

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ
BANKACILIK ANABİLİM DALI

**FİNANSAL KRİZLER VE HEDGE FONLARIN FİNANSAL
KRİZLERDEKİ ROLÜ**

Yüksek Lisans Tezi

YILDIRIM VURAL

Danışman: YRD.DOÇ.DR. KAMİL USLU

İstanbul, 2009



T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü

Aşağıda belirtilen lisansüstü tez, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği hükümlerinde belirtilen esaslar çerçevesinde jüri önünde savunulmuş ve jüri tarafından başarılı bulunmuştur.

TEZ BAŞLIĞI : Finansal Krizler ve Hedge Fonlarının Finansal Krizlerdeki Rolü

TÜRÜ : Yüksek Lisans

TEZİ HAZIRLAYAN : Yıldırım VURAL

ANABİLİM DALI : Bankacılık

SAVUNMA TARİHİ : 22.10.2009

JÜRİ ÜYELERİ :

GÖREVİ

ADI SOYADI

İmza

Danışman

Yrd.Doç.Dr.Kamil USLU

Üye

Yrd.Doç.Dr.Z.Dina ÇAKMUR YILDIRTAN

Üye

Yrd.Doç.Dr.Hayati ERİŞ

İÇİNDEKİLER

TABLO LİSTESİ	111
ŞEKİL LİSTESİ	114
KISALTMALAR	115
GİRİŞ	1

I. BÖLÜM

FİNANSAL KRİZLERİN TEORİSİ, ORTAYA ÇIKIŞI, DÜNYADA VE TÜRKİYE’DE YAŞANAN FİNANSAL KRİZLER

1. FİNANSAL KRİZİN TANIMI VE TÜRLERİ	3
1.1. Finansal Krizin Tanımı.....	3
1.2. Finansal Kriz Türleri	4
1.2.1. Parasal Krizler.....	4
1.2.2. Bankacılık Krizleri.....	5
1.2.3. Sistemik Finansal Krizler.....	7
1.2.4. Dış Borç Krizleri.....	8
2. FİNANSAL KRİZLERİN ORTAYA ÇIKIŞ NEDENLERİ.....	10
2.1. Finansal Serbestleşme.....	10
2.2. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri.....	13
2.3. Bankacılık Sistemindeki Yetersiz Düzenleme ve Denetim	15
2.4. Aşırı Bütçe Açıkları ve Ödemeler Bilançosu Sorunları.....	17
2.5. Banka Panikleri.....	19
3. DÜNYADA VE TÜRKİYE’DE YAŞANAN ÖNEMLİ FİNANSAL KRİZLER	20

3.1. Dünyada Yaşanan Önemli Finansal Krizler	20
3.1.1. Latin Amerika Borç Krizi.....	20
3.1.2. Japonya'daki Varlık Fiyatları Balonunun Patlaması.....	24
3.1.3. Avrupa'daki Kur Değişim Oranlarındaki Spekülatif Ataklar (ERM Krizi)ı	26
3.1.4. Meksika Finansal Krizi.....	29
3.1.5. Asya Finansal Krizi	31
3.1.6. Rusya Finansal Krizi	35
3.1.7. A.B.D Mortgage Krizi.....	37
3.2. Türkiye'de Yaşanan Finansal Krizler	38
3.2.1. 1929-1989 Döneminde Yaşanan Finansal Çalkantılar	38
3.2.2. 1994 Krizi.....	42
3.2.3. Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri	46

II. BÖLÜM

HEDGE FONLARIN ORTAYA ÇIKIŞI, GELİŞİMİ, YAPISAL ÖZELLİKLERİ VE SINIFLANDIRILMASI

1. HEDGE FONLARIN TANIMI, ORTAYA ÇIKIŞI VE GELİŞİMİ	51
1.1. Hedge Fonların Tanımı	51
1.2. Hedge Fonların Ortaya Çıkışı ve Gelişimi	54
1.3. Hedge Fonların Yapısal Özellikleri.....	58
2. HEDGE FONLARIN SINIFLANDIRILMASI	67
2.1. Hisse Senedi Odaklı Hedge Fonlar	67
2.1.1. Piyasaya Duyarsız Hedge Fonlar (Equity Hedge Funds).....	67
2.1.2. Alım-Satım Fonları.....	67
2.1.3. Belirli Durumlara Yönelen Fonlar (Event Driven)	68
2.1.4. Aktivist Hedge Fonlar	69
2.2. Arbitraj Fonları/Risk Arbitraji	69
2.3. Hisse Senedi Odaklı Olmayan Fonlar	70
2.3.1. Global Makro ve Gelişmekte Olan Piyasalar Fonu	70
2.3.2. Offshore Hedge Fonlar	71
2.3.3. Sabit Getiri Sağlayan Fonlar	71
3. HEDGE FONLARIN ORGANİZASYONU VE İŞLEYİŞİ	73
3.1. Kuruluş Şekli ve Yatırımcı Profili	73
3.2. Yatırım Danışmanı/Yöneticisi	74
3.3. Aracılar/Prime Brokerlar	74

3.4. Offshore İdareciler	75
3.5. Bağımsız Denetçiler ve Denetim Raporları	75
3.6. Danışmanlık Ücreti	76
3.7. Risk Yönetimi	76

III.BÖLÜM

FİNANSAL GLOBALİZASYON, FON AKIMLARI VE FİNANSAL KRİZLERDE HEDGE FONLARIN ROLÜ

1. FİNANSAL GLOBALİZASYON VE ETKİLERİ	77
2. ULUSLARARASI FON HAREKETLERİ VE HEDGE FON YATIRIMLARI.....	80
3. FİNANSAL KRİZLERDE HEDGE FONLARI ETKİLERİ ÜZERİNE ÇEŞİTLİ GÖRÜŞLER.....	86
3.1. Hedge Fonlar ve ERM Krizi	94
3.2. Hedge Fonlar ve Asya Finansal Krizi	95
3.3. Hedge Fonlar ve 1994 Hisse Senedi Türbülansı.....	96
4. HEDGE FON YATIRIMLARININ RİSKLERİ	99
5. REGÜLASYON VE ŞEFFAFLIK SORUNU VE HEDGE FONLARLA İLGİLİ YASAL DÜZENLEMELER.....	105
SONUÇ	108
KAYNAKÇA	111

TABLO LİSTESİ

Tablo 1	: Bazı Ülkelerin Dış Borçlarındaki Gelişmeler (1990-2002).....	9
Tablo 2	: Finansal Krizler ve Liberalizasyon (1977-1991).....	12
Tablo 3	: Finansal Reformlar ve Hisse Senedi Piyasalarının Gelişimi (1977-1993).....	23
Tablo 4	: Takipteki Kredi Rasyoları	25
Tablo 5	: EMU ve Euro'nun Aşamaları	28
Tablo 6	: Rusya Federasyonu Cari İşlemler Dengesi (1994-1997).....	36
Tablo 7	: Türkiye'de Doların DİBS Faizine Göre Reel Getirisindeki Gelişmeler (1990-2000)	44
Tablo 8	: İnterbank Gecelik Faiz Oranları (1999-2001)	49
Tablo 9	: Hedge Fonların Karakteristik Özellikleri	63
Tablo 10	: Kullandıkları Stratejiye Göre Hedge Fonların Sınıflandırılması.....	72
Tablo 11	: Küresel Sermaye Hareketleri (2001-2006).....	82
Tablo 12	: Farklı Hedge Fon Stratehileri İçin Bir “Risk-Kazanç” Analizi.....	103

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 1 : Finansal Serbestleşme Sonrasında Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Reel Faizler (1989-2005).....	15
Şekil 2 : Meksika'nın Sermaye Hareketleri (1990-1996).....	30
Şekil 3 : Asya Ülkelerinin Sermaye Hareketleri (1990-1996).....	34
Şekil 4 : Hedge Fon Endüstrisinin Büyüklüğü (1992-1996).....	56
Şekil 5 : US Hedge Fonlarının Tahmini Dağılımı (2005 Yılı Sonu)	62
Şekil 6 : Hedge Fonlarda Basit Onshore Yapı	66
Şekil 7 : Long/short Yatırımlarının Akım Tablosu	68
Şekil 8 : Global Makro Hedge Fon Stratejileri İçin Maruz Kalınan Riskler : Örümcek Ağı.....	70
Şekil 9 : Hedge Fonlarda Klasik Üstün-Besleyici (Master-Feeder)Yapı	73
Şekil 10 : Gelişmekte Olan Ükelere Özel Sermaye Akımları (1975-98).....	84
Şekil 11 : Hedge Fonların Akış Trendi (1994-2001)	85
Şekil 12 : Seçilmiş Yatırım Stratejileri İçin Kazançlar (Mayıs-Ekim 2008)	86
Şekil 13 : Hedge Fon Pazarı (1996-2007)	88
Şekil 14 : Euro-Dolar Paritesi (Ekim 2007- Kasım 2008)	91
Şekil 15 : Risk Kübü.....	100
Şekil 16 : Operasyonel Sorunlar ve Hedge Fon Başarısızlıklarının Temel Nedenleri	104

KISALTMALAR

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AIG	Agence Industrie Gaz
ASEAN	Association of South East Asian Nations
BIS	Bank For International Settlements
CalPERS	The California Public Employees' Retirement System
CISDM	Composite Index ve Tremont Composite Index
CMR	Capital Market Report
Co.	Kooperatif
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senetleri
EMU	Extravehicular Mobility Unit
ERM	Educational Research Management
FOHFs	Fund of Hedge Funds
GOÜ	Gelişmekte Olan Ülkeler
GSYİH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
HFR	Hedge Fund Research
HLIs	Highly Leveraged Institutions
IMF	International Monetary Fund
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
LTCM	Long Term Capital Management
OECD	Organization for Economic Comperation adn Development
OPEC	Organization of the Petroleum Exporting Countries
PWG	President's Working Group
s.	Sayfa
SEC	ABD Sermaye Piyasası Kurulu
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TL	Türk Lirası
TMSF	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu

GİRİŞ

Küreselleşme, sermaye hareketlerinin etkilerini, yapılarını ve süreçlerini büyük ölçüde değiştirmiştir. Söz konusu değişim sürecinde toplam sermaye hareketlerinin artmasının yanı sıra, sermaye hareketleri içinde faiz-kur arbitrajına dayanarak yüksek reel getiri elde etmek amacıyla bir ülkeden diğerine kolaylıkla kayabilen spekülasyon amaçlı, kısa vadeli sermaye hareketlerinin ağırlığı da giderek artmıştır. Finansal serbestleşme süreci ve bu süreç sonrasında yaşanan krizler, sermaye hareketlerinin ülke ekonomileri üzerindeki etkilerinin yoğun olarak tartışılmaya başlanmasına neden olmuştur.

Finansal krizlerin ortaya çıkışı ve dünyada yaşanan finansal krizler günümüz ekonomileri için çok önemli bir hale gelmiştir. Dünyanın bir bölgesinde oluşan ekonomik kriz ve banka krizleri, bir anda dünyanın diğer ülkelerine ve finansal merkezlerine sıçrayabilmektedir.

Bu çalışmanın konusu, finansal krizler ve hedge fonların finansal krizlerde oynamış olduğu rol ile ilgilidir. Bu çalışmadaki amacımız, hedge fon yatırımlarının ve stratejilerinin finansal krizler üzerindeki etkisini ve rolünü ölçmek ve değerlendirmektir. Çalışmamızdaki varsayımımız; finansal krizlerin oluşumunda hedge fonların görece olarak rolü olduğu ancak kriz başlatıcı bir ana faktör olmadığı üzerinedir. Ayrıca bu çalışmanın bir diğer amacı ise hedge fonların şeffaf bir yapıya sahip olup olmadığının ve de gelişmekte olan ülkelerdeki etkilerinin neler olduğunu araştırmaktır.

Çalışmamızdaki sınırlamamız, hedge fonlarının finansal krizlerdeki rolü olarak belirlenmiştir. Diğer finansal krizlerin etkileri ve nedenleri çalışmamızın kapsamı dışındadır.

Bir başka deyişle; makro ekonomik dengelerin bozulması sonucunda oluşan ekonomik krizler çalışmamızın kapsamı dışında yer almaktadır.

Çalışmamız, üç ana bölüm halinde incelenmiştir. Çalışmamızın birinci bölümünde; finansal krizlerin teorisi, ortaya çıkışı, dünyada ve Türkiye’de yaşanan finansal krizler anlatılmıştır. Burada, finansal krizlerin çıkış nedenleri ile dünyada ve Türkiye’de yaşanan belli başlı krizlere ayrıntılı bir şekilde yer verilmiştir. Çalışmamızın ikinci bölümünde; hedge fonların ortaya çıkışı, gelişimi, yapısal özellikleri ve sınıflandırılması üzerinde durulmuştur. Bu bölümde, hedge fonların yapısal özellikleri ve tasnifi üzerinde durulmuş, risk ve kazanç analizi yapılmıştır.

Çalışmamızın üçüncü ve son bölümünde ise; finansal globalizasyon, fon akımları ve finansal krizlerde hedge fonların rolü anlatılmıştır. Bu bölümde finansal krizlerin global etkileri, krizlerin uluslararası fon hareketlerini nasıl etkilediği ve yönlendirdiği ve de bu fon akımlarında hedge fonların yerinin analizi bir literatür taraması şeklinde sunulmuştur. Ayrıca hedge fonların yatırım riskleri, regülasyon ve şeffaflık sorunu ve hedge fonlarla ilgili yasal düzenlemelere ve uygulamalara yer verilmiştir.

Çalışmamızda uygulamış olduğumuz çalışma metodu, konuyla ilgili literatür taraması şeklinde olup, verilerin taranmasında; kitap, süreli yayınlar, makaleler, raporlar ve güvenilir internet kaynaklarından yararlanılmıştır.

I.BÖLÜM

FİNANSAL KRİZLERİN TEORİSİ, ORTAYA ÇIKIŞI, DÜYADA VE TÜRKİYE'DEKİ FİNANSAL KRİZLER

1.FİNANSAL KRİZİN TANIMI VE TÜRLERİ

1.1 Finansal Krizin Tanımı

Kriz sözcüğü, İngiliz dilinin en iyi lügatlerinden biri olan Oxford English Dictionary'ye bakılırsa, tarihsel kriz anlamında, ilk kez on yedinci yüzyıl başlarında, "bir şeyin gelişmesinde yaşamsal önemdeki ya da kesin aşama, dönüm noktası, daha iyi ya da daha kötü bir değişimin yakın olduğu durum"u belirtmek için kullanılmış; on dokuzuncu yüzyıla gelindiğinde kapsamı genişletilmiş ve " bir rahatsızlık ve gerilim dönemini kapsayacak şekilde" kullanılmaya başlanmıştır.¹

Finansal kriz kavramı ise; genel olarak, finansal piyasalarda ortaya çıkan bozulmaların finansal kurumların performansını olumsuz etkileyerek tüm ekonomiye yayılması sonucu, ödeme sistemlerini bozulması ve kaynakların etkin dağılımını engellemesi olarak tanımlanabilir.

Literatürde, bazı sözcükler “finansal kriz” tanımlamasının yerine kullanılmaktadır. Bunlardan bazıları; finansal istikrarsızlık, finansal düzensizlik, finansal kırılma ve sistemik risktir. Bu kavramlar genel olarak, finansal piyasalarda varlık fiyat ve miktarlarında beklenilmeyen değişmelere neden olan sapmaların ortaya çıkma olasılığı ve tehlikesi olarak tanımlanmaktadır. Dolayısıyla bu kavramlar genel olarak finansal krizlerin ortaya çıkma olasılığını ifade etmektedirler. Bazı durumlarda ise bu kavramlara atfedilen

¹ İşıya Üşür, “Kriz: Bir ‘Kavram’a Açıklama Notu”, Mülkiyeliler Birliği Dergisi, Cilt 23, Sayı 214, Ankara, s.39.

anlam salt finansal piyasalar ile sınırlı kalmamakta ve ekonominin diğer kesimlerine yansıyan tüm yıkıcı etkileri de kapsamaktadır.

Ekonomideki dengesizliklerin ekonomik krize yol açıp açmaması, büyük ölçüde dengesizliklerin giderilmesinde uygulanan politikaların güvenilirliğine ve ülkenin finansal sisteminin sağlıklı işlemesine bağlıdır. Tüm bu faktörler, ekonominin krize duyarlılığını belirlemektedir. Dolayısıyla finansal krizler, ekonomilerin kırılabilirlik derecesinin artmasına bağlı olarak, ekonomik veya finansal düzensizliklerin bir sonucu olarak ele alınmalıdır.²

1.2. Finansal Kriz Türleri

1.2.1. Parasal Krizler

Genellikle parasal krizler, ekonomilerin içinde bulunduğu çeşitli konjonktürel durumlarla karıştırılmaktadır. Fiyatlar genel seviyesi, üretim, yatırım, istihdam ve bunun gibi makroekonomik göstergelerdeki iniş-çıkış hareketleri iktisat biliminde ‘konjonktürel dalgalanmalar’ (business cycles) olarak adlandırılır. Halbuki; konjonktürün değişik dönemlerinde ortaya çıkan ‘enflasyon’, ‘deflasyon’, ‘stagnasyon’, ‘resesyon’ gibi gelişmeleri kriz olarak adlandırmak doğru değildir.

Bu açıklamalardan sonra, parasal krizlerin belirleyicilerini şu beş grup altında toplayabiliriz³:

- Zayıf makro ekonomik göstergeler ve hatalı iktisat politikaları,
- Finansal alt yapının yetersizliği,
- Ahlaki risk (moral hazard) ve asimetric enformasyon olgusu,
- Piyasadaki kreditorlerin ve uluslararası kuruluşların hatalı önerileri

² Sayım Işık, Koray Duman ve Adil Korkmaz, “Türkiye Ekonomisinde Finansal Krizler: Bir Faktör Analizi Uygulaması”, D.E.Ü. İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt: XIX., Sayı 1, İzmir, 2004, ss. 46-47.

³ Ömer Emirkadı, “Gelişmekte Olan Ülkeler ve Parasal Kriz Teorileri Üzerine Bazı Değerlendirmeler”, Sosyo Ekonomi, Ankara, Temmuz-Aralık 2005, s.38.

- Siyasal suikast ve terörist saldırı gibi beklenmedik olay ve tesadüfler.

Denilebilir ki; her kriz öncesinde ifade edilen etkenlerden bir veya birkaçı, belirli bir süredir değer yitirmesi gerektiği ya da yeterince değer yitirmemiş bulunan bir ulusal paraya karşı ekonomik ajanlarca spekülasyon saldırı başlatılmasına yol açmaktadır.

Geçtiğimiz yirmi yıl boyunca, uluslararası sermaye piyasalarında yaşanan entegrasyon, diğer dönemlere göre çok daha hızlı ve yoğun bir biçimde gerçekleşmiştir. Bu entegrasyon süreci, sermaye akımının boyutu ve oynaklığındaki belirgin bir artışla ifade edilebilir. Bazı uzmanlar, sermaye akımlarındaki dalgalanmaların, finans piyasalarındaki önemli eksiklik ve aksaklıklardan kaynaklandığını belirtmektedirler. Aynı zamanda bu aksaklıklar arasında; finansal krizlere karşı gelişmekte olan ekonomilerin son derece hassas olmaları, döviz varlık ve yükümlülükleri arasındaki vade uyumsuzluğu ve kısa vadeli sermaye girişlerine karşı yaşanan aşırı bağımlılık sonucunda, sermaye girişlerinde yaşanacak olumsuz bir gelişme şeklinde sıralanabileceği gibi, sonuç olarak bütün bunlar bir likidite krizine yol açabilmektedir.

1.2.2. Bankacılık Krizleri

Bankacılık krizleri, finansal krizlerin ortaya çıkmasıyla son yıllarda literatürde en fazla tartışılan konuların başında gelmektedir. IMF'e üye ülkelerin en az üçte ikisinde önemli bankacılık sektörü sorunları yaşanmış ve 250 milyar doları aşan bir kayıp ortaya çıkmış; diğer taraftan ise IMF'e üye ülkelerin dörtte üçünde ise (yaklaşık 130 ülke) önemli bankacılık sorunlarıyla karşılaşmıştır.

Bankacılık krizinin tanımlanmasında farklı yaklaşımlar benimsenmektedir. Sistemdeki bankaların sermayelerinin tamamının veya büyük bir kısmının kaybedilmesi sistemik bankacılık krizi olarak tanımlanabilir. Devlet yönetiminin bankalara el koyması, birleşmeye veya kapanmaya zorlanması, bankaların mevduatlarına yönelik aşırı çekilişler gibi bankaları olumsuz etkileyen durumların varlığını ise geniş anlamda bankacılık krizleri olarak tanımlayabiliriz.

Literatürde, birçok kantitatif (nicel) kriterlerle açıklanmış olan bankacılık krizi tanımlamaları mevcuttur. Bunlardan bazıları⁴;

- Toplam varlıklar içinde performansı düşük veya geri dönmeyen varlıkların oranının GSYİH'nın yüzde 2'sinden daha büyük olması,
- Kurtarma operasyonlarının maliyetinin GSYİH'nın en azından yüzde 2'sine ulaşması,
- Bankaların büyük ölçekte millileşmesine neden olmasını sağlayan bankacılık sektörü sorunlarının varlığı ve acil önlemleri gerekli kılan aşırı mevduat çekilişleri, literatürde dikkat çeken tanımlamalar olarak sıralanabilir.

