle hedge fonların bağlantıları konusunda yakın tarihli vakalardan biri olan Bear Stearns olayı, CDO'lar (Collateralized Debt Obligation) ekseninde açıklanabilmektedir. Uluslararası finans sisteminin en güçlü yatırım kuruluşlarından biri olan bankanın, modern ve yaygın finansal ürünlerden meydana getirilmiş portföylerden oluşan hedge fonlarında sorun temelde iki kurumda kronikleşmiştir. Bunlardan birincisi, High-Grade Structured Credit Strategies Enhanced Leveraged Fonu; ikincisi, High-Grade Structured Credit Strategies Fonu'dur. Yüksek kaldıraç oranları CDO fiyatlarında meydana gelen olumsuzluklarla birleşince, hedge fonlar için sıkıntılı süreç başlamıştır. İlave borç temini teşebbüsleri karşılıksız kalıp kurtarma planları da işlemeyince, birincil araçlar teminat olarak tuttıkları varlıkları elden çıkarmaya başlamışlardır; ancak, satış gelirleri hedeflenen miktarın çok altında kalınca, yüksek tutarlı zararlar fon havuzları için kaçınılmaz olmuştur. 16.07.2007 tarihinde, Bear Stearns yönetimi altındaki iki hedge fonun finans piyasalarındaki varlığının sonuna gelindiğini açıklamıştır.¹²⁶

¹²⁶ Sevinç Akbulak, "Serbest Yatırım Fonları ve Birincil Aracılık Hizmetleri", Araştırma Raporu, SA-3, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, Nisan 2008, (Çevrimiçi) www.spk.gov.tr, 4.8.2009, ss. 25-27.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ULUSLARARASI FİNANSAL SİSTEMDE KÜRESEL MAKRO HEDGE FONLARIN GELECEĞİ

3.1. YENİ KÜRESEL EKONOMİK DÜZEN

İnternet ve teknoloji şirketlerinin ekseninde bulunduğu **borsa balonu** süreci ve sonrasında dünya ekonomisindeki gelişmeler, iktisaden gelişmiş ülkeleri resesyona ve deflasyona doğru sürüklerken, mevcut sorunun çözümü **gevşek para ve maliye politikalarında** aranmıştır. Küresel likiditenin genişlemesi dünya ekonomisinin büyümesine ivme katarken, adına **yeni küresel ekonomik düzen** denilen yeni bir dönemin başlangıcı olmuştur.¹²⁷

3.1.1. Borsa Balonu Sonrası Süreç ve Teminatlandırılmış Borç Tahvilleri

ABD ekonomisinin **tüketim harcamaları artışı** üzerinden büyüme trendi yakalayarak resesyona olasılığını ortadan kaldırması, dünya ekonomisinin genişleme sürecine devam edebilmesinin koşulu olmuştur. ABD'de üretim ve yatırım harcamalarını arttıran, tüketim harcamalarında meydana gelen artıştır. Artan üretim ve yatırım harcamaları da istihdama destek olmuş ve bireylerin harcanabilir gelir kalemindeki artış sisteme yeniden bir ivme kazandırarak, artan tüketim harcaması olarak yeniden sisteme geri dönmüştür. Bu model, Amerikan hayat tarzının ve ekonomik sisteminin temel şablonu olmuştur. Vergi indirimleri ile gelir artışı yaratma

¹²⁷ Saruhan Özel, **Global Dengesizliklerin Dengesi: Ne Kadar Sürdürülebilir?, Nasıl Sonuçlanabilir?**, Yayın No: 1872, İşletme-İktisat-Muhasebe: 72, İstanbul, Alfa Yayınları, Mart 2008, s. 3.

seçeneği geçmiş uygulamalarında pek olumlu sonuçlar vermediğinden, geriye sadece **servet artışı** kanalı kalmıştır. Bunun anlamı Amerikan tüketicisini harcamaya yöneltmek için daha da zenginleştirmektir. Zenginlik artışı tüketici kredileri yoluyla sağlanacak ve bu kredilerin teminatı da gayrimenkul yatırımları olacaktır. İktisat teorisinde de ifade edildiği gibi servet artışını meydana getiren iki temel kaynak hisse senedi ve gayrimenkul yatırımlarıdır; ki her ikisi de ABD tüketicisinin temel varlık kalemleri arasında yer almıştır. 2000 yılında, FED'in hisse senedi yatırımlarındaki artışın enflasyonist etkilerinin olacağı varsayımıyla faiz oranlarını arttırması borsa çöküşüyle sonuçlanmış, ABD ekonomik sisteminin barometresi olan borsanın çöküşünün tüketim harcamalarında, dolayısıyla da sistemin genelinde bir durgunluğa ve hatta resesyona neden olabileceği gerçeği ortaya çıkmıştır. İktisadi bunalımı aşmanın tek yolunun FED'in faiz oranlarını acilen indirmesi, yani tüketim harcamalarını arttıracak çözümleri ortaya koyması olduğu görölmüştür. Küresel sisteme likidite sağlama yöntemleri ve araçları; teminatlandırılmış borç tahvilleri, bilanço dışı yatırım araçları ve faiz arbitrajıdır. Bankaların küresel likiditenin yayılışına katkıları, bilanço ve sermaye sınırlamalarına maruz kalmadan, küresel bazda hızla genişleyen ucuz ve bol likiditeyi reel sektör ve diğer yatırımcılara hangi yeni ürün ve araçlarla aktarabilecekleri ölçüsünde değerlendirilebilecektir. Sorun, plase edilen kredilerin bilançoda tutulmadan diğer piyasa katılımcılarına aktarılabilmesidir. Kredilerde sorun yaşanması durumunda bankaların kendilerini bunun dışında tutabilecekleri ve daha fazla sermaye karşılığı ayırma zorunluluğundan muaf tutulabilecekleri yöntem seküritizasyondur.¹²⁸ Seküritizasyon, aynı zamanda, uluslararası fonların uluslararası yatırım bankaları kanalıyla gelişmekte olan ölkelere yatırım yaparken; sendikasyon kredileri, Eurobondlar, postfinansmanlar vb. araçlarla birlikte en sık kullandıkları yöntemdir.¹²⁹ Plasmanlardan bir havuz meydana getirilerek, bu büyüklük bir tahvil biçiminde yeni bir ürün olarak yeniden yapılandırılacak ve parça parça diğer yatırımcılara satılacaktır. Böylece, plasmanların karşılığı risk başka yatırımcılara dağıtılacaktır. Bu

¹²⁸ Ibid., ss. 27-28, 34-43.

¹²⁹ Saruhan Özel, **Global Finansal Krizler**, DenizKültür Yayınları No: 13, İstanbul, DenizKültür, Temmuz 2005, s. 247.

döngü devam edebildiği sürece bankaların bilanço yükleri hafifleyecek, merkez bankalarından kullanabilecekleri likidite miktarı arttığından yeni kredi kullanım imkanı da elde etmiş olacaklardır. Bu işlem tahvil komisyonculuğu idi; tahvil satışı yapmak ve satışlardan tahsil ettikleri komisyonlarla gelir elde etmek bankaların eski yöntemlerle, yani kredi kullanımı ile maliyeti arasındaki marjdan kar etmek yöntemiyle, gelir elde etme döneminin kapanmakta olduğunun göstergesi olmuştur. Meydana getirilen bu kredi havuzlarının çeşitli türde olanları, müşterilerin risk algılamalarına göre bir paket halinde tekrar bir araya getirilerek, yeni yeni finansal ürünler oluşturulmuştur.¹³⁰

Finansal mühendislik, finansal ürünler üzerinde gerçekleştirilen değişikliklerle ve kombinasyonlarla, yeni ve bileşenlerinden bağımsız yeni bir finansal ürün üretmek anlamına gelmektedir. Para ve sermaye piyasalarının ihtiyaçlarına göre dizayn edilen bu ürünler standart ürünlerden daha karmaşıktır, daha yüksek oranda risk içerir; dolayısıyla, getiri oranları da daha yüksektir.¹³¹ Çağdaş finansal mühendislik küresel ekonomik konjonktüre uygun yeni bir tahvil türü yaratmış ve CDO olarak adlandırmıştır. Teminatlarının çeşidine göre CDO'ların türleri; CLO (Collateralized Loan Obligation), CMO (Collateralized Mortgage Obligation) ve CBO (Collateralized Bond Obligation)'dur. Bu tahviller içerdikleri finansal varlıkların risk derecesine göre çeşitli gruplara ayrılmışlardır. En riskli grup olan ve adına **sermaye (equity)** denen bölüm tasnifleme dışıdır ve derecelendirilmemiştir. Bu kısım **zehirli (toxic) bölüm** olarak adlandırılmıştır; çünkü, CDO'da ortaya çıkabilecek bir olumsuzluk ilk önce toxic denen bölüme yatırım yapmış olan birey ya da kurumları etkileyecektir. Bu bölümle ilgili bir diğer olumsuz taraf da, toxic'lerin nakit akışından en son faydalanan grup olmasıdır. Bu yeni üründen en fazla kazanç elde edenler emeklilik fonları ve hedge fonlar olmuştur. Piyasa düzenleyicilerce zorunlu tutulan derecelendirme prosedüründen geçmiş olan bu tahvillerin en az riskli olan üst grubu uzun vadeli emeklilik fonlarınca portföylere dahil edilmişken, en yüksek riskli ve en

¹³⁰ Özel, Global Dengesizliklerin Dengesi, Loc. cit.

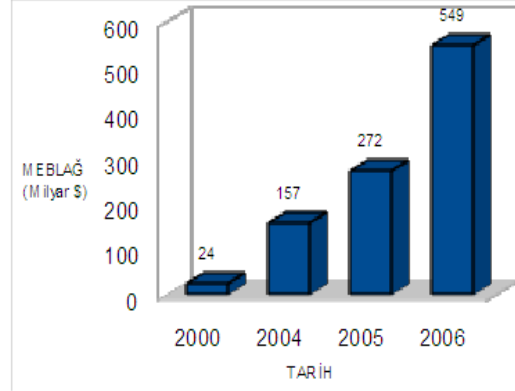
¹³¹ Özel, Global Finansal Krizler, Op. cit., s. 287.

yüksek getirili bölüm hedge fonlarca sahiplenilmiştir. Finansal mühendislik bu ürünlerin de ötesine geçerek yeni kombinasyonlar yaratmıştır. İlk geliştirilen ürün olan nakit CDO'lara ilave olarak; CDO'lar teminat gösterilerek türetilen CDO'lar (CDO^2 'ler ve CDO^3 'ler) ve nakit teminatı olmayan yapay CDO'lar sermaye piyasalarında işlem görmeye başlamıştır. Nakit teminatı olmayan, diğer adıyla sentetik, CDO'lar tahvil ya da kredi içermiyordu; bunlar, CDS (Credit Default Swap) olarak ifade edilen Kredi Temerrüt Takası ve CDO'ların teminatı olan tahvil ve kredilerin geri ödenmeme riskine karşı bir nevi sigorta işlevi gören araçlardan yapılandırılmıştır.¹³² Yapılandırılmış finansman ya da İngilizce tabiriyle structured finance kavramı, likit finansal ürünlere gereksinimden doğmuştur. Bu talebi karşılamak amacıyla, tek başlarına yeterince likit olmayan ürünler finansal varlık havuzlarında yeniden yapılandırılarak, sermaye piyasalarının yeni, likit ve aktif ürünleri olarak yatırımcıların faydasına sunulmaktadır. Diğer bir anlamda, yapılandırılmış finansman küresel piyasalara likidite sağlama kaygısıyla oluşturulmuş bir tekniktir. İngilizce'deki karşılıklarıyla Structured Investment Vehicle (SIV) adı verilen yapılandırmalarla çeşitli büyüklükte ve değişik araçlara yatırım yapılarak oluşturulan sistemler, CDO'lara yeni yatırım alanları yaratmışlardır.¹³³ Grafik 3.1.'de de görüldüğü gibi, CDO'lara olan talep yoğunlaşmış ve CDO hacmi akıl almaz boyutlara ulaşmıştır.

¹³² Özel, Global Dengesizliklerin Dengesi, Op. cit., ss. 34-43.

¹³³ Nurgül Chambers, “Yapılandırılmış Finansal Ürünler (Structured Financial Products)”, (Çevrimiçi) www.bilgeyatirimci.com, 12.1.2009, s. 1.

GRAFİK 3.1.: KÜRESEL CDO HACMI



Kaynak: Saruhan Özel, *Global Dengesizliklerin Dengesi: Ne Kadar Sürdürülebilir?, Nasıl Sonuçlanabilir?*, Yayın No: 1872, İşletme-İktisat-Muhasebe: 72, İstanbul, Alfa Yayınları, Mart 2008, s. 39.

Finansman yöntemi olarak kısa vadeli finansman bonolarını seçen bu fonlar, bankalarda olduğu gibi mevduat tabanlarından finansman sağlama avantajı olmayan kurumlardır. Yeni yapılanmanın bir başka ayırdedici özelliği bu fonların bilanço dışında bırakılmalarıydı, bu durum bankalara sermaye yükünü hafifletme gibi bir avantaj sağlamıştır. Özetle, kendi kendine finansal açıdan yetebilen bu kurumlar bilanço dışında çalışan yeni bir **gölge bankacılık sistemi** yaratmışlardır. Sadece iki önemli risk söz konusudur. Birincisi, kendilerini finanse edebilmelerini sağlayan mekanizma çok kısa vadelidir ve kullandıkları ürün satılmazsa sistem iflas edebilir; ama, bu yeni birimler zaten kuruluş aşamasında büyük yatırım bankalarından destek sözü almışlardır. İkinci olarak, yatırım yaptıkları ürünlere ait olan risk gelecekte sorun yaratabilirdi; fakat, yatırım yaptıkları ürün CDO'lar içinde çok küçük bir orana sahip olduğundan, yüksek rating notuna sahip bir CDO'ya yatırım yapmak ürün riskini ortadan kaldırmıştır. Uluslararası finans kurumlarının ürün yönetimi bölümlerinden çıkan modern finansal mühendislik ürünlerinin yanısıra, küresel likidite genişlemesinden pay almanın bir diğer yöntemi olarak faiz arbitrajı öne çıkmıştır. Faiz arbitrajı temelde iki çeşit pozisyonu kapsamaktadır. Birinci strateji, düşük faiz oranlarından kısa vadeli finansman yardımıyla, yüksek faiz oranlarıyla

uzun vadeli yatırımları desteklemeyi içermektedir. Mevduat bankalarının yaygın olarak kullanılan bu yöntemde, kısa vadeli fonlamayla uzun vadeli yatırımlar finanse edilmektedir. SIV'lerin kullandıkları model de benzer bir fonlama mantığına dayanmaktadır. İkinci geleneksel faiz arbitrajı stratejisi ise para birimleri ile ilgilidir; kısa vadeli işlemlerle, faiz oranı düşük olan para biriminden sağlanan sermayeyle, faiz oranı yüksek olan bir diğerine yatırım yapmaktır. Bu karlı yöntemin kuralları şunları gerektirmektedir; birincisi, yüksek faiz oranına sahip ulusal para, para birimleri arasındaki faiz marjı ölçüsünde değer kaybetmemelidir, bu durumda arbitrajcı karınının döviz bazında tutarı azalmış olacaktır. Sıcak para, yatırım yapılan ülkeyi terk ederken yerel para biriminin zayıflığı rahatsızlık yaratacaktır. İkinci temel kural, yatırımların istenildiği zaman düşük faiz oranlı ulusal paraya sahip ülkeye transferinde sorun olmamalıdır.¹³⁴

3.1.2. 2001 Sonrası Finansal Piyasalardaki Yükseliş Trendi

Günümüz piyasa ekonomisi türleri:¹³⁵

- **Serbest Piyasa Ekonomisi** (ABD, İngiltere, Almanya, Fransa, İtalya, İspanya, Kanada, Hollanda, Belçika vb. gelişmiş sanayi ülkeleri)
- **Yeni Yükselen Piyasa Ekonomileri** (Çin, Rusya, Brezilya, Hindistan, Türkiye, Meksika, Çek Cumhuriyeti, Polonya, Macaristan, Tayland, vb.)
- **Piyasa Yönelimli Ekonomiler** (Pakistan, Bangladeş, Türkmenistan, Azerbaycan, Kazakistan vb.)
- **Sosyalist Piyasa Ekonomileri** (Çin)'dir.

Dünyanın dört bir yanına yayılan likidite, kaynağını sanayileşmiş ülkelerin 2001 sonrası uyguladıkları deflasyon ve resesyon tehdidine karşı gevşek para ve bütçe politikaları stratejilerinden almıştır. Bu sayede tehdit ortadan kaldırılmış ve hızla

¹³⁴ Özel, Global Dengesizliklerin Dengesi, Loc. cit.

¹³⁵ Mahfi Eğilmez, **Küresel Finans Krizi: Piyasa Sisteminin Eleştirisi**, 5. bs., İstanbul, Remzi Kitabevi, Mart 2009, ss. 28-30.

resesyona sürüklenen küresel ekonomi, Grafik 3.2.'de de görüldüğü gibi, üç yıllık bir sürede % 5 dolaylarında büyüme oranı yakalamıştır.¹³⁶

GRAFİK 3.2.: KÜRESEL EKONOMİK BÜYÜME



Kaynak: Saruhan Özel, *Global Dengesizliklerin Dengesi: Ne Kadar Sürdürülebilir?, Nasıl Sonuçlanabilir?*, Yayın No: 1872, İşletme-İktisat-Muhasebe: 72, İstanbul, Alfa Yayınları, Mart 2008, s. 62.

2006'dan itibaren küresel ekonominin gözde ülkeleri BRIC olarak tanımlanan Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin'dir.¹³⁷ Tablo 3.1.'den de görülebileceği üzere, bu ülkelerin kattığı ivme ile küresel ekonominin hacmi 48 trilyon \$'a ulaşmıştır.

¹³⁶ Özel, *Global Dengesizliklerin Dengesi*, Loc. cit.

¹³⁷ Sevinç Akbulak, "BRICs Ülkeleri (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin) ile Güney Kore Ekonomilerine ve Sermaye Piyasalarına İlişkin Temel Göstergeler ve Kısa Değerlendirmeler", Araştırma Raporu, SA-1, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, Ocak 2008, (Çevrimiçi) www.spk.gov.tr, 4.8.2009, ss. 11-13.

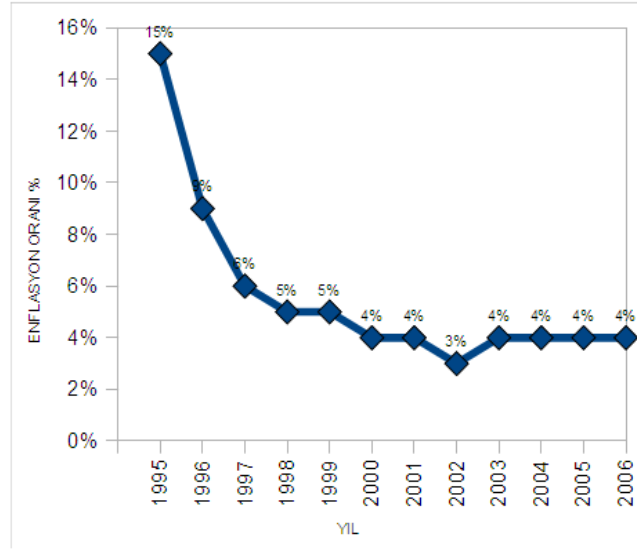
TABLO 3.1.: DÜNYANIN EKONOMİK GÖRÜNÜMÜ (2007)

DÜNYANIN EKONOMİK GÖRÜNÜMÜ	SAYI	GSYH/DÜNYA (%)	NÜFUS/DÜNYA (%)
GELİŞMİŞ EKONOMİLER	31	56,3	15,2
ABD	1	21,3	4,7
EURO BÖLGESİ	15	16,1	4,9
ALMANYA		4,3	1,3
FRANSA		3,2	1,0
İTALYA		2,8	0,9
İSPANYA		2,1	0,7
JAPONYA		6,6	2,0
İNGİLTERE		3,3	0,9
KANADA		2,0	0,5
G7 (ABD, Japonya, Almanya, İngiltere, Fransa, İtalya, Kanada)	7	43,5	11,0
DİĞER GELİŞMİŞ EKONOMİLER	12	7,0	2,2
GELİŞME Y. ÜLKELER	141	43,7	84,8
AFRİKA		3,0	12,7
YENİ YÜKSELEN PAZAR EKONOMİLERİ			
Çin		10,8	20,4
Rusya		3,2	2,2
Hindistan		4,6	18,0
Brezilya		2,8	2,9
Türkiye		1,3	1,1
TOPLAM (Adet, Milyar USD ve Milyon Kişi)	171	48,461	6,518

Kaynak: Mahfi Eğilmez, *Küresel Finans Krizi: Piyasa Sisteminin Eleştirisi*, 5. bs., İstanbul, Remzi Kitabevi, Mart 2009, s. 46.

Bu üst düzey performans beraberinde küresel enflasyon sorununu getirmemiştir. Finansal enflasyon olarak da adlandırılan fiyat artışları kendini emtialar, sanat eserleri ve finansal varlık değerleri gibi kalemlerde gösterirken, aksine mal ve hizmet sektörlerinde herhangi bir fiyat artışı gözlemlenmemiştir. Başta ABD olmak üzere gelişmiş tüketim toplumlarında enflasyonsuz ve yüksek standartlardaki yaşam koşullarının devamını sağlayan Çin ekonomisidir.¹³⁸ Grafik 3.3.'te, küresel enflasyon oranlarının 1995 sonrası gelişim süreci izlenebilmektedir.

GRAFİK 3.3.: KÜRESEL ENFLASYON



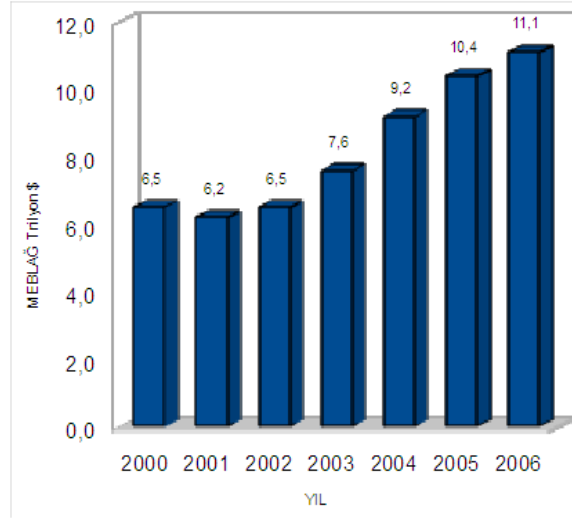
Kaynak: Saruhan Özel, *Global Dengesizliklerin Dengesi: Ne Kadar Sürdürülebilir?, Nasıl Sonuçlanabilir?*, Yayın No: 1872, İşletme-İktisat-Muhasebe: 72, İstanbul, Alfa Yayınları, Mart 2008, s. 151.

Gelişmiş ülkelerin resesyona mücadelesi, küresel ekonomideki yüksek oranlı ve hızlı büyümeyi sağlarken, gelişen ve gelişmekte olan ülkeler kompozisyonunda da farklı bileşimler ortaya çıkmıştır. Artık, gelişmekte olan ülkeler dünya ekonomisinde daha fazla söz sahibidirler. Geçmiş dönemlerde sık sık ekonomik ve finansal krizlerle boğuşan gelişmekte olan ülkeler, eskinin nispeten içe kapalı ekonomik ortamından kopup, hızla küresel ekonomiye bağlanmaya başlamışlardır. Dış ticaret işlemlerinin hemen hemen tamamını alım gücü çok yüksek olan, tüketim

¹³⁸ Özel, *Global Dengesizliklerin Dengesi*, Op. cit., ss. 61-62.

toplumlarına sahip gelişmiş ülkelerle yapan bu ülkeler, dünya ekonomisine en düşük fiyatla en mükemmel ürünleri sunmaya başlamışlardır.¹³⁹ Grafik 3.4.'te de görüldüğü gibi, uluslararası mal ticareti bu dönemde ikiye katlanırken, aynı zamanda küresel ekonomideki büyüme dinamizmini sağlayan güç olmuştur.

GRAFİK 3.4.: DÜNYA TİCARET HACMİ



Kaynak: Saruhan Özel, *Global Dengesizliklerin Dengesi: Ne Kadar Sürdürülebilir?, Nasıl Sonuçlanabilir?*, Yayın No: 1872, İşletme-İktisat-Muhasebe: 72, İstanbul, Alfa Yayınları, Mart 2008, s. 66.

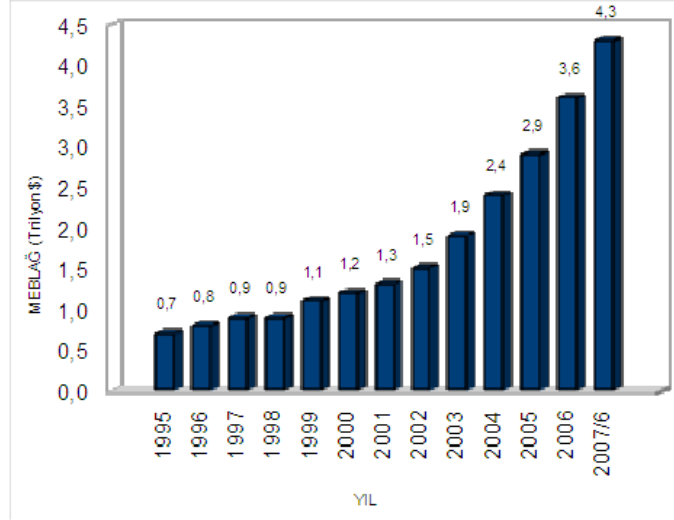
2007 yılı dünya ekonomisi, gelişmekte olan ülkeler için başarılarla doludur; satınalma gücü paritesi ile ifade edildiğinde, küresel ekonominin yarısını bahsi geçen ülkeler oluşturmaktadır. Küresel kalkınmada en büyük söz sahibi olarak; ekonomik büyümenin % 50'sinin, uluslararası ticarete ise ihracatın % 45'inin kaynağı gelişmekte olan ülkelerdir. Üretimdeki öncülüğün en önemli göstergesi olan enerji tüketiminde, toplamda küresel tüketim içindeki payları % 50'dir. 2002 sonrası süreçte petrol talebindeki payları, gelişmekte olan ülkelerdeki üretim hacmi artışının bir yansıması olarak % 80'e ulaşmıştır.¹⁴⁰ Grafik 3.5.'te de görülebileceği üzere, uluslararası döviz rezervlerinin 4.3 trilyon \$'lık kısmı gelişmekte olan ülkelerin

¹³⁹ Akbulak, BRICs Ülkeleri (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin) ile Güney Kore Ekonomilerine ve Sermaye Piyasalarına İlişkin Temel Göstergeler ve Kısa Değerlendirmeler, Op. cit., ss. 1-18.

¹⁴⁰ Özel, *Global Dengesizliklerin Dengesi*, Op. cit., s. 66.

finans sistemlerinde dolaşmaktadır.

GRAFİK 3.5.: GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERİN DÖVİZ REZERVLERİ



Kaynak: Saruhan Özel, *Global Dengesizliklerin Dengesi: Ne Kadar Sürdürülebilir?, Nasıl Sonuçlanabilir?*, Yayın No: 1872, İşletme-İktisat-Muhasebe: 72, İstanbul, Alfa Yayınları, Mart 2008, s. 167.

Ekonomik kalkınmadaki atılımın temelindeki gerçekler şu şekilde sayılabilir.¹⁴¹

- Çin ve Hindistan gibi büyük nüfusa sahip, nüfusun bileşimi itibariyle gelişme ve yeniliklere açık, serbest ticarete ve uluslararası ticarete köklü reformlara giden ve bu yönde atılan adımlardan taviz vermeyen ekonomi bürokrasisine sahip ülkeler,
- dışa kapalı ekonomik yapının ve bu temel üzerine şekillenen sosyal yapının değişime uğraması sonrası, Sovyetler Birliği ve Eski Doğu Bloku ülkelerinin serbest piyasa ekonomisine geçiş sürecindeki uygulamalar,
- Asya Krizi sonrası, parasal sistemdeki yeni dengeler üzerine **ihracata dönük kalkınma modelini** tekrar canlandırarak krizden çıkmaya çalışan bölge ülkeleri,
- teknolojide yaşanan ilerlemenin ve internetin yeni dünya düzeninde ülkeleri ve toplumları iletişim kanallarının en hızlı olanı ile birbirlerine yakınlaştırması ile bunun küresel ekonomik entegrasyondaki yadsınamaz etkisi. Maliyetli altyapı yatırımları üzerine inşa edilen küresel düzenin yeni sektörleri internet ve teknoloji

¹⁴¹ Ibid., ss. 66-67.

balonu neticesinde borsa balonu sonrası çöktüğünde, geleceğe yönelik iyimser bakış açısı bir anda yerini karamsarlığa bırakmıştır; fakat, bu teknolojik altyapının mümkün kıldığı daha düşük maliyetli üretim olgusu küresel üretimdeki artışa kaynaklık etmiştir. Bu artış uluslararası ticarete yansınca, dünya ekonomisi enflasyon yaratmayan hızlı küresel büyüme olarak ifade edilebilecek yeni bir iktisadi döneme girmiştir.

Küresel ekonomik göstergeler temelinde, gelişmekte olan ülkelerin daha geniş bir perspektifle, 1992 ile 2006 arası dönemdeki beşer yıllık periyodlar halinde, performansları incelendiğinde kaydedilen gelişim dikkat çekicidir. Birinci beş yıllık dönemde (1992-1996), gelişmekte olan ülkeler ortalama % 3.9 büyümüşlerdir. Enflasyon oranları ortalaması Güney Amerika ekonomilerindeki kriz sebebiyle % 318'e ulaşmıştır. Toplam dış borçlar döviz rezervlerine oranlandığında % 463, cari açık milli gelire oranlandığında % -1.7 rakamı elde edilmektedir. İlgili dönemi son beş yıllık zaman dilimi (2002-2006) ile karşılaştırmak gerekirse, son beş yıllık dönemde; büyüme oranı % 6.1, tüketici fiyat artış endeksleri % 5.5 ve dış borç oranı % 154'tür. 1990'lara kadar müzmin açık veren ülke olarak nitelendirilen ilgili ülkelerin kronikleşen cari açıkları, 2000 yılı sonrasında cari fazlaya dönüşmüştür. Özellikle 2002-2006 arası dönemde, ulusal hasılanın % 2.3'ü kadar cari fazla rakamı gözlemlenmektedir. İhracata dönük üretim planlaması ile ekonomik ve sosyal dönüşüm; keskin büyüme oranı artışları, enflasyon oranlarında azalma, reel faizlerde düşüş ve döviz rezervlerinde hızlı yükselişi beraberinde getirmiştir. Bir başka karşılaştırma da, Reel Efektif Döviz Kuru (REDK) bazında yapılandır. Endeks ilk beş yılda 110, son beş yılda 104'dür. Özetle; reel faizler düşerken ulusal para birimleri değer kazanmamakta, aksine değer kaybetmektedir. İhracata dönük oluşturulan yapının arzu ettiği gelişim yönü de budur; ancak, bu durumun tek istisnası Türkiye'dir. Ülkemiz REDK endeksi aralıksız hızlı bir yükseliş trendi izlemiştir; I. Dönem: 108, II. Dönem: 126, III. Dönem: 148. Rakamların ortaya koyduğu gerçek şunu göstermiştir ki; ülkemizin para birimi diğer gelişmekte olan ülkelerinkinin

tersine ve ihracata dönük ekonomik dengeleri alt üst edencesine aşırı değerlenmiştir.¹⁴²

Diğer göstergelerle benzer şekilde, portföy yatırımları da gelişmekte olan piyasalarda inişli çıkışlı bir trend izlemiştir. Portföy yatırımları beşer yıllık dönemler (1992-2006) itibariyle sırasıyla; 38.2, 15 ve 36 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Türkiye'de bu yatırımlara karşılık gelen rakamlar sırasıyla; 1.7, -1 ve 6 milyar dolardır. II. Dönem'de Türkiye'deki yerleşiklerin dış portföy yatırımları, yurtdışı yatırımcıların ülkemizdeki yatırımlarından daha fazladır; negatiflik bunu ifade etmektedir. İlgili zaman aralığı likidite bolluğunun tüm finansal sistemde hissedildiği bir dönemdir. Hemen hemen tüm gelişmekte olan piyasa ülkelerine yabancı fonlar akarken, ülkemiz bu durumdan beklediği ölçüde faydalanamamıştır. Bunun temelinde yatan gerçekleri sıralamak gerekirse; ülke ekonomimizin geçmiş dönem performanslarının yabancı fon tedarikçilerinin hafızalarında bıraktığı izlerle, Türkiye ekonomisinin geçmişten gelen yapısal sorunları ve finansal sistemdeki sıkıntılar örnek verilebilir. Bu sebeplerle, küresel likidite bolluğu ve risk iştahındaki artış uluslararası sistemdeki tüm ulusal ekonomileri kalkındırırken ve borçlanma faizlerinde sert düşüşlere kaynaklık ederken, ülkemizdeki faiz oranları göreceli olarak çok yüksek seyretmek zorunda kalmıştır.¹⁴³

3.1.3. 2008 Küresel Finans Krizi

İnternet ve teknoloji balonu sonrası borsa krizinden çıkış süreci, gelişmiş ülkelerin ABD ekseninde yeni bir balon yaratarak önceki krizden çıkması ve resesyon sarmalına kapılmadan büyüme trendini yakalaması olarak finans tarihine geçmiştir.

Gayrimenkul balonu tüm dünya ekonomilerini bir kez daha yeni bir kriz ortamına, **2008 Küresel Finans Krizine**, sokarken en çok tekrarlanan soru uluslararası

¹⁴² Mustafa Uğur Bayraktar, “1984-2006 Yılları Arasında Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri”, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, İstanbul, 2008, s. 47.

¹⁴³ Ibid., ss. 48-49.

ekonomik sistemi kurtaracak yeni balonun ne olacağıdır.¹⁴⁴

Büyük Buhran'dan sonra dünya tarihinin en büyük ekonomik krizi, 2008 yılında tüm ülkeleri etkisi altına alarak uluslararası boyut kazanan Küresel Finans Krizidir. Krizin öncesinde yaşananlar, krize neden olan gelişmeler ve krizin finans piyasalarına yansımaları şu cümlelerle ifade edilebilir: Krize zemin hazırlayan dönem, 2001-2004 yılları arasında ABD'de tüketici kredilerinde patlama yaşanan dönemdir; kredilerdeki artış, hanehalkının konut alımında hesapsızca hareket etmesine yol açmıştır; gayrimenkul balonu da denilen, yeterli teminatlandırma ve risk analizi yapılmadan dağıtılan kredilerin yol açtığı konut fiyatlarındaki artış trendi kredi büyüklüğünün artışına eşlik etmiştir; kredi ödemelerinde yaşanan zorlukların temelinde FED'in faiz oranı arttırmalarını uygulamaya başlaması bulunmaktadır; çoğu, tahsilatlarında güçlükler yaşanan konut kredilerinden teminatlandırılan menkul kıymet piyasalarına ait ürünler bir diğer sorun kaynağıdır; mevcut sorunlu ürünleri portföylerinde bulunduran finans kurumlarının piyasa değeri, içerdikleri menkullerdeki fiyat düşüşlerine paralel bir seyir takip etmiştir; bu durum bir başka gelişmeye sebebiyet vermiş, kendi finansmanlarının devamı plasmanlarının tahsilatına bağlı olan kredi kurumlarının varlıklarını sürdürmeleri imkansız hale gelmiştir; finans kurumlarından nakit çıkışlarının başlaması sonrası, tehlikeyi sezen merkez bankası başkanları hızlı faiz düşüşlerini yürürlüğe sokarak, sisteme likidite sağlamışlardır; ulusal ekonomilerinin resesyona girmesinden önce önlemler alma amacıyla olan tüm merkez bankaları birbirleriyle uyum içinde çalışarak, faiz oranlarını en verimli şekilde ve kademeli olarak kullanma becerisini gösterebilmişlerdir. Mevduat güvencesini kullanma seçeneğini düşünenler de olmuştur. Hatta, bazı hisse senetlerinin açığa satış işlemleri ABD'deki piyasa düzenleyicilerince geçici olarak durdurulmuştur. Sermaye piyasalarındaki düzenlemeler, finans kurumlarından ardı ardına gelen olumsuz haberlerden sonra sıkılaştırılmış, düzenleyici kurumların sistem içindeki ağırlıkları ve yönlendirici

¹⁴⁴ Özel, Global Dengesizliklerin Dengesi, Op. cit., s. 184.

özellikleri yeniden vurgulanmaya başlanmıştır.¹⁴⁵

3.1.4. Küresel Finans Krizleri ve Hedge Fonlar

Küresel, bölgesel ya da ulusal, finansal krizlerin hemen hemen tamamı benzer sorunlardan hareketle izah edilebilir; bu sorunlar asimetrik bilgi, politik ortamdan kaynaklanan problemler, ekonominin geneline nüfuz eden yapısal problemler, iktisat politikası seçiminden kaynaklanan stratejik yanlışlar, sanal ekonomi-reel ekonomi çelişkisi sonucu oluşan köpükler ve balonlar.¹⁴⁶

Hedge fonların ayırt edici yönleri şu şekilde sıralanabilmektedir; sayısız ürün ve yöntem kullanmaları, mutlak getiri hedefinde olmaları, farklılaştırılmış portföylerden oluşmaları, hedge fon yöneticisinin niteliklerinin belirleyiciliği, yüksek profilli yatırımcı kitlesine hitap etmeleri, fon havuzunda yatırımları belli bir süre bulundurma zorunlulukları ve ücretlendirme yapıları. Bu özellikler aynı zamanda bu fonların hızla finansal sisteme yayılmalarına yardımcı olmuştur.¹⁴⁷ 2007 senesinde, hedge fon büyüklüğü 1.8 trilyon dolara ulaşmıştır. Yüksek hacimde, küresel likidite krizi ve kredi daralmasına rağmen hedge fonların yüksek tutarlarda borçlanma şansı bulabilmelerinin payı büyüktür. Hedge fonlar sadece büyüklük olarak değil, adet olarak da artmıştır. 2007 rakamlarıyla, hedge fon sayısı 7,535'dir.¹⁴⁸ Aktif büyüklükleri dikkate alındığında, hedge fonlar; ABD, İngiltere, Avrupa ve Avustralya'da yoğunlaşmıştır; bu durum Tablo 3.2.'de görülebilmektedir.

¹⁴⁵ Nuray Terzi, **Hedge Fonlar: Küresel Finans Piyasalarının Gizemli Oyuncuları**, Yayın No: 2102, İşletme-Ekonomi Dizisi: 312, İstanbul, Beta Yayıncılık, Mart 2009, ss. 153-154.

¹⁴⁶ Eğilmez, Op. cit., ss. 94-102.

¹⁴⁷ Nurgül Chambers, "Hedge Fonlar", (Çevrimiçi) www.bilgeyatirimci.com, 15.12.2008, ss. 1-8.

¹⁴⁸ Nurgül Chambers, "Hedge Fon Krallığı Sarsılıyor", (Çevrimiçi) www.bilgeyatirimci.com, 15.12.2008, ss. 1-7.

TABLO 3.2.: YÖNETİLEN HEDGE FONLARIN ÜLKELERE GÖRE DAĞILIMI, 2006

ÜLKELER	FON BÜYÜKLÜĞÜ (MİLYAR DOLAR)
ABD	870
İngiltere	320
Avrupa	118,4
Avustralya	47
Asya (Japonya hariç)	34,05
İsviçre	23,1
Kanada	11
Japonya	7
Toplam	1.430,55

Kaynak: Nuray Terzi, **Hedge Fonlar: Küresel Finans Piyasalarının Gizemli Oyuncuları**, Yayın No: 2102, İşletme-Ekonomi Dizisi: 312, İstanbul, Beta Yayıncılık, Mart 2009, s. 42.

Yüzde ellisi kayıt dışı ve offshore hizmet veren hedge fonlar, çoğunlukla Cayman Adaları, İngiliz Virgin Adaları ve Bermuda'da üstlenmişlerdir. Bir bölümü de Avrupa'da bulunmakla birlikte, onshore merkezler genellikle ABD'de kurulmaktadır. Son yıllarda, yatırımcıların tercihleri arasında Asya'daki onshore merkezler önem arz etmektedir. Yönetim merkezleri açısından önde gelen iki uluslararası merkez New York ve Londra'dır. Hedge fon yatırımcı profili paralelinde yatırımcı tabanını oluşturan gruplar şunlardır; yüksek net değer yatırımcıları, tanınmış uluslararası para yöneticileri ve uzmanları, üniversite vakıf fonları, emeklilik fonları, uluslararası yatırım bankaları, vb. Yatırımcı tabanının bileşenleri temel alındığında, fonlar belli sayıda büyük yatırımcının kontrolü altında bulunmaktadır.¹⁴⁹ Bir fon havuzu için hacimler yüksek görünse de, Tablo 3.3.'te de görüldüğü gibi, büyük bankalar ve uluslararası yatırım bankalarının işlem hacimleri ile karşılaştırıldığında, hedge fonların büyüklüğü derece düşük kalmaktadır.

¹⁴⁹ Chambers, Hedge Fonlar, Loc. cit.

TABLO 3.3.: HEDGE FONLARIN DİĞER FONLAR İÇİNDEKİ PAYI, 1998-2005

YIL	HEDGE FONLAR*	EMEKLİLİK FONLARI*	YATIRIM FONLARI*	SİGORTA ŞİRKETLERİ*	EN BÜYÜK 1000 BANKANIN KÜRESEL VARLIKLARI	HEDGE FONLAR %
1998	0,22	13,57	9,40	10,40	35,5	0,3
1999	0,32	17,26	11,40	11,50	36,7	0,4
2000	0,41	16,07	11,90	10,10	37,9	0,5
2001	0,56	15,24	11,70	11,50	39,6	0,7
2002	0,59	13,79	11,30	10,40	43,9	0,7
2003	0,80	18,30	14,00	13,90	52,4	0,8
2004	0,93	18,80	16,20	15,00	60,5	0,8
2005	1,13	20,55	17,77	16,70	63,8	0,9

*: Trilyon Dolar

Kaynak: Nuray Terzi, **Hedge Fonlar: Küresel Finans Piyasalarının Gizemli Oyuncuları**, Yayın No: 2102, İşletme-Ekonomi Dizisi: 312, İstanbul, Beta Yayıncılık, Mart 2009, s. 47.

Hedge fonların sundukları cazip imkanlara rağmen, küresel sistemde toplam fon büyüklüğü içindeki oranlarının düşük kalmasının nedenleri şu gerekçelerle izah edilebilir:¹⁵⁰

- oldukça risklidirler,
- kullandıkları farklı yöntem ve stratejiler geleneksel metodlara alışkın olanları ürkütmektedir,
- hedge fonlar özünde içe kapalı kurumlar olduklarından, haklarında bilinen fazla birşey yoktur,
- kamuya açıklık kriterlerine uyumları yetersizdir,
- hukuksal kısıtlamalar ve fonun kendi iç kuralları kamuya açıklığı sınırlamıştır,
- yoğun kaldıraçlı pozisyonlarla işlemlerini sürdürmektedirler,
- yönetim ücretlerindeki ve yönetici performans primlerindeki yükseklik dikkat çekicidir,
- finansal sistem düzenlemeleri, hedge fon mantığı ile çelişmektedir,
- kredi daralması ve likidite krizlerinin olumsuz etkileri.

Uluslararası finansal sistemde toplam fon büyüklüğü içindeki oranlarının düşük

¹⁵⁰ Terzi, Op. cit., ss. 47-48.

kalması, hedge fonların küresel finansal yapı içindeki etkisinin ve ağırlığının yüksek olması gerçeğini değiştirmemektedir. Şu oranlar dikkat çekicidir; yüksek getirili borçlar içinde $\frac{1}{4}$, kredi türevleri içinde $\frac{3}{5}$, yükselen piyasa tahvillerinde yaklaşık $\frac{1}{2}$ ve kaldıraçlı borçlar içerisinde $\frac{3}{10}$ 'un üzerinde pay hedge fonlara aittir. Artık, bir endüstri haline gelen hedge fonlarda yoğunlaşma en tepedeki 100 hedge fonda bulunmakta ve bunlardan 36 tanesi 10 milyar doların üzerinde aktif büyüklüğe sahip bulunmaktadır. İlk 100 hedge fonun toplam büyüklüğü ise varlık bütününe dörtte üçtür. Tablo 3.4.'te, fon büyüklüğü sıralamasında ilk onda bulunan hedge fonlar detaylandırılmıştır.¹⁵¹

TABLO 3.4.: EN BÜYÜK HEDGE FONLAR, 2007, MİLYAR DOLAR

HEDGE FON	FON BÜYÜKLÜĞÜ (MİLYAR DOLAR)
1. JP Morgan Asset Management	44,7
2. Bridgewater Associates	36
3. Farallon Capital Management	36
4. Renaissance Technologies Corp.	33,3
5. Och-Ziff Capital Management	33,2
6. D. E. Shaw Group	32,2
7. Goldman Sachs Asset Mgmt.	29,2
8. Paulson & Co.	29
9. Barclays Global Investors	26,2
10. GLC Partners	23,9

Kaynak: Nuray Terzi, **Hedge Fonlar: Küresel Finans Piyasalarının Gizemli Oyuncuları**, Yayın No: 2102, İşletme-Ekonomi Dizisi: 312, İstanbul, Beta Yayıncılık, Mart 2009, s. 49.

Küresel finans piyasalarında hedge fonlar merkez bankalarının yanında varlık fiyatlarının ve küresel likidite miktarının belirlenmesi konusundaki ağırlıkları ile kendilerinden söz ettirmektedirler. Sistemin diğer katılımcıları da bu makroekonomik değişkenlerdeki dengesizliklerden etkilenirler. En temel tehlike, büyük bir hedge fonun pozisyonlarında yüklü zarar yazması ya da orta büyüklükte bir hedge fonun iflasıdır. Başta kredi kurumları ve yatırım bankaları olmak üzere, uluslararası sistem büyük bir kaos içine girebilir; kredi daralması küresel likidite krizine yol açabilir. Hedge fonların volatilitenin kaynağı olması, yetersiz şeffaflığa sahip olmalarından ve

¹⁵¹ Ibid., ss. 48-49.

yüksek tutarlı kredili işlemler gerçekleştirmelerinden hareketle açıklanabilmektedir. Sistemik riske dair daha geniş açıklamaların yapılabilmesi için, finansal sistem katılımcıları hakkında daha detaylı bilgiye sahip olma ihtiyacı bulunmaktadır. Yüksek hacimli borçlanmalarla sürdürülen kredili işlemler, bir diğer risk olan likidite riskinin kaynağıdır. Yüksek kaldıraç yüksek risk düzeyine; yüksek riskler de finansal ürünlerde köpüğe, piyasalarda balona ve ulusal ekonomilerde krizlere yol açmaktadır. Hedge fon yöneticilerinin bu denli yüksek oranlı borçlanma ile işlemlerinde pozisyon almaları, kendilerinden yüksek oranlı getiri beklentisinden kaynaklanmaktadır.¹⁵² Hedge fonların etkisinin abartılmasında kıstas alınan noktalar hedge fonların büyüklüğü ve kredili işlemlerinin toplam tutarıdır. Ancak, IMF benzeri uluslararası kurumların da vurguladığı gibi, hedge fonlar sistemin diğer katılımcıları ile karşılaştırıldığında nispeten küçük ve etkisiz kalmaktadırlar. Bu tespit, hedge fonların istedikleri gibi piyasaları yönlendirip, yüksek boyutlu hareketlere ve finansal sıkıntılara neden olduğu önyargısını da yıkmaya adaydır. Öte yandan, finansal krizler tek tek incelendiğinde, gerçekten de kriz sürecinde hedge fonlar hayli etkilidir. Krizlere yol açmasalar bile, özellikle fiyat köpükleri ve balon oluşumundaki varlıkları yadsınamaz bir gerçek olarak yakın tarihli bilimsel araştırmalarla ortaya konmuştur. CSFB/Tremont Hedge Fon İndeksi ile MSCI World İndeksi üzerinde yürütülen araştırma sonuçları; bulguların ortaya koyduğu yüksek korelasyon oranlarıyla, hedge fonların özellikle 2003 sonrası piyasaların uzun vadeli yükseliş trendindeki etkisini açıkça ifade etmektedir. Hedge fonlarla birlikte finansal piyasalarda varlıklarını sürdüren kurumların, hedge fon faaliyetlerinden etkilenebilme olasılığının kökeninde, uluslararası bankalar, tezgahüstü türev işlemleri ve baş brokerlik uygulamaları sebebiyle ortaya çıkabilecek olumsuzluklar bulunmaktadır. Sistemin likidite dengesinde en etkili unsur baş broker'lardır. Bu denli etkili olmalarının temelinde, sahip oldukları sofistike risk yönetim sistemlerinin ulaşılabilir kıldığı yüksek getiriler bulunmaktadır; son yıllarda gözlemlenen yönetici primlerindeki artış oranına hedge fon işlemlerinin etkisi de diğer açıklamalar arasındadır. Kıta Avrupa'sı ülkeleri, bankaların baş brokerlik hizmetlerine oldukça

¹⁵² Chambers, Hedge Fon Krallığı Sarsılıyor, Loc. cit.

tutucu yaklaşmaktadırlar; bu nedenle, bu bölgede bankacılık sisteminin maruz kalacağı riskler küresel bankacılık sistemininkinden daha düşük seviyededir. Hedge fon büyüklüklerinin finansal sistem içindeki oranı ve etkisi ile finansal ürünlerdeki ve stratejilerdeki yatırım tutarlarının oluşturduğu dolaylı riskler, finans kurumları ile olan münasebetlerde önemli ağırlığa sahiptir. Bankalar da tıpkı hedge fonlardaki gibi alım satım bazlı pozisyonlar olarak, bireysel olarak hedge fonların maruz kalacağı ya da neden olabileceği gelişmelerin benzerlerine sebebiyet verebilirler. Bu gelişmelerin nihai etkisi likidite miktarı üzerine olduğundan, küresel likiditenin belirleyicisi olarak hedge fonların yanına uluslararası bankaları da eklemek gerekmektedir.¹⁵³

3.2. 2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİNDE HEDGE FONLARIN ROLÜ

Tek tip hayat tarzlarından ve düşünce biçimlerinden beslenen yeni küresel düzen, yatırım anlayışları ve stratejilerinde de sıradanlığa neden olmaktadır. Böyle bir yapı içinde herbiri bağımsız ve biri diğerinden ayrı işlev gören piyasaların varlığı olasılık dışıdır. Yerel piyasalarda dalgalanma hareketleri nadiren ortaya çıkmakta, çıkan bir dalgalanma da küresel bir dengesizliğin ya da belirsizliğin tüm sisteme yayılması sonucuna sebebiyet verebilmektedir; getiri eğrileri de bu konjonktüre uygun olarak düzdür. Tüm bu gerçekler göz önünde bulundurulduğunda, yüksek karlı yatırım fırsatları bulmak pek mümkün olmamaktadır. Günümüz finans piyasalarında da yaşanmakta olduğu gibi; akademik çevrelerdeki genel kanı, dengeli uluslararası ekonomik sistemlerin uzun süre varlıklarını devam ettiremeyecekleri yönündedir. Finans tarihi incelendiğinde, benzer uzun vadeli istikrar dönemleri her zaman yerel ya da küresel felaketlerle sonuçlanmıştır. İstikrarlı oluşum içinde doğup büyüyen ve herhangi bir belirsizliğe ya da çöküşe şans tanımayanlarca biçimlendirilen finansal sistemlerde meydana gelen bir dalgalanma, yatırımcıların panik işlemlerinin

¹⁵³ Terzi, Op. cit., ss. 87-93.

katalizörlüğünde finansal yıkımlara neden olmuştur.¹⁵⁴

Küresel sermaye piyasalarının rakamsal özetinin verildiği Tablo 3.5.'te, gelişmekte olan ülkelerin ekonomik göstergelerindeki büyüklük rakamlarının ABD seviyesine ulaştığı, hatta geçtiği görülmektedir; yakın gelecekte benzer durumun AB seviyeleri için de tekrarlanacağı muhtemeldir.