Bankacılık krizine yol açan nedenler, makro ekonomik ve mikro ekonomik nedenler olarak iki ana başlık altında toplanabilir. Faiz hadlerindeki değişimler, arz ve talepteki ani değişimler, enflasyon, büyüme, kurlardaki dalgalanmalar, sermaye hareketlerindeki değişim ve finansal serbestleşme; bankacılık krizlerinde etkin rol oynayan makro ekonomik unsurlar olarak sayılabilir. Mikro ekonomik nedenler ise şöyle sıralanabilir; yetersiz denetleme ve düzenlemeler, yönetim hataları, şeffaflığın olmayışı, yetersiz sermaye, bankalara devlet müdahalesi, mevduata verilen yüksek güvenceler, iştiraklere kullanılan krediler ve türev ürünler yoluyla aşırı risk alma.⁵

Finansal krizlerde bankacılık krizlerinin önemli bir rolü\fonksiyonu olduğunu da önemle belirtmek gerekir. Bankacılık krizlerinin maliyeti, bankaların finansal aracılıkta oynadığı role bağlı olarak değişmektedir. Banka aracılığının önemli olduğu ülkelerde kamuya olan maliyet artarken, aracılığın görece düşük olduğu ülkelerde azalmaktadır.

⁴ Halil Altıntaş, "Bankacılık krizleri, Nedenleri ve Ekonomik Maliyetleri", Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Sayı: 22, Ocak-Haziran, Kayseri, 2004, s.39.

⁵ Seçil Uyar, **Bankacılık Krizleri**, 2. Basım, İş Dünyası-Ekonomi Yayınevi, Ankara, 2003, ss.1-4.

Örneğin GÜ ölçütlerine göre banka aracılığının düşük olduğu ABD’de, 1990’larda yaşanan “Saving & Loan” krizinin kamuya maliyeti milli gelirin yalnızca % 3’ü olmuştu ⁶

1.2.3. Sistemik Finansal Krizler

Sistemik finansal krizler, finansal sistemde ortaya çıkan ve finansal sistemin, varlık değerlemesi, kredi tahsisi ve ödemeler gibi önemli işlevlerini kesintiye uğratan bir çok biçimde tanımlanmaktadır. Potansiyel olarak finansal piyasaların ciddi biçimde bozulmasını ifade etmektedir ve ekonomik, sosyal ve politik yaşamın yapısından ve değişkenliğinden kaynaklanmaktadır.

Sistemik finansal krizlerde mutlaka bir yayılma süreci bulunmaktadır. Bir ülke, kurum veya firmadaki sorunlar, diğer bir ülke, firma veya kurumlarda çözümsüzlüğe yol açabilmektedir. Örneğin Asya krizinde başlangıçta şirket iflasları Kore ve Tayland’da gözlenirken, bu durum kısa bir süre sonra bölge ülkelerinin finansal piyasalarına yayılmıştır.⁷

Sistemik kriz dönemlerinde, ülkede üretim kayıpları meydana gelmekte, milli gelir düşmekte, ekonomik kayıplar büyümekte ve ülke ekonomik etkinlikten uzaklaşmaktadır. Finansal krizler (para, bankacılık, dış borç ve sistemik finansal krizler), birbirinden bağımsız olmayıp, birçok durumda farklı alanlarda başlayan bir kriz, diğer bir krizi de beraberinde getirebilmektedir.

⁶ Oğuz Esen, “Bankacılık Krizleri Yeniden Yapılandırma Programları ve Türk Bankacılık Sistemi”, Siyasa Dergisi, Yıl:1, Sayı:1, Ankara, 2005, s.4.

⁷ Ahmet Turgut, “Türleri, Nedenleri ve Göstergeleriyle Finansal Krizler”, TÜHİS İş Hukuku ve İktisat Dergisi, Cilt 20, Sayı 4-5, Ankara, Kasım 2006-Şubat 2007, ss.38-39.

1.2.4. Dış Borç Krizleri

Dünya Bankası, BIS, IMF, OECD gibi uluslararası kuruluşların kurdukları ortak çalışma grubunun (ülkemizde hazine müsteşarlığı tarafından da kabul edilen) dış borç tanımını şöyledir⁸;

“Bir ülkenin belirli bir zaman dilimi içindeki gayri safi dış borçları, o ülkede yerleşik olmayan kişilerden bir sözleşmeye dayanarak sağlanmış olan kısa, orta ve uzun vadeli yükümlülükler toplamıdır.”

1970’li yılların sonlarına gelindiğinde, gelişmekte olan ülkelerde başlayan dış borç servislerinin yerine getirilememesi olgusu yaygınlaşarak bir uluslararası borç sorunu haline dönüşmüştür. Bu tarihten sonra bir yandan borçlu ülkelerin borçlarını geri ödeyebilme kapasitelerini arttırmaya yönelik çabalar yoğunlaşırken, diğer yandan bu çabaların bir uzantısı olarak, bu ülkelerde etkili dış borç yönetimi mekanizmalarının kurulması ve harekete geçirilmesi gerekliliği ilk defa yüksek sesle dile getirilmeye başlanmıştır.

Tablo 1’e bakacak olursak, içlerinde Türkiye’nin de bulunduğu Ajantin, Meksika gibi kriz yaşamış ülkelerin dış borç rakamları kriz dönemlerinde oldukça yüksek görünmektedir. Tablodan anlaşılacağı gibi, özellikle kısa dönemli borçlar, finansal krizlerin oluşumunda önemli bir rol oynayabilmektedirler⁹.

⁸ Müslim Sarı, **Dış Borç Yönetimi ve Türkiye Uygulamaları**, 1. Basım, TCMB Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü Yayınları, Ankara, 2004, s.3.

⁹ Dani Rodrick, “İktisat Politikası Reformlarını Anlamak”, Yavuz Akbulak ve Ayşegül Aslan (Çev.), Erciyes Üniversitesi İİBF Dergisi, Sayı:23, Temmuz-Aralık, Kayseri, 2004, s.121.

Tablo 1 :

1990-2002 Döneminde Bazı Ülkelerin Dış Borçlarındaki Gelişmeler

Milyon (USD)	Toplam Dış Borç		Kısa Dönem		Orta-Uzun Dönem		Kamu ve Kamu Garantili (Orta ve		Garantisiz Özel Sektör Borcu	
	1990	2002	1990	2002	1990	2002	1990	2002	1990	2002
Arjantin	62,233	132,314	13,557	29,174	48,676	103,140	46,876	74,661	1,800	28,479
Brezilya	119,964	227,932	25,537	44,222	94,427	183,710	87,756	96,565	6,671	87,145
Çin	55,301	168,255	9,786	47,885	45,515	120,370	45,515	88,531	0	31,839
Endonezya	69,872	132,208	11,630	32,171	58,242	100,037	47,982	70,011	10,261	30,026
Malezya	15,328	48,557	1,906	8,369	13,422	40,188	11,592	26,200	1,830	13,988
Meksika	104,442	141,264	22,633	9,900	81,809	131,364	75,974	76,327	5,835	55,038
Pakistan	20,663	33,672	4,020	3,572	16,643	30,100	16,560	28,102	138	1,998
Filipinler	30,580	61,121	5,339	7,244	25,241	53,877	24,040	39,575	1,201	14,303
Tayland	28,095	59,212	8,324	12,310	19,771	46,902	12,460	22,628	7,311	24,274
Türkiye	49,424	131,556	9,500	37,278	39,924	94,278	38,870	61,823	1,054	32,455
Düşük Gelirli Ülkeler	411,419	523,464	60,101	74,532	351,318	448,932	333,366	399,076	17,953	49,857
Orta Gelirli Ülkeler	940,479	1,817,163	190,548	347,687	749,931	1,469,476	707,793	983,880	42,138	485,596
Düşük ve Orta Gelirli Ülkeler	1,351,898	2,340,627	250,648	422,219	1,101,250	1,918,408	1,041,159	1,382,955	60,091	535,453

Kaynak : Dani Rodrick, “İktisat Politikası Reformlarını Anlamak”, Yavuz Akbulak ve Ayşegül Aslan (Çev.), Erciyes Üniversitesi İİBF Dergisi, Sayı:23, Temmuz-Aralık, Kayseri, 2004, s.121.

Ayrıntılı bir şekilde bakıldığında, krizlerin bütçe sınırlamaları uygulayan ülkeleri etkilediği konusunda bir kanıt bulunmaktadır. İthal ikamesini mükemmel uygulayan Hindistan 1980’li yıllar boyunca geleneksel para ve maliye politikaları uygulayarak dış borç krizlerinden kurtulmaya çalışmıştır. Latin Amerika ülkelerinden önce, kullanılabilir yurtiçi tasarrufların üzerinde yapılan yatırım programlarının bir sonucu olarak, Güney Kore 1979-80 döneminde ciddi bir ödemeler dengesi krizi yaşamıştır. Ancak, ekonomide görülen %5 oranındaki küçülmeden sonra, kamu harcamalarının azaltılması ve harcamaların yönünün kaydırılması ile ilgili politikalara çabuk uyum gösterilmesi hızlı bir iyileşme sağlamıştır.

Bütün bu yaşanan süreçlerde, krize düşme eğilimi ile bunlara uygun mikro ekonomik politikalar arasında ilişki bulunamamıştır. Dış borç krizi yaşayan ülkelere,

geniş çaplı mikro ekonomik bozukluklar veya geniş çaplı dış şoklara maruz kalanlar değil, para ve maliye politikalarını uyumlaştıramayan ülkeler bu krizlere maruz kalmışlardır.

2. FİNANSAL KRİZLERİN ORTAYA ÇIKIŞ NEDENLERİ

2.1. Finansal Serbestleşme

1980’li yılların başlarından 1990 yıllarına kadar uzanan dönemde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler, mali sistemlerini serbestleştirmek amacıyla bir dizi reformlar yapmışlardır. Bunların en önemlileri, faiz oranlarının serbest bırakılarak kredi tavanlarının kaldırılması, bankaların Merkez bankasında tutmak zorunda oldukları mevduat münzam karşılık oranlarının indirilmesi ya da tamamen kaldırılması, bankacılık sektörünün hem yabancı hem de yerleşiklere açılması, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesidir. Bu tür politikalar genel olarak finansal serbestleşme politikaları olarak adlandırılmışlardır.

Birçok ülke, 1980-1990 yılları arasında finansal serbestleşme politikaları uygulamış ancak birkaç Güney Doğu Asya ülkesi dışında bu politikaların birçoğu başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Finansal serbestleşme politikaları bekleneni verememekle kalmamış, uygulandığı ülkelerin birçoğunda finansal krizlere neden olmuştur.¹⁰

Finansal serbestleşmeden bahsediyorken konuyla paralel başka bir kavram olan “Küreselleşme”den de bahsetmek yerinde olur. Asıl olarak, küreselleşme kavramıyla ifade edilen sürecin iki bileşeni bulunmaktadır. Bir tanesi sermaye birikimi süreci ile ilgilidir. Burada esas olan sermaye dolaşımının serbestleşmesi, hacminin artması, hızlanması, yaygınlaşması ve yeni yatırım araçlarının devreye girmesidir. Küreselleşmenin esas itici

¹⁰ Bülent Güloğlu ve A.Ender Altunoğlu, “Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri”, İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, No:27, İstanbul, 2002, s.2.

gücü budur ve son on yıl boyunca finansal piyasalar ufuklarını daha evvel hiç görülmemiş derecede genişletmişlerdir. Bu dönem büyük ölçüde¹¹;

- 1970’li yıllarda Bretton Woods sisteminin çökmesi ile birlikte gelişen serbest değişken kur sisteminden,
- 1980’li yıllarda zirvesini yakalamış olan liberalleşme döneminde hükümetlerin finansal serbestleşmeye de imkan tanımalarından,
- Bazı daha büyük ekonomilerin dış ödemeler dengesinde ortaya çıkan yapısal dengesizliklerden ve,
- Üçüncü dünya ülkelerinin borçlanmalarına yardım konusunda banka ve diğer ödünç veren kurumların oldukça istekli olmalarından etkilenmiştir.

¹¹ Muhammet Akdiş, “Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri ve Türkiye Finansal Krizler-Beklentiler”, <http://makdis.pamukkale.edu.tr/finans.htm>, (10 Mart 2009), s.2.

Tablo 2.
Finansal Liberalizasyon ve Krizler

Ülke	Finansal Liberalizasyon	Kriz
Arjantin	1977	03/1980-05/1989-12/1994-12/2001
Bolivya	1985	10/1987
Brezilya	1975	11/1985-07/1994
Şili	1980	09/1981
Kolombiya	1980	07/1982
Meksika	1989	09/1982-09/1992-09/1994
Paraguay	1990	1995
Uruguay	1976	03/1981
Venezüella	1976	10/1983
Endonezya	1989	1992
Güney Kore	1983	09/1997
Malezya	1991	07/1985-09/1997
Tayland	1989	03/1979-10/1993-09/1997
Filipinler	1981	01/1981

İsrail	1990	1985
Ürdün	1988	08/1989
Kenya	1991	1993
Tanzanya	1993	1988
Türkiye	1987	03/1994-02/2001
Mısır	1991	---
Zambiya	1992	01/1995
Guatemala	1989	---
Peru	1980	04/1989
El Salvador	1991	1989

Kaynak: Koray Duman, "Finansal Krizlere Karşı Politika Tercihleri", Akdeniz İ.İ.B.F. Dergisi, Sayı 8, Antalya, 2004, s.42.

Finansal liberalizasyon sonrası, genişleyen sermaye akımları aynı zamanda ülke ekonomilerinde verilen kredi miktarlarının da artmasına neden olmuştur. Bu süreç tamamıyla gerekli finansal düzenlemeler gerçekleşmeden gidilen finansal liberalizasyon sürecinin tehlikeli boyutlarını gözler önüne sermektedir. Eğer kredi miktarındaki artışlar, para arzındaki artışlardan daha fazla ise merkez bankalarının döviz rezervleri de o ölçüde erimektedir. Böyle bir durumun yaratacağı etki, Tablo 2’den de izlenebileceği gibi, spekülasyon bir saldırı anlamına gelmektedir.¹²

2.2. Kısa Vadeli Spekülasyon Sermaye Hareketleri

Global mali piyasalar günümüz itibariyle büyük bir derinlik kazanmış bulunmaktadır. Bu piyasalarda oluşan günlük işlem hacmi mal ticaretinin yaklaşık 40 katına ulaşmaktadır. Bu ise ikili bir yapı ortaya çıkarmakta; bir tarafta reel ekonominin gerçekleri, diğer tarafta paradan para kazanmayı amaçlayan kapital dünyası yer almaktadır.

Kısa süreli sermaye hareketlerinin meydana getirdiği büyük fon birikimi ve büyük işlem hacminin gelişmekte olan ülke piyasalarına anlık giriş çıkışlar yapabiliyor olması ise ayrı bir sorun kaynağıdır. Bu giriş ve çıkışlar, ilgili ülke piyasalarında büyük dalgalanmalar meydana getirmekte; bu dalgalanmalar, finansal krizlerin başlatıcısı da olabilmektedir. Nitekim 1992 ERM, 1994-1995 Latin Amerika, 1997 Güneydoğu Asya ve Rusya krizlerini kısa süreli sermaye hareketlerinin tetiklediği konusu yaygın olarak tartışılmaktadır.¹³

1994 - 1995’teki Meksika pezo krizi ve 1997’deki Asya finansal krizi ile sermaye çıkışlarının yarattığı kırılganlık daha da önem kazanmış ve sermaye hareketlerinin özellikle de ani sermaye çıkışlarının ülkeleri krize götüren süreçteki rolünü, önceki dönemlerle karşılaştırıldığında daha da artırmıştır.

¹² Koray Duman, “Finansal Krizlere Karşı Politika Tercihleri”, Akdeniz İ.İ.B.F. Dergisi, Sayı 8, Antalya, 2004, s.42.

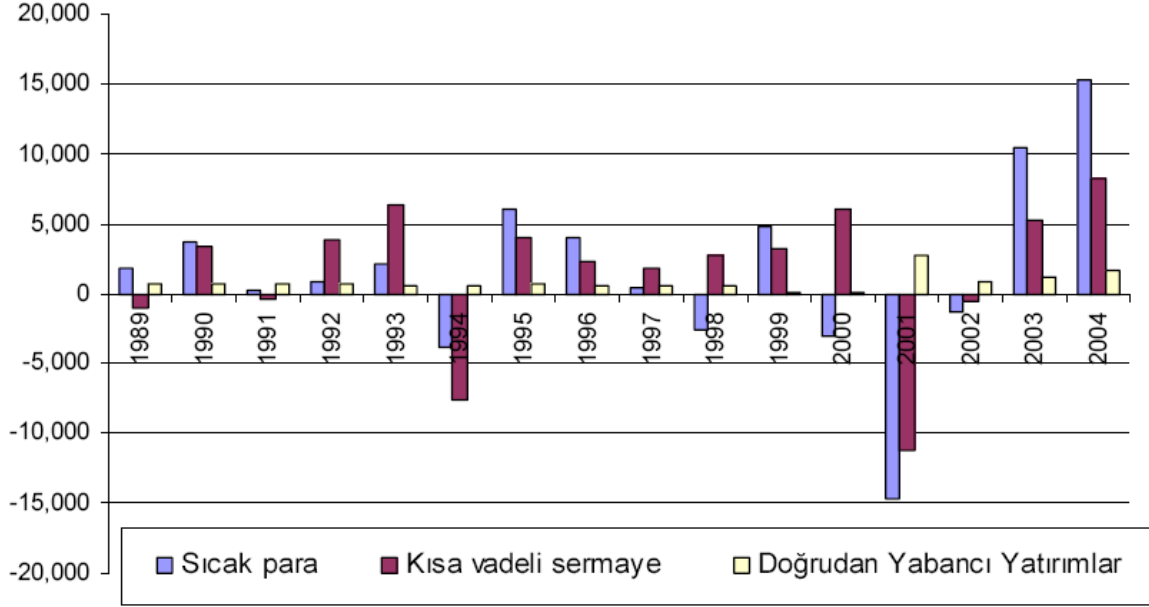
¹³ .Muhammet Akdiş, “Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Yol Açtığı Finansal Krizler ve Bu Krizleri Önlemede Kullanılabilecek Araçlar: Tobin Vergisi”, Aktive Bankacılık ve Finans Dergisi, Yıl 6, Sayı 36, Mayıs-Haziran , Ankara, 2004, s.36.

Tarihsel bir perspektifle incelenecek olursa, 20. yüzyıldaki sermaye hareketlerinin krizlere neden olma potansiyeli 19. yüzyıla göre daha yüksektir. 19. ve 20. yüzyıldaki küreselleşme evreleri arasındaki en önemli fark; 19. yüzyıldaki küreselleşmenin reel bir mal ile, altın standardında düzenlenmesi; 20. yüzyıldaki küreselleşmenin ise ulusal paraların değişim değerlerine duyarlı olması ve ulusal paraların değişim değerlerinin altın veya benzeri hiçbir mal tarafından desteklenmeyen, nominal büyüklüklerden ibaret olmasıdır. Ulusal paraların değişim hadlerindeki belirsizlik, finansal sistemin işleyişi açısından büyük riskler taşımaktadır. 20. yüzyıldaki sermaye hareketlerinin nominal büyüklüklere duyarlı olması, reel ve mali sektör arasındaki ilişkileri bozmuş ve cari işlemler - sermaye hareketleri bağlantısını zayıflatmıştır. Dolayısıyla söz konusu belirsizlik; spekülasyon nitelikli kazançları ve finansal sermayenin hareketliliğini özendirse de, bu hareketlilik reel üretim dünyasından kopuk bir hareketlilik olmuştur.¹⁴

Finansal krizlerde olumsuz etkileri yok sayılamayacak derecede önemli olan kısa vadeli sermaye hareketleri, kriz öncesi iyimser bir hava ile birlikte spekülasyon yatırımlarda büyük artışların gözlemlenmesine neden olmaktadır. İyimser ortamda fiyatları yükselen mallar kredilere teminat olmakta, daralma ile birlikte bu malların likit değerleri düşmekte, kredilerin geri dönüşüne imkan vermemektedir. Bankacılık sisteminin liberalize edildiği fakat bankacılık denetlemelerinin zayıf ve kanuni yaptırımların olmadığı veya kanuni boşlukların olduğu ülkelerde banka krizleri, bankaların boşaltılmasıyla ortaya çıkmakta olup banka yöneticileri sadece yüksek riskli projelere yatırım yapmakla kalmamakta ayrıca batacağı garanti olan projelere de yatırım yaparak bu projelerden çıkar sağlamaktadır¹⁵

¹⁴ Şeyda İnandım, **Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği**, 1. Basım, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü Yayını, Ankara, 2005, s.6.

¹⁵ Duman, ss.38-41.



Şekil 1: Finansal Serbestleşme Sonrasında Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Reel Faizler (Türkiye Örneği, 01.1989-02.2005)

Kaynak: Şeyda İnandım, **Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği**, 1. Basım, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü Yayını, Ankara, 2005, s.6.

2.3. Bankacılık Sistemindeki Yetersiz Düzenleme ve Denetim

Son 20 yılda görülen bankacılık ağırlıklı mali sektör krizleri, mali sektör düzenleme, denetim ve gözetim sistemlerinin bir çok ülkede yeniden gözden geçirilmesine neden olmuştur. Mali sektör şirketlerinde görünen birleşmeler, mali sektör holdinglerinin sayısında ölçek ekonomisi argümanı ile oluşan artış ve evrensel bankacılık anlayışı ile bir çok mali hizmetin doğrudan veya iştirakler vasıtasıyla dolaylı olarak aynı kurum çatısı altında verilmeye başlanması, mali sektörde düzenleme, denetim ve gözetim anlayışında sürdürülen sektörel bazlı sistemin birleşik sisteme dönüştürülmesi eğilimlerine hız kazandırmıştır.