TABLO 3.5.: KÜRESEL SERMAYE PİYASASININ ÖZETİ

(MİLYAR USD)	GSYH	DÖVİZ REZERVİ	BANKA AKTİFLERİ	TAHVİL, BONO, vb.
DÜNYA	55.545	6.448	84.785	144.927
AB	15.689	280	43.146	42.952
ABD	13.808	60	11.194	49.802
JAPONYA	4.382	953	7.839	13.882
GELİŞEN ÜLKELER	17.282	4.910	15.003	28.771

Kaynak: Mahfi Eğilmez, *Küresel Finans Krizi: Piyasa Sisteminin Eleştirisi*, 5. bs., İstanbul, Remzi Kitabevi, Mart 2009, s. 45.

Liberalleşen uluslararası sermaye akımları dünya ekonomisindeki büyümenin dinamosu olmasının yanında, küresel krizlere yol açması ya da oluşmasında etkili olması bağlamında krizlerin tüm küresel sisteme hızla yayılmasına sebep olmaktadır.¹⁵⁵ Yaklaşık olarak dünya ekonomisinin 9/10'u neo-liberal iktisat politikalarının hakimiyetindedir; bu nedenle, uluslararası fon akımlarından kaynaklanan dalgalanmalar hızla sistemin bütününe etkilemektedir. Bu gerçeğin en yakın tarihli örneği, ABD finans piyasalarında ipotek kredilerini baz alarak türetilen finansal enstrümanların yol açtığı ve daha sonra İngiltere'deki piyasalara yayılan 2007 tarihli krizdir. Krizin ilk evrelerinde, türbülansın gelişmiş ülke piyasaları ile sınırlı kalacağı düşünülürken; 2008 ikinci çeyreğinde, kriz uluslararası bir boyut kazanarak Çin, Hindistan, Rusya ve Brezilya'yı da içine alarak gelişmekte olan

¹⁵⁴ Steven Drobny, *Para Palas: Küresel Piyasaların En Başarılı Hedge Fon Yöneticileri*, Çeviren: Neşenur Domaniç, İstanbul, Scala Yayıncılık, Ocak 2009, s. 375.

¹⁵⁵ Terzi, Op. cit., s. 153.

ülkelerle birlikte tüm finansal yapıyı sarsmıştır.¹⁵⁶

Makroekonomik ortam açısından, 2008 Küresel Finans Krizi öncesi süreç ERM Krizi öncesi 1991 ve 1992 dönemini hatırlatmaktadır. Küresel makro piyasalar karşılaştırıldığında ise; 1990-1993 arası dönem ile 2000-2003 yılları arası dönem, piyasa özellikleri bakımından ortak nitelikler göstermektedir.¹⁵⁷

Küresel finans krizinin çıkış noktası gayrimenkul sektörü ve konut kredileridir; fakat, problem bu kredilere ait risklerin çeşitli finansal mühendislik ürünleri ile üçüncü taraflara devredilmesindedir. Risk devri döngüsü, sonuçta içinden çıkılmaz bir hal almış ve toplamda küresel finans sistemine verdiği zarar yıkıcı boyutlara ulaşmıştır. Başlangıçta sistemin güvenli, sağlıklı ve risksiz bir şekilde işlemlerini sağlayan bu ürünler, uluslararası sistemi tehdit eden en büyük risk kaynağına dönüşmüştür. Riskli yatırımlardan yüksek getiriler elde etme koşuluyla varlıklarını sürdürebilen hedge fonlar, bu ürünleri en fazla talep edenlerdi; ancak, kaçınılmaz sonradan onlar da büyük boyutlarda etkilenmiş, krizi yaratanlar olmasalar da krizden en çok zarar görenler olmuşlardır.¹⁵⁸

Toksik olarak isimlendirilen sorunlu menkul kıymetler sadece bankaların değil, küresel finans sistemindeki hemen her yatırım fonunun ve hatta bireysel yatırımcıların portföylerinde bulunmaktaydı; dolayısıyla, ABD'deki gayrimenkul sektöründe ve mortgage kredilerinde yaşanan sıkıntılar, domino etkisiyle küresel ekonominin geneline yayılmıştır. Sorunun bu kadar yaygın bir boyut kazanmasında etkili olan diğer unsurları makro ve mikro düzeyde gruplandırmak mümkündür.¹⁵⁹

Makro düzeydeki unsurlar:

¹⁵⁶ Eğilmez, Op. cit., s. 53.

¹⁵⁷ Drobny, Op. cit., ss. 129-131.

¹⁵⁸ Sevinç Akbulak, "Serbest Yatırım Fonları ve Birincil Aracılık Hizmetleri", Araştırma Raporu, SA-3, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, Nisan 2008, (Çevrimiçi) www.spk.gov.tr, 4.8.2009, ss. 25-27.

¹⁵⁹ Andrew Sheng, "The New Financial Disorder: An Asian View of the Financial Crisis", **International Economic Issues**, Year: 9, the Global Economic Crisis Special Edition, Ankara, Ministry of Foreign Affairs of the Republic of Turkey, March 2009, ss. 36-43.

- 1990'lı yıllara damgasını vuran, Japonya finans sisteminin yaşadığı kriz ve bu krize çözüm olarak otoritelerin uyguladığı düşük faiz politikası,
- sıcak para hareketlerinin devamına yönelik soru işaretleri ve fon akımlarının denetlenmesindeki sıkıntılar,
- ileri finansal ürünlerden kaynaklanan sorunlar (türev araçlar ve kullanımları; kredi temerrüt takası denilen ürünlerle yapılan sigortalama işlemleri),
- serbest piyasa düzenlemeleri sonrası yüksek nüfus rakamları ile uluslararası ticaret sistemine dahil olan ülkelerin ucuz işgücü ile yaratılan düşük küresel enflasyon.

Mikro düzeydeki unsurlar:

- finansal mühendislik üzerindeki düzenleme yetersizliği (derecelendirme kurumlarınca yapılan değerlendirmelerde riskli ve düşük riskli ürünlerin aynı fonlar içine yer bulabilmeleri; fon havuzlarının güvenceden mahrum olması; fon havuzlarını teşkil eden firmaların, özellikle banka organizasyonlarından bağımsız olarak yapılandırılmış olması sebebiyle yatırım bankalarının risk yönetimi sistemlerine duyulan güvensizlik; kamuyu aydınlatma gereğinin bu dönemde ihmal edilmiş olması vb.)

2008 küresel finans krizi öncesi, küresel ekonomik dengelerin bozulduğu, küresel risk algılamasının maksimuma ulaştığı dönem öncesi genel ekonomik tablo özetle şu şekilde ifade edilebilir:¹⁶⁰

- küresel ekonomik sistemde oluşabilecek yapısal bir bozulma olasılık dışı gözükmemektedir,
- var olan tüm çarpıklıklar henüz netleşmemiştir,
- gayrimenkul balonu hala bir risk olarak görülmeyle birlikte, henüz tüm etkileri ile birlikte küresel bir krize yol açmamıştır,
- uluslararası hisse senedi değerlemelerinde ortalamaya dönme eğilimi baskındır,
- cari açık meselesi artık ABD için de ciddi bir sorun olarak görülmeye başlanmıştır,

¹⁶⁰ Ibid., s. 35.

- döviz kuru rejimlerindeki küresel düzenlemeler ve dalgalı kur olgusu dikkatle izlenmektedir,
- uluslararası para, sermaye, emtia ve enerji piyasalarında, gayrimenkul ve emtia fiyatlarındaki artış dönemi sonrası ortaya çıkan yeni küresel güç odaklarının varlığı kendini hissettirmektedir,
- yeni FED Başkanı'nın geçmişten farklı uygulamaları endişe yaratmaktadır.

Küresel istikrarın kendini belirsizliğe bıraktığı dönemin hemen öncesindeki tablonun bileşenleri, belirsizlikten kazanç sağlayacak küresel makrocular için hareket noktası olarak görülmekteydi.¹⁶¹

3.3. 2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİ SONRASI ULUSLARARASI FİNANS PİYASALARI

2008 Küresel Finans Krizinin uluslararası finans sistemine etkilerini şu şekilde sıralamak mümkündür:¹⁶²

- borsa çöküşleri,
- uluslararası yatırım bankalarında ve diğer finans kurumlarında sorunlar,
- yürürlüğe konulan finansal düzenlemeler,
- krizin yaygınlaşmasını engellemeye dönük müdahaleler,
- hedge fon sektörünün hacminde büyük düşüş,
- küresel likidite daralması.

2008 Küresel Finans Krizinin uluslararası piyasalara etkisinin en net yansıması, uluslararası portföylerin varlık bileşenlerinin yeniden düzenlenmesine yol açacak olan piyasa değerlemelerinde meydana gelebilecek keskin düşüşler olabilir; ancak, Wharton School öğretim üyelerinden Karen K. Lewis araştırmasında bunun tam aksi bulgulara ulaşılmıştır. Otuz sene öncesiyle bugün mukayese edildiğinde, artan volatiliteye rağmen uluslararası portföy çeşitlemesi hala karlılığını korumaktadır;

¹⁶¹ Drobny, Op. cit., s. 376.

¹⁶² Terzi, Op. cit., ss. 154-160.

fakat, risk faktörünün olumlu yönde katkısı geçmişteki düzeyinde değildir. Otuz sene öncesinde, uluslararası portföy yapılanmaları volatilitenin şiddetini azaltarak küresel finans krizlerinin olumsuz etkilerini hedge etmekte % 30 başarı sağlarken, günümüz karmaşık finans piyasalarında sağladığı faydanın ölçüsü % 15'dir; küresel finans piyasalarının yapısal dönüşümü dikkate alındığında, bu bile oldukça yüksek bir oran olarak gözükmektedir. Gelişmekte olan ülke piyasalarının içinde buldukları gelişim trendine ilave olarak hammaddeye ve emtiaya olan küresel bağımlılık, bu piyasalardaki borsalara olan yoğun ilginin devamını sağlayabilmektedir. FED ve Wharton School kaynaklı bir diğer araştırma da şunu göstermiştir ki; Amerikan yatırımcısı için optimal strateji, hisse senedi portföyünün yarısının küresel menkul kıymet borsalarına ait hisse senetlerinden oluştuğu portföylere yatırım yapmaktır.¹⁶³

3.4. YENİ KÜRESEL DÜZENİN TAŞIDIĞI RİSKLER

Yeni küresel düzenin taşıdığı riskler adlı kısımda sırasıyla; doların küresel para birimi olarak geleceği ve gelişmekte olan piyasaların geleceği konuları incelenecektir.

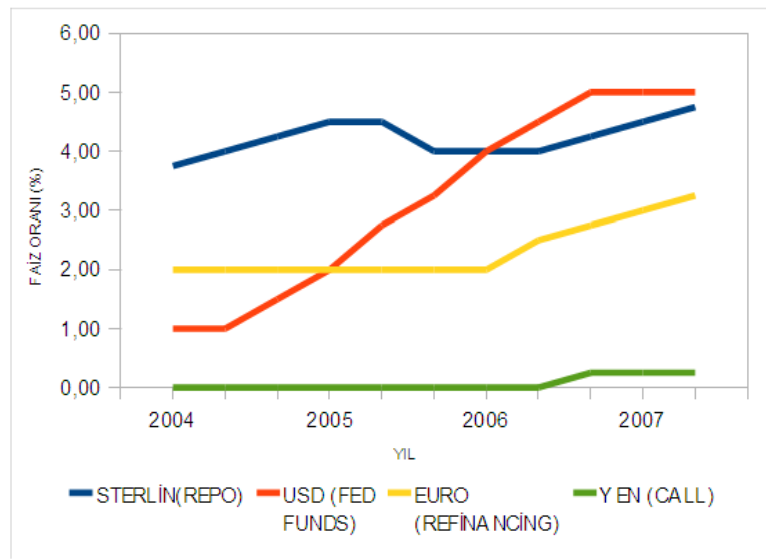
3.4.1. Doların Küresel Para Birimi Olarak Geleceği

ABD dolarının geleceği ile ilgili tartışmaların merkezinde cari açığın sürdürülebilirliği bulunmaktadır. Süreçte bir aksama durgunluk anlamına gelmektedir. ABD ekonomisi sanayiden çok hizmetler sektörüne dayalı büyüdüğünden devalüasyonun da ekonomiye olumlu bir katkısı olmayabilecektir. Doların değer kaybetmesinin enflasyon korkusunu uyandırması, faiz artırımını FED'in gündemine sokabilir. Bu durum tüketim harcamalarında daha şiddetli bir düşüşü beraberinde getirebilir. ABD'nin düşük enflasyon ortamında yüksek büyüme hızını tutturabilmesinin yegane şartı yüksek cari açığın kolaylıkla döndürebilmesidir;

¹⁶³ **BusinessWeek Türkiye**, Sayı: 17, 27 Nisan-3 Mayıs 2008, s. 63.

aksi halde ekonomi durgunluk batağına saplanabilir veya resesyona ile enflasyonun birlikte yaşandığı bir sarmala girebilir. ABD'nin yüksek oranlı tüketim harcaması trendinin sekteye uğraması, öncelikli Çin ve Asya ülkeleri olmak üzere tüm dünya ekonomilerini sarsar.¹⁶⁴ Grafik 3.6.'da, 2004 sonrası dönemde, ABD doları faiz oranları diğer gelişmiş ülke para birimlerinin faiz oranları ile karşılaştırılmaktadır.

GRAFİK 3.6.: GELİŞMİŞ ÜLKELERDE POLİTİKA FAİZLERİ



Kaynak: Saruhan Özel, *Global Dengesizliklerin Dengesi: Ne Kadar Sürdürülebilir?, Nasıl Sonuçlanabilir?*, Yayın No: 1872, İşletme-İktisat-Muhasebe: 72, İstanbul, Alfa Yayınları, Mart 2008, s. 149.

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülke merkez bankalarının faiz oranları düzenlemelerinde referans aldıkları temel gösterge ABD merkez bankasının belirlediği faiz oranlarıdır. ABD dolarının gücü ABD'nin dünya ekonomik sisteminin senyörü olmasından gelmektedir. ABD, cari denge açığını dolar açığı olarak görür ve dolar basarak açığı kapatabilir; ancak, ABD dışındaki ülkeler için aynı açık döviz gelir gider dengesinde yaşanan bir açıktır ve ciddi bir ekonomik sorundur. Doların rezerv para olarak kullanılmasının kökeninde, doları güçlü kılan şu gerçekler bulunmaktadır; FED'in yalnız ABD'nin değil, dünyanın da merkez bankası olması özelliği, dünya ekonomisinin 1/3'ünü oluşturan ABD ekonomisi, ABD'nin siyasi ve askeri güç

¹⁶⁴ Drobny, Op. cit., ss. 215-219.

özelliği, ABD'nin yüksek teknoloji üssü olması, ülkenin güçlü bir hukuk sistemine sahip olması, nüfus yapısının bileşenleri ve dinamiği, coğrafi konumundan kaynaklanan avantajları, ekonomik ve finansal merkez özelliği, Çin'in ve Asya ülkelerinin ihracat pazarı olması nedeniyle, bu ülkelerin büyüme trendlerini devam ettirebilmeleri için ABD'nin ve doların vazgeçilemezliği, zayıf ekonomik yapıya sahip ülke merkez bankalarının doları altın gibi uluslararası rezerv olarak görmeleri ve gelişmekte olan piyasa ekonomilerinin tamamının dolar ağırlıklı döviz rezervi tutuyor olması. Ayrıca, dolar rezervlerinin yatırım amaçlı yöneldiği piyasa ABD tahvil piyasasıdır; çünkü, bu piyasa uluslararası finans sisteminin en likit ve en derin piyasasıdır.¹⁶⁵

Küresel ekonomideki dinamiklerin yapısal dönüşümü ile birlikte dünya ekonomisindeki gelişmelerin seyri de şu nedenlere bağlı olarak değişmektedir.¹⁶⁶

- Birincisi; 2000'li yılların başında yaşanan krizlerden sonra ABD'ye akan sermaye uzun vadeli yatırımlarını hisse senedi ve sabit sermaye yatırımlarına değil, ABD tahvillerine yönlendirmiştir. Bunun nedeni, yabancı sermayenin ABD özel sektörüne değil, ABD devletine güveniyor olmasıdır. Hisse senedi ve sabit sermaye yatırımları ABD ekonomisine inancı temsil ederken, tahvil yatırımları yalnızca yüksek getiri kaygısıyla yapılmaktadır; dolayısıyla da, cari dengenin finansmanı ekseninde doların geleceği doların gücüne inançtan ziyade, getirisine olan talebin devamına bağlıdır.

- İkincisi; 2004-2009 arası dönemde ABD devlet kağıtlarına yönelen yatırımların bileşenleri incelendiğinde, ilginç bir tablo ortaya çıkmaktadır. Yatırımcılar içinde en büyük pay giderek artan bir oranla yabancı yatırımcılara; bu yatırımcılar içinde de yabancı merkez bankalarıyla yabancı kamu kuruluşlarına aittir. Bu durumun ABD ekonomisini çıkmaza sürükleyecek sakıncaları mevcuttur:

- yabancı özel sektörün tek amacı yüksek getiri elde etmektir. ABD ekonomisi faiz oranlarını arttırarak özel sermayeyi ülkeye çekebilir,

¹⁶⁵ Thomas L. Friedman, **Lexus ve Zeytin Ağacı: Küreselleşmenin Geleceği**, Çeviren: Elif Özsayar, 3. bsk., İstanbul, Boyner Yayınları, Haziran 2003, ss. 367-428.

¹⁶⁶ Özel, Global Dengesizliklerin Dengesi, Op. cit., ss. 144-148.

- yabancı kamu sermayesi ise kendi hükümetlerinin özel talimatlarıyla çalışır. ABD ekonomisi sıkıntıya düştüğünde faiz silahı çalışmayabilir,
- ABD yönetimi cari açık finansmanının gelecekte bazı politik sebeplerle sürdürülemez hale gelebileceğinden çekinmektedir. Tablo 3.6.'da, uzun vadeli ABD tahvillerine yatırım yapan ülkelerin bileşimi detaylandırılmaktadır. Çin, Japonya, petrol ihracatçısı Ortadoğu ülkeleri, Cayman ve Lüksemburg offshore'larından ABD tahvillerine yatırım yapan Rusya, Nijarya, vb. ülkeler ABD'nin politik çıkarları için kritik önemi haiz ülkelerdir. Yeni küresel düzende doların geleceği ile ilgili öngörülerde bulunmak oldukça zordur. Ani ve keskin bir düşüş sonrası çöküş senaryoları dolar için geçerli değil gibi görünmektedir; çünkü, ABD – Asya ülkeleri ve gelişmekte olan piyasalar döngüsü bunu imkansız kılmaktadır. Küresel ekonomik düzende genel beklenti, doların düzenli bir şekilde ve zamana yayılarak değer kaybetmesidir.

TABLO 3.6.: UZUN VADELİ ABD TAHVİLLERİNE YATIRIM YAPAN ÜLKELERİN PORTFÖYLERİ, Milyar \$

ÜLKE	2000	2002	2003	2004	2005	2006
Japonya	286	411	514	736	814	827
Çin	91	165	250	320	485	678
İngiltere	212	160	177	223	283	324
Lüksemburg+Cayman	120	219	307	432	525	600
Petrol İhracatçısı Ortadoğu Ülkeleri	29	39	26	34	54	92

Kaynak: Saruhan Özel, *Global Dengesizliklerin Dengesi: Ne Kadar Sürdürülebilir?, Nasıl Sonuçlanabilir?*, Yayın No: 1872, İşletme-İktisat-Muhasebe: 72, İstanbul, Alfa Yayınları, Mart 2008, s. 147.