Bankaların yerine getirdikleri ekonomideki kaynakların eşleştirilmesi işleviyle beliren önemleri nedeniyle ülkeler, bankaların sağlıklı işlemelerine olanak sağlayacak düzenlemeleri yapmaktadırlar. Bu doğrultuda ülkeler, bir bankanın iflas etmesi durumunda diğer bankalardaki ve iflas eden bankadaki tasarruf sahiplerinin panik halinde hareket ederek tasarruflarını geri çekmelerini ve tüm ekonomiyi etkileyen bir kriz oluşmasını engellemeye yönelik olarak mevduat garantisi sistemini uygulamaktadırlar. Ancak, mevduat garanti sistemi de bir bankanın iflas etmesi durumunda yükümlülüklerinin devlet tarafından yerine getirileceğinden dolayı bankaların kaynaklarını kabul edilebilir risk çerçevesinde yönlendirme hususunda sorunlara ve aşırı risk almalarına neden olabilmektedir.

Finans sektöründeki işlevselliği ve vazgeçilmez finansal aracılık görevleri nedeniyle bankalar, bu önemli pozisyonlarının gerektirdiği şekilde yetkin kişi ve kurumlar tarafından denetlenmeli ve risk alma politikaları uluslararası standartlar doğrultusunda belirlenmelidir. Finansal kesimde böylesine önemli bir fonksiyonu olan bankaların, Basel Temel İlkeleri ve diğer ilgili uluslararası standartlar kapsamında etkin denetim ve gözetiminin ön koşulları aşağıdaki şekilde özetlenebilir.¹⁶

- Düzenleyici birimin yasal desteğe sahip, belirli ve açık hedeflere sahip olmalıdır.
- Bağımsızlık, hesap verilebilirlik ve şeffaflık sağlanmalıdır.
- Düzenleyici birimin etkin olarak faaliyet gösterebilmesi için yeterli gelir kaynaklarına sahip olması gerekmektedir.
- Düzenleyici birim, kapsadığı kurumlar üzerinde düzenleme sorumluluğunu yerine getirebilecek yaptırım gücüne sahip olmalıdır.

¹⁶ Alper Bakdur, **Bankacılık Sektörünü Düzenleyen Kurumların Yapıları: Ülke Uygulamaları ve Türkiye İçin Öneri**, 1. Basım, SPK Yayını, 2003, Ankara, ss.1-3.

- Düzenleme sisteminde, belirli bir sekt r m ya da faaliyetin hangi birimin kapsamına girdiği konusunda boşluklar olmamalıdır.
- Etkinlik kriterlerinin sağlanması ve sektör yapısının iyi tahlil edilmesi gerekir.
- Düzenleme sisteminin, “uygun maliyetli düzenleme” şeklinde yapılandırılması gerekir.

Bütün bu ilkeler doğrultusunda hareket etmeye çalışan bankaların oluşturduğu bir bankacılık sektöründe, finansal krizlerin oluşumunda bankaların oynamış oldukları olumsuz rollerin nispeten azalacağı söylenebilir.

2.4. Aşırı Bütçe Açıkları ve  demeler Bilançosu Sorunları

Genel olarak devletler topladıkları gelirlerden daha fazla harcama yaptıklarından bütçe açıklarının finanse edilmesi sorunu ortaya çıkmaktadır. Aşırı bütçe açıklarının makroekonomik istikrarsızlıklar yaratarak büyümeyi olumsuz yönde etkileyebileceği ileri sürülebilir. Ayrıca aşırı bütçe açıkları bazı makro sorunların göstergesi olarak da düşünülebilir. Aşırı bütçe açıkları bireylerin gelecekle ilgili beklentilerini etkileyerek olumsuz bazı gelişmelerin yaşanmasına da neden olabilir. Nitekim 80’li ve 90’lı yıllarda ortaya çıkan krizlerin temel nedeni aşırı bütçe açıkları ve  demeler bilançosu sorunlarıdır.¹⁷

Kimi ekonomistlerin, bütçe açıklarının, tasarrufları teşvik ettiğini ileri sürmesi konusunda James M. Buchanan’ın fikirlerine burada yer vermenin uygun olacağına inanıyorum¹⁸;

¹⁷ Taner Turan, “Maliye Politikası Araçlarının Ekonomik Büyüme  zerindeki Etkileri: Bir Literatür İncelemesi”, Sayıştay Dergisi, Sayı 69, Ankara, s.17.

¹⁸ James M. Buchanan, “Bütçe Açıklarının Ekonomik Sonuçları”, **Bütçe Dengesi Sempozyumu**, The Plaza Otel, , 9-11 Ocak , New York, 1986, s.8.

“Bütçe açıkları, devlet borçlanmasının kendisinin, yeni tasarrufları teşvik ettiğini öneren ekonomistler tarafından eleştirilmişti. Bu görüşe göre vatandaşlar, herhangi bir devlet borcuyla belirlenen gelecek dönem vergi mükellefiyetlerini onaylayacaklardır. Vatandaşların veya onların torunlarının üzerine konacak gelecek dönem vergi ödemeleriyle çok daha kolaylıkla karşılanacak şekilde, vatandaşlar davranışlarını buna göre ayarlayabilirler. Bu senaryoda, kişiler devletin borçlanmasını dikkatle izleyerek ilave tasarruflarını cari tüketim harcamaları oranlarını azaltarak bir kenara koyacaklardır. İlave tasarruflar, devlet borçlanma faaliyetinin temsil ettiği ödünç verilebilir fonlar üzerine ilave talepler kadar olacaktır. Yeni tasarruf dengesi sağlandığı durumda, hiçbir dışlama etkisi olmayacaktır.”

Burada, Buchanan’ın da belirttiği gibi, tasarruf dengesinin sağlanması durumunda, dışlama etkisi oluşmayacak ve gelecek dönem vergileriyle bütçe açıklarının finansmanı bu şekilde sağlanabilecektir.

Bilindiği gibi, gelişmekte olan ülkelerde parasal genişlemeye en önemli katkı bütçe açıklarının finansmanından kaynaklanmaktadır. Bu durumda, artan bütçe açıklarının, ek parasal finansman gerektireceği ve böylece enflasyonist baskıyı hızlandıracığı açıktır. Gelişmekte olan ülkelerde büyük boyutlara ulaşan bütçe açıkları, ekonomik istikrarın gerçekleştirilmesi açısından önemli bir engel oluşturmakta; bu da, bir iktisat ve maliye politikası aracı olarak devlet bütçesinin ekonomik istikrar hedefi de göz önünde tutularak kullanılması gereğini doğurmaktadır.

Gerek gelişmiş, gerekse gelişmekte olan ülkelerde hem iktisadi şartlardaki bozulmanın, hem de bu şartları düzeltmeye yönelik politikaların sonucunda açık finansman olgusu ortaya çıkmaktadır. Ancak ekonomide ortaya çıkan yapısal sorunlar, gelişmekte olan ülkelerde açıkların daha tehlikeli boyutlarda görülmesine neden olmaktadır. Devlet gelirlerindeki istikrarsızlık, aşırı harcama baskısı, kaynak dağılımının bozukluğu ve özel tasarrufların yetersizliği gibi etmenler, gelişmekte olan ülkelerde giderek büyüyen ve kronikleşen bütçe açıklarına yol açmaktadır. Bu durum, söz konusu ülkeleri, bütçe

açıklarının finansmanında daha fazla borçlanma ağırlıklı politikalar uygulamaya yöneltmektedir. Bu gelişmeler paralelinde iç ve dış borç faiz ödemeleri açıkların giderek artmasında önemli bir rol oynamaktadır. Bu durum da; aşırı bütçe açıkları ve ödemeler bilançosu sorunlarının, finansal krizlerin oluşumunda yer alan etmenlerden biri olmasına neden olmaktadır.

2.5. Banka Panikleri

Bir bankanın mevduat sahiplerinin paralarını ödeyememesi kamuoyunda diğer bankaların da aynı durumda olduğu veya olacağı kuşkusunu yaratırsa, finansal sistemde bir banka paniği başlayabilir. Böyle bir durumda mevduat sahipleri, banka iflas etmeden “paramı kurtarayım” kaygısıyla mevduatlarını bankadan çekme girişiminde bulunurlar ve bu davranış sistemdeki diğer sorunsuz bankaları da tehdit eder.

Bu tür durumlarda, müşteriler paralarını kurtarabilmek için ön sıralarda yer almak amacıyla bankaların önünde kuyruk oluşturmaya başlarlar. Doğal olarak, bu davranış sorunun daha da büyümesine neden olur. Her geçen saat ya da gün daha fazla mevduat sahibinin bankadan para çekmeye başlaması, bankanın daha fazla varlığını elden çıkarmasını gerektirir. Özellikle, bankanın, bu varlıkları değerlerinin altında satmaya zorunlu kalması durumunda banka iflasa sürüklenebilir. Bir banka, varlıklarının değeri yükümlülüklerinin altına düştüğü zaman iflas etmiş kabul edilir. Zira, böyle bir durumda bankanın tüm varlıkları nakde dönüştürüldüğünde borçlarını karşılayamamaktadır.

Ticari bankacılığın iki özelliği, sağlıklı olan bankaların da paniklerden etkilenmesine neden olur. Öncelikle, günümüz bankacılığı mutlak değil, kısmi rezerv bankacılığıdır. Yani bankalar, topladıkları mevduatın ancak bir kısmını rezerv olarak ellerinde tutarlar. Dolayısıyla, mevduat sahiplerinin aynı anda paralarını çekmek istemeleri durumunda, kasasında bu taleplerin tamamını karşılayacak nakit hiçbir bankada yoktur. Öte yandan, banka yükümlülüklerinin büyük bir bölümü talep edildiğinde, ödenmesi gereken mevduatlardan oluşur. Bir panik durumunda bankalar potansiyel bir tehditle karşı karşıyadırlar: Banka, müşterisine talep ettiği anda parasını ödeme sözü vermiştir; ancak,

çok sayıda mevduat sahibi aynı anda bu sözün yerine getirilmesini istediğinde, bu ödemeleri gerçekleştirmek mümkün değildir. Sözü edilen bu iki özellik, banka paniklerinin kartopuna benzetilmesine neden olmuştur. Çünkü sağlıklı bankaların müşterileri de bu tehlikeyi bilmekte ve banka rezerv kaybetmeye başlamadan önce parasını kurtaranlar arasında olmak için banka önündeki kuyruğa katılmaktadırlar¹⁹.

Aslında “Banka Panikleri”nde sorun, tek bir bankanın iflas etmesi sorunu değildir. Doğal olarak, “bir banka kötü yönetilmişse iflas edecektir” şeklinde düşünülebilir. Ama burada sorun tek bir bankanın (kötü yönetilmesi nedeniyle de olsa) iflası değildir; burada sorun, olayın sistemdeki diğer bankalara da sıçraması ve ortaya çıkan fon ihtiyacının, sağlıklı bankaları da “varlıkları ile borçlarını karşılayamaz” hâle getirmesi olasılığıdır. Daha güncel bir ifade ile burada sorun, kartopunun kısa bir süre içinde bir çığa dönüşme olasılığının yüksek olmasıdır.

3. DÜNYADA VE TÜRKİYE’DE YAŞANAN ÖNEMLİ FİNANSAL KRİZLER

3.1. Dünyada Yaşanan Önemli Finansal Krizler

3.1.1. Latin Amerika Krizi

1980’li yılların başlarında, Latin Amerika ülkelerinin finansal gelişmişlik seviyesi ülkeden ülkeye büyük farklılıklar göstermekteydi. Arjantin, Brezilya, Şili ve Uruguay gibi ülkelerde bankacılık sektörü önemli derecede dengesizlikler ihtiva etmesine rağmen biraz daha gelişmiş durumdaydı. Bolivya, Dominik Cumhuriyeti, Ekvator, Nikaragua, Peru ve Venezüella’da finansal sektör tam anlamıyla baskı altındaydı. Finansal baskı politikaları Latin Amerika ülkelerinde finansal sektörün daralmasına yol açmıştır.

¹⁹ İlyas Şıklar, **Finansal Ekonomi**, 3.Basım, TC. Anadolu Üniversitesi Yayını, Eskişehir, 2001, ss.240-242.

1980 öncesinde Latin Amerika ülkelerinin birçoğunda görülen yüksek enflasyon ve aşırı değerlenmiş ulusal paralar, insanların, tasarruflarını çeşitli finansal aktifler arasında paylaşmak yerine, döviz cinsinden tutmalarına neden olmuştur. Ayrıca mevduat münzam karşılıklarının çok yüksek oranlarda olması ticari bankaların özel sektörün yatırımlarını finanse etmesini engellemiştir.

1980 öncesinde uygulanan kredi tahsis politikası da devletin Latin Amerika ülkelerinde finansal piyasalara müdahale etmek için yoğun olarak kullandığı bir araç olmuştur. Ancak açılan kredilerin büyük bölümü kredi alan kişi veya kurumların büyük rantlar elde etmesine yol açmıştır. Bu nedenle; Latin Amerika, ticari banka kredilerinin ani tükenişi ile ciddi bir şekilde vurulmuştur 1982 yılının başlangıcında, negatife dönen kaynakların net transferi ve 1982-1986 yılları arasındaki yıllık net transfer yüzdesi -26.4 milyar dolar, 1976 ve 1981 yılları arasındaki 12 milyar dolardan fazla pozitif bir net transfer yüzdesi ile karşılaştırıldı- 1983'te, net geriye dönen kaynak transferleri 70 milyar doları aştı, 1980 ile 1983 yılları arasındaki üç yıllık kısa bir sürede.

Bu erken dönem boyunca, cari hesap ve ticari dengede yapılan ani düzenlemeler, ihracattaki ve yatırımlardaki daralmaları meydana getirmiştir. 1982-1987 yılları arasında Latin Amerika ve Karayip Adaları'ndaki ihracatın gerçek değeri, hemen hemen % 25'e düşmüştür. Çoğu ülke içinde, bu baskı sermaye malları ve ara mallarının ihracatında yoğunlaşmıştır. 1981-86 yılları arasındaki, ticaret hadlerindeki % 20 oranındaki kötüye gidiş, Latin Amerika'daki düzenlemeleri katılaştırmıştır. Erken yapılan acil durum düzenlemelerinden dolayı, GSYİH (Gayri safi yurtiçi hasıla) yatırımları, 1973-77 yılları arasındaki % 23'lük ortalamadan, 1983-86 yılları arasındaki %17'lik ortalamaya düşmüştür. Önemli büyük borçlular için –Arjantin, Brezilya, Şili, Kolombiya, Meksika ve Venezüella- bu oran % 19'dan, % 16'ya düşmüştür Ayrıca çoğu ülkede, altyapı yatırımları için artmış olan kamu yatırımları yoğunluğunda ciddi bir şekilde daralmalar gerçekleşmiştir.²⁰

²⁰ Sebastian Edwards, **Crisis and Reform in Latin America-From Despair to Hope**, 1.Baskı, A World Bank Oxford University Press, Londra, 1995, s.24.

1980'li yıllardan başlayarak 1990'lı yıllara kadar süren dönemde Latin Amerika ülkeleri finansal sistemlerine derinlik kazandırmak ve yatırımların verimliliğini artırmak amacıyla mali reformlar yapmışlardır. Finansal reformların uygulanmaya konulduğu dönemde Latin Amerika ülkelerinin birçoğu %50 ila %200 arasında değişen enflasyon ve devasa bütçe açıklarıyla karşı karşıya kalmışlardır. Bu dönemde; Meksika, 20 aralık 1994'te peyoyu devalüe etmiştir. Brezilya da bunu takip ederek, 14 ocak 1999'da devalüasyona gitmiştir. Ayrıca Arjantin de 7 ocak 2002 'de bir devalüasyon gerçekleştirmiştir. Bu tarihlere baktığımızda, Latin Amerika krizlerinin, takvim yıllarının çok başında ya da sonunda gerçekleşme eğilimi gösterdiğini söyleyebiliriz.

Latin Amerika'da yaşanan krizlerin, başkan ve\ya da parlamento seçimleri ile senkronize olmaya eğilimli olduklarını söyleyebiliriz. Politikanın maliyetleri ve yararlarının zamanlamasına bağlı olarak, politika yapıcılarının, bilhassa uzun vadeli fikirler ve uzak seçimler zemininde, kısa süreli oyunlar oynayabilmeleri; krizleri, sosyal ve mali olarak sorumlu davranışlar sergilemesi gereken politika yapıcılarını desteklemeye eğilimli yapmıştır. Yukarıdakilerin hepsi, politik ve ekonomik zamanlama sorunları, ülkelerdeki politik ve ekonomik zayıf mevzuat, politik şüpheler, Latin Amerika ülkelerini spekülasyon bir tünele sokmuştur.²¹

Birçok Latin Amerika ülkesi, etkin bir finansal denetleme sistemi oluşturmaya çalışsa da, yeterli sayıda eğitilmiş personelin(muhasebeci, müfettiş ve benzeri) olmaması, denetleme sistemindeki aksaklıklar ya da kanun boşlukları, veya politik nedenlerle denetiminin engellenmesinden dolayı bugüne kadar bu ülkelerde etkin bir denetim mekanizması oluşturulamamıştır.

²¹ Javier Santiso, **The Political Economy of Emerging Markets : Actors, Institutions and Financial Crises in Latin America**, 1.Baskı, Palgrave Macmillan, New York, 2005, ss.190-191.

Tablo 3 :
Finansal Reformlar ve Hisse Senedi Piyasalarının Gelişimi

Ülke	Reform Tarihi	Büyükük	Likidite	Volatilite
Arjantin	1977-81	Arttı	Arttı	Arttı
Brezilya	1986-90	Arttı	Arttı	Arttı
Endonezya	1983-87	Arttı	Arttı	n.d
Fas	1985-89	Arttı	Arttı	n.d
Filipinler	1981-85	Arttı	Arttı	Arttı
G.Kore	1981-85	Arttı	Arttı	Arttı
İsrail	1985-89	Arttı	Arttı	n.d
Jamaika	1986-90	Arttı	Arttı	n.d
Kenya	1990-94	—	—	n.d
Kolombiya	1990-94	—	Arttı	Arttı
Malezya	1986-90	Arttı	Arttı	—
Meksika	1986-90	Arttı	Arttı	Arttı
Peru	1990-94	Arttı	Arttı	n.d
Sri Lanka	1985-89	Arttı	Arttı	n.d
Şili	1974-78	—	Arttı	—
Tayland	1986-90	Arttı	Arttı	Arttı
Tunus	1985-89	—	—	n.d
Türkiye	1985-89	Arttı	Arttı	Arttı
Yunanistan	1986-90	Arttı	Arttı	Arttı
Venezüella	1989-93	Düştü	Düştü	Arttı

Kaynak : Javier Santiso, **The Political Economy of Emerging Markets : Actors, Institutions and Financial Crises in Latin America**, 1.Baskı, Palgrave Macmillan, New York, 2005, ss.190-191.

— : Değişmedi

n.d : Mevcut değil

Latin Amerika ülkelerinde yapılan finansal reformlar en çok menkul kıymetler borsasını olumlu olarak etkilemiştir. Tablo 3'te görüldüğü üzere, Venezüella dışındaki ülkelerde menkul kıymetler borsası önemli ölçüde genişlemiş ve daha likit hale gelmiştir. Ancak Latin Amerika ülkelerinin borsaları bu gelişmelere rağmen diğer gelişmekte olan ülkelerin, özellikle finansal reformlarda nispeten daha başarılı olan Güney Doğu Asya ülkelerinin borsalarıyla karşılaştırıldığında, gerek büyüklük gerekse likit olma açısından son derece geridedirler . Ayrıca bu borsalarda hisse senetleri fiyatları değişkenliği (volatilite) oldukça yükselmiştir. Derinliği olmayan bu borsaların finansal krizlere karşı mukavemeti elbette ki yetersiz olmuştur.²²

3.1.2. Japonya'daki Varlık Fiyatları Balonunun Patlaması

Japonya 1990'ların başında aktif-balon ekonomisinin (asset bubble economy) çöküşünü takiben mali krize girmiştir. 1980'li yıllarda deregülasyon sürecinin hızlanması ve sermaye piyasalarının derinleşmesiyle sistemde fazla kapasite sorunu çıkmıştır. Bu gelişmeler paralelinde gerekli düzenlemelerin gerçekleştirilememesi ile denetim ve risk yönetim kontrolünün eksikliği bankaları zora sokmuştur. 1990'ların başında başlayan sorunlar, 1997 yılında sistemik bir krize dönüşmüştür.

Japon bankacılık krizine neden olan sorunlar ekonomik patlama dönemlerinde aşırı aktif genişlemesi, gerekli düzenlemeler yapılmadan liberalizasyon sürecine geçilmesi, zayıf kurumsal yönetim) genel olarak bankacılık krizlerinin nedenlerini oluşturmaktadır.

Japonya bankacılık krizi diğer ülkelerde yaşanan krizlere göre uzun sürmüştür. Japonya, kendisi gibi yine 1990'ların başında benzer nedenlerle krize giren İsveç, Norveç, Finlandiya gibi, krizden kısa sürede çıkmayı başaramamıştır.

²² Bülent Güloğlu ve A. Ender Altunoğlu, "Finansal Serbestleşme Politikaları Ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya Ve Türkiye Krizleri", İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, No:27, İstanbul, 2002, ss.5-8.

1980'lerin ikinci yarısında Japon ekonomisinde ortalamanın üstünde ekonomik gelişme ve sıfıra yakın enflasyon kaydedilmiştir. Bu olumlu gelişmeler ülkenin risk profilini düşürmüştü, büyüme beklentisi içine girilmiş, aktif fiyatları yükselmiş ve önemli oranda kredi genişlemesi olmuştur. 1980lerin ikinci yarısı aynı zamanda mali liberalizasyonun ve deregülasyonun hızlandığı bir dönem olmuştur.²³

Tablo 4:
Takipteki Kredi* Rasyoları (Yüzde)

	Takipteki krediler/GSYİH	Aktifler**/GSYİH	Takipteki Krediler/Aktifler
Amerika (1991)	2,9	63,3	4,5
İsveç (1992)	13,2	130,1	10,1
Japonya (1999)	7,8	217,4	3,6

Kaynak: Serdar Çokaklı, "Bankacılık Sektöründe Yeniden Yapılandırma: Japonya Örneği", **BDDK Mali Sektör Politikaları Dairesi Çalışma Raporları**, BDDK, Ankara, 2002, ss.24-25.

*Tablodaki Ülkeler için Takipteki Krediler: Amerika için vadesinde ödenmeyen kredileri, non-accrual statüde olan krediler ve yeniden yapılandırılan kredileri; İsveç'te brüt sorunlu krediler, Japonya'da risk yönetimi kredileri ifade etmektedir.

**Tablodaki Ülkeler için aktifler, Amerika için ticaret bankaları, tasarruf bankaları ve S&Ls'in aktiflerini, İsveç için büyük bankaların aktiflerini, Japonya için bütün mevduat kabul eden bankalar aktiflerini ifade etmektedir.

Tablo 4'ü incelediğimizde takipteki krediler\GSYİH oranının 1999 yılında, Amerika'daki oranın neredeyse üç katı olduğunu görüyoruz. Aynı tabloda, örnek üç ülke için, (her ne kadar aktifler farklı şekilde tanımlanmış olsa da) Aktifler\GSYİH oranına

²³ Serdar Çokaklı, "Bankacılık Sektöründe Yeniden Yapılandırma: Japonya Örneği", **BDDK Mali Sektör Politikaları Dairesi Çalışma Raporları**, BDDK, Ankara, 2002, ss.24-25.

baktığımızda yine Amerika ile Japonya arasında çok büyük oranda farklılıklar görüyoruz. Bu rakamların, kriz öncesi durumu yeterince yansıttığını söyleyebiliriz.

Özetle, krizin ortaya çıkmasında ve bu kadar uzun sürmesinde, tipik bir bankacılık krizine yol açan düşük kârlılık, yetersiz sermaye gibi nedenlerin yanında, Japonya'ya özgü bazı sorunların da etkili olduğu görülmektedir. Söz konusu sorunlar²⁴;

- 1980'lerin başına kadar kendinden bekleneni vermesine karşın, ana banka yapısının liberalizasyon sonrası sistemin ihtiyaçlarını karşılamada yetersiz kalması,
- Liberalizasyonla uyumlu altyapının oluşturulmaması nedeniyle bankacılık sektöründe aşırı rekabet ve risk alınması,
- Özellikle “bubble”(balon) döneminde kredilerin, nakit akım analizleri yerine teminat değerliliğine bakılarak verilmesi, olarak sıralanabilir.

3.1.3. Avrupa'daki Kur Değişim Oranlarındaki Spekülatif Ataklar (ERM I Krizi)

Finansal serbestleşme sonrası, 1992-93 yıllarında Avrupa Birliği ülkelerinde ortaya çıkan ERM krizi, finansal karakterli ilk büyük krizdir. Krizin çıkmasında özellikle ABD faiz oranlarına göre yüksek olan Avrupa ülkeleri faiz oranlarının yabancı sermayeyi bu istikrarlı bölgeye çekmesi, ülke paralarının aşırı değerlenmesi ve cari açıkların artması en önemli faktörlerden biri olmuştur.

Diğer yandan Avrupa ülkelerinde krizden önce uygulanan, nispeten gevşek maliye politikası ve sıkı para politikası sonuçlarının verimli olmaması da krizin çıkmasında etkili olmuştur. Cari açıkları finanse etmede gerekli olan yabancı sermayeyi çekmek için yüksek tutulan faiz oranları yatırım ve iş yaratmayı engellemiş ve daha sonra da resesyona neden

²⁴ Pelin Ataman Erdönmez, “Japonya Mali Krizi”, Bankacılar Dergisi, Sayı: 40, Ankara, 2002, ss.50-57.

olmuştur. Ayrıca paralarını Alman markına bağlayan diğer Avrupa ülkelerini de, Almanya'nın bu sıkı para politikalarına uyma zorunda bırakması, onları da resesyona itmiştir.

Bütün bu faktörlere bağlı olarak. ERM Krizi, sabitlenmiş döviz kurunun, aşırı değerli paraların, finansal liberalizasyonun, çelişkili politikaların ve uluslararası sermaye piyasalarındaki spekülasyon davranışlarının bir sonucu olarak oluşan bir para krizidir.²⁵

Tam da, Alman ekonomisinin, birleşmenin getirdiği sıkıntılarla uğraştığı bir sırada, 1991 Aralık ayında, Topluluk ülkeleri Ekonomik ve Parasal Birliğin kurulmasına ilişkin süreci başlatmışlardır. Tablo 5'te görüldüğü gibi, belirlenen geçiş döneminin uzunluğu ve son aşamadan önce büyük asimetrik şokların oluşabilmesi, yeni EMS'nin kredibilitelerini işin daha başında azaltmıştır. Ayrıca, EMU üyeliği için getirilen giriş koşulları (Maastricht Kriterleri) bir takım sebeplerden ötürü üye ülkelere kredibl gözükmemiştir. Bunların başında, koşulların uygulanması durumunda Avrupa'da bir durgunluğun yaşanabileceği veya hükümetler tarafından katı bir şekilde uygulanmalarının sağlanamayacağı gibi nedenler gelmektedir.

Avrupa'da ortak karar alma konusunda yaşanan sorunlar, EMU projesinin başarısını etkilemiştir. Maastricht Antlaşması'nın onay sürecinin zorlu ve sıkıntılı geçmesi (hatta Danimarka'nın antlaşmayı onaylamaması), antlaşmanın daha işin başında sorgulanmasına neden olmuş ve bu tür siyasi gelişmeler piyasaları olumsuz etkilemiştir.

²⁵ Mustafa Miynat, "Liberalizasyon Sürecinde Ortaya Çıkan İstikrarsızlıklar ve Çözüm Önerileri", Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F: Yönetim ve Ekonomi Dergisi, Cilt 9, Sayı 1-2, İstanbul, 2002, s.190.

Tablo 5 :
EMU ve Euro'nun Aşamaları

<p>1. Aşama (1.7.1990-31.12.1993)</p> <ul style="list-style-type: none">- Sermaye hareketlerine ilişkin tüm kısıtlamaların kaldırılması,- Üye ülkelerin ekonomi politikalarının birbirlerine yakınlaştırılması,- Fiyat ve döviz kuru istikrarının sağlanması, <p>2. Aşama (1.1.1994-1.1.1999)</p> <ul style="list-style-type: none">- Üye ülkelerin para politikalarının birbirlerine yakınlaştırılması,- Avrupa Para Enstitüsünün (EMI) kurulması,- Merkez bankalarının kamu kesimini finanse etmelerinin yasaklanması,- Kamu kesiminin mali kurumlara ayrıcalıklı erişiminin kaldırılması,- Aşırı kamu kesimi açıklarının önlenmesi, <p>3. Aşama (1.1.1999 - 1.1.2002)</p> <ul style="list-style-type: none">- Avrupa Para Enstitüsünün (EMI) yerini Avrupa Merkez Bankasına bırakması,- Ekonomik ve Parasal Birliğe katılan ülkelerin döviz kurlarının birbirlerine ve euroya karşı geri dönülemez şekilde sabitlenmeleri,- Para politikası konusunda sorumluluğun üye ülkelerce ECB'ye devredilmesi.

Kaynak: Tolga Hakan Kaya, **ERM II'de Gelecek Var Mı? Türkiye Açısından Olası Senaryolar ve Politika Önerileri Nelerdir**, 1. Basım, TCMB Yayını, Ankara, 2005, ss.10-14.

İlginçtir ki, ERM I krizinde etkisi olduğu söylenen spekülör George Soros, krizden sonra yapmış olduğu bir açıklamada kriz sorumlusu olarak İngiltere'nin ERM'ye giriş zamanlamasını göstermiştir. Soros, yeni birleşmiş Almanya'nın ekonomik bir patlamayla karşı karşıya olduğu o dönemde, İngiltere'de durgunluğun had safhaya ulaşması ve kur seviyesinin sürdürülemez hâle gelmesi, buna karşın İngiliz Hükümetinin yeniden bir kur ayarlamasına karşı direnmesinin kendisi gibi spekülörlere büyük ve net kârlar kazandırdığını belirtmiştir.²⁶

²⁶ Tolga Hakan Kaya, **ERM II'de Gelecek Var Mı? Türkiye Açısından Olası Senaryolar ve Politika Önerileri Nelerdir**, 1. Basım, TCMB Yayını, Ankara, 2005, ss.10-14.

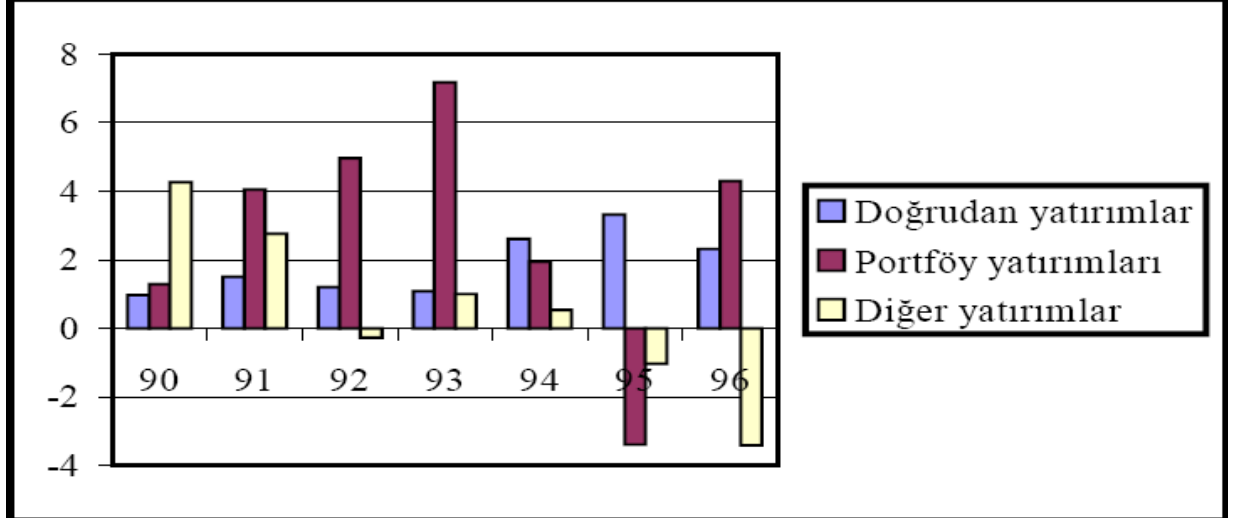
Özetle, kriz öncesi yetkililer, sabit bir döviz kuru uygulamasının kredibilitesini korumak uğruna ekonomik canlanmadan vazgeçmek gibi bir taviz vermek istememişlerdir. Ekonomik durgunluk ise daha baskın gelmiştir.

3.1.4. Meksika Ekonomik Krizi

1980 ve 1990 yıllarındaki Latin Amerika'daki krizlerden farklı olarak, 1994-1995 yıllarındaki Meksika ve 1997-1998 yıllarındaki Güney Asya krizi makro ekonomik istikrarın nispeten sağlandığı bir ortamda ortaya çıkmıştır. Her iki ülkenin ekonomik durumu, gelişmekte olan birçok ülkeye örnek teşkil edebilecek kadar sağlıklı gözükmekteydi. Bir başka deyişle gerek Meksika'da, gerekse beş Güney Doğu Asya ülkesinde (Endonezya, Güney Kore, Filipinler, Malezya, Tayland) diğer ülkelerde görülen devasa bütçe açıkları mevcut değildi ve enflasyon oranı düşüktü.

Meksika 1980'li yılların ortalarında kamu maliyesini ıslah programıyla işe başlamış ve bunu özelleştirme ve büyük çapta finansal reformlar izlemiştir. Aynı zamanda dış borçlarını yeniden yapılandırmış ve Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşmasını (NAFTA) imzalayarak dış ticaretini serbestleştirme yönünde önemli mesafeler kaydetmiştir. 1990'lı yıllarda iki sene gibi kısa bir sürede 1982 yılında kamulaştırılan 18 kamu bankası özelleştirilmiştir. Bunların yanında diğer Latin Amerika ülkelerinde olduğu gibi Meksika'da da faiz oranları serbest bırakılmış, kredi sınırlamaları ve bankaların kasalarında likit tutma zorunluluğu kaldırılmıştır. Bu uygulamalar başlangıçta on yıldan uzun bir zamandır çok düşük büyüme oranına ve yüksek bir enflasyona sahip olan Meksika ekonomisinin canlanmasını sağlamıştır. Gerçekten de 1989-1994 yılları arasında, GSYİH sabit fiyatlarla yılda ortalama % 4 büyümüş ve 1993 yılı sonunda enflasyon oranı yirmi yıldan beri ilk kez % 10'nun altına inmiştir. Bu istikrarlı büyüme Meksika'nın o güne kadar

görmediği kadar çok yabancı sermaye çekmesini sağlamıştır. Şekil 2’de de görüldüğü gibi Meksika ekonomisine yabancı sermaye girişi kriz öncesinde hızlanmıştır²⁷.



Şekil 2 : Meksika'nın Sermaye hareketleri (GSYİH'nın yüzdesi olarak)

Kaynak : Türkiye Bankalar Birliği Bankacılık ve Araştırma Grubu, **Meksika ve Kore Deneyimlerinin Karşılaştırılması**, 1. Basım, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, Ankara, 2001, s.8.

Ancak hızlı sermaye hareketleri toplam talebin aşırı derecede artmasına, hisse senetlerinin ve gayri menkul fiyatlarının yükselmesine neden olmuştur. Meksika dahil birçok Latin Amerika ülkesinde finansal serbestleşme programlarının uygulanmaya konulduğu yıllarda özel tasarruf oranlarının düştüğünü gözlenmiştir. Hızlı portföy akımları Latin Amerika ülkelerinde “euphoria”ya (rahatlık) neden olmuş ve yatırımlardan vazgeçilmek pahasına tüketimi artırma alışkanlığına (herd instinct) yol açmıştır.

Meksika’da finansal denetim otoritesinin bankaların problemlerini algılaması ve banka hissedarlarının yeni sermaye artırımına gidemeyeceklerinin belirlenmesine bağlı olarak karar alma süreci uzamış ve bu süre içinde problemlerli bankalar sistem içinde kalmaya devam etmiştir. Bu arada müdahale edilmeyen problemlerli bankaların hepsi yeniden

²⁷ Güloğlu ve Altunoğlu, ss. 8-10.

sermayelendirme ve kötü aktiflerin satın alınması gibi önemli miktarda mali kaynakların kullanıldığı programlardan yararlanmışlardır. Meksika ekonomisinin hızla iyileşmesine ve bankaları destek programlarına rağmen 1995 yılında hiç müdahale edilmeden faaliyetine devam edebilen banka sayısı çok azdır. Bu nedenle problemlili bankaların sistem dışına çıkarılmasında gecikme olması daha fazla kayıplara yol açmış, dolayısıyla doğrudan ya da dolaylı olarak kamuoyuna ve kamu bütçesine daha fazla yük gelmesine neden olmuştur.²⁸

Sonuçta cari işlemler açığı hızla artmış ve yatırımcılar bu açığın uzun süre sürdürülemeyeceği hissine kapılmışlardır. Bunların dışında özel sektöre açılan kredilerin hızla artması, çıpayaya dayalı döviz kuru politikasının devam ettirilmesi, uluslararası faiz oranlarının özellikle ABD'deki faiz oranlarının yükselmesi, politik cinayetlerden dolayı oluşan belirsizlikler gibi faktörler Meksika ekonomisine olan güveni oldukça zayıflatmıştır. Özel sektöre açılan kredilerdeki artışlar bankacılık sisteminde düzenleme ve denetlemenin etkin olmadığı bir durumda ortaya çıkmıştır. Ayrıca bankalar açtıkları kredilerin kullanım alanlarını kontrol edebilecek bir mekanizmayı kendi bünyelerinde bulundurmamaktaydılar. Böylece, Meksika kendisini bir ekonomik krizin içinde buluvermiştir.

3.1.5. Asya Finansal Krizi

1960'lı yıllardan sonra gelişmeye başlayan ve kriz öncesine kadar gelişmekte olan ülkelere akan sermayenin yaklaşık yarısını çeken Doğu Asya ülkeleri 1980'lerde "Kaplanlar" adıyla sembol haline gelmiştir. Ancak 1997 yılında Tayland ile başlayan ve G. Kore, Malezya, Endonezya'yı kapsayan Doğu Asya Krizi bu imajı sarsmıştır.

1997 yılında Doğu Asya'da gözlenen kriz finansal nitelik taşımaktadır. Sermaye hareketlerinin serbest olduğu ortamlarda gerçekleşen finansal krizde aniden ortaya çıkan likidite darlığı ve ağır devalüasyonlar, mali kurumların ve firmaların bilançolarını bozarak

²⁸ Türkiye Bankalar Birliği Bankacılık ve Araştırma Grubu, **Meksika ve Kore Deneyimlerinin Karşılaştırılması**, 1. Basım, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, Ankara, 2001, s.8.

büyük zararlara ve güven kaybına neden olmuş; üretimde ve istihdamda büyük kayıplara yol açmıştır.²⁹

Özellikle Güney Asya ekonomileri yüksek faiz politikası izleyerek yüksek kar elde etmek isteyen yabancı yatırımcıları kendilerine çektiler. Bunun sonucu olarak bu ekonomiler yüksek miktarda sıcak para çektiler ve değerli kıymetlerin fiyatları yükseldi. Bu yıllarda, yani 1980'lerin sonları ve 1990'ların başlarında, Tayland, Malezya, Endonezya, Filipinler Singapur ve Güney Kore ekonomileri %8 ile %12 arasında yüksek büyüme gerçekleştirdiler. Bu başarı IMF ve Dünya Bankası gibi çeşitli uluslararası kurumlar tarafından sahiplenildi ve Asya mucizesinin bir parçası olarak görüldü.

Nedenleri ne olursa olsun, Asya krizi 1997'nin ortalarında başlamıştır ve çeşitli Doğu Asya ülkelerinin para birimi, borsa ve diğer kıymetlerinin büyük miktarda değer kaybetmesine yol açmıştır. Kriz, 2 Temmuz 1997'de Tayland'ın 1997 başından beri giderek yoğunlaşan spekülasyon baskıları nedeniyle ulusal para birimi Baht dalgalanmaya bırakma ve daha sonra IMF'ye başvurma kararı alması ile patlak vermiştir. Tayland Merkez Bankası'nın bu kararı açıklaması ile baht bir anda %15'in üzerinde değer kaybetmiştir. Güney Amerika'daki olaylar, özellikle 1994 Meksika peso krizi yüzünden güvenlerini kaybeden batılı yatırımcılar Doğu Asya ülkelerinde tuttukları portföy yatırımlarını çekmeye başlamışlardır. Oluşan domino etkisi sayesinde bir süre sonra küresel bir kriz oluşmuştur.

Bazı ekonomistler krizin asıl nedeninin gayrimenkul spekülasyonu olduğunu belirtse de Kıta Çin'inin ASEAN (ülkeleri ihracatlarının yavaşlamasında büyük rolü olduğunu belirtmektedirler. Çin, özellikle 1990'larda ihracatı destekleyen çeşitli reformların uygulanması ile birlikte diğer Asya ekonomileri ile rahat rekabet edebilir hale gelmişti. Daha önemli bir neden de dolara çığa ile bağlı olan Tayland ve Endonezya para birimleri

²⁹ Yusuf Bayrakturan ve M.Hilmi Özkaya, "IMF İstikrar Politikalarının Doğu Asya'da Ekonomik Performans Sonuçları", Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt 3, Sayı 1, Kocaeli, 2002, s.9.