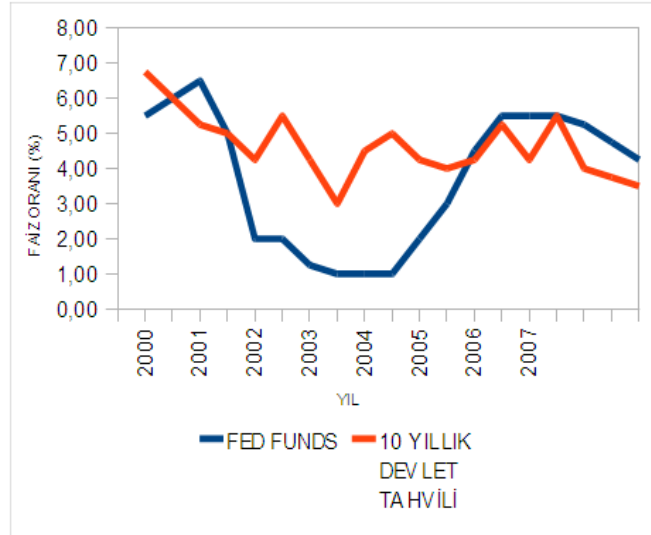
FED fonları oranı (FED Funds), Federal Açık Piyasa Komitesi (FOMC)'nin belirlediği bir orandır ve piyasalar üzerinde en etkili kısa vadeli faiz oranıdır. Bu oran, ABD'deki borçlanma piyasalarını ve kredi koşullarını yönlendiren temel göstergedir. ABD hükümetlerinin resesyon, enflasyon, vb. ekonomik sorunlarla

mücadelesinde kullandığı öncelikli araçtır.¹⁶⁷ Yabancı kamu payının ABD tahvillerindeki payının artışı sonucunda, ABD tahvilleri FED'in gecelik FED Funds faiz değişikliklerine daha az tepki verir hale gelmektedir; bu nedenle, faiz değişikliklerinin para politikasına etkileri ortadan kalkmaktadır. Bu durum Grafik 3.7.'da ortaya konmaktadır. Kısa vadeli faizler uzun vadeli faizleri etkilemediğinden, getiri oranları benzer trendleri izlememektedir. Yakın geçmişte FED Funds faizi hatırı sayılır oranda değiştirilmesine rağmen, uzun vadeli faizler kısa vadeliyle paralel bir seyir izlememiştir; bu durum modern finans teorisinin bir numaralı paradoksudur. Bu karmaşık durum olumsuz sonuçlara sebep olabilecektir. ABD'de yatırımcılar ve tüketicilerin finansal kararlarına yön verirken baz aldığı temel gösterge uzun vadeli devlet tahvili benzeri risksiz finansal araçlardır. Temel alınan bu risksiz faiz oranı üzerine işleme özel risk primi ilave edilerek maliyetler hesaplanmaktadır; dolayısıyla, ekonomik ve finansal sistemin özü FED tarafından ilan edilen ve uzun vadeli tahvil faizlerine direkt etkisi olan FED Funds oranıdır. Bu sebeptendir ki; FED Funds faiz oranları değiştirildiğinde, uzun vadeli tahvil oranlarının da aynı yönde hareket etmesi gerekmektedir; böylelikle de, ABD ekonomisindeki politika değişiklikleri faiz oranları kullanılarak hayata geçirilebilir. FED, ancak ve ancak bu yöntemle yatırım ve tüketim politikaları ile kararları üzerinde söz sahibi olabilir.¹⁶⁸

¹⁶⁷ Bob Woodward, **Maestro: Fed, Greenspan ve Amerikan Ekonomisi**, Çeviren: Canan Feyyat, İstanbul, Scala Yayıncılık, Kasım 2003, s. 296.

¹⁶⁸ Özel, *Global Dengesizliklerin Dengesi*, Op. cit., ss. 148-149.

GRAFİK 3.7.: ABD FAİZLERİ



Kaynak: Saruhan Özel, *Global Dengesizliklerin Dengesi: Ne Kadar Sürdürülebilir?, Nasıl Sonuçlanabilir?*, Yayın No: 1872, İşletme-İktisat-Muhasebe: 72, İstanbul, Alfa Yayınları, Mart 2008, s. 149.

3.4.2. Gelişmekte Olan Piyasaların Geleceği

Uluslararası ekonomi terminolojisinde, ülkeler gelişmişlik düzeylerine göre sınıflandırılarak belirli ana başlıklar altında gruplandırılmaktadır. Bu temel gruplandırmalardan başlıcaları şunlardır:¹⁶⁹

BRIC :Brezilya (B), Rusya (R), Hindistan (I) ve Çin (C)

BRIC-M :BRIC ülkeleri ve Meksika (M)

BRIC-SA :BRIC ülkeleri ve Güney Afrika (SA)

BRIC-EET :BRIC ülkeleri ve Doğu Avrupa (EE) ile Türkiye (T)

E7 :Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin, Meksika, Endonezya ve Türkiye

G7 :ABD, Fransa, Kanada, Japonya, İtalya, Almanya ve İngiltere.

Günümüz uluslararası sisteminde yeni tanımlamalarla gruplandırma sayısı artmıştır.*

¹⁶⁹ **İnfomag: Aylık İş ve Ekonomi Dergisi**, Sayı: 2008/4, Yıl: 8, Nisan 2008, ss. 42-43.

* İlave olarak G8 (G7+Rusya) ve G20'yi de gruplandırmaya dahil edebiliriz.

Tablo 3.7.'de G-20 ülkeleri sıralanmaktadır.

TABLO 3.7.: G-20 ÜLKELERİ

GELİŞMİŞ EKONOMİLER	GELİŞMEKTE OLAN EKONOMİLER
Avustralya	Arjantin
Kanada	Brezilya
Fransa	Çin
Almanya	Hindistan
İtalya	Endonezya
Japonya	Meksika
Rusya	Suudi Arabistan
İngiltere	Güney Afrika
ABD	Güney Kore
Avrupa Birliği	Türkiye

Kaynak: Colin I. Bradford, Jr., Johannes F. Linn, "The G20 Summit-Its Significance for World and for Turkey", **International Economic Issues**, Year: 9, the Global Economic Crisis Special Edition, Ankara, Ministry of Foreign Affairs of the Republic of Turkey, March 2009, s. 57.

Çokuluslu şirketlerin yeni küreselleşme çağındaki lider konumları yadsınamaz. Faaliyet bölgeleri ekseninde yapılan araştırmalar bu firmaların gelişim çizgisini ortaya koymaktadır. 1966 senesi itibariyle, üretim ve sanayi sektöründe uluslararası düzeyde 500 dev firmanın % 61'i ABD menşelidir; bu oran 2000'de % 31'e düşmüştür. Öte yandan, Avrupa Birliği merkezli şirketler oran olarak % 28'den % 34'e, Japonya merkezli % 7'den % 24'e, diğer ülkelerdeki şirketler ise % 4'den % 11'e artış göstermiştir.¹⁷⁰ Günümüzün gelişmekte olan piyasaları hakkında en yaygın iki temel teori BRIC Teorisi ve Ayrışma (Decoupling) Teorisi'dir:

3.4.2.1. BRIC Teorisi

Teoriyi geliştiren Jim O'Neil, 2003 senesinde **Dreaming with BRIC's** başlıklı

¹⁷⁰ Ibid., s. 42.

makalesiyle teorinin temellerini atmıştır. BRIC ülkelerini diğer gelişmekte olan ülke ekonomilerden ve genel olarak dünya ekonomilerinden ayıran temel bazı yapısal özelliklerle, bu dört ülkenin tek bir ekonomi olarak algılanmasına neden olan ortak yönler bulunmaktadır.¹⁷¹

- Çin ve Hindistan endüstriyel ürün imalatçısı, Brezilya ve Rusya ise hammadde ihracatçılarıdır,

- işgücü maliyetleri sanayi üretimi yapan ülkelerle kıyaslandığında, Çin ve Hindistan'da en alt düzeydedir; bu nedenledir ki, sanayileşmiş Batılı ülkeler üretim üslerini Çin ve Hindistan'a kaydırmaktadır,

- Brezilya'nın temel hammadde ve emtia dış satımı soya ve demir cevheri, Rusya'ninki doğalgaz ve petroldür; bu girdileri yoğun olarak kullanan ülkeler ise Çin ve Hindistan'dır,

- BRIC tezi, yakın gelecekte bu dört ülkenin gelişmişlik düzeyinde Batılı ekonomileri yakalayacağını ve hatta geçeceğini ileri sürmektedir. Bu ekonomiler arasında oluşturulabilecek ekonomik birlik, Avrupa Birliği standartlarında ve vizyonunda olmasa bile, dünya ekonomisinin dinamiklerini sarsacak ve geleceğine yön verecek güce ulaşabilecektir. Tablo 3.8.'de, küresel ölçekte ilk altı sıradaki uluslararası borsaya kayıtlı şirket sayıları verilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin ekonomik atılımına örnek vermek amacıyla hazırlanan bu tabloda ilk sırada Bombay Borsası (Hindistan) görülmektedir.

¹⁷¹ Eğilmez, Op. cit., ss. 114-115.

TABLO 3.8.: PAZAR LİDERLERİ

BORSA	ŞİRKET SAYISI
Bombay Borsası	4.887
TSX Group	3.951
Londra Borsası	3.307
Nasdaq	3.069
Tokyo Borsası	2.414
NYSE Group	2.297

Kaynak: BusinessWeek Türkiye, Sayı: 19, 11-17 Mayıs 2008, s. 62.

3.4.2.2. Decoupling Hipotezi

BRIC ülkelerinin hem dünyanın en büyük imalatçılarından, hem de en büyük hammadde tedarikçilerinden olduğu gerçeğinden hareketle, bu ekonomilerin gelişmiş ülkelerle olan üretim ve dış ticaret ilişkilerinin yeniden tanımlanması gerektiği gerçeği ekonomistlerce ileri sürülmektedir. Küresel düzende ekonomik ve finansal bağımsızlıklarını kazanmış olan bu ülkeler, Batılı ülkelere ihtiyaç duymaksızın, finansal türbülanslara rağmen iktisadi gelişim süreçlerini sürdürebileceklerdir. Bunu başarabilmelerini sağlayan etmen de sahip oldukları maliyet avantajlarıdır. Arz her zaman karşılık bulabilmektedir. Küresel kriz dönemlerinin genel özelliği olan ekonomik daralma nedeniyle tüketim harcamalarında kısıntılı olgusu, bu ülkelere ait ihraç mallara olan talebi etkilemeyecektir. Çok düşük maliyetlerle, çok ucuza üretimi başarabilen yapı, küresel talep azalsa bile düşük fiyatlar sebebiyle orta ve alt gelir grubuna hitap ederek ithalatçı tabanını genişletebilecektir. Kendi yurtiçi piyasaları ve hanehalkı tüketici tabanı da, arz fazlasını eritebilecek genişliktedir. Böylece, ortak nitelikler ve yapısal özellikler bu ülkelerin ekonomik entegrasyonuna, İngilizce tabiriyle coupling'ine, zemin hazırlamaktadır.¹⁷²

PricewaterhouseCoopers firmasınınca yürütülen bir araştırmanın sonuçları **2050'de**

¹⁷² İnfomag: Aylık İş ve Ekonomi Dergisi, Loc. cit.

Dünya: BRIC'in Ötesinde Yeni Dönem başlığı altında yayımlanmıştır. Raporda, ileriye dönük projeksiyonlarla küreselleşmenin izleyeceği rota öngörülmeyle çalışılmıştır. Rapora ait projeksiyonlar Tablo 3.9.'da sunulmaktadır.

TABLO 3.9.: 2050'DE DÜNYAYA BAKIŞ

ÜLKELER	DOLAR	DOLAR	SATIN ALMA	SATIN ALMA
	BAZINDA	BAZINDA	GÜCÜ	GÜCÜ
	GSMH	GSMH	PARİTESİ	PARİTESİ
	2007	2050	2007	2050
A.B.D.	100	100	100	100
JAPONYA	32	19	28	19
ÇİN	23	129	51	129
ALMANYA	22	14	20	14
İTALYA	14	10	13	10
TÜRKİYE	3	10	5	10
RUSYA	8	17	17	17
HİNDİSTAN	7	88	22	88
ENDONEZYA	3	17	7	17

Kaynak: İnfomag: Aylık İş ve Ekonomi Dergisi, Sayı: 2008/4, Yıl: 8, Nisan 2008, s. 44.

Araştırma sonuçlarına ait detayları şu şekilde özetlemek mümkündür.¹⁷³

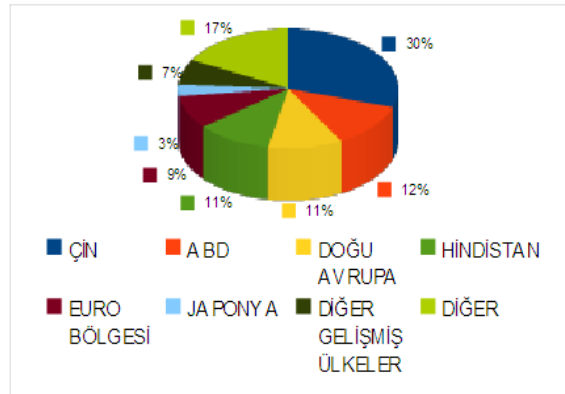
- E7 ülkeleri ekonomik büyüklük olarak 2050 itibari ile G7 ülkelerinin bir buçuk katına ulaşacaktır,
- 2025'de, Çin ve ABD ekonomilerinin hacimleri eşitlenecek; 2050'de ise, Çin ABD'nin % 30 fazlasıyla dünya ekonomisinin yeni lideri olacaktır,
- 2050 senesindeki ekonomik tabloda, Hindistan hemen hemen ABD seviyesindedir,
- projeksiyonun işaret ettiği yılda, Brezilya ekonomisi Japonya'nınkinden daha gelişmiştir,
- diğer gelişmekte olan piyasalardan Rusya, Endonezya ve Meksika, günümüzün sanayileşmiş ülkeleri Almanya, Fransa ve İngiltere'nin önünde kalkınma yarışına liderlik etmeye aday olacaktırlar,
- mevcut trend gelişmekte olan ekonomiler merkezli çokuluslu şirketler yaratmıştır.

¹⁷³ Ibid., ss. 43-44.

Yerel değer yargılarından kaynaklanan felsefelerinin yol göstericiliğinde bugünün çokuluslu firmalarıyla rekabet eden bu firmalar, gelecekte işletmecilik biliminin şekillenmesi sürecine de önderlik edebileceklerdir.

Teorileri reddeden yaklaşımlar tarihsel süreçten de örnekler vererek, halihazırdaki maliyet avantajlarının uzun dönemde geçerliliğini yitireceğini vurgulamışlardır. Artan ulusal gelir ve alım gücü ile demografik yapıdaki değişikliklerle birlikte tüketim kalıpları değişecek ve üretim maliyetleri artacaktır. Artan imalat maliyetleri, dış satım avantajının ortadan kalkması ve ekonomik kalkınmanın yavaşlaması anlamına gelecektir.¹⁷⁴ Şekil 3.1.'de, alım gücü ağırlıkları bazında, bölgeler itibarıyla dünya ekonomisine ait büyüme oranları görülmektedir.

ŞEKİL 3.1.: BÖLGELER İTİBARIYLA DÜNYADA BÜYÜME,
Alım Gücü Ağırlıkları, 2006



Kaynak: İnfomag: Aylık İş ve Ekonomi Dergisi, Sayı: 2008/4, Yıl: 8, Nisan 2008, s. 102.

Çin ve Hindistan birlikte tek bir gelişmekte olan piyasa olarak incelendiğinde, ortaya çıkan tablo şaşırtıcıdır. İlgili ülkelerin 1995 senesi itibarıyla küresel sistemde emtia ve servis sağlama faaliyetlerindeki payları % 5 iken, on yıl sonra bu oran % 10 olarak tahmin edilmektedir. Bu gelişim hızının 2020'de ulaşacağı noktada ise,

¹⁷⁴ Akbulak, BRICs Ülkeleri (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin) ile Güney Kore Ekonomilerine ve Sermaye Piyasalarına İlişkin Temel Göstergeler ve Kısa Değerlendirmeler, Op. cit., s. 14.

tahminler küresel bazda 1/5'lik bir seviyeyi işaret etmektedir.¹⁷⁵

Belirsizliğin diğer bir adı da yatırım imkanı ve getiri fırsatıdır. Küresel makro fonların hacimleri istikrar dönemlerinde çok düşüktür; istikrarsızlık ve belirsizlik küresel makroya hayat veren iki temel unsurdur. Yeni dünya düzeninin yeni belirsizlikler üzerine inşa edilecek olması gerçeği, küresel makro fonların sıradan yatırımcıların ve diğer varlık yöneticilerinin de portföylerinde bulundurulması gerekliliğini açıkça ortaya koymaktadır. Küresel makro hedge fon yöneticilerinin bu tip yüksek riskli ortamlardaki maharetleri, diğer fon yöneticilerine, portföy riskinin azaltılması yoluyla kazanç fırsatları sunabilecektir.¹⁷⁶

3.5. YENİ KÜRESEL DÜZENDE TÜRKİYE İÇİN RİSKLER

Yeni küresel düzende Türkiye için riskler adlı kısımda; ilk olarak yüksek cari denge açığı, daha sonra dış borç stokundaki yükseklik ve özel sektörün dış borçları, son olarak da finansal sistemin yeni ekonomik düzen ile uyumu konuları incelenecektir.

3.5.1. Yüksek Cari Denge Açığı

Uluslararası fon hareketleri en net biçimde ödemeler dengesi göstergelerinden takip edilebilmektedir. Bu rakamlar referans alınan dönemde ilgili ülke finansal sistemindeki yabancı para hareketlerinin yönünü tanımlamaktadır. Merkez Bankası'nca izlenen gerçekleşen değerleri birer yıllık bazda açıklanmaktadır. Açıklanan rakamlar iki bölümde ayrıntılandırılabilir: Birincisi, **cari işlemler dengesi**, yabancı paranın elde edildiği ve kullanıldığı kalemleri gösterir; ikincisi, **sermaye hareketleri**, yabancı kredilerin kapsamını detaylandırır. Cari işlemler açıkları daima sermaye hareketleri fazlaları ile kapatılır; yani, yurtdışından

¹⁷⁵ Kerem Alkin, **Genel Ekonomi ve Mali Sistem**, Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey, Türev Araçlar, Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Derecelendirme Uzmanlığı Lisansı Eğitimi, TSPAKB, İstanbul, Temmuz 2007, s. 5.

¹⁷⁶ Drobny, Op. cit., s. 376.

borçlanma opsiyonu devreye sokulur. Döviz kuru dalgalanmaları bu yöntemle engellenerek piyasaların dengede kalması sağlanır. Aksi halde, ihtiyaç duyulan açık miktarının ülkenin kendi yabancı para stoğundan karşılanması gerekmektedir. Cari fazla seçeneğinde ise **sermaye hareketleri nette açık verir**; yani, yabancı ülkelere kredi kullanılır. Diğer bir yol da, fazlanın ulusal rezervlere dahil edilmesidir.¹⁷⁷

ŞEKİL 3.2.: CARI İŞLEMLER DENGESİ

Cari İşlemler Dengesi (1+2+3)		
(1) DIŞ TİCARET DENGESİ	(2) GÖRÜNMEZLER DENGESİ	(3) KARŞILIKSIZ TRANSFERLER
Mal İhracatı Mal İthalatı	Görünmez Gelirler (Hizmet İhracatı) Görünmez Giderler (Hizmet İthalatı)	İşçi Dövizleri Hibe ve Yardımlar

Kaynak: Saruhan Özel, *Türkiye'de Enflasyon, Devalüasyon ve Faiz*, İstanbul, Alkim Yayınevi, 2001, s. 107.

Özetle; Şekil 3.2.'de de görüldüğü gibi, dış ticaret dengesi, görünmezler dengesi ve karşılıksız transferler başlıklarının toplamı cari işlemler dengesini vermektedir. Elde edilen rakam negatif (-) ise cari açık var (cari denge açığı); pozitif (+) ise cari fazla var (cari denge fazlası) demektir. Tablo 3.10.'da, 1995-2009 yılları arasında çeşitli ülkelerin cari işlemler dengesi değerleri verilmektedir. Türkiye, ABD hariç tutulursa, cari açık değeri en yüksek beş ülkeden birisidir. Ülke yerleşikleri sahip olduklarından daha fazla döviz kullanıyorlarsa cari denge açığı, kullandığından daha fazlasına sahipse cari denge fazlası söz konusudur. Dış ticaret açığı rakamlarının giderek büyümesi, hatta cari açık rakamlarında da bu durumun gözlemlenmesi bir ülkenin döviz rezervlerinde sıkıntılar yaşanabileceğinin göstergesi olmayabilir. Görünmezler dengesinde yaratılabilecek bir fazla, ya da karşılıksız transferler kalemi, dış ticaret

¹⁷⁷ Saruhan Özel, *Türkiye'de Enflasyon, Devalüasyon ve Faiz*, İstanbul, Alkim Yayınevi, 2001, s. 107.

TABLO 3.10.: 1995-2009 YILLARI ARASINDA ÇEŞİTLİ ÜLKELERİN CARİ İŞLEMLER DENGESİ

ÜLKELER	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008(*)	2009(*)
Almanya	-29,587	-14,019	-10,008	-16,330	-26,858	-32,557	0,380	40,585	46,286	127,923	143,811	178,837	250,263	235,257	71,667
Amerika	-113,571	-124,773	-140,396	-213,532	-299,819	-417,429	-384,701	-461,271	-523,413	-624,999	-728,994	-788,115	731,214	-673,266	-393,250
Arjantin	-5,104	-6,755	-12,116	-14,465	-11,910	-8,955	-3,780	8,720	8,065	3,121	3,020	4,873	4,293	4,428	3,180
Avusturya	-6,816	-6,651	-5,030	-3,396	-3,451	-1,414	-1,569	5,545	4,279	6,024	6,127	7,901	12,012	12,024	4,812
Brezilya	-18,384	-23,502	-30,452	-33,416	-25,335	-24,225	-23,215	-7,637	4,177	11,679	13,985	13,643	1,551	-28,300	-23,109
Çin	1,618	7,243	36,962	31,472	15,669	20,519	17,405	35,422	45,875	68,659	160,818	253,268	371,833	440,011	496,569
Danimarka	1,278	2,662	1,040	-1,487	3,332	2,259	5,028	4,335	7,344	7,475	11,214	7,909	2,206	1,845	-3,392
Endonezya	-6,800	-7,300	-3,800	4,000	5,752	7,988	6,901	7,822	8,111	1,565	0,277	10,859	10,494	0,521	-1,886
Filipinler	-1,965	-3,861	-4,330	1,510	-2,874	-2,225	-1,744	-0,279	0,288	1,628	1,984	5,347	7,119	4,227	3,543
Finlandiya	5,356	5,148	6,856	7,292	7,763	9,907	10,733	11,987	8,495	12,392	7,097	9,426	10,006	6,917	2,321
Hindistan	-5,566	-6,050	-3,003	-6,902	-3,232	-4,599	1,410	7,061	8,773	0,781	-10,285	-9,299	-11,285	-33,330	-29,125
İngiltere	-14,306	-9,864	-1,575	-5,266	-35,365	-39,096	-30,386	-28,009	-29,920	-46,161	-59,511	-82,975	-80,722	-45,392	-40,730
İrlanda	1,950	2,514	2,593	0,704	0,241	-0,350	-0,678	-1,223	-0,002	-1,078	-7,088	-7,916	-14,120	-12,326	-5,952
İspanya	-1,835	-1,418	-0,510	-7,074	-18,100	-23,054	-24,023	-22,443	-31,071	-54,909	-83,291	-110,140	-145,141	-154,036	-75,543
İsrail	-4,790	-5,175	-3,276	-0,987	-1,471	-0,996	-1,286	-0,926	1,322	2,662	3,981	8,078	4,523	2,329	2,325
İsveç	8,439	9,631	10,335	9,674	10,594	9,887	9,796	12,488	22,407	24,134	25,561	33,804	39,099	40,429	24,835
İtalya	23,182	40,185	33,769	19,791	8,208	-5,863	-0,639	-9,483	-19,605	-16,208	-29,432	-48,350	-51,208	-73,200	-60,196
Japonya	111,396	65,739	96,553	119,065	114,526	119,605	87,794	112,607	136,238	172,070	165,690	170,437	210,967	157,079	76,363
Kanada	-4,446	3,374	-8,233	-7,668	1,730	19,715	16,213	12,605	10,486	22,975	21,843	17,838	12,726	9,652	-10,901
Kolombiya	-4,599	-4,633	-5,746	-4,843	0,671	0,764	-1,089	-1,358	-0,974	-0,909	-1,890	-2,982	-5,866	-6,765	-7,697
Lüksemburg	2,473	2,367	1,839	1,648	2,272	2,688	1,770	2,386	2,378	4,046	4,141	4,449	4,895	4,976	3,532
Macaristan	-1,638	-1,764	-2,047	-3,400	-3,762	-4,010	-3,204	-4,642	-6,702	-8,589	-8,290	-8,531	-8,923	-12,236	-4,965
Malezya	-8,644	-4,462	-5,935	9,529	12,604	8,487	7,286	8,025	13,207	15,080	20,703	26,186	28,699	38,760	27,344
Meksika	-1,577	-2,508	-7,665	-15,993	-13,949	-18,685	-17,705	-14,133	-7,190	-5,169	-4,369	-4,375	-8,171	-15,527	-20,840
Mısır	0,387	-0,184	0,119	-2,479	-1,724	-1,163	-0,033	0,614	1,943	3,418	2,910	0,868	1,862	0,888	-5,693
Peru	-4,141	-3,388	-3,017	-3,606	-1,759	-1,496	-1,144	-1,063	-0,949	0,019	1,149	2,757	1,511	-4,180	-4,092
Polonya	0,854	-3,264	-5,744	-6,901	-12,487	-9,981	-5,376	-5,009	-4,599	-10,118	-3,705	-9,200	-20,100	-29,029	-18,034
Sri Lanka	-0,787	-0,677	-0,392	-0,225	-0,561	-1,066	-0,179	-0,236	-0,074	-0,648	-0,605	-1,500	-1,401	-3,719	-1,031
Şili	-1,345	-3,083	-3,660	-3,919	0,099	-0,898	-1,100	-0,580	-0,779	2,075	1,449	7,154	7,189	-3,439	-6,497
Tayland	-13,234	-14,351	-3,110	14,291	12,466	9,328	5,114	4,685	4,784	2,767	-7,642	2,174	14,049	-0,178	1,624
Türkiye	-5,406	-2,437	-2,638	2,152	-0,925	-9,920	3,760	-0,626	-7,515	-14,431	-22,136	-31,893	-37,684	-41,416	-6,646
Yunanistan	-1,199	-3,339	-3,148	-5,948	-8,618	-9,942	-9,480	-9,638	-12,738	-13,325	-18,367	-29,719	-44,218	-51,482	-43,847

Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu, (Çevrimiçi) www.spk.gov.tr, 4.8.2009.

değerlerinde yaşanabilecek bir olumsuzluğu ortadan kaldıracaktır.¹⁷⁸ Ülkemizde cari işlemler temelinde yaşanan gelişmeler, bu durumun pratikte yansımaları göstermektedir. Cari açık oranları ve değerleri küresel fonların öncü göstergeler listesinde ilk sıralarda yer almaktadır. Cari açığın büyüklüğü, özellikle yabancı fonların yatırımlarında tamam ya da devam kararı almalarında belirleyicidir. Yüksek riskli seviyelere tırmanan cari açık oranlarının yansımaları; yabancıların yatırım kararlarını ertelemeleri, ya da halihazırda yatırımları mevcutsa, döviz sıkıntısının sinyalleri hissedilmeden önce acilen ilgili yerel piyasa veya bu piyasa ile bağlantılı bölge piyasalarını terk etmeleridir.¹⁷⁹ Ülkelerin sahip oldukları ekonomik yapıların niteliklerini yansıtan özel durumlar, cari açığın hassas seviyeleri için rakamsal değerlerden ziyade matematiksel oranlarla ifade edilebilecek değerleri öne çıkarmıştır; bu oranlardan en çok kullanılanı, cari açık miktarı/GSMH ya da cari açık miktarı/GSYİH'dir. Geçmiş dönemlere ait makroekonomik göstergeler analiz edildiğinde, özellikle de gelişmekte olan piyasalarda, % 10'luk bir cari oranın yabancı fonlar için tehlike sinyali olarak algılandığı, bu sınır aşıldığında döviz krizine giden bir sürecin başladığı kanaatinin uyandığı tespit edilmiştir.¹⁸⁰ Ülkemiz ekonomik sistemindeki cari işlemler dengesi probleminin kaynağı olan cari işlemler açıklarının sebepleri; ekonomik genişleme, bütçe yetersizlikleri, revalüasyon, dış alım/dış satım orantısızlığı, sıcak para ve net dış varlıklardır.¹⁸¹ Şekil 3.3.'de, verimli olarak tanımlanmasına rağmen, özünde Türkiye ekonomisinin yapısal sorunlarından kaynaklanan olumsuzlukları barındıran ve cari açık başta olmak üzere pek çok problemin ortaya çıkışına sebebiyet veren iktisadi döngü resmedilmektedir.

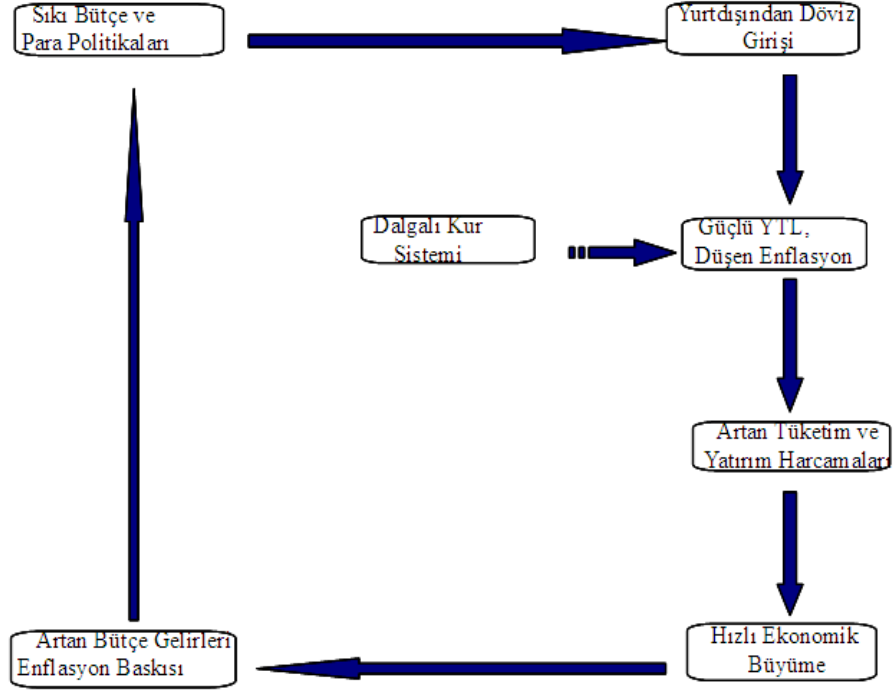
¹⁷⁸ Ibid., s. 108.

¹⁷⁹ Özel, Global Finansal Krizler, Op. cit., ss. 230-234.

¹⁸⁰ Özel, Türkiye'de Enflasyon, Devalüasyon ve Faiz, Op. cit., s. 109.

¹⁸¹ Çiğdem Börke Tunalı, "Türkiye Cari İşlemler Dengesi Sorunları", **İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı: 2007/2, İstanbul, İstanbul Üniversitesi Basım ve Yayınevi Müdürlüğü, 2007, ss. 152-156.

ŞEKİL 3.3.: EKONOMİDEKİ VERİMLİ DÖNGÜ

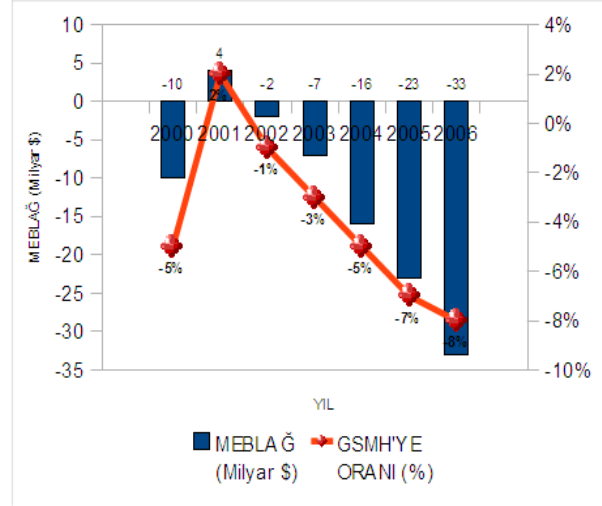


Kaynak: Saruhan Özel, *Global Dengesizliklerin Dengesi: Ne Kadar Sürdürülebilir?, Nasıl Sonuçlanabilir?*, İstanbul, Alfa Yayınları, 2008, s. 201.

Cari açık, Türkiye ekonomisinin kaygı ile izlenen en öncelikli sorunu olarak ön çıkmaktadır. Dış ticaret açığından beslenen cari açık sorunu, uluslararası sermaye hareketleri ve dış finansman yardımıyla çözülmeye çalışılmaktadır. Sadece ekonomik kriz dönemlerinde, ülkemize yönelen fonların şekillendirdiği net sermaye tutarı cari açık meblağından düşük gerçekleşmiştir; diğer tüm dönemlerde fazladır. Grafik 3.8.'de de görüldüğü gibi, 2001 yılına kadar % 2'ler dolayında gerçekleşen cari açık ya da fazla (cari denge/GSMH), yalnızca ilgili yılda krizin etkisiyle % 2.4 fazla gerçekleşmiş, 2001'den sonra ise keskin bir tırmanış trendine giren cari açık % 0.8 düzeyinden % 8.4'e çıkmıştır.¹⁸²

¹⁸² Bayraktar, Op. cit., s. 70.

GRAFİK 3.8.: CARİ İŞLEMLER DENGESİ



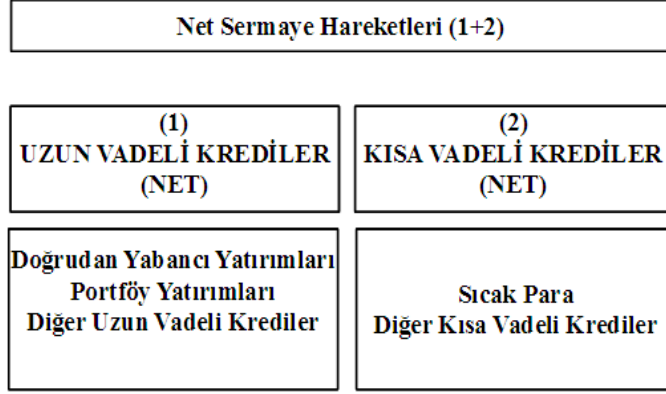
Kaynak: Saruhan Özel, *Global Dengesizliklerin Dengesi: Ne Kadar Sürdürülebilir?, Nasıl Sonuçlanabilir?*, Yayın No: 1872, İşletme-İktisat-Muhasebe: 72, İstanbul, Alfa Yayınları, Mart 2008, s. 205.

3.5.2. Dış Borç Stokundaki Yükseklik ve Özel Sektörün Dış Borçları

Sıcak parayı oluşturan bileşenler iki kaynaktan beslenir; birincisi, yabancı yerleşikler kökenli sıcak para, ikincisi, yurtiçi yerleşikler kökenli sıcak paradır. Yabancı yerleşikler kökenli sıcak para; yabancıların hisse senedi alım satımları, yabancıların DİBS alım satımları, eurobond alım satımları ve yabancı finans kurumlarının Türkiye'deki kısa vadeli tasarruflarından oluşmaktadır. Yurtiçi yerleşikler kökenli sıcak para ise; yerel finans kurumlarının yurtdışı menşeli firmalardan kısa vadeli plasmanları, finans sektörü dışında reel sektörün yurtdışı kaynaklı kısa vadeli borçları ve net hata noksanından oluşmaktadır.¹⁸³

¹⁸³ Ibid., s. 4.

ŞEKİL 3.4.: NET SERMAYE HAREKETLERİ



Kaynak: Saruhan Özel, Türkiye'de Enflasyon, Devalüasyon ve Faiz, İstanbul, Alkim Yayınevi, 2001, s. 107.

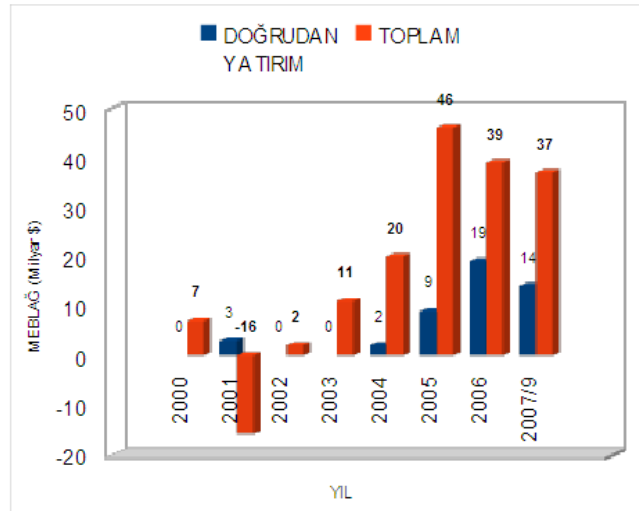
Şekil 3.4.'de bileşenleri belirtilen ve cari işlemlerden ayrı olarak çoğunlukla fiyatlandırma farklılıklarının sebep olduğu fon akımlarından etkilenen sermaye hareketleri hesabı, varlık nedenini cari işlemler kanalıyla meydana gelen açık ve fazlalardan almaktadır. Sıcak para olarak adlandırılan kısa vadeli uluslararası sermaye akımları, faiz oranı uyumsuzluklarından faydalanma maksadıyla hareket halinde olan yatırımlardır ve iki farklı yolla elde edilebilirler. Birincisi, dış borçlanma yoluyla; ikincisi de, faiz oranı ayarlamaları yoluyla yabancı yatırımcılara arbitraj imkanı sağlayarak. Sermaye hareketleri yalnızca devletten kaynaklanmaz; aksine, kamunun payı sermaye hareketlerinde giderek azalmaktadır, hatta, kamunun geleneksel dış borçlanma görevi bile yerini kademe kademe özel sektör borçlanmasına devretmektedir. Uluslararası finans sistemi özel sektör kurumlarından müteşekkil sayısız piyasa katılımcısından oluşmakta, bu katılımcılar dolaylı olarak dış borçlanma işlevini de yerine getirebilmektedirler. Ülkemiz özel sektör kurumları da bu trende uygun hareket etmektedirler.¹⁸⁴

Net Sermaye Hareketleri pozitif (+) ise, bu fazlalık, ya ulusal ekonomiye yatırım

¹⁸⁴ Emin Ertürk, **Küresel Ekonomide Makroekonomik Analize Giriş**, 2. bsk., Bursa, Aktüel Yayınları, Eylül 2004, ss. 285-290.

artışı hedefiyle kanalize edilir ya da yurtdışı piyasalarda kreditor vasfi ile yer alınarak ilgili miktar uluslararası sisteme aktarılır. Diğer olasılıkta, yani negatif (-) olması durumunda, ulusal finans sistemindeki yabancı para birikimlerinden faydalanılması veya dış borçlanma ve sıcak para girişine dönük politikaların yürürlüğe konması gerekecektir.¹⁸⁵

GRAFİK 3.9.: TÜRKİYE'YE YABANCI SERMAYE GİRİŞİ



Kaynak: Saruhan Özel, *Global Dengesizliklerin Dengesi: Ne Kadar Sürdürülebilir?, Nasıl Sonuçlanabilir?*, Yayın No: 1872, İşletme-İktisat-Muhasebe: 72, İstanbul, Alfa Yayınları, Mart 2008, s. 242.

Grafik 3.9.'de, ülkemizdeki yabancı sermaye yatırımları içinde doğrudan yatırımların oranı görülmektedir. Grafikte, 2003 sonrası dönemde, tüm dünyada olduğu gibi ülkemizde de yabancı sermaye girişinde artış gözlemlenmektedir. Ancak, artışın esas kaynağı doğrudan yatırımlar değil sıcak paradır; doğrudan yatırımlar da, özelleştirme ve blok satıştan kaynaklanan şirket satın alma ve ortaklık kurma faaliyetleridir. Yabancı yatırımcıların ülkemizdeki menkul kıymet alım satım işlemlerine ait detaylar ise Tablo 3.13.'de verilmektedir. Net alış ya da satış ve işlem hacmi değerleri incelendiğinde, küresel krizin sermaye piyasalarındaki yansımaları açıkça görülebilmektedir. 2008 Küresel Finans Krizi ile birlikte varlık fiyatlarındaki düzeltmelerin bir yansıması olarak tablodaki değerlerde gözlemlenen keskin

¹⁸⁵ Özel, Türkiye'de Enflasyon, Devalüasyon ve Faiz, Op. cit., s. 107.

TABLO 3.11.: YABANCI YATIRIMCILARIN MENKUL ALIM SATIMLARI

	Saklama Tutarı	Saklama Oranı (%)	Alış Tutarı	Satış Tutarı	Net Alış (Satış)	İşlem Hacmi
	Amount of Custody	Rate of Custody (%)	Amount of Purchase	Amount of Sale	Net Purchase (Sale)	Transaction Volume
2000	7404	40,9	15138	18272	-3134	33410
2001	5635	49,2	6324	5815	509	12139
2002	3450	43	6427	6442	-15	12870
2003	8690	51,5	9173	8163	1010	17336
2004	16,14	56,96	19397	17971	1426	37368
2005	33,78	66,34	42594	38508	4086	81102
2006	34897	65,3	44830	43687	1143	88517
2007	69887	72,4	74338	69804	4534	144142
2008	27297	67,46	69568	72555	-2987	142123
2007						
2007-01	37978	68,6	5842	3802	2040	9644
2007-02	39547	68,7	4877	4731	146	9608
2007-03	42575	69,4	4313	4094	219	8407
2007-04	45543	70,8	5139	4389	750	9528
2007-05	49953	70,9	6132	5665	467	11797
2007-06	49697	70,5	4668	4606	62	9274
2007-07	58282	71,4	9619	9184	435	18803
2007-08	53788	71,1	6133	6339	-206	12472
2007-09	64596	71,7	6101	5560	541	11661
2007-10	70061	72,1	9568	9136	432	18704
2007-11	66440	71,7	7350	7707	-357	15057
2007-12	69887	72,4	4596	4591	5	9187
2008						
2008-01	55483	71,89	8212	9135	-923	17347
2008-02	57453	71,77	7213	7063	150	14276
2008-03	44890	71,1	6535	6877	-342	13412
2008-04	50622	70,98	6155	6073	82	12228
2008-05	51831	70,2	6898	7085	-187	13983
2008-06	43664	69,84	5543	5426	117	10969
2008-07	57611	71,11	8432	7803	629	16235
2008-08	51549	68,83	4459	5731	-1272	10190
2008-09	45777	69,16	7207	7467	-260	14674
2008-10	27419	67,5	4151	4963	-812	9114
2008-11	25441	66,91	2817	3148	-331	5965
2008-12	27297	67,46	1946	1784	162	3730
2009						
2009-01	24686	67,27	2298	2433	-135	4731
2009-02	21886	63,53	1743	2197	-454	3940
2009-03	23884	62,93	2242	2265	-23	4507
2009-04	30803	63,24	3830	2871	959	6701
2009-05	35671	64,27	4391	4110	281	8501

Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu, (Çevrimiçi) www.spk.gov.tr, 4.8.2009.

düşüşler, ülkemiz sermaye piyasalarından çıkan sıcak paraya işaret etmektedir.

3.5.3. Finansal Sistemin Yeni Ekonomik Düzen ile Uyum

Dünya ekonomisinin gelişim dinamiklerini ve gelecekte izleyeceği rotayı öngörebilmek, ulusal ekonomileri şekillendirmedeki önceliklerin belirlenmesi aşamasında önem arz etmektedir. Küreselleşme çağı; sermaye akımlarının önündeki tüm engelleri kaldırmış, ticarete konu mallar ve hammadde alım satım işlemlerinin gerçekleştirilmesini teknolojinin kattığı ivme ile birlikte akıl almaz bir hıza ulaştırmış, bilgi teknolojileri alanında üstünlüğe sahip ulusların diğerlerine önderlik etmelerini sağlamıştır. Mevcut yapı, küresel düzeni sağlamak ve standartları oluşturmak amaçlı pekçok kurumun varlığına ihtiyaç duymaktadır. Yeni taleplere uygun yeni finansal ürünler geliştirilerek ürün yelpazesi genişletilmiş, bu enstrümanların uluslararası piyasaların etkin çalışmasındaki önemi kavrandığından fon sağlama yarışında uluslar yeni bir rekabet dönemine girmişlerdir; diğer taraftan, sofistike tekniklerden faydalanan yeni ürünler uluslararası finansal sistemdeki sorunları daha da derinleştirmişlerdir. Sistemin sağlıklı işleyebilmesi için küresel normların oluşturulması ulusal bazda ve uluslararası boyutta konsensus ile mümkün kılınabileceğinden, gerekli düzenlemelerin tamamlanmasına dönük çabaların başarısı uluslararası piyasalardan sermaye çekmede ekonomimize avantajlar sağlayacaktır.¹⁸⁶

Özellikle vurgulanılması gereken nokta, ülkemizin, aktif bir G-20 ülkesi olması bağlamında, küresel finans krizi süresince ekonomik gelişmelerin uluslararası finans sistemi üzerindeki olumsuz etkilerinin hafifletilmesi sürecine dahil edilmesidir. Bunun da ötesinde, küresel kriz sonrası kurulacak olan yeni dünya düzeninin inşasında yer alması, Türkiye'nin yeni düzene uyumuna katkı sağlayacaktır.¹⁸⁷

¹⁸⁶ Sermaye Piyasası Kurulu, Sermaye Piyasası Kurumsal Yönetim İlkeleri, 2. bs., Ankara, Şubat 2005, (Çevrimiçi) www.spk.gov.tr, 15.1.2007, s. 1-3.

¹⁸⁷ İbrahim H. Çanakçı, "Global Financial Crisis: Impact on the Prospects for the World Economy and Turkey", **International Economic Issues**, Year: 9, the Global Economic Crisis Special Edition, Ankara, Ministry of Foreign Affairs of the Republic of Turkey, March 2009, ss. 9-14.

3.6. TÜRKİYE FİNANS PİYASALARINDA 2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİNİN YANSIMALARI

Türkiye finans piyasalarında 2008 Küresel Finans Krizinin yansımaları konusuna ayrılan bu kısımda sırasıyla; 2008 Küresel Finans Krizinin Türkiye finans piyasaları üzerine etkileri ve 2008 Küresel Finans Krizi sonrasında Türkiye'de finans piyasalarına yönelik alınan tedbirler incelenecektir.

3.6.1. 2008 Küresel Finans Krizinin Türkiye Finans Piyasaları Üzerine Etkileri

Krizin Türkiye'deki yansımaları şu şekilde sıralanabilir:¹⁸⁸

- Türkiye'nin uluslararası finans sistemindeki yeri dolayısıyla, dolaylı olarak, üretim ve yatırım sektörlerinde krizden etkilenmesi kaçınılmazdır,
- en büyük sorun kredilerde yaşanabilir. Gerek kamu, gerek özel kesim yurtdışı borçlanmalarının hacmi azalmak durumunda kalabilir. Dolayısıyla, firmalar kaldıraç yoluyla büyüme hedeflerini revize etmek zorunda kalabilirler,
- küresel likiditede yaşanacak olan daralma uluslararası fonları da etkileyeceğinden, bu fonlardan yerel finans kurumlarına akıtılan sermaye ve yatırım tutarlarında azalma beklenmektedir; uluslararası fonların beslendiği kanal yaygın ve yüksek miktarda küresel likiditedir, ki bu sayede kolayca kaldıraç imkanından faydalanabilmektedirler,
- Türkiye'ye yapılan yatırımların mahiyeti incelendiğinde, yatırımcı tabanının yaygın olmaması ve gelişmiş finans teknikleri ile ürünlerinin kullanılamaması gibi sebeplerle, piyasalarımızda yatırımları bulunan uluslararası fonların adetinin ve toplam fon büyüklüğünün düşük olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Her ne kadar hacim düşük de olsa, sığ piyasalardan çıkacak döviz yatırımları makroekonomik göstergelerde olumsuzluklara yol açabilecektir,
- üretim sektörü büyüme tahminlerini tüm dünyada olduğu gibi düşürmek zorunda

¹⁸⁸ Terzi, Op. cit., ss. 160-163.

kalabilecektir,

- risk algılamasının değişmesi sonucu, özel yatırım harcamalarında ve tüketimde sıkıntılar yaşanabilecektir,

- kamu otoriteleri, krizin yol açtığı sıkıntıları ortadan kaldırmak için çeşitli politika önlemleri yürürlüğe koymuşlardır; piyasalara gerekli likidite sağlanmıştır, merkez bankasının döviz pozisyonunu güçlendirmek için Varlık Barışı Yasası çıkartılmıştır, hisse senetlerinde vergi uygulamaları yurtiçi yatırımcılar lehine yeniden düzenlenmiştir, mevduatlara getirilen garanti kapsamındaki değişikliklerin uygulanması amacıyla yetki devri sağlanmıştır, küçük ve orta boy işletmelerin borçlanma koşulları iyileştirilmiştir, vergi borçlarının yapılandırılması konusunda taksitlendirme uygulamasına gidilmiştir,

- Türkiye'de hedge fon uygulamalarına daha yeni yeni başlandığı için, dünyadaki örneklerinin aksine herhangi bir olumsuzlukla karşılaşılmamıştır,

- finansal sistemin kriz deneyimi, finansal zorluk ve sıkıntı dönemlerinin olumsuz etkilerinin çabuk atlatılmasını sağlamıştır. Hedge fon sektörü, uluslararası sistemdeki benzerlerinin kriz sürecindeki deneyimlerinden yararlanmayı ihmal etmeyerek, kendisini en zor koşullara hazırlıklı olarak inşa etme amacındadır.