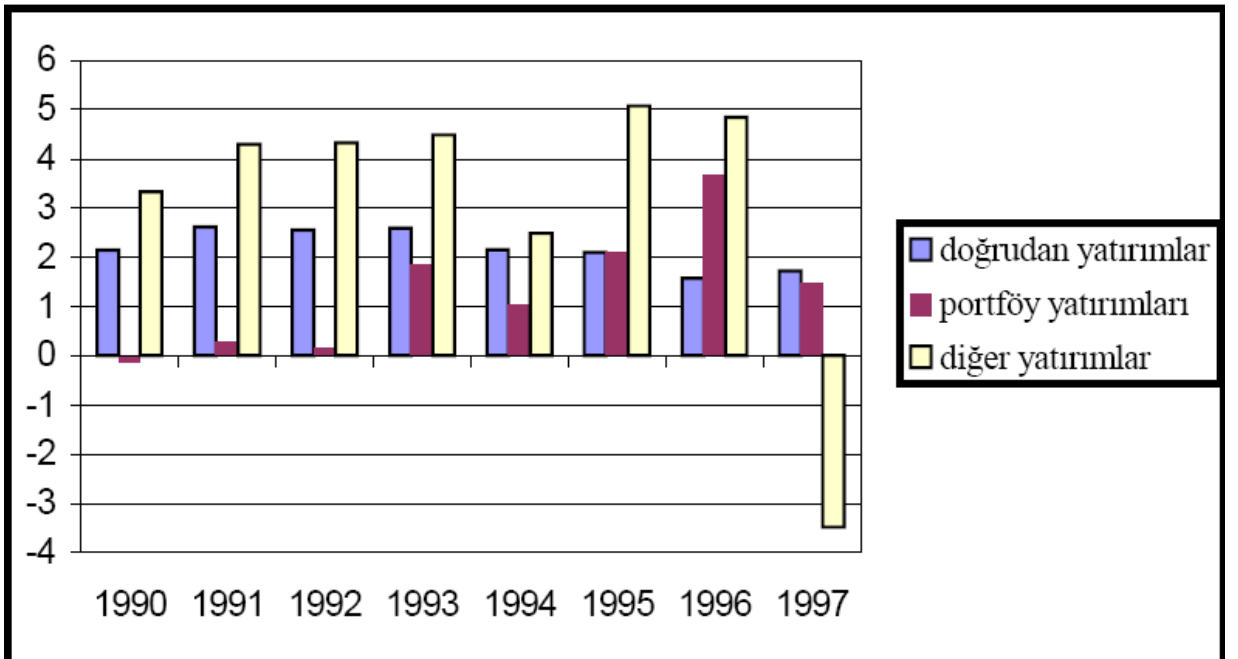
doların değer kazanması ile birlikte değerlenmeleridir. Batılı ithalatçılar daha ucuz üreticiler aramaya yöneldiler ve para birimi yuan'ı dolara karşı düşük değerde tutan Çin'de ucuz üreticileri buldular. Başka ekonomistler bu iddiayı desteklemeyerek 1990'larda hem Çin'in hem de ASEAN ülkelerinin ihracatlarının çok hızlı miktarda yükseldiğini belirtmektedirler³⁰.

Asya krizinin ortaya çıkışından çok kısa süre öncesine kadar, IMF'nin Asya ülkelerine ilişkin değerlendirmeleri son derece olumlu olmuştur. Bu nedenle krizi öngöremediği ve uluslararası yatırımcıları yanılttığı gerekçesiyle eleştirilmiştir. Ayrıca, IMF'nin Asya krizinin çözümü için uygulanmasını önerdiği politikaların Asya ülkelerinde ağır bir durgunluğa neden olması yüzünden de eleştirilmektedir.

IMF kendisine yöneltilen eleştirilere karşılık, Asya krizi sürecinde de kriz yönetimini üstlenmiş, desteklediği ihracata yönelik ve dış finansmana dayalı modelin işlerliği açısından bir sorun bulunmadığı varsayımıyla hareket etmiştir. Kriz esas olarak ülkelerin uyguladıkları yanlış iktisat politikalarına bağlanmış, çözüm için IMF, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi sürecinin devam ettirilmesi yanında geleneksel istikrar politikası önlemlerinin uygulanmasında ısrarlı olmuştur. Ancak, ekonomik yapısı güçlü olmayan, bankacılık ve finans gibi sektörlerde yapısal düzenlemeleri yapamamış ülkelerde bu durum, ülkeye sermaye giriş çıkışını riskli hale getirmiştir.

³⁰ Ahmet Turgut, "Finansal Krizlerde IMF'nin Rolü: 1997 Asya ve 2000-2001 Türkiye Krizleri", Selçuk Üniversitesi Karaman İ.İ.B.F. Dergisi, Sayı: 10, Konya, 2006, s.6.

Şekil 3:Asya Ülkelerinin Sermaye Hareketleri (Endonezya, Filipinler, G.Kore, Malezya, Tayland)



Kaynak : Salih Öztürk, “Sabit Döviz Kuru Politikasının Finansal Krizlere Etkisi : 1997 Güneydoğu Asya ve 2000 Kasım-2001 Şubat Türkiye Krizleri” Yönetim ve Ekonomi Dergisi, Cilt : 10, Sayı : 1, İstanbul, 2003, s.173.

Hemen hemen kriz yaşayan bütün Asya ülkelerinde döviz krizi öncesinde sermaye piyasaları doygunluk döneminde yer almaktaydı. Hisse senedi ve emlak fiyatları oldukça yükselmiş , daha sonra birden düşmeye başlamış ve krizin patlak vermesinden sonra dahi, büyük çaplı düşüşler göstermeye devam etmiştir. Yaşanan bu krizde, finansal aracılarn önemli bir rolü olmuştur. Örneğin Tayland’da mali şirketler denen bankalar dışındaki aracı kuruluşlar döviz cinsinden kısa vadeli borçlanmalara giderek spekülatif yatırımcılara borç vermişler ve bu suretle krizde esaslı bir role sahip olmuşlardır. Güney Kore’de ise, bankalar

aşırı ölçüde kısa vadeli borçlanmalara başvurmuşlar ve büyük işletmelere spekülâtif yatırım yapmak üzere borç vermişlerdir. Yaşanan gelişmeler sonucunda etkin bir denetim mekanizması getirilmediğinde aracı mali kuruluşların moral çöküntü yaratmak suretiyle krizin çıkmasında önemli bir rol oynayabilecekleri anlaşılmıştır. Burada aslında, mali kuruluşlar, hükümetlerden açık bir garanti almış değillerdi. Ancak, Tayland mali şirketleri ile Güney Kore bankaları, güçlü siyasi bağlantılar nedeniyle herhangi bir riskten kendilerini korunmuş hissetmişler ve riskli krediler vermekte tereddüt etmemişlerdir.³¹

3.1.6. Rusya Finansal Krizi

1997 yılı Temmuz ayında Asya Bölgesinde ortaya çıkan kriz dikkatleri Rusya gibi ekonomik sorunlarla karşı karşıya olan ülkelere çevirmiştir. Bu kapsamda, GSYİH'nın yüzde 8.2'si oranındaki bütçe açığı ve kısa vadeli borçlar Rusya'da kaygılara yol açmakta idi. Ülkede yaşanan grevler ve son olarak 1998 yılı Mayıs ayında Rusya'nın en büyük ikinci firması olan "Unified Energy Sistem" ortaklık yapısında yabancı yatırımcılara sınırlama getirilmesi kaygıların daha da artmasına yol açmıştır.

Rusya'nın 140 milyar dolar civarında dış borç ve 70 milyar dolar civarında hazine bonosu olmak üzere toplam 200 milyar dolar civarında borcu bulunmaktaydı. Toplam borcun GSYİH'ya oranı ise yüzde 42'ler seviyesindeydi. Borç stoku diğer ülkelerle karşılaştırıldığında yüksek değildi. Ancak sorun kısa vadeli borçların yüksek olmasından kaynaklanmaktaydı. 70 milyar dolar civarındaki hazine bonosunun ortalama vade yapısı 11 aydı. Dolayısıyla Rus hükümeti her ay yaklaşık 6 milyar dolarlık yeni borçlanma yapmak durumundaydı. Ayrıca Bono stokunun yaklaşık 20 milyar dolarlık kısmının yabancı yatırımcıların elinde olduğu tahmin ediliyordu³².

³¹ Salih Öztürk, "Sabit Döviz Kuru Politikasının Finansal Krizlere Etkisi : 1997 Güneydoğu Asya ve 2000 Kasım-2001 Şubat Türkiye Krizleri" Yönetim ve Ekonomi Dergisi, Cilt : 10, Sayı : 1, İstanbul, 2003, s.173.

³² S. Rıdvan Karluk ve diğ., "Güneydoğu Asya ve Rusya Krizleri Karşısında Türkiye", <http://www.econturk.org/tonus.pdf>, (15/03/ 2009), s.6.

Tablo 6:
Rusya Federasyonu Cari İşlemler Dengesi
(Milyar US\$)

	1994	1995	1996	1997
İhracat, fob	67,8	82,7	90,5	88,7
İthalat, fob	50.0	61,9	67,4	71.3
D. Tic.Dengesi	17,8	20,8	23,1	17.3
Cari İşlemler den.	9.0	8.0	11.6	3.3

Kaynak: S. Rıdvan Karluk ve diğ., "Güneydoğu Asya ve Rusya Krizleri Karşısında Türkiye", <http://www.econturk.org/tonus.pdf>, (15/03/2009), s.6.

Finansman krizini aşabilmek amacıyla Rus Hükümeti 1998 yılı Temmuz ayında IMF ile bir destek anlaşması imzalamış ve bu kapsamda 1998 yılında 12.5 milyar dolar olmak üzere 1999 yılı sonuna kadar 15.1 milyar dolarlık finansman imkanı sağlamıştır. Ayrıca Dünya Bankası da 1999 yılı sonuna kadar Rusya'ya 6 milyar dolar yardım yapacağını açıklamıştır. Japon Hükümetinin taahhüt ettiği 1.5 milyar dolarlık yardım paketiyle beraber Rus Hükümeti 1999 yılı sonuna kadar 22.6 milyar dolarlık finansman sağlamıştır.

Sağlanan yeni dış kredi imkanlarının da desteğiyle Rus Merkez Bankası Temmuz ve Ağustos ayı başlarında ısrarla rublenin değerini değiştirmeyeceğini açıklamış ancak devalüasyon spekülasyonlarını azaltamamıştır. Son olarak George Soros'un 1998 yılı Ağustos ayı ortalarında Financial Times'a gönderdiği mektupta rublenin yüzde 25 civarında devalüe edilmesi gerektiğini söylemesi piyasalarda devalüasyon beklentilerini iyice

artırmıştır. Rus hükümeti piyasaları yatıştırmak üzere 17 Ağustos 1998 tarihinde daha önce Amerikan Doları karşısında 5.27 - 7.13 olan ruble koridorunun 1998 yılı sonuna kadar 6.0 - 9.5 olacağını açıklamış ve dış borçların ödenmesi hususunda 90 günlük moratoryum ilan etmiştir.³³

3.1.7. A.B.D. Mortgage Krizi

Mortgage sistemi ABD’de uzun yıllardır uygulanan ve 20-30 yıla kadar uzayan vadelerle ev sahibi olma imkânı sunan bir ev kredisi sistemidir. Bu sistemde, ev almak isteyenler tarafından kredi kuruluşlarından alınan krediler sabit ya da değişken faizlerle geri ödenir. Kredi kullanmak isteyenler öncelikli olarak kredi geçmişlerine göre derecelendirilir ve buna göre, kredi geçmişi kötü olanlar (derecelendirme notu A olmayanlar), kredi geçmişi iyi olanlara (derecelendirme notu A olanlar) göre daha yüksek faiz ödemek zorunda kalırlar. Bir başka deyişle, subprime mortgage piyasasında, kredi almak için gerekli şartları sağlayamayan kişilere de kredi kullanılır. Bu kişilerin kredi geçmişi ev kredisi almak için uygun olmayabilir. Hatta bu kişilerin aldıkları kredi ve bunun faizini ödemek için yeterli gelirlerinin olması da şart değildir. Yüksek faiz karşılığında bu kişiler sisteme dahil edilerek büyük bir riskin altına girilmiştir.

Subprime mortgage piyasasının oluşumunda 2001 yılında patlayan internet balonunun etkilerini görmek mümkündür. İnternet balonunun ardında bıraktıkları; büyük kayıplar yaşayan ve iflas eden teknoloji şirketleri, bu şirketlere yatırım yapan ve sonuçta zarar eden pek çok yatırımcı, Merrill Lynch gibi şirketlerin ödemek zorunda kaldığı yüksek tazminatlar ve büyük düşüşler gösteren borsalar oldu. Yaşanan kriz ortamından çıkışı sağlamak için ise FED (Federafaizlere müdahale etti. FED’in müdahalesiyle %7’lerden %1’e kadar düşürülen faizler, gayrimenkul yatırımları için uygun ortamı oluşturdu. Kredi kuruluşları, kredi geçmişi uygun olmasa bile tüketicilere kredi vererek kârlarını daha da artırma yoluna gittiler. Yüksek faizle kredi kullananların piyasaya girmesi, gayrimenkul fiyatlarındaki artışı beraberinde getirdi. Ancak tüketiciler hâlâ yüksek faizle kredi ödemeye

³³ DPT, “Rusya Krizi ve Türkiye Üzerine Muhtemel Etkileri”, <http://ekutup.dpt.gov.tr> , (27/03/ 2009), s.2.

razıydılar; çünkü yükselen gayrimenkul fiyatları krediler geri ödenemese bile gayrimenkulün satışı sonucunda yüksek getiri elde edilmesine imkân sağlıyordu³⁴.

Yaşanan tüm bu gelişmelerin ardından ödeme güçlerinin oldukça üstünde kredi kullanan orta ve dar gelirli grup için kredi ödemeleri neredeyse imkânsız hale geldi. İlk başlarda iyi giden ve kredi kuruluşlarına daha fazla kâr sağlayan subprime piyasasında tehlike sinyalleri daha güçlü çalmaya başladı. Konut fiyatları düştüğünden evini satsa bile borcunu ödeyemeyecek duruma gelen tüketiciler, tam anlamıyla bir çıkmaza girdi. Kredi kuruluşları bu kişilerin evlerine el koymaya başladı. Kredi borcunu ödeyemeyen pek çok aile evsiz kaldı. El konulan ev sayısında yaşanan büyük artış ve kredi kuruluşlarının bu evleri satıp nakde çevirmek istemesi, konut fiyatlarındaki düşüşü daha da artırdı. 2001 yılında gayrimenkul sektöründe oluşmaya başlayan balon 2006 yılında patladı ve sektör duraklama dönemine girdi. İnşaat alanında yaşanan durgunluk, bununla bağlantılı birçok sektöre de yansdı. ABD’de başlayan kriz rüzgarı, Avrupa mortgage piyasalarında da etkisini hissettirdi.

3.2.Türkiye’de Yaşanan Önemli Finansal Krizler

3.2.1 1929-89 Döneminde Türkiye’de Yaşanan Ekonomik Çalkantılar

Bu dönemde yaşanan finansal krizlere kısaca değinmekte fayda olduğuna inanılmaktadır Cumhuriyetin kuruluşundan 1989’a kadar yaşanan krizlerde; hem dünyadaki konjonktürel gelişmeler, hem de yeni kurulmuş ve savaşlar yaşamış bir ülke olmanın olumsuz etkileri gözlemlenmiştir.

- **1929 Krizi :** Türkiye, ilk ekonomik krizin 1929 yılında yaşamıştır. 1929’da bütün dünyada daha sonra büyük buhran olarak adlandırılan büyük bir ekonomik bunalım olmuştur. Bu yılda ilk defa Türk parasının değeri düşmüş, Türkiye" nin başlıca ihracatı olan tarım ürünlerinin fiyatları Dünya piyasalarında gerilemiştir. Bu ekonomik krizle birlikte Türkiye ekonomisinin

³⁴ Urhan Nihal, “Piyasaların Mortgage Krizi”, BoryaD , İstanbul, 2008, ss.17-18.

kendi sıkıntıları ve ödenmesi gereken Osmanlı borçlarının ilk taksiti de eklenince ciddi bir kriz ortamı oluşmuştur.

- **1948 Krizi :** 1944 yılında İkinci Dünya Savaşı'nın başladığı dönemde bütçe açık vermeye başlayınca, savaş, tüm dünyada olduğu gibi Türkiye'de de ekonominin dengelerini sarsmıştır. Yeni ekonomik politikalara ayak uydurmak ve ihracatı artırmak için devalüasyon yapılmıştır. Böylece Türkiye, devalüasyonla da bu dönemde tanışmıştır. Ancak bütçe fazla vermesine rağmen, ihracatı artırmak için devalüasyona gidilmesi bile işe yaramamıştır.

Azınlıkların yaptığı yoğun ithalatın getireceği dövizlere bel bağlanmış ancak 1929 bunalımı nedeniyle tarım ürünlerinin fiyatlarının çok aşağılara inmesi, bunun sonucu olarak dış ticaret açığının artması ve Türk Lirasının değerinin hızla düşmesi krize neden olan etmenlerden bazıları olmuştur. Osmanlı İmparatorluğu'ndan kalan borçların ilk taksitinin ödenme süresinin gelmesi ise Türkiye Cumhuriyeti'ni ekonomik bir darboğaza düşürmüştür. Ülkede kambiyo noksanlığı nedeniyle bir ekonomik kriz patlak vermiştir.³⁵

- **1954 Krizi :** 1950-1954 yıllarında dış sermayeye açılma ve serbest piyasa ekonomisine geçiş dönemi başlamıştır. Buna bağlı olarak 1951 yılında bütçe açık vermeye başlamış ve bu durum 1963'e kadar 12 yıl boyunca devam etmiştir. 1950-1954 yıllarında dış sermayeye açılma ve serbest piyasa ekonomisine geçiş dönemi başlamıştır. Buna bağlı olarak 1951 yılında bütçe

³⁵ A. Tolga Akpınar, "Türkiye'de Ekonomik Krizler-1929 Krizi", Sinestezi Dergisi, 2009, <http://sinestezi.wordpress.com/2009/01/23/turkiye-de-ekonomik-krizler-1929-krizi/>, (26/06/2009), s.2.

açık vermeye başlamış ve bu durum 1963'e kadar 12 yıl boyunca devam etmiştir.

1956 yılında Milli Koruma Kanununun yeniden yürürlüğü konulmasıyla, fiyatlar üzerinde baskı oluşmuş fakat yine de enflasyon engellenememiştir. Bu arada dünya piyasasında hammadde fiyatları fırlamıştır. Kredili ithalat uygulamasına geçilmiş, ticari nitelikli dış borçlar ödenemez hale gelmiştir. Dış borç yükü ve kamu açıkları artmıştır. Sonuç olarak Türkiye'de plansız yatırımlar yapılması sebebiyle enflasyon kendini göstermeye başlamış ve Türkiye ekonomisi krize girmiştir.

- **1958 Krizi** : 1958'de Türkiye'nin 256 milyon dolar tutarında dış borcu ve "kambiyo krizi" bulunuyordu. Ağustos ayında Türkiye IMF ile bir istikrar programı uygulamayı kabul etmiştir ve sonrasında devalüasyona gidilmiştir. 1958 yılında 55.3 milyon dolar olan bütçe açığı 1959'da 266.7 milyona yükselmiş, dış ticaret açığı büyümüştür. Ekonomik istikrarı sağlamak için sıkı para ve maliye politikaları, ihracatı teşvik tedbirleri gibi bazı tedbirler alındıysa da enflasyon önlenememiştir.

1954-58 döviz yokluğu nedeniyle, hammadde ve ara malı ithalatının durmasından kaynaklanmıştır. Üretim için gerekli ithal ürünlerin temin edilememesi, sanayi tesislerinin mecburen üretimi kısmasına, piyasada talebi olan ürünlerin bile üretilmemesine neden olmuştur. Bu nedenle bu krizlerin arz yanlı krizler olduğu söylenebilir.³⁶

- **1974 Krizi** : 1974 yılında petrol fiyatlarının patlayarak 4 katına çıkması Türkiye ekonomisini olumsuz etkilemiştir. Aynı yıl Kıbrıs Barış Harekatı ile

³⁶ Orhan Karaca, "Üretim mi Tüketim mi", http://www.capital.com.tr/haber.aspx?HBR_KOD=1114, (04/05/2009), s. 5.

birlikte batılı ülkelerin üstü örtülü ekonomik ambargosu başlamıştır. Petrol fiyatlarındaki artış ithal edilen sanayi ürünlerinin fiyatlarını da tırmandırarak, bütün dünya petrol tasarrufuna yönelirken Türkiye petrole sübvansiyon vererek tüketimi patlatmıştır. Dış ticaret açığı korkunç şekilde artış göstermiş, 769 milyon dolardan önce 2.3 milyar dolara fırlamıştır. Türkiye o yıl 303 milyon dolarla rekor bir bütçe açığı vermiştir. Turizm ve işçi gelirleri düşmüş, istihdam sorunu büyümüş, Türkiye yeni bir darboğazın eşiğine gelmiştir.³⁷

- **1978 Krizi** : Dönemin hükümetleri düşük faizli kredileri hiç geri ödenmeyecekmiş gibi kullanmışlar, büyük bir kısmı ise amaçsız bir şekilde harcanmıştır. Bu borçlar, tüketimi ve ithalatı etkilerken bir yandan da sabit yatırımları ve buna bağlı ithalatı etkilemiştir. 1970 yılında 1.8 milyar dolar olan borç, 1977 yılında 10 milyar dolara çıkmıştır. 1978 yılında kısa vadeli borçların toplam borç içindeki payı yüzde 52'ye ulaşmış ve 1978'de kriz patlamıştır. 1978: “petro-dolarları dolaşıma döndürme” politikasının yarattığı aşırı kısa vadeli borçlanmanın, Türkiye ile birlikte bir dizi GOÜ (gelişmekte olan ülke) (Arjantin, Zaire, Peru gibi) birlikte krize girmesi; uluslararası bankaların GOÜ'ye kredileri kısarken, faizleri yükseltmeleri; krizi oluşturan nedenler arasında sıralanabilir.³⁸

Böylece Türkiye, yoğun ekonomik kriz yaşarken ikinci bir krize yakalanmıştır. OPEC üyeleri petrol fiyatını 1979 ve 1980'de ikinci kez yüzde 150 oranında artırmış, işsizlik oranı yüzde 20'lere yaklaşmıştır. Enflasyon yüzde 63.9'a yükselmiştir. Ülkeyi, 1974'de yaşanan petrol krizinden daha fazla 1979-1980 petrol krizi etkilemiştir.