3.6.2. 2008 Küresel Finans Krizi Sonrasında Türkiye'de Finans Piyasalarına Yönelik Alınan Tedbirler

Ülkemiz iktisadi sisteminin özellikle vurgulanması gereken ve de 2008 Küresel Finans Krizi sonrasında sıklıkla telaffuz edilen yapısal sorunlarından en önemlileri; cari açık problemi, özel sektörün dış borçları, ekonomik genişleme hızında azalış, istihdam ve yabancı özel fon akımlarında azalmadır.¹⁸⁹

2008 senesinde, uluslararası likiditedeki azalma sonrası faizlerde yükselişe neden olan dalgalanma hariç tutulursa, Türkiye ekonomisi kriz dönemlerine dair bilgi

¹⁸⁹ Eğilmez, Op. cit., ss. 136-143.

birikimi ve tecrübesi yardımıyla küresel krizden derece sınırlı zarar görmüştür. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın uluslararası finans sistemindeki diğer merkez bankaları gibi likidite darlığını aşacak önlemleri devreye sokması (faiz oranı ayarlamaları, döviz repo piyasasında aracılık, bankaların zorunlu karşılık oranlarında düzenlemeler vb.) ile birlikte ilk aşama tedbirler uygulanmaya başlamıştır. Merkez Bankası da küresel finansın diğer karar alıcılarının ortak kanısıyla paralel biçimde, küresel risklerin öngörülebilmesi hedefiyle, acilen bir ön ikaz mekanizması kurulması yoluyla risk yönetiminin yaygınlaştırılmasını savunmaktadır.¹⁹⁰

Krizlerin bulaşıcılığını önlemek maksadıyla; katı kurallar koyma, güçlendirilmiş denetim sağlama ve yaygınlaştırılmış risk yönetimi uygulama gibi önlemler önem arz etmektedir; ayrıca, şu gerçeğin sistem katılımcılarınca kabul görmesi finansal düzenin devamı için şarttır: Küresel sistem ulusal kurallar ve ulusal denetimle yönetilemez.¹⁹¹

3.7. KÜRESELLEŞMENİN VE ULUSLARARASI FİNANSAL SİSTEMDE HEDGE FONLARIN GELECEĞİ

Makroekonomik konjonktür ve siyasi uygulamalar sebebiyle sürekli hareket halinde olan piyasalara ait ürünler ve araçlar üzerine yapılan yukarıdan aşağıya analizler sonucunda, varlık fiyatlarının olan ve olması gereken değerlerinin neden olduğu anomaliden hareketle, oluşan marj temelinde, beklenti ve önsezi yönlendirmesiyle uygulamaya konulan kavram ve pratiklerin tümü küresel makro bahsine aittir.¹⁹²

Küresel makro yapan finans şirketlerini farklı kılan özellikler, onlara yeni düzenlemelere ve piyasa değişikliklerine hızla uyum gösterme yeteneği

¹⁹⁰ Durmuş Yılmaz, "Recent Developments in the International Financial Markets and the Turkish Economy", **International Economic Issues**, Year: 9, the Global Economic Crisis Special Edition, Ankara, Ministry of Foreign Affairs of the Republic of Turkey, March 2009, ss. 17-22.

¹⁹¹ Eğilmez, Op. cit., ss. 117-127.

¹⁹² C. Coşkun Küçüközmen, "Serbest Yatırım Fonları (Hedge Funds)", Uluslararası Ekonomik Sorunlar Dergisi, Sayı:27, Kasım 2007, (Çevrimiçi) www.mfa.gov.tr, 10.4.2008, ss. 1-8.

sağlamaktadır. Piyasalar geçmişte sadece birkaç büyük hedge fonun hakimiyetinde idi; bugün ise daha geniş bir hacme ulaşan sektör, birbirleriyle benzer getiri arayışındaki çok sayıdaki fondan oluşmaktadır. Böyle bir yapı içinde, sıradan bir hedge fona ayrıcalık katacak herhangi bir özellik fonun getiri şansını arttırmaktadır. Bilinçli bir yatırımcı tabanının olması hedge fonlar için artı bir değerdir. Bazı firmalar asimetrik opsiyonların kullanımı ile kendi ayrıcalıklı yerlerini pekiştirmektedirler. Bu stratejinin kullanımı, yüksek volatilitede alınan doğru pozisyonlarda yüksek kazanç imkanı sağlarken, yanlış pozisyonların alınması durumunda yatırımın tasfiyesinde kolaylıklar sağlamaktadır.¹⁹³

Küresel makro hedge fonların evriminde; içinde bulunduğumuz aşamada, fonlar adet olarak artarken, getiri oranlarında daha makul değerler telaffuz edilmektedir. Geçmiştekinden daha düşük oranlarda, fakat sabit getiriler, günümüz hedge fon yatırımcısının tercihini oluşturmaktadır. Getiri oranlarının düşüşündeki temel sebep, arbitraj yöntemi uygulayan fonların sayıca artması, fakat bu talebi karşılayacak oranda arzın, yani karlı arbitraj fırsatlarının çok nadir ortaya çıkmasıdır. Öte yandan küresel makro, ister oynaklığın, ister istikrarın geçerli olduğu piyasalarda olsun, her iki durumda da akıllı stratejiler ve doğru pozisyonlar yardımıyla yüksek getiri imkanı sunmaktadır; bu açıdan küresel makro, yönsel stratejiler ve arbitraj stratejilerine kıyasla değişik piyasa yapılanmalarına kolayca intibak sağlayabilmektedir. Bazı yerel piyasa gerçekleri, hedge fonlar ile ilgili genel yargıların dışında, değişik bir çerçeveye çizmektedir. ABD sabit getirili finansal ürünler piyasalarında, merkez bankasına ait finansal varlık kalemlerinin artışı, hedge fonların toplam büyüklüklerinin çok üzerindedir. Bu çıkarım bize, hedge fonların oranının artmaktan ziyade azalmakta olduğunu göstermektedir. Bu bağlamda, hedge fonlardaki değişimin küresel bazda döviz kurları ve faiz oranları üzerinde etkileri olacaktır.¹⁹⁴

İçinde bulunduğumuz kaotik ekonomik konjonktür; Çin, Hindistan ile petrol ve

¹⁹³ Drobny, Op. cit., ss. 112-113.

¹⁹⁴ Ibid., ss. 315-316, 336-337.

hammadde tedarikçisi ulusların iktisadi üstünlüğü, emtia fiyatlarındaki sert iniş çıkışlar, sınırlı da olsa dalgalı döviz kuru rejiminden kaynaklanan sıkıntılar, dolara endeksli şekillendirilen uluslararası ekonomik ve finansal sistemin yapısında barındırdığı olumsuzluklar ile giderek güçlenen gelişmekte olan ülkelerdeki rezerv para dolara yönelik muhalefet dikkate alınmadan açıklanamaz.¹⁹⁵

FED uygulamaları sonucu küresel volatilitenin azaldığı ve küresel makro hedge fonların getiri oranlarında gerileme yaşandığı bir gerçektir. Bir diğer gerçek de, bu uygulamalar ve küresel bazda merkez bankalarının uzmanlaşması sonucu yeni bir kavram olarak ortaya çıkan küresel iş döngüsüdür; bu döngü, küresel bakış açısıyla varlık kalemleri arasındaki korelasyonu arttırmıştır.¹⁹⁶ Benzer finansal eğilimlerin gelecekte de artan bir ivmeyle devam edeceği öngörüsü, eski FED Başkanlarından Alan Greenspan tarafından hazırlanan 2030'a yönelik bir projeksiyonda ortaya konmuştur.¹⁹⁷

Küresel makro kavramına ait unsurlardaki değişimler; ürünlerin değişimi, araçların değişimi, uzmanlığın artması, fon sayısının artması, fonların yaygınlaşması, döviz uzmanlığı, görelî değer uzmanlığı, tahvil uzmanlığı veya opsiyon uzmanlığı gibi duruma özel uzmanlık alanlarının gelişimi ve küresel makro alanda çalışan kişi sayısının artışı şeklinde özetlenebilir. Küresel makro piyasalardan tahvilde piyasalar arası korelasyon artmaktadır ve bu da küresel makrocular için getiri fırsatlarından birinin daha ortadan kalkması demektir. Korelasyonun kaynağı da, konjonktürel olarak senkronize büyüme dönemleri ve senkronize olmayan büyüme dönemleri kavramları ile açıklanmaya çalışılmaktadır. Senkronizasyon, küresel finans piyasalarının benzer gelişim trendlerini izlemesi olarak ifade edilmektedir. Aralarında korelasyon bulunmayan ülke piyasalarına ait tahvillerle makro portföyler

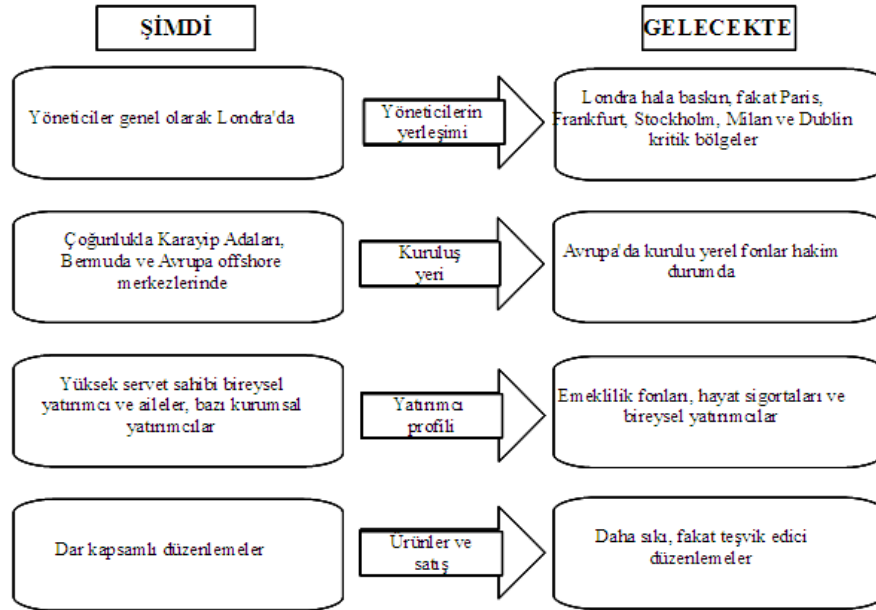
¹⁹⁵ George Soros, **Finansal Piyasalar İçin Yeni Paradigma: Kredi Krizi ve Anlamı**, Çeviren: Coşkun Üçüncü, İstanbul, İnkılap Kitabevi, 2009, s. 100.

¹⁹⁶ Drobny, Op. cit., s. 352.

¹⁹⁷ Alan Greenspan, **Türbülans Çağı: Yeni Bir Dünya Serüveni**, Çeviren: Nilgün Miler, İstanbul, Boyner Yayınları, Mayıs 2008, ss. 472-513.

çeşitlendirilerek, büyük çaplı zararlara karşı koruma sağlanma hedeflenmektedir.¹⁹⁸ Kendilerinden en çok söz ettiren uluslararası finans piyasaları katılımcıları olan hedge fonların hayli yüksek bir oranı, özellikle de 2008 Küresel Finans Krizi sonrası yaşanan gelişmelere paralel yokoluş sürecine girmiştir. Değişime ayak uydurabilenler, tek stratejili fon yapılanmalarından çoklu yatırım stratejilerine uygun organizasyon yapılarına geçerek adaptasyon sürecini sorunsuz atlatan, hacimce büyük fonlardır; bu fonların yeni dönemin prototipleri olacağı tahmin edilmektedir. Dolayısıyla, finansal sistemde mevcut hedge fon sayısında azalmayla birlikte, yoğun hedge fon evlilikleri yaşanacağı ihtimal dahilindedir.¹⁹⁹ Uluslararası sisteme dair beklentilere paralel, Avrupa hedge fon piyasası ile ilgili öngörüler Şekil 3.5.'te özetlenmektedir.

ŞEKİL 3.5.: AVRUPA HEDGE FON PİYASASINDAKİ TRENDLER



Kaynak: Tuba Ertugay Yıldız, "Hedge Fonların İşleyişi", Yeterlik Etüdü, Sermaye Piyasası Kurulu, İstanbul, Haziran 2004, (Çevrimiçi) www.spk.gov.tr; 4.8.2009, s. 44.

Hedge fonları, özellikle de küresel makro hedge fonları gelecekte bekleyen en büyük

¹⁹⁸ Drobny, Op. cit., ss. 146, 171-172.

¹⁹⁹ Akbulak, Serbest Yatırım Fonları ve Birincil Aracılık Hizmetleri, Loc. cit.

tehlikeyi bir örnekle ifade etmek gerekirse, aşamalar halinde detaylandırılan muhtemel senaryonun aşağıda açıklandığı biçimde gelişmesi olasıdır.²⁰⁰

- uzun vadede faizlerin artacağını düşünen bir hedge fon, bunun tam aksini savunan büyük bankalarla türev işlemleri gerçekleştirmektedir,
- eğer fonun öngörüsü geçersiz çıkarsa, bankalar bu durumdan oldukça kar edeceklerdir. Faizlerdeki düşüş öyle noktalara ulaşır ki; hedge fonun bu pozisyonu taşıması imkansızlaşır,
- eğer hedge fonun aşırı yüklü pozisyonları varsa, fonun ilgili taraflara aynı anda ödeme yapması olanaksız hale gelir ve hedge fon iflas eder. Bu durumda büyük bankaların maruz kalacakları zararın boyutu yüksektir,
- banka ortaklarının, hissedarlarının ve yatırımcılarının güvenli yatırım alanları arayışına başlamalarıyla birlikte sürü psikolojisi finans piyasalarına hakim olmaya başlayacaktır,
- yatırımcı kaybı, büyük bankaların hisse senedi fiyatlarında da keskin düşümlere yol açacaktır. Bu bankalar finansal piyasalarda işlem yapamamanın ötesinde, ihtiyaç duydukları sermaye desteğini de bulamazlar ve finansal kurum olarak sorumluluklarının gereğini yerine getirme yetilerini kaybederler,
- hızla yayılacak olan bu yapıda bir likidite krizinin çözümü, başta FED olmak üzere, dünyanın önemli merkez bankalarının sisteme sermaye enjekte etmeleri, ilgili kurumlara düşük faizli kredi açmalarıdır,
- ancak, sorunlu finansal kurumların sayısı tahmin edilenin çok üzerine çıkarsa, krizler değişik türde ve sayıda farklı biçimlerde kendini gösterirse, bu durumda uluslararası sisteme sağlanacak likiditenin sorunun çözümü için yeterli olabileceği muammadır.

Hedge fonların ve küresel makro hedge fonların sayıca artış hızları göz önüne alındığında, denetim ve düzenleme noksanlıklarından kaynaklanan erken uyarı sistemi eksikliğinin gelecekte nasıl bir finansal yıkıma zemin hazırlayabileceği

²⁰⁰ Daniel Altman, **Küresel Ekonomide 24 Saat**, Optimist Yayın No: 129, Çeviren: Fezal Gülfidan, İstanbul, Optimist Yayınları, Ocak 2008, ss. 155-157.

dikkatlerden kaçmamalıdır.²⁰¹

Geçmişte ulus devletlerin yaşadıkları dönüşüme benzer bir süreçle, uluslararası nakliye ve iletişim giderlerindeki düşüş paralelinde, fiziki sermaye, finansal sermaye ve hizmetlerin serbest dolaşımı ekseninde, yakın bir gelecekte işgücü hareketliliğini de içine alacak şekilde, küreselleşme hız kazanacaktır. Küresel dönüşüm, ulusal ekonomilerin evrimine liderlik eden devletlerin işlevlerini yerine getirecek, küreselleşmenin evrimine önderlik edecek ve tüm insanlığa yol gösterecek uluslararası bir otoriteye sahip değildir. **Küresel devletsiz, küresel yönetim** olarak tanımlanan mevcut düzen, Dünya Bankası, IMF, vb. uluslararası kuruluşlar ile ulusal kurumların şekillendirdiği ve geleceğe yönelik strateji hedeflerinde hiçbir biçimde toplumların temsil hakkı bulunmayan bir yapılanmadır. Uluslararası finansal sistemin reformu, piyasalara dönük bir dizi köklü yasal düzenleme, karar alma süreçlerine uluslararası katılım ile sağlanacak etkinlik ve pragmatizm yoğunluklu uygulamalarla sistemlere işlerlik ve hız kazandırma metoduyla gerçekleştirilebilir. Gelişmekte olan piyasalardaki gelişim ve büyüme trendlerinin küresel bazda yaygınlaşması asıl amaç olmalıdır. Dünya ekonomisindeki dengesizlikler beraberinde uluslararası sisteme büyük bir yük yüklemektedirler. Bu bağlamda, küreselleşmenin de yeniden tanımlanması ve bu temelde fikirsel bazda yeniden inşası gerekmektedir. Ancak bu şartlarla, küresel ekonomi ulusal ekonomilerin üretim ve finans sektörlerindeki atılımlarının ivmesi ile daha etkin ve daha etkili bir yapıya kavuşurken; ulusal hükümetler de uluslararası işbirliği ile elde edilen ekonomik değeri ve kazanımları daha eşitlikçi, daha demokratik ve daha modern bir gelecek kurmak için kullanabilirler.²⁰²

²⁰¹ Ibid., s. 158.

²⁰² Joseph E. Stiglitz, **Küreselleşme: Büyük Hayal Kırıklığı**, Çeviren: Arzu Taşçıoğlu, Deniz Vural, 3. bs., İstanbul, Plan B, Kasım 2004, s. 42.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE SERMAYE PİYASALARINDA HEDGE FONLAR

4.1. TÜRKİYE SERMAYE PİYASALARINDA HEDGE FONLAR: SERBEST YATIRIM FONLARI

Türkiye sermaye piyasalarında hedge fonlar: Serbest yatırım fonları adlı kısımda; ilk olarak Türkiye finans piyasalarında hedge fonlar, daha sonra Türkiye'de serbest yatırım fonlarının kuruluşu, son olarak da Türkiye'de serbest yatırım fonları ile yabancı hedge fonlar arasındaki farklar konusu incelenecektir.

4.1.1. Türkiye Finans Piyasalarında Hedge Fonlar

Hedge fonlar olgusu Türkiye'de 2000 yılı sonrası ekonomik gelişmelerin de etkisiyle George Soros'un çeşitli Türk firmalarıyla yaptığı yatırımlarla ortaya çıkmıştır. Hedge fon tanımına uygun ilk yapılanma ise 2008 senesinde Türkiye finans piyasalarına dahil olmuştur. Türkiye'de hedge fonlar, isimlendirmede **Serbest Yatırım Fonu** tanımlamasında mutabık kalınarak, yatırım fonlarının yeni bir türü olarak finansal ürünler arasında yerini almıştır. Yapılanmanın hukuki altyapısı Sermaye Piyasası Kurulu tebliğleri ile düzenlenmektedir.²⁰³

Hedge fonlar da dahil olmak üzere, sermaye piyasalarının geneline yönelik ürün geliştirme faaliyetleri ve mevzuat düzenlemeleri ile ilgili detaylar SPK tarafından

²⁰³ Nuray Terzi, **Hedge Fonlar: Küresel Finans Piyasalarının Gizemli Oyuncuları**, Yayın No: 2102, İşletme-Ekonomi Dizisi: 312, İstanbul, Beta Yayıncılık, Mart 2009, s. 127.

kamuya açıklanmaktadır. SPK'nın hedge fonlar konusunu da kapsayan ilk açıklamalarında, Türkiye'de vadeli işlemler piyasasının sermaye piyasalarının gelişimine paralel olarak faaliyetlerini genişletmekte ve uygulama alanlarını yaygınlaştırmakta olduğu belirtilmiştir. Türev piyasalara yönelik yasal düzenlemelerin uygulamaya konması sonrası yapısal ürünlerin, sermaye piyasası kurumlarınca sürdürülen çalışmaların tamamlanmasının akabinde, yerli ve yabancı yatırımcıların portföylerine dahil edilebileceği ifade edilmiştir. Bunlara ilave olarak; özel sektör tahvilleri, hedge fonlar ve fon sepetleri olarak adlandırılan finansal enstrümanlardan da yakın bir gelecekte yatırımcıların faydalanabileceği vurgulanmıştır. Uluslararası sermaye piyasaları normlarına uygun, karmaşık finans tekniklerine dayalı bu ürünlerin, uluslararası fonların sermaye piyasalarımızda olan yatırımlarını yoğunlaştırmalarına yardımcı olacağı ifade edilmiştir. SPK'nın, garantili ve korumalı yatırım fonlarının ülkemiz sermaye piyasalarında işlerlik kazanmasına yönelik olarak yatırım fonları konusunda yapılması zorunlu mevzuat değişiklikleri ile ilgili ön çalışması 2006 yılı sonunda kamuya açıklanmıştır. Bu ön hazırlık raporuna ilave olarak, hedge fonların piyasalarımızda işlem görmesine dair bir öneri raporu da bulunmaktadır.²⁰⁴

Bu taslakta, hedge fonların **nitelikli yatırımcı** olarak tanımlanan yatırımcı grubunca portföylere dahil edilebileceği ve bu fonların **yüksek riskli yatırım fonları** kategorisinde olduğu belirtilmektedir. Bu çalışma raporları neticesinde, yatırım fonları mevzuatı güncelleştirilecek ve yatırımcı alternatif finansal enstrümanlara yatırım yapma şansı bulabilecektir.²⁰⁵

4.1.2. Türkiye'de Serbest Yatırım Fonlarının Kuruluşu

Sermaye Piyasası Kurulu Kanunu Bölüm-I Genel Hükümler Kısmı Madde 37'de

²⁰⁴ **T.C. Resmi Gazete**, 22.9.2006, Sayı : 26297, (Çevrimiçi) www.resmi-gazete.org, 26.1.2010.

²⁰⁵ C. Coşkun Küçüközmen, "Serbest Yatırım Fonları (Hedge Funds)", Uluslararası Ekonomik Sorunlar Dergisi, Sayı:27, Kasım 2007, (Çevrimiçi) www.mfa.gov.tr, 10.4.2008, ss. 1-8.

yatırım fonlarının tanımı yapıldıktan sonra; Madde 38'de yatırım fonlarının genel çerçevesi çizilmiş, yatırım fonu oluşturmak için gerekli yasal zorunluluklar sıralanmıştır. Fon çeşitlerinin detaylandırıldığı mevzuat düzenlemesinde - Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği, Seri: VII, No:10 Sayılı Ana Tebliğ – ilgili fon türleri arasında serbest yatırım fonlarının – Seri: VII, No: 30, Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ - tanımı ise şu şekilde yapılmıştır: “Katılma payları sadece nitelikli yatırımcılara satılmak üzere kurulmuş olan fonlar Serbest Yatırım Fonları (Hedge Funds) olarak adlandırılır.”²⁰⁶

Finans kurumu sıfatını 1949'da kazanan hedge fonlar, uluslararası finans tarihinin gündeminde 1990'larda yer almaya başlamışlardır. İlk zamanlar, yüksek standartları ve yatırımcı profili ile dikkat çeken hedge fonlar, zaman içinde hacim olarak inanılmaz boyutlara ulaşmışlardır.²⁰⁷ 22.09.2006 tarihi, Türkiye'de hedge fonlar için milat sayılmaktadır. Hedge fon yapılanmalarının bir an önce işlerlik kazanması amacıyla mevzuat değişiklikleri ve yasal düzenlemeler gerçekleştirilmiş; ancak, bu fonların serbest yatırım fonu adı altında finans piyasalarında faaliyet göstermesi 2008 sonuna kadar ertelenmiştir.²⁰⁸

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2008 senesinde kuruluş izni verdiği hedge fon sayısı ikidir; birincisi 30 milyon TL sermayeli İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Arbitraj Serbest Yatırım Fonu, ikincisi 500 milyon TL sermayeli Türkiye Garanti Bankası A.Ş. Serbest Fonu'dur.²⁰⁹

2010 Ocak'ı itibariyle Takasbank A. Ş. kayıtlarına göre, Türkiye sermaye piyasalarında işlem gören serbest yatırım fonları fon adı, borsa kodu ve ISIN kodu

²⁰⁶ Sermaye Piyasası Kurulu, Sermaye Piyasası Kurulu Mevzuatı, (Çevrimiçi) www.spk.gov.tr, 4.8.2009.

²⁰⁷ Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği, KYD Aylık Bülten, Kasım 2003, (Çevrimiçi) www.kyd.org.tr, 26.1.2009.

²⁰⁸ T.C. Resmi Gazete, Loc. cit.

²⁰⁹ Sermaye Piyasası Kurulu, Haftalık Bülten, 2008/13 (24.03.2008-28.03.2008), (Çevrimiçi) www.spk.gov.tr, 4.8.2009.

bazında sırasıyla; İş Yatırım Menkul Değerler A. Ş. Arbitraj Serbest Yatırım Fonu IAS TRYISMD00068, T. Garanti Bankası A. Ş. İstanbul Serbest Fonu GAS TRYGRAN00100, Oyak Yatırım A. Ş. Trend Takibi Serbest Yatırım Fonu OYT TRYOYMD00023 ve Yapı Kredi Bankası A. Ş. İstanbul Serbest Yatırım Fonu YKS TRYYKKBK00060'dır.²¹⁰ Sermaye piyasalarımızda yakında işlem görmeye başlayacak bir diğer serbest yatırım fonu da Oyak Yatırım A. Ş. Piyasa Nötr Serbest Yatırım Fonu'dur.²¹¹

4.1.3. Türkiye'de Serbest Yatırım Fonları ile Yabancı Hedge Fonlar Arasındaki Farklar

Türkiye'de hedge fon uygulamaları, uluslararası piyasalardaki uygulamalardan farklılık gösterebilecektir. Temel değişiklikler konusundaki beklentiler şu cümlelerle özetlenebilir:²¹²

- yurtdışında hedge fon kavramı offshore merkezlerle özdeşleşirken, Türkiye'de kurulacak benzer fonlar SPK'da kayıtlı olmak zorundadır,
- SPK tüm aşamaları düzenleyecek ve gelişmeleri yakından takip edecektir. Yatırımcılara gerekli detaylar sunulacak ve güven esaslı bir ortam oluşturulacaktır,
- fiyat ilan zorunluluğu ayda bir kereye mahsustur,
- yatırımcı tabanı yurtdışı uygulama ile benzer yatırımcı profiline endekslenir; yatırımcı ile fon arasındaki ilişkiler detaylı olarak belirlenmiştir.

Türkiye sermaye piyasalarında yeni ürünler beraberinde yeni sorunlar da getirmektedir. Uygun küresel konjonktürünün oluşması beklenmeden, uluslararası uygulamalar ve sonuçları araştırılmadan, ayrıca ulusal ekonomiye etkileri tam olarak analiz edilmeden finansal sisteme dahil edilen yeni ürünler büyük sorunlara yol açabilmektedirler.

²¹⁰ Takasbank A. Ş., Yatırım Fonları Listesi, (Çevrimiçi) www.takasbank.com.tr, 26.1.2010.

²¹¹ TSPAKB, (Çevrimiçi) www.tspakb.org.tr, 26.1.2010.

²¹² Sermaye Piyasası Kurulu, Tebliğler, "Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ", Seri: VII, No: 29, (Çevrimiçi) www.spk.gov.tr, 4.8.2009.

4.2. SERBEST YATIRIM FONLARI SEKTÖRÜNDE YASAL DÜZENLEMELER

Serbest yatırım fonları sektöründe yasal düzenlemeler adlı kısımda sırasıyla; serbest yatırım fonu düzenlemelerinin amaçları, Türkiye'de hedge fonlara ilişkin hukuksal düzenlemeler ve Türkiye'de hedge fonların risk yönetim sistemine ilişkin düzenlemeler konuları incelenecektir.

4.2.1. Serbest Yatırım Fonu Düzenlemelerinin Amaçları

Serbest yatırım fonu sektörüne dönük yasal düzenlemelerin kökeninde yatan gerekçeler şunlardır:²¹³

- Türkiye Avrupa Birliği ile entegrasyona giderken, pekçok sektörde olduğu gibi finans sektöründe de yoğun düzenlemeler gerekmektedir. Özellikle yatırım fonları kapsamında yapılacak değişikliklerin, ülkemizin uluslararası finansal sistemde varlığını sürdürülebilmesi için gerekliliği ve zorunluluğu,
- sermaye piyasalarını yaygınlaştırma ve derinleştirme amaçlı ürün geliştirme çabalarının yoğunlaştırılması,
- piyasaların derinliğini sağlayan türev ürünlerin uygulama alanı bulması,
- yeni ürünlerle yapılacak işlemlerin ortaya çıkaracağı belirsizliklere karşı güncel risk yönetimi araç ve yapılarının oluşturulması, amaca uygun ve verimli kullanılması.

4.2.2. Türkiye'de Hedge Fonlara İlişkin Hukuksal Düzenlemeler

Yatırım fonu kavramı, genel anlamda ülkemizde şu şekilde tanımlanabilir: Kaynağı yatırımcılar olan ve fon havuzlarında biriktirilen tutarın, ilgili kuruluşça portföy yönetimi mantığıyla değişik ürünlerde değerlendirilerek işletilmesi ile elde edilen kazancın, yatırımcı ve pay miktarı bazında yatırımcıya getiri sağlamasını amaçlayan

²¹³ Taliye Yeşilürdü, "Türk Sermaye Piyasalarında Serbest Yatırım Fonları", Sermaye Piyasası Kurulu, 28.3.2008, Koç Üniversitesi Sunumu, (Çevrimiçi) www.ku.edu.tr, 26.1.2010.

birimlerdir. Sermaye Piyasası Kurulu yatırım fonları ile ilgili hukuki düzenlemelerden sorumludur. Hedge fonların, yatırım fonları grubuna girmesi dolayısıyla, teşkili ve uygulaması SPK tebliğlerince detaylandırılmaktadır.²¹⁴

Serbest yatırım fonlarının katılma paylarının kayda alınma başvurusu aşamasında, Seri: VII, No: 10 Sayılı Tebliğ ve Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının Risk Yönetimi Sistemlerine İlişkin 28/09/2007 tarih ve 35/1012 sayılı Kurul İlke Kararı çerçevesinde hazırlanması gereken bilgi ve belgeler SPK mevzuatında düzenlenmiştir. Fon içtüzüğünde fona ait tüm ayrıntıların belirtilmesi yasal bir zorunluluktur. Yatırım fonu inşa edebilecek kurumlar; bankalar, aracı kurumlar, sigorta şirketleri ile emekli ve yardım sandıklarıdır. Fon, SPK tarafından kayıt altına alınması şartıyla, fonu teşkil edence saptanacak ve gerekli yetki belgelerine sahip kuruluşlarca yönlendirileceklerdir. Serbest yatırım fonlarının mutlak getiri arayışında faydalanabilecekleri finansal ürünler; borsada işlem görmeleri kaydıyla, yerli ve yabancı hisse senetleri, kamu ya da özel sektörün sabit getirili borçlanma araçları ve altın, diğer değerli madenler ile bu emtialar üzerine düzenlenmiş kıymetli kağıtlar olacaktır. Pay sahiplerinin haklarını koruma yönündeki düzenlemelerin en yoğun olduğu sektörlerden biri de yatırım fonları sektörüdür. Bu düzenlemelerin başlıcaları şunlardır:²¹⁵

- fona dahil edilen finansal ürünler, rayiç değer üzerinden hesaplanan tutardan daha yüksek olamaz. Aynı biçimde, portföy kapsamından çıkartılan hiçbir ürün ilgili değerden düşük olamaz,
- borsaya kote ürünlere ait işlemlerin borsa bünyesinde gerçekleştirilmesi gerekmektedir,
- % 10'luk üst limit, fonun toplam piyasa tutarından başka bir kuruluşun menkul kıymetlerine yatırım yapma sınırıdır,
- açığa satış ve kaldıraçlı işlemler yasaktır. Fona ait varlıkların rehnedilemeyeceği ve

²¹⁴ Terzi, Op. cit., ss. 135-147.

²¹⁵ Sermaye Piyasası Kurulu, Sermaye Piyasası Kurulu Mevzuatı, “Serbest Yatırım Fonlarının Katılma Paylarının Kayda Alınma Başvurusu Aşamasında Hazırlanması Gereken Bilgi ve Belgeler” (Çevrimiçi) www.spk.gov.tr, 4.8.2009.

bir başkasına devredilemeyeceği yasayla ifade edilmiştir.

Resmi tanımlaması ile: “Katılma payları sadece nitelikli yatırımcılara satılmak üzere kurulmuş olan fonlar, Serbest Yatırım Fonları'dır.” 22.09.2006 tarihinde SPK'nın Seri: VII, No: 10 Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'ne ek yapılarak resmi uygulaması yürürlüğe giren hedge fonlar; tebliğin 5'inci maddesine yapılan ek ile ifade edilir olmuş, taslak tebliğde kullanılan **yüksek riskli yatırım fonları** terimi kaldırılmıştır. Tebliğ kapsamında yer alan nitelikli yatırımcı tanımlamasının unsurları ise şunlardır:²¹⁶

- yerli ve yabancı yatırım fonları
- emeklilik fonları
- yatırım ortaklıkları
- aracı kurumlar
- bankalar
- sigorta şirketleri
- portföy yönetim şirketleri
- ipotek finansmanı kuruluşları
- emekli ve yardım sandıkları
- vakıflar
- 506 sayılı Sosyal Sigortalar Kanunu'nun geçici 20'nci maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar
- kamuya yararlı dernekler ve nitelikleri itibariyle bu kurumlara benzer olduğu SPK'ca tanımlanacak diğer yatırımcılar
- fon katılma paylarının halka arzından geçerli olmak üzere; minimum 1 milyon TL meblağlı yerli ve yabancı para ve sermaye piyasası ürününe sahip, gerçek ve tüzel kişiler.

Bu genel tanımlamanın dışında ifade edilen şu hükümler de serbest yatırım fonlarına yöneliktir:²¹⁷

- lisanslamayla ilgili düzenlemeler,
- iş deneyimi ile ilgili olanlar,
- risk yönetim sistemi ve iç kontrol sistemi tasarlanmasına ait yükümlülükler,

²¹⁶ Sermaye Piyasası Kurulu, Tebliğler, “Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ”, Loc. cit.

²¹⁷ Yeşilürdü, Türk Sermaye Piyasalarında Serbest Yatırım Fonları, Loc. cit.

- içtüzük detaylarını şekillendiren kurumun SPK olduğu,
- pay sahibini bilgilendirme amaçlı izahnamede yer alması zorunlu bilgilerin SPK tarafından belirleneceği,
- ilan ve reklam vermeye yönelik kısıtlamalar,
- borsada alım satıma dair engellemeler,
- yatırımcıdan gerekli evrakların sağlanması ve korunmasına dair maddeler,
- portföy inşasındaki özgürlükler,
- yatırım yöntemleri ve işlem tutarlarındaki hareket serbestisi,
- raporlama ve kamuya açıklama yapma standartlarında serbesti.

Sonuçta, üç temel özellik serbest yatırım fonlarının genel çerçevesini belirlemektedir; bunlardan birincisi, içtüzük dahilinde yöntem ve ürün kullanımında serbesti, ikincisi, yatırımcı profili ve üçüncüsü risk yönetim sistemi kurma yükümlülüğüdür. Dünyada offshore yatırım üslerinin ayrıcalıklarından faydalanan, denetim ve düzenlemelerden bağımsız hareket eden hedge fonlar, ülkemizde SPK'ya kayıtlı ve düzenlemelerine sıkı sıkıya bağlı kalmak zorundadırlar.²¹⁸

4.2.3. Türkiye'de Hedge Fonların Risk Yönetim Sistemine İlişkin Düzenlemeler

Günümüz uluslararası finans sisteminde risklerin, piyasaların dalgalanma boyutunun ve oynaklıkların artması, volatiliteye uygun getiri sağlayabilecek yeni finansal mühendislik ürünlerinin ortaya çıkışına neden olmuştur. Piyasaların yapısı dikkate alındığında, erken uyarı sistemi oluşturulmasını sağlayacak olan risk yönetimi uygulamaları, hedge fon kuruluşlarına rekabet avantajı sağlayacaktır. Kaldıraçlı işlemlerin yoğun kullanıldığı, likidite bolluğunun risk iştahını kabarttığı ve modern teknoloji ile donanmış borsaların hüküm sürdüğü piyasalarda, risk algılanmasında değişiklik ve likidite darlığı olasılıkları göz önünde bulundurularak oluşturulacak

²¹⁸ NTV-MSNBC, "Hedge Fon Nedir?", 12.3.2007, İstanbul, (Çevrimiçi) www.ntvmsnbc.com, 26.1.2010.

kurumiçi birimler ve sistemler, hedge fonların yarattığı ve maruz kaldığı olumsuz gelişmelerden kurumlarını koruma amaçlıdır. 2007 yılının Eylül ayında, SPK düzenlemeleri ile yatırım fonlarına yönelik risk yönetimi sistemlerini detaylandıran karar uygulamaya konmuştur. Hedge fonlar için önemli bir sorun kaynağı teşkil eden türev ürünlerin kullanımından kaynaklanan risklerle ilgili raporlama ve denetim standartlarının belirlenmesi yasal yükümlülüktür. Sermaye Piyasası Kurulu'nun serbest yatırım fonlarında risk yönetimi uygulamalarına dair düzenlemelerinde şu esaslara yer verilmektedir: Risk yönetim sistemi, serbest yatırım fonunun; türev araçlarla uygulanan yöntemine, türev araçların özelliklerine ve bu araçların taşıdığı riskin boyutuna göre tasarlanmalı ve fonun iç kontrol sistemi ile uyumlu olmalıdır. Risk yönetim sistemi, esasen, fonun temsil ettiği riskin niteliklerine uyan risk yönetim tekniklerinin uygulanması yoluyla; fonun karşı karşıya kalabileceği tehlikelerin belli periyodlarla belirlenmesi, hesaplanması ve kontrol altında tutulmasını kapsamaktadır. Bu sistemin tasarlanmasında Tablo 4.1.'in önerdiği yapı yol gösterici olabilecektir.²¹⁹

²¹⁹ Sermaye Piyasası Kurulu, İlke Kararları, 2007/40, 35/1012, “Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının Risk Yönetim Sistemlerine İlişkin İlkeler Duyurusu” (Çevrimiçi) www.spk.gov.tr, 4.8.2009.

TABLO 4.1.: RİSK YÖNETİM SİSTEMİ OLUŞTURULMASINDA UYGULANACAK İLKELER

FON STRATEJİSİNİN KOMPLEKSİĞİ	TÜREV ARAÇ KULLANIM AMACI ÖRNEK	KULLANILAN ARAÇLAR ÖRNEK	BELİRLENEBİLECEK RİSK YÖNETİM SÜRECİ
Düşük Seviyede	Kur riskinden korunma amacı.	Döviz dayalı future sözleşmeleri.	Pozisyon riskinin azaltılması yönündeki stratejinin uygulanırılığının sürekli olarak izlenmesi.
Orta Seviyede	Anaparanın korunması ve piyasa getirisine bağlı belirli bir getiri taahhüdü	Ters Repo + OTC opsiyon sözleşmeleri	Portföyün vadesine uygun bir dönem için yapılacak tarihsel simülasyonlar ve senaryo analizleri
Yüksek Seviyede	Spekülatif yatırım amaçlı, yüksek getiri	Borsada işlem gören opsiyonlar, OTC opsiyonlar (Ör. Egzotik opsiyonlar) future sözleşmeleri	Riske Maruz Değer (RMD) tabanlı bir risk ölçüm modeli ve stres testleri

Kaynak: Nuray Terzi, **Hedge Fonlar: Küresel Finans Piyasalarının Gizemli Oyuncuları**, Yayın No: 2102, İşletme-Ekonomi Dizisi: 312, İstanbul, Beta Yayıncılık, Mart 2009, s. 144.

4.3. TÜRKİYE SERMAYE PİYASALARINDA SERBEST YATIRIM FONLARI SEKTÖRÜ VE SEKTÖRÜN GELECEĞİ

Türkiye sermaye piyasalarında serbest yatırım fonları sektörü ve sektörün geleceği adlı kısımda; Türkiye'de serbest yatırım fonları sektöründe faaliyet gösteren şirketler ve serbest yatırım fonları sektörünün geleceği konuları incelenecektir.

4.3.1. Türkiye'de Serbest Yatırım Fonları Sektöründe Faaliyet Gösteren Şirketler

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından kayıt altına alınan ilk hedge fon, Ağustos 2008'de İş Yatırım Menkul Değerler A. Ş. tarafından kurulmuş olan Arbitraj Serbest Yatırım Fonu'dur. Hedge fon oluşumu aşamasını başarıyla tamamlamış diğer

kurumlar ise; Garanti Bankası A. Ş. ve Oyak Yatırım Menkul Değerler A. Ş.'dir.²²⁰ Belirtilen kurumlarınkinden kısa bir süre sonra işlem görmeye başlayan bir diğer serbest yatırım fonu Yapı Kredi Bankası A. Ş.'ye ait olan fondur.²²¹ Minimum fon işlem tutarı 100 bin TL olan 30 milyon TL sermayeli İş Yatırım Arbitraj Serbest Yatırım Fonu 12 Kasım 2009 tarihinde yatırımcılara sunulmuştur. İş Yatırım'ca teşkil edilen fon her hafta çarşamba günü fiyat açıklayacaktır. İlgili kurumca sunulan fonun yatırımcı kitlesi yüksek profilli müşterilerdir.²²²

Yüksek profilli yatırımcı tabanının terminolojideki karşılığı nitelikli yatırımcı kavramıdır. Kavram ifadesini: “Üstlendikleri risklerin farkında olan, bunları ölçebilme, yönetebilme konusunda bilgi sahibi olan varlıklı gerçek ya da tüzel kişilerdir.” tanımlaması ile bulmaktadır.²²³ İş Yatırım tarafından nitelikli yatırımcı olarak tanımlanan bu tür içine giren yatırımcı grupları:²²⁴

- yerli ve yabancı fonlar,
- emeklilik fonları,
- yatırım ortaklıkları,
- aracı kurumlar,
- bankalar,
- sigorta şirketleri,
- portföy yönetim şirketleri,
- ipotek finansman kuruluşları,
- emeklilik ve yardım sandıkları,
- vakıflar ve benzeri kuruluşlar,
- İş Yatırım'ca piyasalara sunulan hedge fonun halka arzı itibarıyla, para ve sermaye piyasaları yatırımları minimum 1 milyon TL olan yatırımcılardır.

İş Yatırım Menkul Değerler A. Ş., serbest yatırım fonlarını sermaye piyasalarında kayda değer bir gelişmenin göstergesi olan yeni bir ürün olarak takdim etmiştir. Bu fon belli bir stratejiye odaklanmak yerine, geçerliliği olan tüm yöntemlere eşit mesafede olacaktır; esas faaliyet alanı olan kısmi arbitraj ya da tam arbitraj

²²⁰ Terzi, Op. cit., ss. 132-135.

²²¹ Takasbank A. Ş., Yatırım Fonları Listesi, Loc. cit.

²²² Terzi, Loc. cit.

²²³ Küçüközmen, Loc. cit.

²²⁴ Terzi, Loc. cit.

işlemlerini imkan dahilinde uygulama hedefindedir. Ülkemiz şartlarını da düşünerek, bu yeni ürün için risk algılaması düşük işlemlerde yoğunlaşmak mantıklı bir davranış olacaktır. Ancak bu, ekonomik şartların mümkün kılabileceği diğer karlı yatırım alternatiflerinin göz ardı edileceği anlamına gelmemektedir. Göreceli değer işlemleri uygulamada birinci öncelikli olurken, piyasa yönlü yöntemlerden kaynaklanan işlemler en az yoğunlaşılacaklardır.²²⁵

Garanti Bankası'nın sahibi olduğu ve Garanti Portföy Yönetimi'nce yönetilecek serbest yatırım fonunda ise, Türkiye'de kurulacak 500 milyon TL tutarındaki fon; 1:3 kaldıraç oranı ile işlem yapacak, piyasa yönlü stratejiler uygulayacak ve çoğunlukla Türkiye'de yatırım yapacaktır.²²⁶

4.3.2. Serbest Yatırım Fonları Sektörünün Geleceği

Ülkemizde hedge fon uygulamalarının geleceği ile ilgili kuşklar bulunmaktadır. Bunun temelinde yatan gerçekler şu şekilde sıralanabilir:²²⁷

- içinde bulunduğumuz ekonomik ortam, 2008 Küresel Finans Krizi süreci ve diğer ülke deneyimlerinde yaşanmış olan sorunlar,
- ülkemizde uygulaması gelişmemiş olan açığa satış olgusu,
- sermaye piyasaların derin ve likit olması gerekliliği,
- hedge fonların risk algılaması ve kredili işlemlerin hacmi,
- finansal krizlere yol açabilen hedge fon başarısızlıklarının yakından izlenerek, düzenlemelerin güncelleştirilmesi,
- vergi düzenlemelerinin uluslararası sistem ile uyumu,
- hedge fonların kamuya tanıtımında yetersizlikler,
- sermaye piyasalarında gerekli teknik ve bilgi altyapısının geliştirilmesi sorunu,
- yatırımcı bilincinin düzeyi,
- hedge fon yatırımcı profilinin ve standartlarının yerli yatırımcı için yüksek olması,

²²⁵ İş Yatırım Menkul Değerler A. Ş., (Çevrimiçi) www.isyatirim.com.tr, 4.8.2009.

²²⁶ Garanti Portföy Yönetimi A. Ş., (Çevrimiçi) www.gpy.com.tr, 4.8.2009.

²²⁷ Terzi, Op. cit., ss. 148-152.

- offshore finans merkezlerinin sunduğu avantajların bulunmaması,
- hedge fon konusunda uzman finansçı eksikliği ve bilgisayar altyapısı yetersizliği,
- hukuki kısıtların gereğinden fazla abartılmış olması,
- hedge fon sektöründe faaliyet gösterecek finans uzmanlarından beklenen yüksek standartlar,
- finansal sistem katılımcıları bazındaki riskler: Yatırım ve yönetici riski, piyasa riski, likidite riski, kredi ve karşı taraf riski ile operasyonel risk,
- sektördeki performans primleri ve ücretler.

Bir diğer etken olarak vade kavramı öne çıkmaktadır. Ülkemiz finans sistemi yapısal sorunları sebebiyle son derece kısa fonlama vadelerine sahiptir. Bu sorun, çok uzun vadeli yatırım stratejilerini uygulamaya koymayı imkansızlaştırmaktadır; ki, uzun vadeli yaklaşımlarla strateji belirlemek ve yatırımları yönlendirmek hedge fonların temel nitelikleri arasındadır.²²⁸

Türkiye'de faaliyete geçecek serbest yatırım fonlarının yoğunlaşacakları yatırım stratejileri; kısa ve uzun vadede olmak üzere ikiye ayrılabilir. Kısa vadede, uzun ya da kısa hisse alım satım, hedge fonların fonu, yönetilen vadeli işlemler, gelişmekte olan piyasalar, çoklu stratejili fonlar ve nötr hisse piyasaları; uzun vadede ise uzun ya da kısa hisse alım satım, çok stratejili fonlar, nötr hisse piyasası, sabit getirili arbitraj, yönetilen vadeli işlemler ve hedge fonların fonu stratejilerinin ön planda olması beklenmektedir.²²⁹

²²⁸ NTV-MSNBC, Hedge Fon Nedir?, Loc. cit.

²²⁹ Terzi, Loc. cit.

SONUÇ

Küresel makro hedge fonlar tanımı; uluslararası ekonomideki gelişimin yönünü işaret eden çeşitli göstergelerdeki (ABD doları, küresel hisse senetleri, küresel faiz oranları, küresel büyüme oranları, jeopolitik sorunlar, enerji piyasalarındaki oynaklıklar, ve daha pek çok makroekonomik gösterge) değişimlerden, hedge fon yöneticilerinin getiri sağlama fırsatı elde edebildiğini ifade etmektedir.

Terminolojide kendilerine atfedilen tanımlamanın oldukça ötesine geçen hedge fonlar; kimilerine göre finansal parazitler, kimilerine göre de uluslararası finans sisteminin resmi olmayan düzenleyici kurumları ve uluslararası finansal düzeni dengede tutan gizli kahramanlardır.