³⁷ Ankara Ticaret Odası, Krizler Tarihi Raporu, 2005, <http://www.atonet.org.tr/yeni/index.php?p=276&l=1>, (12/06/2009). s.2.

³⁸ Kazgan, Gülten. “Türkiye’de Ekonomik Krizler : 1929-2001 Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Karşılaştırmalı Bir İnceleme , 1979-80 İkinci Petrol Krizi Konferansı, İstanbul Bilgi Üniversitesi, İstanbul, s.5.

- **1986 Krizi** : 24 Ocak kararlarının yürürlüğe konmasının ardından alınan tedbirler sonucunda 1978’de 2.3 milyar dolar olan ihracat 1983’te 5.7 milyar dolara çıkmış, aynı yıl dış ticaret açığı 3.6 milyar dolar, bütçe açığı ise 2.5 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bütçe açığının ulaştığı rakam, bir önceki yıla göre yüzde 150 artmıştır. Kamu harcamalarının artması sebebiyle ekonomik dengesizlik yaşanmış ve devalüasyon yapılmıştır.³⁹
- **1988-89 Krizi** : Seçimlerden sonra kamu açıklarındaki artış ve mali piyasalarda yaşanan dalgalanmalar sonucu faizler yükselmiş, döviz rezervi azalmıştır. 1989 yılına gelindiğinde Türkiye dışa açık serbest piyasa ekonomilerinden biri olmuştur. 4 Şubat tarihinde bir dizi ekonomik kararlar alınmıştır. İstikrar politikaları uygulanırken ortalama 17.4 milyar dolar olan dış borç stoku, 1989 yılında 41.7, 1990 yılında ise 49 milyar dolara çıkmıştır. Kısa vadeli borçlar, toplam borçların yüzde 19’unu bulmuş, ticari bankaların döviz açığı büyümüştür. Stagflasyon sürecine girilmiş, dış ticaret açığı 1990 yılında 9.3 milyar dolara ulaşmıştır. Böylece Türkiye yeniden krize girmiş,1989’da Türkiye’de stagflasyon yaşanmıştır.⁴⁰

3.2.2. 1994 Krizi

Türkiye’de yaşanan finansal krizlerin oluşum sürecinde birçok etmen rol oynamıştır. Kriz öncesinde bütçe açıkları ile cari açıkların sürdürülemez boyutlara yükselmesi sonucunda hükümetin borçları ödeme gücüyle ilgili güven eksikliğinin krizin temel nedenlerinin başında sayabiliriz. Kriz öncesinde kamu borcunun yanlış yönetildiğini ve bütçe açıklarının ucuz finansmanı için yurtiçi faiz oranlarının denge faiz

³⁹ MÜSİAD Raporu, http://www.musiad.org.tr/img/yayinlarraporlar/cerceve_dergisi_50_08.pdf (04/11/ 2008), s.1.

⁴⁰ Durmuş Dünder, “Resesyon Dönemleri ve Türkiye”, http://209.85.135.132/search?q=cache:4ntnS5_AfUJ:gpotcenter.org/dosyalar/Resesyon.ppt+%221988-89+krizi%22&cd=1&hl=tr&ct=clnk&gl=tr, (12/12/2008), s.2.

oranları altında tutma çabasının krizi tetikleyen temel faktör olduğunu ayrıca belirtmek gerekir.

Yurtiçi tasarruflardaki yetersizliğin yol açtığı bütçe açıkları, finansal serbestleşmenin bir sonucu olarak, sermaye hareketleriyle giderilmiştir. Bu bağlamda sermaye hareketlerinin bütçe açığı ve dış açık devam ederken gerçekleşmesi, yüksek faiz-düşük kur şeklinde geçici bir denge oluşturmuştur. Bir yandan yüksek faiz-düşük kur politikası, sermaye hareketlerinin girişini hızlandırır iken; diğer yandan da piyasa aktörlerinin uygulanan politikaların güvenilirliği üzerinde artan kuşkuları finansal krizi tetiklemiştir. Sonuç olarak, iktisat yazınında ikiz açık olarak nitelendirilen bütçe açıkları ile dış açıklar Türkiye’de 1994 yılında finansal krize neden olmuştur.

Tablo-7 :
Türkiye'de Doların DİBS Faizine Göre Reel
Getirisindeki Gelişmeler (Yıllık Artış Oranı %)

	Ort DİBS Bil. Faiz	Ort.Yıl. TEFE	Değer Dolar Artış Oranı	reel DİBS Getirisi*
1990	52.9	58.4	23.0	24.3
1991	79.0	52.5	58.9	13.5
1992	85.8	60.6	65.8	12.5
1993	87.6	58.4	59.5	17.8
1994	161.3	86.8	168.4	-1.8
1995	124.5	115.9	63.5	42.8
1996	134.6	73.1	76.5	34.4
1997	127.8	79.2	86.2	22.4
1998	122.3	81.6	74.1	28.9
1999	110.1	56.9	59.8	26.4
2000	37.9	57.0	51.1	-10.8

*Dolar kurunun yıllık artış oranına göre hesaplanmıştır.

Kaynak: www.tcmb.gov.tr, (12/06/2009)

Türkiye ekonomisinin yapısal problemleri 1994 başlarında yüksek bir döviz talebi ortaya çıkarmış ve baskı altında tutulan döviz kurları serbest piyasada büyük bir yükseliş trendine girmiştir. 19 Ocak ve takip eden günlerde serbest piyasada dolar 1\$=15.000 TL.'den 22.000 TL'ye yükselmiş, sonrasındaki gelişmeler ve tedaviye yönelik düzenlemelerin gecikmesi sebebiyle de 5 Nisan kararları olarak da bilinen bir dizi istikrar tedbirinin alınmasına yol açmıştır. Bu kararlar sonrasında bir ara 1\$=42.000 TL. düzeyine yükselmişse de daha sonra 32-34 bin lira değerine geri dönmüştür. Tablo 7'deki verilere dikkat edilirse, 1994 yılından sonra, 2000 yılına kadar DİBS (Devlet İç Borçlanma Senetleri) faiz oranlarının Dolar kurundaki artış oranından (ortalama olarak) daha büyük olduğu ; bu nedenle bu dönemde TL'ye dönüşüp DİBS'e yatırılan Doların yıllık reel getirisinin oldukça yüksek olduğu görülür.⁴¹

TCMB'nin avans ve kredi işlemlerine uyguladığı faiz oranları ile bankalararası piyasalardaki faiz oranlarını yükseltmesine, döviz piyasasına aktif olarak girmesine ve Hazine'nin de daha yüksek faizle kısa vadeli borçlanmaya ağırlık vermesine karşılık, döviz talebi önlenememiştir. Kriz ile gelen şok, bankacılık sisteminin toplam varlıklarını ciddi biçimde azaltmış, ayrıca aktif ve pasif yapısında değişikliklere yol açmıştır. Devalüasyonla birlikte banka bilançolarında açık pozisyon oluşmuş, finans sektörünün açık pozisyonu kapatabilmek amacıyla döviz talep etmesi döviz kurlarındaki artışı daha da hızlandırmıştır. Önce para piyasalarında hissedilmeye başlanan kriz, kısa süre içerisinde ekonomideki diğer sektörlerle de yayılmış ve üç bankanın bankacılık işlemleri yapma ve mevduat kabul izninin kaldırılması ile sonuçlanmıştır.⁴²

Türkiye'nin 1994 yılında yaşadığı krizde uluslararası sıcak paranın etkilerini görmek mümkündür. Son on yılda Türkiye'ye giren sermaye 32 milyar dolardır. Bu miktarın 14 milyar doları cari işlemler ve net hata noksanın telafi edilmesinde

⁴¹ Sayım Işık ve Diğerleri, "Türkiye Ekonomisinde Finansal Krizler: Bir Faktör Analizi Uygulaması", D.E.Ü. İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt:19, Sayı:1, İzmir, 2004, s.51.

⁴² C. Murat Baykal, "Hukuki Yönleriyle Finansal Krizler", Bankacılar Dergisi, Sayı 60, Ankara, Mart 2007, s.35.

kullanılmıştır. Geriye kalan 18 milyar doların da ödemeler dengesi dışındaki faaliyetleri finanse ettiği düşünülebilir. 18 milyarın 7 milyar dolarını merkez bankası kendi borçlanması ile sağlamıştır. Bu durumda Türkiye'ye merkez bankasının borçlanması ve ödemeler dengesinin finansmanı amacı dışında 11 milyar dolarlık bir sermaye girişi gerçekleşmiş olmaktadır. Türkiye'nin 1994'te krize uğramasının sebeplerinden biri, tabii ki o günlerde hatta daha önceden başlayan birtakım spekülasyon girişimleridir. Türkiye 1994'te, bu 11 milyar doların teşekkülüne katkıda bulunan ve orada aşırı değerlenmiş olan bir Türk Lirasına yakalanmış, bunun da bedelini ödemiştir. Türkiye'nin kredi notunun düşürülmesi ve Hazine ihalelerinin iptali gibi olaylarla bozulan güven ortamında tetiklenen kriz sonucu, 1993'de 9 milyar dolara ulaşan net sermaye girişi 1994'de 4.2 milyar düzeyinde net sermaye çıkışına dönüştü. Yüksek oranlı devalüasyonlarla birlikte milli gelir 1994'de yüzde 6 dolaylarında daralırken, IMF destekli bir istikrar programı yürürlüğe konuldu.⁴³

3.2.3. Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri

1989 yılından sonra yüksek kamu açıkları, yüksek yurt içi faiz oranları, hızlı kısa vadeli sermaye girişleri ve düşük kur artışları ile gittikçe daha çok *sıcak para* bağımlısı olan ekonomide, biriken kamu kesimi iç borçlarının sürdürülemezliğinin Aralık 1993-Nisan 1994 finansal kriziyle açıkça ortaya çıkmasına rağmen, benzer politikalara devam edilmesi sonucunda Türkiye, 2000'lerin başında ekonomik krizlerle karşı karşıya kalmıştır. Yaşanan siyasi istikrarsızlık da ekonomik kriz oluşumunda etken olmuştur.

1990'lı yılların sonlarına gelindiğinde yurt içinden kaynaklanan istikrarsızlıklara ek olarak dış kaynaklı bir istikrarsızlığın (Asya krizi) ülke ekonomisindeki dengeleri etkilediği görülmüştür. Asya ülkelerinde yaşanan finans piyasaları kaynaklı kriz, bu ülkelerin çok yüksek oranda devalüasyona gitmeleri ile önlenmiştir. Ancak Türkiye, uyguladığı istikrar programının şartlarına uygun davranarak devalüasyona gitmemiştir. Bu nedenle hem TL aşırı değerlenmiş hem de dış açıklar hızla artarak ciddi bir kriz ortamına

⁴³ Merih Celasun, "2001 Krizi; Öncesi ve Sonrası: Makro Ekonomik Bir Değerlendirme", <http://www.econ.utah.edu/~ehrbar/erc2002/pdf/i053.pdf>, (02/04/2009), s.8.

girilmiştir. Bu dönemde Türkiye ekonomisinde yaşanan dolarizasyon probleminin de etkisiyle kriz derinleşmiştir.⁴⁴

2000 yılında bankacılık kesiminin likidite, faiz ve kur risklerine karşı duyarlılığının arttığı bir dönemde Kasım 2000 krizi patlak vermiştir. Likidite yetersizliğinden kaynaklanan bu kriz sonucunda faiz oranlarının önemli ölçüde yükselmesi, bankaların mali yapılarını daha da bozmuştur. Kasım krizi sonrası alınan önlemlerle mali piyasalardaki dalgalanmalar kısmen giderilmiş ancak sistem kendisini toparlamaya fırsat bulamadan 2001’de yaşanan gelişmeler bankacılık sistemini tekrar sarsmıştır. Bunun nedeni, bankacılık sisteminde kronik hale gelen mali bünye zafiyeti olmuştur.⁴⁵

2000 yılı programı uygulamaya konulduktan kısa bir süre sonra faiz oranlarında hızlı düşüşler ve büyük oranlı sermaye girişleri gerçekleşmiştir. Enflasyon oranındaki düşüş beklendiği kadar hızlı olmadığı için yerli para reel olarak değerlenmeye başlamış, yılın ikinci yarısında ise programın sürdürülebilirliği ile ilgili kaygılar artmaya başlamıştır. Bunun nedenlerinden biri, yerli paranın değer kazanması sonucu, ithalatın hızla artması ve dış açığı artışı kaygı verici boyutlara ulaşması olmuştur. Yapısal reformların beklenen hızda yapılmaması programın güvenilirliği azaltmaya başlamış ve faizler artış sürecine girmiştir.⁴⁶

Böylece, enflasyon beklentilerini azaltacak sıkı para ve döviz kuru politikaları ile enflasyonun ana kaynağı olan kamu finansman açıklarını azaltmaya yönelik maliye politikalarını içeren söz konusu programın uygulama sürecinde (özellikle 2000 yılının ikinci yarısında daha da belirginleşen ve Kasım ayında en çok Hazine enstrümanları müşterisi olan bir büyük bankanın TMSF’ye (Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu) devredilmesiyle başlayan), finansal bir krizle karşı karşıya kalınmıştır.

⁴⁴ Hayal Ayça Şimşek, “Türkiye’de 2000 Sonrasında Uygulanan İstikrar Programlarının Kamu Maliyesine Etkisi”, Finans Politik&Ekonomik Yorumlar,Cilt:44, Sayı: 512, İstanbul, 2007, ss.53-54

⁴⁵ Melek Acar Boyacıoğlu, “1980 Sonrası Türk Bankacılık Sektöründeki Gelişmeler, Krizlerin Sektör Üzerindeki Etkileri Ve İyileştirici Öneriler”, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Ankara, 2005, s.528.

⁴⁶ Anıl Akçağlayan, “2001 Krizi ve Sonrasında Uygulanan Para Politikasının Döviz Kuru Üzerindeki Etkisi”, **8. Türkiye Ekonometri ve İstatistik Kongresi**, 24-25 Mayıs, İnönü Üniversitesi, Malatya, 2007.

Krizin ilk iki gününde (27-28 Kasım), TCMB'den 3 milyar \$ çekilmiştir. Piyasalarda TL sıkıntısı başlamış, bankalararası para piyasasında gecelik repo faizi %200'e yükselmiş ve İMKB (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası) endeksi yılın en düşük düzeyine inmiştir. Ancak, döviz kurlarında ciddi bir dalgalanma olmamıştır. Bankacılık sisteminin kötü işleyişinden ve sağlıksız yapısından kaynaklanan kriz derinleşmeye başlamış ve TCMB'nin müdahaleleri etkisiz kalmıştır. 1 Aralık'ta Türkiye'nin mali tarihinde ilk kez gecelik repo faizi %1700'e yükselmiş, İMKB endeksi ise %26 oranında düşerek, 7.977'ye inmiştir. Tablo 8'de de görüldüğü üzere İnterbank Gecelik Faiz Oranı, Kasım 2000'de % 27,94'ten, 315,92'ye; Aralık ayında ise % 873,13'e yükselmiştir. (Bkz. Tablo 8)

Bankalar ve şirketlerin TL ihtiyacı giderek artarken, IMF'ye verilen taahhüt gereğince TCMB'nin rezerv artışı hariç fonlamada bulunamaması, sistemde likidite krizini kaçınılmaz kılmıştır. Hazine bonusu olan yabancı yatırımcılar da, ileride ellerindeki bonoları satamayacakları düşüncesiyle piyasadan çıkmaya başlamışlardır. Yabancı yatırımcının ülkeyi terk etme eğilimleri sonucunda, TCMB döviz satışında bulunmuş ve rezervler azalmıştır.

2001 Ocak ayında ise, TCMB rezervlerinde hızlı bir artış yaşanmış ve para piyasası faiz oranları da gerileyerek, dar bir bant içinde hareket etmiştir. TCMB, bu gelişmeleri dikkate alarak, net iç varlıklar hedefini aşağı doğru, net uluslararası rezervler hedefini de yukarı doğru revize etmiştir. TCMB bilançosunda gözlenen bu olumlu gelişmeye karşılık, Kasım krizi sonrasında hızla artan risk priminin etkisiyle, birincil ve ikincil piyasalarda faiz oranları yüksek seviyesini korumuştur. Ancak, Kasım krizinin başta kamu bankaları olmak üzere bankacılık sisteminin mali yapısında meydana getirdiği hasar, sistemin kırılabilirliğini artırmıştır.

Şubat ayı sonlarında, Hazine ihalesi öncesinde ortaya çıkan olaylar, devamlı tedirginlik içinde olan piyasalarda panik ortamı yaratmış ve sisteme olan güven tamamıyla ortadan kalkmıştır. 19 Şubat tarihinde gerçekleşen bir gün valörlü 7,6 milyar \$'lık döviz talebinin gerçekleşmesini engellemek üzere, TCMB'nin likiditeyi kısıması, aşırı günlük likidite ihtiyacı içinde olan kamu bankaları nedeniyle ödemeler sisteminin kilitlenmesine yol açmıştır. Bu gelişmeler karşısında, 16 Şubat'ta yaklaşık 28 milyar \$ olan TCMB döviz rezervi, 23 Şubat'ta 22,6 milyar \$'a gerilemiştir. 21 Şubat'ta bankalar arası para piyasasında gecelik faiz %6200'e kadar çıkmış ve ortalama %4000 (Tablo 8) seviyesinde durmuştur.⁴⁷

Tablo :8
İnterbank Gecelik Faiz Oranları: En Yüksek, En Düşük, Ortalama ve Standart Sapma¹

	En Düşük	En Yüksek	Ortalama	St. Sapma
1999 Eylül	57.51	70.98	67.21	4.61
Ekim	65.51	69.95	69.47	1.08
Kasım	68.72	69.99	69.78	0.30
Aralık	69.86	70.00	69.97	0.04
2000 Ocak	18.90	64.56	35.90	10.28
Şubat	26.28	83.19	49.23	14.12
Mart	26.38	68.07	39.08	8.95
Nisan	18.90	45.87	36.16	6.62
Mayıs	32.08	56.34	41.29	6.55
Haziran	26.35	75.75	42.00	11.67
Temmuz	13.60	38.83	25.97	5.08
Ağustos	22.14	92.57	35.57	16.90
Eylül	23.71	79.65	46.20	14.05
Ekim	25.82	71.22	38.41	9.72
Kasım	27.94	315.92	79.46	67.61
Aralık	61.75	873.13	198.95	238.97
2001 Ocak	31.12	76.84	42.16	12.47
Şubat	36.55	4018.58	436.00	983.80
Mart	80.00	96.55	81.89	4.05

Kaynak: www.tcmb.gov.tr, (15/06/2009).

(1) Standart sapma, günlük ortalama faizden hesaplanmıştır.

⁴⁷ Seyhun Doğan ve Halil Özekicioğlu, "Güney Kore ve Türkiye'de Uygulanan IMF Politikaları", C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt 6, Sayı 1, Sivas, 2005, ss.153-157.

Kasım 2000 krizinden üç ay sonra 19 Şubat 2001’de yaşanan bir siyasi krizle birlikte, kırılgan bir yapıda olan ve güven ortamını yitiren Türkiye ekonomisi, döviz krizi ile karşı karşıya kalmıştır. Kasım 2000’de başlayan söz konusu kriz Şubat 2001’e ertelenebilmiş, 19 Şubat 2001’de ise ekonomi, bir istikrar programı uygulanmakta iken Türkiye, Cumhuriyet tarihinin en ağır ekonomik krizlerinden birine sürüklenmiştir.

Şubat 2001 kriziyle birlikte, yüksek kronik enflasyondan kurtulmayı ve ekonomiyi istikrarlı bir yapıya kavuşturmayı amaçlayan; ancak, birinci yılını doldurmadan Kasım ayında yara alan 2000-2002 Enflasyonla Mücadele Programı’nın da sonu gelmiştir. Bu kriz sonrasında, ülkenin mali dengesi ve döviz rezervleri yetersizse, iç ve dış yatırımcıların güveni de oluşmamışsa, yüksek faiz oranlarına rağmen, yatırımcıların dövize yönelmelerinin engellenemediği görülmüştür.

II.BÖLÜM

HEDGE FONLARIN ORTAYA ÇIKIŞI, GELİŞİMİ, YAPISAL ÖZELLİKLERİ VE SINIFLANDIRILMASI

1. HEDGE FONLARIN TANIMI, ORTAYA ÇIKIŞI, GELİŞİMİ, YAPISAL ÖZELLİKLERİ VE SINIFLANDIRILMASI

1.1. Hedge Fonların Tanımı

Hedge Fonlar hakkında herkes tarafından kabul gören ortak bir tanım yapmak oldukça zordur. Aslında Hedge Fon teriminin Türkçe karşılığı noktasında dahi ortak bir kullanım mevcut değildir, bazıları “Korunma Fonu” olarak adlandırırken diğer tarafta özellikle SPK dokümanlarında “Serbest Yatırım Fonları” olarak tanımlanmaktadır.

Hedge Fonların en belirgin ve diğer fonlardan ayrıldığı özelliği, herhangi bir yasal sınırlamaya tabi olmamasıdır. Bunlardan en belirgin olan örnek ise diğer yatırım fonları açığa satış veya borçlanabilme özelliğine sahip değil iken Hedge Fonların üzerinde bu tip bir sınırlama olmamasıdır. George Soros tarafından yapılan Hedge Fonu tanımı Hedge Fonlara ait birçok temel özelliği özetler niteliktedir⁴⁸;

“Hedge Fonlar birçok farklı yatırım faaliyetinde bulunmaktadır. Daha çok sofistike yatırımcılara hitap etmektedir ve yatırım fonlarına uygulanan yasal düzenlemelere tabi değildirler. Fon yöneticileri varlıkların belirli sabit bir yüzdesinden ziyade performanslarına göre kompanse edilmektedirler. “Performans fonları” daha doğru bir tanım olacaktır.”