Nuray Terzi'nin de hedge fonlar konusundaki kitabında belirttiği gibi; hedge fonlarla ilgili sürdürülen çeşitli dönemlere ve konulara ait bilimsel araştırmalar farklı sonuçlara ulaştıklarından, hedge fonlarının küresel finans sistemi üzerine etkileri konusunda bir genelleme yapmak zordur. Hedge fon sektörü üzerine araştırmalarını yoğunlaştıran bilim insanlarının çalışmalarından önemli olanlarına vurgu yapmak konuyu teorik temelde inceleme açısından anlamlı olacaktır. Fung ve Hsieh tarihsel kriz dönemlerini araştırmalarına temel almışlar ve hedge fonların etkilerini incelemeye çalışmışlardır. Tarihsel dönem olarak; 1987, 1992, 1993, 1994-95 ve 1997 Krizi üzerine yoğunlaşmışlardır. Hedge fonlara yönelik hiçbir veri net ve gerçekçi rakamları içermediğinden, genel bir fikir vermesi dışında, çalışmanın bilimselliği sorgulanabilir. Bu gerçeklerin ışığında sürdürülen bir araştırmada, önceki dönemlerle benzer sonuçlara ulaşılmıştır. Hedge fonlar, ERM Krizi'nde ve 1993'teki tahvil piyasası dalgalanmasında aktif rol oynamışlardır; ancak, 1987 Meksika ve Asya Krizlerinde gelişmelerin küresel boyut kazanmasındaki etkileri ihmal edilebilecek düzeydedir. Uygulanan alım satım stratejisinin volatilitiyi arttırdığı ve 1993'te bu durumun sermaye piyasaların tümünü etkilediği tespit edilmiştir. İddia edilenin aksine, temel analiz ortaya çıkardığı piyasa göstergeleri hedge fonlar tarafından değiştirilememekte ve fiyat oluşumlarındaki etkileri minimum düzeyde kalmaktadır. Hedge fonlar konusunda Eichengreen ve Mathieson tarafından yürütülen çalışmada ise ERM Krizi dışında hiçbir finansal krizde hedge fonların bariz bir etkisi görülmemiştir. Bir diğer çalışma Brown'ın araştırmasıdır; Asya Krizini kur dalgalanmaları ile ilişkilendirerek, krizin oluşumunda hedge fonların temel bir olumsuzluk kaynağı olarak nitelenemeyeceğini ifade etmiştir. Haigh ise, emtia piyasaları ve mal futures'larına yönelik önceki dönemlerde yapılan araştırmalarla benzer bulgulara rastlamıştır. Hedge fonlar pozisyonlarını uzun süre muhafaza ederek, emtia piyasalarındaki dalgalanmaların boyutunu düşürücü etki

yapmışlardır, piyasalarla korelasyonları negatiftir ve enerji piyasasındaki oynaklığa hedge fonların etkisi bulunmamaktadır. Son olarak, Garbaravicious – Direrck'in araştırmasına atıfta bulunmak faydalı olacaktır. Araştırma sonuçlarına göre hedge fonlar piyasaları olumlu etkilemektedir. Temel alınan verinin kaynağı gelişmiş ülke piyasaları olduğundan, ilgili piyasaların olumlu özellikleri iyimser sonuçlara ulaşmada etkindir; ancak, kalkınmakta olan ülkelerin gelişen finans piyasalarında işlem yapan çoğu yüksek hacimli hedge fonlar, sığ ve etkin olmayan piyasaları istediği gibi yönlendirebilmektedir. Gelişmiş piyasalarda piyasa etkinliğindeki bozulmalar çok kısa vadeli olmaktadır. Hedge fonların likiditeye katkıları gelişmiş ülkelerde memnuniyet verici düzeyde iken, gelişmekte olan piyasalarda değişkenlik göstermektedir. Durağan dönemlerde hedge fonlar likidite ile piyasalara yön verebilmekte iken, oynaklık yaşanıldığı dönemlerde piyasaların içinde bulunduğu zor durumu giderek güçleştirebilmektedirler. Çünkü, yüksek oranda borçlanarak pozisyon alan bu fonlar, herhangi bir finansal sıkıntılı dönemde zararı minimumda tutabilmek için piyasayı terkeden öncü gruplar içinde yer almaktadırlar.

Küresel makro hedge fonların, esas olarak da küresel finans sisteminin geleceğini tayin edecek gelişmelerin; reel para fonları olarak adlandırılan fonlar, ulusal varlık fonları, doların gelecekteki değeri ve küresel tek para birimi (dünya parası) kavramlarının ekseninde şekilleneceği öngörülmektedir.

Reel para fonları, finansal araçlar yardımıyla uzun pozisyonlara dönük işlemleri ile bilinirler, kısa pozisyonlar almamaktadırlar. Bu yatırım stratejisi, yalnızca uzun denilen geleneksel varlık yönetim biçimidir. Bu tip fonların türleri; şirket emeklilik fonları, üniversite vakıf fonları, yatırım fonları ve kamu emeklilik fonları başlıkları altında toplanabilir. Kaldıraç uygulaması hedge fonlarla özdeşleşmiş iken, bu uygulama reel para fonlarında görülmemektedir. Konuyla ilgili veriler analiz edildiğinde, hedge fonlar ile reel para fonlarının getirilerinin dağılımı değişiktir ve ilişkisizdir; böylesi bir tablo portföy çeşitlendirmesi kapsamında arzu edilen bir sonuç olmaktadır. Uzun vadede optimal performans hedefleyenler için reel para fonu stratejileri en uygun olanıdır. Reel para fonları ile hedge fonların ayrıştıkları noktalar şunlardır; risk yönetimi, kredi kullanımı ve varlık seçimi.

Üniversite vakıf fonları varlık yönetim şirketleri yapılanmaları, ülkemiz finansal ve hukuki sisteminin gerçekleri dikkate alındığında, mevcut engeller sebebiyle uygulama güçlükleri barındırmaktadır. Ülkemiz ekonomik altyapısına maksimum faydayı sağlayacak organizasyon önerileri, gelecekte uygulama alanı bulabilecek bu alanda bilimsel araştırmalara kaynaklık edebilecektir.

Küresel fonlarda güncel bir diğer trend ulusal varlık fonları (UVF)'dir. Sevinç Akbulak konuyla ilgili araştırmasında, IMF gruplandırmasını temel alarak ulusal varlık fonlarını kuruluş hedeflerine göre şu başlıklar altında toplamıştır; istikrar fonları (stabilization funds), gelecek kuşaklar için tasarruf fonları (saving funds), rezerv yatırım şirketleri (reserve investment corporations), kalkınma fonları (development funds) ve emeklilik rezerv fonları (pension reserve funds). UVF'lerin finansal sistemdeki varlıklarının kökeni 1970'li yıllara uzanır. O dönemdeki varlıklarını petrol fiyatlarındaki artışa borçludurlar.

Nisan 2008 tarihi esas alındığında, ulusal varlık fonlarının küresel bazda görünümü, belki de, küresel fonların gelecekte izleyeceği rotanın göstergesi olabilir. 37 ülkeye yayılmış 53 adet irili ufaklı UVF mevcuttur. Bu fonların denetimindeki portföy 5.2 trilyon ABD doları büyüklüğündedir. Bunun 2.3 trilyonluk bölümü sosyal güvenlik primlerinin fon havuzlarında yönetilmesi maksatıyla kurulan emeklilik fonlarındadır; 2.9 trilyon ABD dolarlık bölümü, yükselen petrol fiyatlarının etkisiyle petrol öncelikli doğal kaynak ve emtia gelirleri, uluslararası yabancı para tasarrufları ve ihracata dönük kalkınma hedefinin olumlu sonuçlarından yani cari işlemler fazlalarından meydana gelen sermaye birikiminden oluşmaktadır. Petrol: Norveç, Kuveyt, Rusya, Katar vb. ülkelerin; bakır, elmas, fosfat vb. doğal kaynakların ticaretinden elde edilen kazançlar: Şili, Botswana, Kiribati vb. ülkelerin; sosyal güvenlik primleri: Fransa, Avustralya, Yeni Zelanda vb. ülkelerin; özelleştirme gelirleri, ulusal tasarruf stratejileri, ihracat kökenli cari işlemler fazlaları ve yabancı para bazlı sermaye birikimleri: Singapur, Kore, Çin vb. ülkelerin ulusal varlık fonlarının kaynağını meydana getirmektedir. Toplam fon tutarının 1.7 trilyon ABD doları UVF kurucusunun kendi sınırları içinde değerlendirilmekte, 3.5 trilyon ABD doları civarı büyüklük ise küresel bazda sayısız ülkeye portföy yönetimi mantığıyla dağıtılmaktadır. 2000 yılı sonrası kurulan UVF sayısı 28'dir. Birleşik Arap Emirlikleri'nin 7 UVF'si 817 milyar ABD dolarına ulaşan portföy büyüklüğü ile toplam içinde % 15'lik bir paya sahipken; ilk 10 UVF'nin toplam içindeki payı % 58.4'tür.

UVF'lerin hemen hemen tamamının kamuyu aydınlatmadaki yetersizlikleri uluslararası yatırımcıları tedirgin eden en temel sorundur. Küresel sistemi sarsan ABD merkezli Sub-Prime Mortgage Krizi sonrası, petro-dolarlar yoğunluklu, UVF'lerin sahip olduğu likidite kaynakları, ABD'ye ve AB ülkelerinde faaliyet gösteren finans kurumlarına yönlendirilmiştir.

Ulusal varlık fonları konusuna Türkiye ekonomisi ekseninde yaklaştığımızda, öncelikler sıralaması ulusal politikalar temelinde hassaslaşacaktır. Konuyla ilgili yorumların şekillendirilmesinden önce, küresel bazda yayılmış bu fonlarla ilgili tüm akademik değerlendirmelerin ve pratik örneklerin izlenmesi, yatırımların hedefi olan ülkelerdeki ulusal stratejik planların yeniden düzenlenmesi hususundaki çalışmaların detaylı analizi faydalı olacaktır.

Küresel makro hedge fonların gelişim yönünü belirleyebilecek diğer etkenler; doların izleyeceği trend ve küresel tek para birimi kavramı tartışmalarının ulaşacağı boyuttur. Bu etkenlere yön verecek unsurlar şu şekilde sıralanabilir; senyoraj gelirleri, ABD'nin cari açık sorunu, ABD devlet tahvillerinin getiri oranları, altın fiyatları, euro/dolar paritesi, ulusal varlık fonları, Asya para birimleri, Çin para birimi, elektronik ödeme sistemlerinin yaygınlaşması ve bu alandaki teknolojik gelişmeler.

Bugünün bilinmezlerle dolu küresel finans piyasaları, özellikle 2008 Küresel Finans Krizi sonrasında, statikocu finansal organizasyonların ve küresel piyasa düzenleyicilerinin vizyonlarının ötesinde hızla dönüşmektedir. Bunun sonucunda;

politik, jeo-stratejik ve toplumsal istikrarsızlıklar, küresel makro hedge fonların gelecekte izleyeceği rotanın, ama özellikle de küresel dengesizliklerin nasıl bir yeni dünya düzenine yol açacağını belirleyicisi olacaktır.

KAYNAKÇA

- Akbulak, Sevinç: “BRICs Ülkeleri (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin) ile Güney Kore Ekonomilerine ve Sermaye Piyasalarına İlişkin Temel Göstergeler ve Kısa Değerlendirmeler”, Araştırma Raporu, SA-1, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu, Ocak 2008, (Çevrimiçi) www.spk.gov.tr, 4.8.2009, s. 14.
- Akbulak, Sevinç: “Serbest Yatırım Fonları ve Birincil Aracılık Hizmetleri”, Araştırma Raporu, SA-3, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu, Nisan 2008, (Çevrimiçi) www.spk.gov.tr, 4.8.2009, ss. 25-27.
- Akbulak, Sevinç: “Ulusal Varlık Fonları (Sovereign Wealth Funds): Gelişmeler ve Düzenleme Çalışmaları”, Araştırma Raporu, SA-4, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu, Mayıs 2008, (Çevrimiçi) www.spk.gov.tr, 4.8.2009, ss. 3-9.
- Akgüç, Öztin: **Finansal Yönetim**, 6. Baskı, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Muhasebe Enstitüsü Yayın No: 63, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Muhasebe Enstitüsü Eğitim ve Araştırma Vakfı Yayın No: 15, İstanbul, Avcıol Basım-Yayın, Kasım, 1994.
- Alkin, Kerem: **Genel Ekonomi ve Mali Sistem**, Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey, Türev Araçlar, Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Derecelendirme Uzmanlığı Lisansı Eğitimi Notları, İstanbul, TSPAKB, Temmuz 2007, (Çevrimiçi) www.tspakb.org.tr, 1.8.2007, s. 5.
- Altay, Erdinç: “Portföy Yönetiminde Karar Alma Aracı Olarak Teknik Analizin Kullanımı”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, İstanbul, 1997, ss. 141-142, 169-170.
- Altman, Daniel: **Küresel Ekonomide 24 Saat**, Optimist Yayın No: 129, Çeviren: Fezal Gülfidan, İstanbul, Optimist Yayınları, Ocak 2008.

- Aslan, Nurdan: **Uluslararası Özel Sermaye Akımları: Portföy Yatırımları ve Sıcak Para Hareketleri**, 2. bsk., Yayın No: 88, Eğitim Dizisi: 15, İstanbul, Türkmen Kitabevi, 1997.
- Bayraktar, Mustafa Uğur: "1984-2006 Yılları Arasında Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri", Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, İstanbul, 2008, ss. 4, 70.
- Biggs, Barton: **Hedge Cambazları: Yatırım Dünyasından Altın Deneyimler**, Çeviren: Neşenur Domaniç, İstanbul, Scala Yayıncılık, Ocak 2008.
- Bradford, Jr., Colin I., Johannes F.: "The G20 Summit-Its Significance for World and for Turkey", **International Economic Issues**, Year: 9, the Global Economic Crisis Special Edition, Ankara, Ministry of Foreign Affairs of the Republic of Turkey, March 2009, ss. 56-68.
- BusinessWeek Türkiye**, Sayı: 17, 27 Nisan-3 Mayıs 2008, s. 63; Sayı: 19, 11-17 Mayıs 2008, s. 62; Sayı: 19, 11-17 Mayıs 2008, s. 8.
- Chambers, Nurgül: "Hedge Fonlar", (Çevrimiçi) www.bilgeyatirimci.com, 15.12.2008, ss. 1-8.
- Chambers, Nurgül: "Hedge Fon Krallığı Sarsılıyor", (Çevrimiçi) www.bilgeyatirimci.com, 15.12.2008, ss. 1-7.
- Chambers, Nurgül: "Yapılandırılmış Finansal Ürünler (Structured Financial Products)", (Çevrimiçi) www.bilgeyatirimci.com, 12.1.2009, s. 1.
- Çanakçı, İbrahim H.: "Global Financial Crisis: Impact on the Prospects for the World Economy and Turkey", **International Economic Issues**, Year: 9, the Global Economic Crisis Special Edition, Ankara, Ministry of Foreign Affairs of the Republic of Turkey, March 2009, ss. 9-14.
- Drobny, Steven: **Para Palas: Küresel Piyasaların En Başarılı Hedge Fon Yöneticileri**, Çeviren: Neşenur Domaniç, İstanbul, Scala Yayıncılık, Ocak 2009.

- Eğilmez, Mahfi: **Küresel Finans Krizi: Piyasa Sisteminin Eleştirisi**, 5. bs., İstanbul, Remzi Kitabevi, Mart 2009.
- El-Erian, Mohamed A.: **Piyasalar Çarpışınca: Küresel Ekonomik Değişim Çağı İçin Yatırım Stratejileri**, Çeviren: Şehnaz Tahir Gürçağlar, İstanbul, Scala Yayıncılık, Ocak 2009.
- Ertürk, Emin: **Küresel Ekonomide Makroekonomik Analize Giriş**, 2. bsk., Bursa, Aktüel Yayınları, Eylül 2004.
- Friedman, Thomas L.: **Lexus ve Zeytin Ağacı: Küreselleşmenin Geleceği**, Çeviren: Elif Özsayar, 3. bsk., İstanbul, Boyner Yayınları, Haziran 2003.
- Garanti Portföy Yönetimi A. Ş., (Çevrimiçi) www.gpy.com.tr, 4.8.2009.
- Global Derivatives, “Overview of Hedge Fund Strategies”, (Çevrimiçi) www.global-derivatives.com, 29.9.2009, ss. 1-5.
- Greenspan, Alan: **Türbülans Çağı: Yeni Bir Dünya Serüveni**, Çeviren: Nilgün Miler, İstanbul, Boyner Yayınları, Mayıs 2008.
- Gürman, Tevfik: **Dünyada ve Türkiye'de Yatırım Fonları: Teori ve Uygulama**, Ankara, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, 1996.
- İMKB, Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Klavuzu, **Finansal Yönetim**, yayına hazırlayan: Serhat Yanık, Kerem Şenel, Ahmet Köse, Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisansı Eğitimi Notları, İstanbul, TSPAKB, Ekim 2007, (Çevrimiçi) www.tspakb.org.tr, 1.11.2007.
- İnfomag: Aylık İş ve Ekon. D.**, İş Yatırım Menkul Değerler A. Ş., Sayı: 2008/4, Yıl: 8, Nisan 2008, ss. 42-44. (Çevrimiçi) www.isyatirim.com.tr, 4.8.2009.
- Kepek, Yakup, Nurhan Yentürk: **Türkiye Ekonomisi**, 11. bs., Büyük Fikir Kitapları Dizisi: 99, İstanbul, Remzi Kitabevi, Kasım 2000.

- Konuralp, Gürel: **Sermaye Piyasaları: Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi**, Yayın No: 920, Dizi No: 76, İstanbul, Alfa Yayınları, Nisan 2001.
- Kurumsal Yatırımcı Yön. Der., **KYD Aylık Bülten**, Kasım 2003, (Çevrimiçi) www.kyd.org.tr, 26.1.2009, ss. 1-6.
- Küçüközmen, C. Coşkun: "Serbest Yatırım Fonları (Hedge Funds)", **Uluslararası Ekonomik Sorunlar Dergisi**, Sayı:27, Kasım 2007, (Çevrimiçi) www.mfa.gov.tr, 4.8.2009, ss. 1-8.
- NTV-MSNBC: "Hedge Fon Nedir?", 12.3.2007, İstanbul, (Çevrimiçi) www.ntvmsnbc.com, 26.1.2010.
- Özdemir, Muharrem: **Finansal Yönetim**, 2. bsk., Eğitim Dizisi: 35-142, İstanbul, Türkmen Kitabevi, 1999.
- Özel, Saruhan: **Global Dengesizliklerin Dengesi: Ne Kadar Sürdürülebilir?, Nasıl Sonuçlanabilir?**, Yayın No: 1872, İşletme-İktisat-Muhasebe: 72, İstanbul, Alfa Yayınları, Mart 2008.
- Özel, Saruhan: **Global Finansal Krizler**, DenizKültür Yayınları No: 13, İstanbul, DenizKültür, Temmuz 2005.
- Özel, Saruhan: **Türkiye'de Enflasyon, Devalüasyon ve Faiz**, İstanbul, Alkim Yayınevi, 2001.
- Özütürk, Bülent: "Türk Yatırım Fonu Sektörünün Rekabet Yapısı", Araştırma Raporu, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu, Mart 2005, (Çevrimiçi) www.spk.gov.tr, 4.8.2009, s. 3.
- Özütürk, Bülent: "Yatırım Fonlarının Tarihsel Gelişimi", Araştırma Raporu, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu, Mayıs 2002, (Çevrimiçi) www.spk.gov.tr, 4.8.2009, ss. 7-18.
- Parasız, İlker: **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, 7. bsk., Bursa, Ezgi Kitabevi Yayınları, Ocak 2000.
- Sermaye Piyasası Kurulu, Haftalık Bülten, 2008/13 (24.03.2008-28.03.2008), (Çevrimiçi) www.spk.gov.tr, 4.8.2009.

- Sermaye Piyasası Kurulu, İlke Kararları, 2007/40, 35/1012, “Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının Risk Yönetim Sistemlerine İlişkin İlkeler Duyurusu” (Çevrimiçi) www.spk.gov.tr, 4.8.2009.
- Sermaye Piyasası Kurulu, Sermaye Piyasası Kurulu Mevzuatı, “Serbest Yatırım Fonlarının Katılma Paylarının Kayda Alınma Başvurusu Aşamasında Hazırlanması Gereken Bilgi ve Belgeler” (Çevrimiçi) www.spk.gov.tr, 4.8.2009.
- Sermaye Piyasası Kurulu, Sermaye Piyasası Kurulu Mevzuatı, (Çevrimiçi) www.spk.gov.tr, 4.8.2009.
- Sermaye Piyasası Kurulu, Sermaye Piyasası Kurumsal Yönetim İlkeleri, (Çevrimiçi) www.spk.gov.tr, 15.1.2007, s. 1-3.
- Sermaye Piyasası Kurulu, Tebliğler, “Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ”, Seri: VII, No: 29, (Çevrimiçi) www.spk.gov.tr, 4.8.2009.
- Seyidoğlu, Halil: **Uluslararası Finans**, 2. bsk., Yayın No: 12, İstanbul, Güzem Yayınları, 1997.
- Seyidoğlu, Halil: **Uluslararası İktisat: Teori Politika ve Uygulama**, 14. bsk., İstanbul, Güzem Yayınları, Ocak 2001.
- Sheng, Andrew: “The New Financial Disorder: An Asian View of the Financial Crisis”, **International Economic Issues**, Year: 9, the Global Economic Crisis Special Edition, Ankara, Ministry of Foreign Affairs of the Republic of Turkey, March 2009, ss. 35-43.
- Soros, George: **Finansal Piyasalar İçin Yeni Paradigma: Kredi Krizi ve Anlamı**, Çeviren: Coşkun Üçüncü, İstanbul, İnkılap Kitabevi, 2009.
- Soros, George: **Para Yönetiminin Sihirbazı: Soros, Soros'u Anlatıyor**, Çeviren: Gülden Şen, Sabah Kitapları, Çağdaş Bakışlar Dizisi: 13, İstanbul, Sabah Kitapçılık, Ocak 1997.

- Stiglitz, Joseph E.: **Küreselleşme: Büyük Hayal Kırıklığı**, Çeviren: Arzu Taşçıoğlu, Deniz Vural, 3. bs., İstanbul, Plan B, Kasım 2004.
- T.C. Resmi Gazete**, 22.9.2006, Sayı : 26297, (Çevrimiçi) www.resmi-gazete.org, 26.1.2010.
- Takasbank A. Ş., Yatırım Fonları Listesi, (Çevrimiçi) www.takasbank.com.tr, 26.1.2010.
- Terzi, Nuray: **Hedge Fonlar: Küresel Finans Piyasalarının Gizemli Oyuncuları**, Yayın No: 2102, İşletme-Ekonomi Dizisi: 312, İstanbul, Beta Yayıncılık, Mart 2009.
- TSPAKB, (Çevrimiçi) www.tspakb.org.tr, 26.1.2010.
- TSPAKB, **Turkish Economy & Capital Markets**, Ed. by Alparslan Budak, TSPAKB Publication No. 43, İstanbul, TSPAKB, September 2009, (Çevrimiçi) www.tspakb.org.tr, 29.9.2009.
- Tunalı, Çiğdem Börke: “Türkiye Cari İşlemler Dengesi Sorunları”, **İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı: 2007/2, İstanbul, İstanbul Üniversitesi Basım ve Yayınevi Müdürlüğü, 2007, ss. 152-156.
- Türk, İsmail: **Maliye Politikası: Amaçlar-Araçlar ve Çağdaş Bütçe Teorileri**, 14. bs., Ankara, Turhan Kitabevi Yayınları, Eylül 2001.
- Wikipedia, the Free Encyclopedia, (Çevrimiçi) www.wikipedia.com, 7.11.2009.
Wikipedia, the Free Encyclopedia, “Endowment Funds” (Çevrimiçi) www.wikipedia.com, 7.11.2009.
- Woodward, Bob: **Maestro: Fed, Greenspan ve Amerikan Ekonomisi**, Çeviren: Canan Feyyat, İstanbul, Scala Yayıncılık, Kasım 2003.
- Yalçın, Barbaros: “Gelişmekte Olan Ülkeler ve Uluslararası Kurumsal Yatırımcılar”, Araştırma Raporu, BY-1, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu, Kasım 2005, (Çevrimiçi) www.spk.gov.tr, 4.8.2009, ss. 21, 23.

- Yeşilürdü, Taliye: “Türk Sermaye Piyasalarında Serbest Yatırım Fonları”, Sermaye Piyasası Kurulu, 28.3.2008, Koç Üniversitesi Sunumu, (Çevrimiçi) www.ku.edu.tr, 26.1.2010.
- Yeşilürdü, Taliye: “Yatırım Fonlarında Türev Araç Kısıtlamaları ve Hedge Fonlar”, Yeterlik Etüdü, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu, Temmuz 1998, (Çevrimiçi) www.spk.gov.tr, 4.8.2009, s. 73.
- Yıldız, Tuba Ertugay: “Hedge Fonların İşleyişi”, Yeterlik Etüdü, İstanbul, Sermaye Piyasası Kurulu, Haziran 2004, (Çevrimiçi) www.spk.gov.tr, 4.8.2009, s. 19.
- Yılmaz, Durmuş: “Recent Developments in the International Financial Markets and the Turkish Economy”, **International Economic Issues**, Year: 9, the Global Economic Crisis Special Edition, Ankara, Ministry of Foreign Affairs of the Republic of Turkey, March 2009, ss. 17-22.