⁴⁸ Serkan Çankaya, “Dünyada ve Türkiye’de Hedge Fonlar ve Uygulanabilirliği”, http://www.finanskulup.org.tr/assets/maliyefinans/81/Serkan_Cankaya_Dunyada_Turkiyede_Hedge_Fonlar_MFY81.pdf, (03/05/2009), s.2.

Hedge fon, varlıklı kişilerden ve büyük kuruluşlardan toplanan fonları getiri sağlamaya ve sermayeyi değerlendirme amacına yönelik olarak oluşturulmuş finansal varlık alım satımında kullanan özel bir yatırım fonudur. Diğer yatırım araçlarının tersine hedge fonlar, bir gösterge endeksle karşılaştırılan getiri sağlamak yerine, kesin ve sürekli getiri sağlamaya odaklanmıştır. Başka bir ifadeyle hedge fonlar, sektör göstergelerine veya endeksin performansına bakmaksızın kesin getiri arayışı içindedir. Kesin getiriyi sağlayabilmek için de atılgan stratejiler uygulamaktadır. Risk/getiri profilini yükseltmek için açığa satış, türev ürünlerin alım satımı ve kaldıraç (borçlanma) kullanmak gibi pozisyonlar alırlar. Bu özellikleri ile hedge fonlar oldukça özel, değişken ve açık uçlu bir yatırım ortaklığı olarak da tanımlanabilmektedir.⁴⁹

Hedge fon yöneticileri, geniş ölçüde varlıklara yatırım yapabilirler ve birçok yatırım stratejisini takip edebilirler. Örneğin; global makro, market neutral equity, değiştirilebilir/çevrilebilir arbitraj (convertible arbitrage) veya event-driven gibi(olaya dayalı strateji menajerleri, bu tekniği daha çok belli olaylar/kararlar/haberler sonucunda ciddi boyutta oynamaya meyilli borsalarda ve sektörlerde kullanırlar).⁵⁰

Bir hedge fon, bireysel yatırım bankası (privately held) veya herhangi bir finansal kurumdan bağımsız, özel yönetilen bir yatırım türüdür. Bu fonlar özgürlüklerini maksimize etmek için tasarlanmış fonlardır. Çeşitli federe kuruluşların düzenlemeleri altında olmayı minimize ederek karmaşık ticari stratejiler geliştirebilirler. Bir hedge fon için en doğru tanım şu ki; :hedge fonlar, bir çeşit özel federal yasaların altına kayıtlı olmayan fonlardır.⁵¹

Hedge fonlar orjinalinde geniş kitleler için düzenlenmemiş yatırım araçlarıdır. Bunun yerine, hedge fonların hisse senetlerini satın alınmadan önce kalifiyeli bir

⁴⁹ Chambers, Nilgün, “Hedge Fonlar”, Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi, Cilt 1, Sayı 1, Niğde, 2008, s.5.

⁵⁰ John Kambhu, Til Schuermann, Kevin J. Stiroh, **Hedge Funds, Financial Intermediation, and Systemic Risk**, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports , No 291, Haziran 2007, New York, s.2.

⁵¹ Dale A. Oesterle, “Regulating Hedge Funds”, Entrepreneurial Business Law Journal, Cilt 1, Sayı 1; New York, 2007,s.3.

yatırımcıya sahip olunmalıdır. Bu gereklilik, genel yatırımcıların büyük bir çoğunluğunun hedge fonlara yatırım yapmasını engelleyen bir unsurdur.⁵²

Hedge fonlar, büyük ölçüde esnekliğe sahip yatırım danışmanları, diğer adıyla hedge fon yöneticileri tarafından yönetilirler. Bilhassa hedge fon yöneticileri, genellikle açığa satış işlemleri yapma hakkına sahip olan, borç alma ve türev ürünleri geniş ölçüde kullanma hakkı olan kişilerdir. Investment Company Act'ın altındaki, ortak fonları etkileyen düzenlemelerden kaçınmak için hedge fonlar, yatırım yapabilen ve bireysel yatırımcıların kullanımına açık olmayarak sayısını sınırlandırmaktadırlar. Securities Act of 1933'un kayıtlarını atlamak (bypass) için, bir hedge fon sadece ``temsil yetkili yatırımcılara (accredited) -ki bunlar kurumsal yatırımcılar, firmalar, veya kendileri için fon oluşturabilen zengin yatırımcıları içerir-`` sahip olmayı sınırlandırır. Karşit olarak ortak fonlar, genellikle açığa satış işlemlerine sahip değildirler, borç almazlar ve türev ürünlerin yalnızca kısıtlı kullanımına olanak tanırırlar.⁵³

Başta da belirtildiği gibi, hedge fon terimi, kurumların üzerinde mutabık kaldığı doğru bir tanımlama değildir. Ama bu terim tarihi bir öneme sahiptir. Geçen yüzyılın ikinci yarısının başlarında olduğu gibi, bu türün ilk kuruluşları geniş pazar (market-wide) dalgalanmalarının riskini elemine etmek için açığa satış işlemleri ile ilgilidiler. Bundan başka, uzun zamandan beri hedge fonlar, kur riskini azaltmaya yönelik (hedging) vadeli işlem ile çok alakalı olmayan, geniş ölçüdeki diğer yatırım stratejilerini kullanmaya başlamıştır.⁵⁴

Bu açıklamalardan sonra özetleyebiliriz ki; hedge fon ya da Türkçe alternatifi olarak (SPK'nın hedge fonlarla ilgili yasal düzenlemelerde kullanmış olduğu) serbest yatırım fonları; diğer fonlar gibi, belirli yasal düzenlemelere tabi olmayan – ki bu

⁵² Mark Wolfinger., **Create your own hedge fund : increase profits and reduce risk with ETFs and Options**, 2. Basım, WILEY, New Jersey, 2005, s.22.

⁵³ Rene' M. Stulz, "Hedge Funds: Past, Present, and Future", Journal of Economic Perspectives, Cilt 21, No 2, New York, 2007, s.177.

⁵⁴ Tomas Garbaravicius and Frank Dierick, **Hedge Funds And Their Implications For Financial Stability**, European Central Bank, Occasional Paper Series, No:34, Ağustos, Frankfurt, 2005, s.7

özellikleri nedeniyle “piyasanın serseri çocukları” vb. gibi hedge fonlarla ilgili birçok benzetme yapılmıştır-, şeffaf olarak nitelendirilemeyen, karmaşık formüller ve tekniklerle yönetilen, yüksek ve sürekli bir kâr gayesiyle kullanılan yatırım fonlarıdır.

1.2. Hedge Fonların Ortaya Çıkışı ve Endüstriyel Gelişimi

Özellikle 1980’li yıllardan itibaren, hedging ve spekülasyon için çok sayıda finansal araç geliştirilmiştir. Borsalarda işlem gören standart future ve opsiyon sözleşmelerinin yanı sıra, bazı banka ve aracı kurumlar borsa dışı pek çok araç geliştirdiler. Bu kontratların bazıları çok basit ve likiditesi yüksek, bazıları ise daha karmaşık ve sığ bir pazara sahiptir. Türev araçlar (derivatives) terimi, borsada işlem gören çok likit araçların yanında, likit olmayan tüm finansal araçları kapsayacak şekilde kullanıldı. İşte, bu tür karmaşık özelliklere sahip yatırım araçlarından biri de “hedge fonlar”dır.

İlk hedge fon (Daha sonraki yıllarda hedge fon olarak nitelendirilmiştir.) Alfred Winslow Jones adlı bir akademisyen tarafından 1949 yılında oluşturulmuştur. 39 Hisse senedi endeksi üzerine yazılan vadeli işlem sözleşmeleri 1982 yılında başlatılmıştır. Jones’un “Fashion and Forecasting” adlı araştırması 1949 yılının Mart ayında Fortune dergisinde yayınlanmıştır. Bu araştırmayı hazırlarken Wall Street’teki önemli teknisyenler ve analistlerle tanışmış ve bu yayından bir kaç ay sonra amatörce kendi şirketini (hedge fonunu) kurmuştur.⁵⁵

1952’de A. W. Jones, hisselerini diğer yöneticilere açmış ve portföyünün büyük bir kısmının yönetimini devretmeye başlamıştır. Ve çok kısa bir süre içerisinde onlara hisse toplama görevini tahsis etmiştir. Jones, sermayesini kendi yöneticileri arasında paylaşmış; böylece, tüm yatırım faaliyetlerini gözlemlemek ve denetlemek ve şirketin operasyonlarını yönetmek istemiştir. Ve sonrasında, tarihteki ilk hedge fon, tarihteki ilk devasa yönetici fonuna dönüşmüştür.

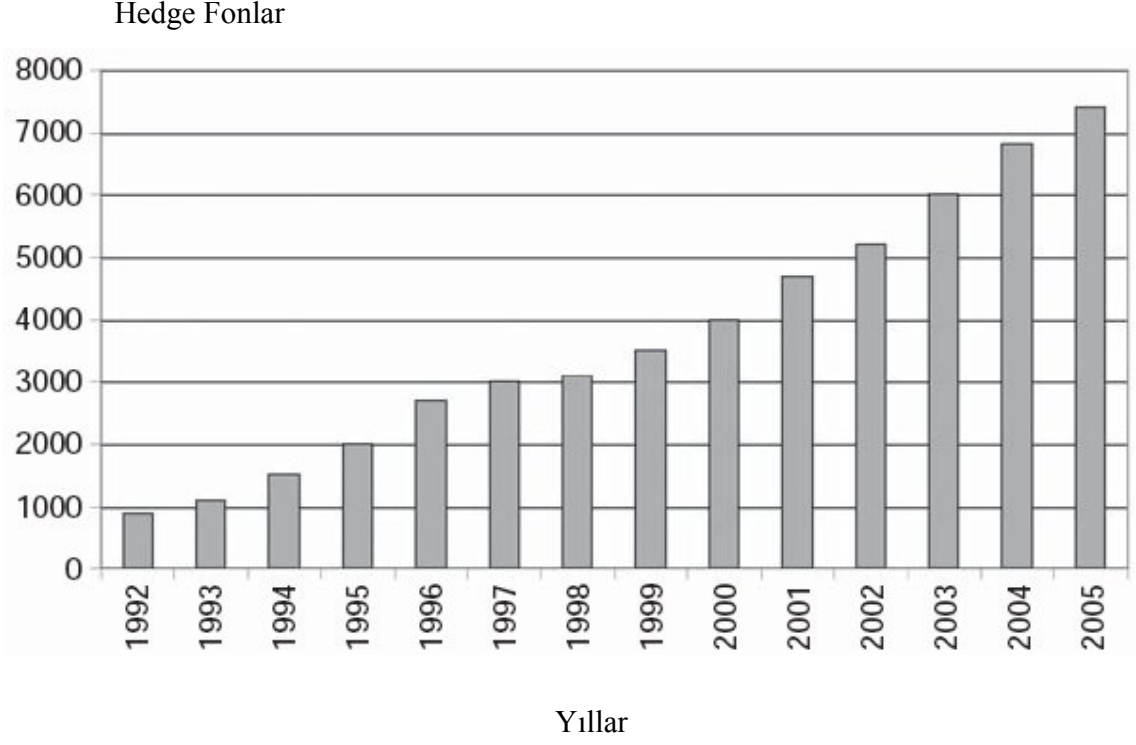
⁵⁵ Anbar, Adem, “Hedge Fon Sektörünün Gelişimi ve Hedge Fonların Temel Özellikleri”, Electronic Journal of Social Sciences, Cilt 8, Sayı 27, www.esosder.org, İstanbul, 2009, s.103.

Hedge fonların ortaya çıkış sürecinde yer alan bir başka isim ise Michael Steinghardt'tır. 1967 yılında; Michael Steinghardt, Fine, Berkowitz & Şirketi ve sekiz çalışan ve 7.7 milyon dolar başlangıç sermayesi ile yatırımına başlamıştır. Steinghardt, kariyerine bir hisse senedi toplayıcısı olarak başlamış ve sonra fonları yön değiştirerek multi-strateji fonlarına dönüşmüştür. 1980'lerde Steinghardt, hedge fon grubunun başına gelmiş; yönetimi altındaki yaklaşık 5 milyar Amerikan doları varlık ve 100'ün üzerinde çalışana sahip olarak. 1994 yılında yaşanan büyük kayıplardan sonra 1995 yılında, Steinghardt'in Hedge Fund kariyeri sona ermiştir. ⁵⁶

Hedge fonlara olan ilginin artmasından sonra hedge fon endüstrisinin büyüklüğü inanılmayacak boyutlara ulaşmıştır. Çünkü hedge fon endüstrisi büyük bir özel sektör merkezli ve özel sınırlı ortaklıklardan oluşuyordu. Ayrıca şeffaf olmayan yapısı nedeniyle hedge fon endüstrisinin büyüme süreci kesin izler bırakmamıştır. Ancak Şekil 4'teki veriler dikkate alındığında, Amerika Birleşik Devletleri'ndeki hedge fon endüstrisinin büyüklüğü hakkında makul bir tahmin yapılabilir. 2000 yılında sadece 500 milyar dolarlık kayda değer bir artışı dikkate alacak olursak, çoğu tahmine göre, hedge fon endüstrisi şu anda 1.5 trilyon dolarlık bir rakamı taahhüt etmiştir.

⁵⁶ Filippo Stefanini, **Investment Strategies of Hedge Funds**, 1.Basım, WILEY, New Jersey, 2006.,s.2.

Şekil 4 :
Hedge Fon Endüstrisinin Büyüklüğü



Kaynak: Mark J.P. Anson, “Handbook of Alternative Assets”, 1. Basım, WILEY, New Jersey, 2006, s.39.

Hedge fonlara olan bu büyük ilginin birçok nedenleri mevcuttur. Birincisi, 2000-2002 yılları arasındaki üç yıllık dönemde, global olarak fiyatların düşme eğilimi gösterdiği piyasalar, geleneksel hisse senedi ve tahvillerden oluşan portföylerin değerinin azalışını gören yatırımcıların ilgisini körüklemiştir. İkincisi; çoğu yatırımcı, hedge fon yatırımıyla kısa ve uzun pozisyon olarak portföylerinin değerini maksimize etme avantajının farkına varmıştır. Üçüncüsü, 2005 yılındaki mevcut ekonomik ortamda birçok yatırımcı hisse ve tahvillerin getirisini önceden tahmin etmiştir. Bu, hedge fon endüstrisinin daha büyük

rakamlara geri dönüşünü isteyen yatırımcıları özendirmiş; sonunda ise bu durum, tutarlı yatırım yeteneğine sahip beyin göçünü hedge fon endüstrisine çekmiştir.⁵⁷

Hedge fon sektörünün gelişiminde, 1998 yılının ikinci yarısında yaşanan LTCM (Long Term Capital Management) olayının da önemli bir rolü vardır. LTCM, kurucuları arasında 2 Nobel ödüllü finans profesörünün (Robert Merton ve Myron S. Scholes) de bulunduğu bir hedge fonuydu. 1998 yılının başında, LTCM, düşük kredi notuna ve yüksek kredi notuna sahip tahvil getirileri arasındaki risk priminin azalacağı beklentisi ve modellerine aşırı güven duymaları nedeniyle, aşırı kaldıraçlı pozisyonlar almıştır. Diğer bir deyişle, 4 milyar \$ özsermaye ile 100 milyar \$'lık aktife yatırım yapmış, daha sonra bu aktifleri, varsayımsal tutarı 1 trilyon \$'ın üzerinde olan türev ürün işlemleri için karşılık olarak kullanmıştır.⁵⁸

LTCM'nin uzun ve kısa pozisyonları yüksek derecede ilişkili (korelasyonu yüksek) olduğu için, teorik olarak, net riskin düşük olduğu ifade ediliyordu. Fakat, Ağustos 1998'de, Rusya'nın parasını devalüe etmesi, yurtiçi borçlarını ödeyememesi ve ticari bankalar tarafından yabancı kreditoörlere yapılacak ödemelerde 90 günlük tek taraflı moratoryum ilan etmesi, finansal piyasalarda tedirginliğe yol açmıştır. Yatırımcıların, riski yüksek-likiditesi düşük varlıkları satıp, riski düşük-likiditesi yüksek varlıklara geçmesi, LTCM'nin üzerine işlem yaptığı risk primlerinin daha da artmasına yol açmıştır. Örneğin, gelişmekte olan ülke borçları ile Kuzey Amerika Devlet Tahvilleri arasındaki risk primi, Temmuz 1998'de %6 iken, Eylül 1998'de %17'ye yükselmiştir. Rusya krizi nedeniyle, LTCM, hızla sıkıntıya düşmüş ve özsermayesinin çoğunu kaybetmiştir.

LTCM'nin yükümlülüklerini yerine getirememesi ve kalan varlıklarını düşük fiyatlardan satması, finansal piyasalara daha büyük zarar verebileceği ve sistemik bir krize yol açabileceği korkusuyla, FRBNY'nin (Federal Reserve Bank of New York) öncülüğünde, 14 banka ve menkul kıymet firmasından oluşan bir konsorsiyum, LTCM'ye 3,5 milyar

⁵⁷ Mark J.P. Anson, **Handbook of Alternative Assets**, 2.Basım, WILEY, New Jersey, 2006, s.39.

⁵⁸ Adem Anbar, "Hedge Fon Sektörünün Gelişimi ve Hedge Fonların Temel Özellikleri", *Electronic Journal of Social Sciences*, Cilt 8, Sayı 27, 2009, www.esosder.org, s.122. s.103.

\$'lık fon aktarmıştır. LTCM olayı, hedge fon sektörünün gelişimini olumsuz etkilemiş, fakat bu etki kısa sürmüştür ve hedge fon sektörünün uzun dönemli büyüme trendi devam etmiştir.

Kısaca özetlemek gerekirse, 1990 yılından 2008 yılına kadar, hedge fon sektörü, yönetilen aktif tutarı bakımından 38 kat ve hedge fonların sayısı bakımından 15 kat büyümüştür. Hedge fonların büyümeye devam ederek, 2008 yılında aktif büyüklüğünün 2 trilyon \$'ı geçeceği ve 2010 yılında, 4 trilyon \$'a ulaşacağı tahmin edilmektedir

1.3. Hedge Fonların Yapısal Özellikleri

Hedge fonlar, birçok açıdan diğer kurumsal yatırımcılardan farklı olmasına karşın, bazı ortak özellikleri de paylaşmaktadırlar. Hedge fonların finansal piyasalardaki rollerini anlamak için bu benzerliklerin ve farklılıkların bilinmesi önemlidir. Aslında, finansal piyasalardaki faaliyetleri ve işlevleri açısından, hedge fonlar, diğer kurumsal yatırımcılardan (uluslararası faaliyet gösteren ticari bankalar, yatırım bankaları, yatırım fonları gibi) temelde çok farklı değildir. Ayrıca, hedge fon sektörünün gelişmesiyle, geleneksel kurumsal yatırımcıların, hedge fonların en önemli yatırımcıları arasında yer almaya veya hedge fonların uyguladıkları stratejileri kullanmaya başlamaları nedeniyle, hedge fonlar ile diğer kurumsal yatırımcılar arasında sınır çizmek giderek zorlaşmaktadır.⁵⁹

Hedge fonlar, yatırımcıların, önce sadece yatırım bankalarının kişisel ticari işlemleri yoluyla erişebildikleri, çok aktif yatırım stratejilerine erişim sağlayan araçlardır. Hedge fonlar, bu işlemler için nihai organizasyonel modellerdir. Hedge fonlar, esnek yasal yapıya sahip oldukları için, sadece sınırlı regülasyona tabi tutulurlar. Bu bünyeleri, yatırım işlemlerinde, türev ürünlerdeki açığa satış ve kaldıraç kullanımı gibi, hedge fonlara esneklik sağlar. Bir hedge fonun çok önemli bir diğer karakteristik özelliği de, fon yöneticisinin tipik olarak performansa bağlı olmamasıdır. (Pazar göstergeleri ya da fon yöneticilerinin dengi gruplarla kıyaslanması gibi.) Hedge fonların çoğu ortak fondan farkı

⁵⁹ Becker, Brandon ve Colleen Doherty-Minicozzi, **Hedge Funds in Global Financial Markets**, WILEY, New Jersey, 2000, s.8.

budur. Hedge fonlar tipik olarak; risk-ücret oranı, baz puanına ilaveten verilen artı puan gibi, mükemmel kazanç kriterlerine sahiptirler. Hedge fonların getirilerini benzer fonlar yoluyla kıyaslamak alışlagelmiş ve yaygın bir pratiktir.⁶⁰

Lhabitant'a göre hedge fonların karakteristik özellikleri şu şekilde sıralanabilir⁶¹;

- **Hedge fonlar etkin bir şekilde yönetilen fonlardır :** Bu nedenle hedge fon danışmanları, aktif yönetimi yoluyla değer arttırmak, beceri tabanlı (skill-based) stratejiler ile geleneksel yatırım paradigmalarını kabul etmemek için araştırma gerekliliği duyarlar. Örneğin; verimli pazar hipotezi ya da modern portföy teorisi gibi Hedge fon yöneticileri, pazarların, bütün varlıkların fiyatını doğru olarak belirlenmediğine inanırlar. Onlar bu nedenle, bu verimsizliklerin istismarı için spesifik stratejileri benimserler.

- **Hedge fonlar ticari zeminde seküritize olmuş fonlardır :** Fonksiyonel bir perspektiften bakılacak olursa, hedge fonlar, ticari yatırım bankalarının odalarına (trader'ların sıra sıra dizilerek işlem yaptığı trading floor'lara) çok benzerler. Elbette, "trading floor"larda olduğu gibi, bu ortamlarda; fon yöneticilerinin sahip olduğu alım satım işlemleri ya da diğer alternatif yatırımlara sahip birkaç hedge fon stratejisti bulunmaktadır. Yeni teknolojilerin ortaya çıkması, yetenekli bireylere ve yatırım bankacılığı gurularına bu şansı vermiştir.

- **Hedge fonlar esnek yatırım politikalarına sahiptir:** Esnek yatırım politikası açıkça iki ucu keskin bir bıçak gibidir. Daha büyük yönetim riski hedeflenir ama bu da ayrıca hedge fon yöneticisinin pazar şartlarına adapte olmasına izin verir, ki böylece kârını ve risk kontrolünü sürdürebilsin. Bir hedge fonu olmazsa olmaz yapan, tüm izin verilen araçları ya da eşzamanlı olarak kullanılabilen bütün alım satım stratejilerini sürdürebilmesine izin vermesidir. Fakat hedge fon yöneticisi, dar bir odaklanma nedeniyle,

⁶⁰ Greg N. Gregoriou Ve Diğ., **Hedge Funds : Insights in Performance Measurement, Risk Analysis, and Portfolio Allocation**, WILEY New Jersey, 2005, s. 18.

⁶¹ François-Serge Lhabitant, **Handbook of Hedge Funds**, 1. Basım, WILEY, Chichester, 2006, ss.25-35.

kendi talimatıyla, fiyatların düşmekte olduğu bir pazarda, batan bir sektöre ya da yatırım grubuna yatırım yapmak zorunda kalabilir.

- **Hedge fonlar sıra dışı yasal yapıları kullanırlar:** Hedge fonlar legal formların çeşitliliği içindedirler. Ancak, yasal düzenlemelerden kaçınarak ve finansal araçları kullanarak vergi yükümlülüklerini minimize ederler. Hedge fonlar, yasal yapıları sıra dışı varlık yönetimi dünyasında kullanırlar. Bunlar sık sık limitet şirketler ya da komantit şirketler şeklindedir ve vergi avantajı açısından elverişli yasalara sahip ülkelerde. offshore yatırım şirketleri kurmuşlardır.

- **Hedge fonlar sınırlı likidite sunarlar:** Geleneksel yatırım fonlarının niteliği, uygun durumlarda günlük katılım ve ödeme şansı sunmasıdır. Ancak hedge fonlar için aynı durum söz konusu değildir. Çünkü bir hedge fon yatırımından vazgeçmek için belirli bir sürenin geçmesini bekleme zorunluluğu vardır.

- **Hedge fonlar mükemmel getiri hedefi ve performans ücreti sunar:** Geleneksel fon yöneticilerinin bir tek yönetim ücreti masrafı olmasına rağmen, hedge fon yöneticileri hem teşvik primi, hem de yönetim ücreti talep ederler. Yönetim ücreti genellikle fon yöneticisinin yönetimindeki varlıkların bir yüzdesi olarak, yıllık ya da üç aylık ödemeler şeklinde belirlenmiştir. Yıllık % 1-3 oranında pay isterler, işletim giderlerini karşılamak için. Teşvik ödemeleriyle ise; fon yöneticilerinin maksimum kazanç kazanmalarını için özendirmek amaçlanır. Ki; bu, tipik olarak yıllık gerçekleşen performansın.% 15-25'i oranındadır.

- **Hedge Fon yöneticileri birer çalışan değil iş ortağıdır:** Bir hedge fon yöneticisi, genellikle diğer yatırımcılar ile risklerin kârını ve zararını da paylaşır. Çünkü yönetmiş olduğu varlıklarda kayda değer bir kişisel paya sahiptir. Kişsel zenginlik taahhüdü, ister istemez motivasyonun iyi bir göstergesi olmasına karşın istenmeyen yan etkileri de mevcuttur. Örneğin, bir fon yöneticisi kariyerinin başlangıcında, küçük bir kayıp gerçekleştirebilir. Çünkü, riski arttırmak onu cezbetmiş olabilir. Bu kötü duruma bilmeden düşmesine rağmen geri hareket edebilir ve geleneksel bir fon yöneticisi gibi kaybını hızlıca

geri kazanabilir. Bir diğerk ekstrem örnek; başarılı bir fon yöneticisi kariyerinin sonunda çok geniş bir taahhüde sahip olabilir ama risk almaktan kaçınabilir. Böyle olsa bile fon yöneticisinin hakkı genellikle iyi bir şekilde ödenmektedir.

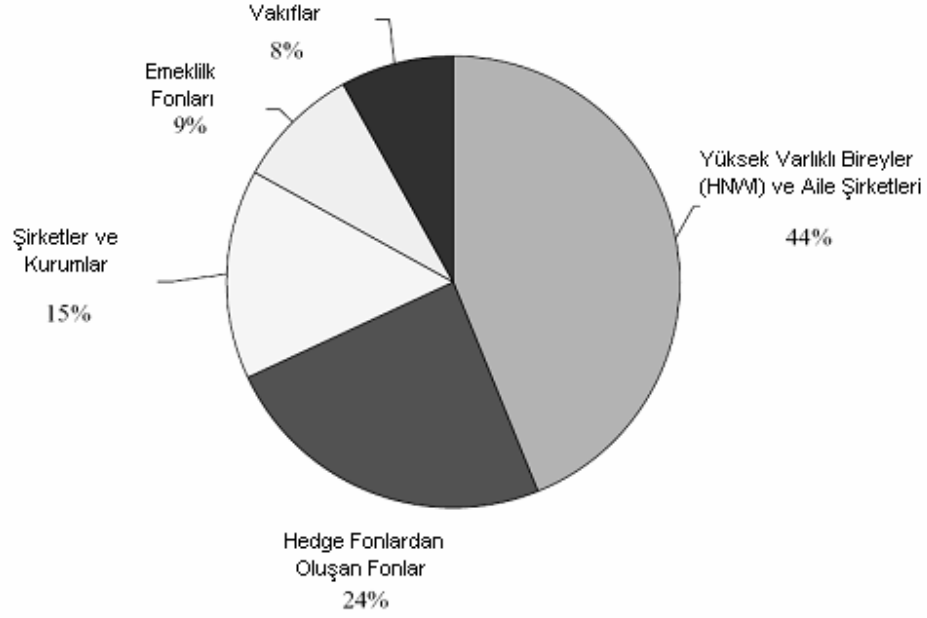
- **Hedge fonlar sınırlı bir şeffaflığa sahiptirler;** Şeffaflık hedge fon dünyasında tartışmalı bir meseledir. Çünkü birçok hedge fon özel bir grup için kurularak özel kanallardan satılır ve birçoğu da ülke dışında (offshore) satılabilir. Bu durumda denetleme ve düzenleme yapmak isteyen kuruluşlar daha kısıtlı hareket etmek zorunda kalabilirler.⁶²

- **Hedge fon stratejileri ölçülebilir değildirler;** Hedge fonlar, yüksek miktarlarda paranın absorbe edilmesinde sınırlı bir yeteneğe sahiptirler. Ve bir fon yöneticisi fonunu kapatmayı tercih edebilir.(fonuna sağlayacağı yeni bir katılımı amaçladığı büyüklüğe ulaşmak için) Bu da hedge fonların ortaya çıkışı ve yok olma süreçlerinin iz bırakmamasının sebebidir.

- **Hedge fonlar spesifik yatırımcıları amaçlar:** Şekil 5'te görüldüğü gibi, hedge fonların, en büyük yatırımcı kitlesi yüksek gelirli bireyler ve ailelerdir. Fakat hedge fon endüstrisinin son yıllardaki büyümesi temel olarak kurumsal yatırımcıların da hedge fonlara yatırım yapması ile açıklanmaktadır Emeklilik planları, vakıflar gibi kurumsal yatırımcılar; portföylerinin geleneksel yatırım araçlarından oluşan kısmını mutlak getiri sağlayacak alternatif yatırım araçlarına kaydırarak giderek daha fazla oranda hedge fonlara yatırım yapmaya başlamışlardır. Bununla birlikte kurumsal yatırımcılar giderek daha fazla oranda hedge fonlardan kurulu fonlara (FOHFs) yatırım yapmaktadırlar.⁶³

⁶² Anita K. Krug, **The Hedge Fund Transparency Act of 2009**, BerkeleyLaw University of California, California, 2009, s.3.

⁶³ Lhabitant, s.35.



Şekil 5: US Hedge Fonlarının Tahmini Dağılımı (2005 Yılı Sonu)

Kaynak: François-Serge Lhabitant, **Handbook of Hedge Funds**, 1. Basım, WILEY, Chichester, 2006, s.35.

Avrupa Merkez Bankası da, Hedge fonların karakteristik özelliklerini Tablo 9’da görüldüğü şekilde sınıflandırmıştır. Ayrıca bu özellikler, genel itibarıyla hedge fonları diğer fonlardan ayıran özellikler olarak da nitelendirilebilir.⁶⁴

Tablo 9 :

⁶⁴ European Central Bank, **Hedge Funds And Their Implications For Financial Stability**, Occasional Paper Series, No: 34, Frankfurt, 2005, s.34.

Hedge Fonların Karakteristik Özellikleri

Geri Dönüş Hedefi	Bütün pazar koşullarının altında pozitif mükemmel geri dönüşler; belirli kriterlere bağlı olmaksızın. Genellikle, yöneticiler kendi paralarını üstlenirler, bu nedenle paranın risklere karşı korunması çok önemlidir.
Yatırım Stratejisi	Pazarlarda geniş bir yelpazede pozisyon alabilme şansı. Açığa satış, kaldıraç ve türevlerini de kapsayan yatırım tekniklerinin seçiminde özgürlük
Teşvik Yapısı	Tipik olarak % 1-2'lik yönetim ücreti ve % 15-20 performans ücreti. Sık sık yüksek çizgi (filigran) uygulaması (yani performans ücretleri maaş şeklindedir sadece düşüşe geçmeden kümülatif performans toplamak kaydıyla) ya da fon yöneticileri almadan önce teşvik tahsisini. almadan önce, bir projede minimum geri dönüş ile (certain hurdle) aşırıya kaçmamış olmalı
Satın alma\ vazgeçme	Önceden planlanmış üçer aylık bir program ile ya

(Subscription/Withdrawal) da aylık abonelik ve ödeme. Bir yıldan fazla bir süre için bloke ilk ödeme için. Bazı hedge fonlar elinde bulundurur hisse senetlerinden elde edilmiş ertelenmiş verimi, istisnai durumlar altında.

İşlem Yeri

Offshore finansal merkezler ile düşük vergi ve yasal düzenlemeye sahip rejimler, ve bazı diğer onshore finansal merkezler.

Yasal Yapı

Özel yatırım ortaklığı, vergisiz geçiş sağlayan işleyiş ya da offshore yatırım şirketi. Yatırımcılar için üstün-besleyici yapı kullanılabilir, farklı vergi statüleri ile.

Burada yatırımcılar uygun onshore ya da offshore besleyici fon havuzlarını kendileri seçer.

Fon Yöneticileri

Kayıtlı olabilir ya da olmayabilir ya da bir finansal supervisor tarafından regülasyona tabi tutulabilir. Fon yöneticileri hizmet ederler genel iş ortakları olarak özel ortaklık sözleşmelerine bağlı olarak.

Yatırım Yapma**Esası**

Yüksek özkaynağa sahip kurumlar ve kurumsal yatırımcılar. Yüksek minimum yatırım seviyeleri. Genel kullanıma açık olmayan. Özel uzun vadeli düzenlemeler formundaki ihraç edilmiş hisse senedi ve tahviller.

Düzenlemeler**(Regulation)**

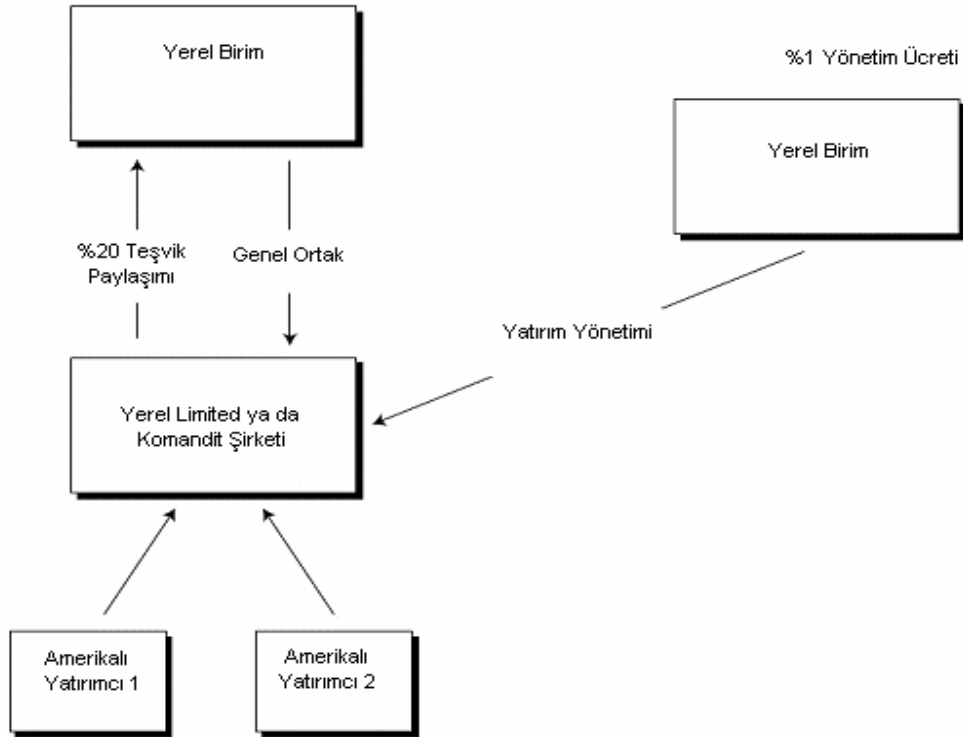
Genellikle minimal ya da düzenleyici olmayan gerekli gözetimin olmadığı kendi offshore rezidanslarına ya da onshore regülatörler tarafından uygulanan “hafif dokunuş” (light touch) yaklaşımı. Birçok yatırımcı, korunma ve güvenlikten ve de ifşa gerekliliğinden muaftır.

İfşaat

Kayıt altına alınmış yatırım fonlarına kıyasla ihtiyari ya da çok sınırlı ifşa gerekliliği.

Kaynak: European Central Bank, “Hedge Funds And Their Implications For Financial Stability”, Occasional Paper Series, No: 34, Frankfurt , 2005, s.34.

Şekil 5'te görüldüğü gibi; bir hedge fon, tam olarak tipik bir limitet şirket ya da özel araçlardan oluşan ticari bir yapıdır. Hiçbir yasal yetkisi olmadan organize edilmiş olabilir. Kullanılan stratejiler ve yatırımlar geniş kapsamlıdır. Çoğu fonlar, geniş tabanlı stratejik kategorilere ayrılır ve sonra ilaveten daha küçük alt kategoriler şeklinde sınıflandırılırlar.⁶⁵



Şekil 6 : Basit Onshore Yapı

Kaynak: Daniel A. Strachman, **The Fundamentals Of Hedge Fund Managment**, WILEY, New Jersey, 2007, s.44.

⁶⁵ Edward J. Stavetski, **Managing Hedge Fund Managers Quantitative and Qualitative Performance Measures**, 2. Basım, WILEY, New Jersey, 2009, ss. 6-7.

2. HEDGE FONLARIN SINIFLANDIRILMASI

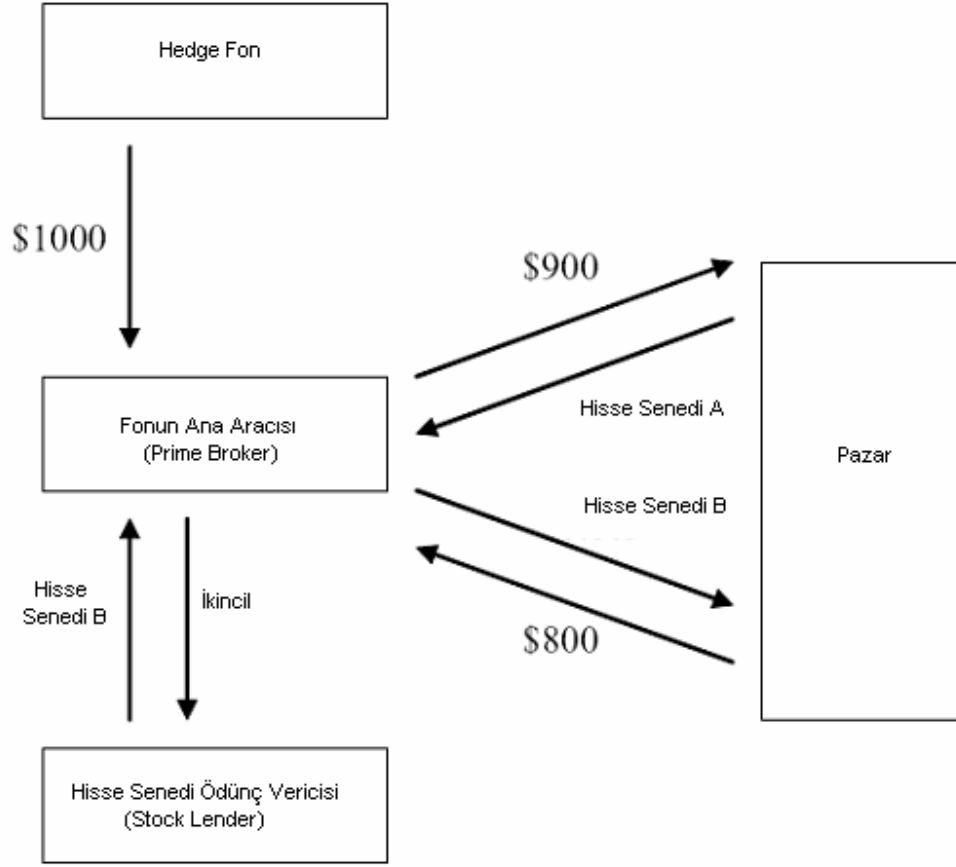
2.1. Hisse Senedi Odaklı Hedge Fonlar

2.1.1. Piyasaya Duyarsız Fonlar/Hisse Senedi Hedge Fonlar (Equity Hedge Funds)

Bu fonların temel dayanağı, düşük fiyatlanmış hisse senetlerini alıp aşırı fiyatlanmış hisse senetlerini satarak kâr elde etmektir. Fiyatlar arasındaki farklılıklardan yararlanmak isterler. Bunun için hisse senetlerini aynı sektörde çift olarak seçerek piyasa riskini olabildiğince azaltmaya çalışırlar. İki hisse senedi arasında sıkı korelasyon olup olmadığından emin olmak için sık sık hisse senedi çiftlerini test ederler. Çiftlerden biri piyasadaki panik veya sözde haberler nedeniyle gerçek değerinden sapma gösterebilir. Bu durumda yeniden çift ticaretine girilerek kâr elde edilebilir. Genellikle çift ticareti belirli bir aralıkta yapılır.

2.1.2. Alım Satım Fonları

Alım satım fonları, şirketin ya da piyasanın görünümüne bağlı olarak belirli bir finansal varlığın alım veya satımını kapsar. Alım satım stratejileri, satın alma (long) ve satma (short) pozisyonlarının kombine edilmiş halidir. (Şekil 7'de gösterildiği gibi)



Şekil 7: Long\Short Yatırımının Akım Tablosu

Kaynak: François-Serge Lhabitant, **Handbook of Hedge Funds**, 1. Basım, WILEY, Chichester, 2006, s.164.

2.1.3.. Belirli Durumlara Yönelen Fonlar /Özel Durum Stratejileri (Event Driven/Special Situations Strategies)

Bu tür hedge fonlar yakın zamanda belirli durumlardan etkilenmiş finansal varlıklara yatırım yaparak kar elde etme fırsatları ararlar. Söz konusu finansal varlıkların geleceğe yönelik fiyat değişikliklerini öngörmeye çalışırlar. Bu fiyat değişiklikleri bir şirketin faaliyet döngüsündeki durumlara veya gelecekteki hisse senedi fiyatlarını etkileyecek

haberlere dayanır. Bu durumlar; bir şirketin borçlarını ödeme güçlüğü içine düşmesi, şirket birleşmelerinden doğan arbitraj fırsatları (risk arbitrajları), şirketlerin yeniden yapılanmaları, büyük bir şirketten ayrılan ve yatırımcıların desteği ile piyasaya giren yeni küçük şirketlerin potansiyel yükseliş fırsatları, yeni hisse senedi ve tahvil ihracı, kar payı dağıtımını olarak sıralanabilir.⁶⁶

2.1.4. Aktivist Hedge Fonlar

Aktivist fonlar genellikle yönetim ve karar mekanizmasına katılmak amacıyla şirketin oldukça büyük bir kısmını satın alırlar. Aktivistler genellikle kısa süreli fiyat ve kâr payı kazançları için uzun süreli beklentilerden özveride bulunurlar. Aktivist fonlar ‘yağmacı’ olarak da nitelendirilebilir. Küçük fakat bazı sorunları olan bir şirkette oldukça büyük pozisyon alarak, şirket sahibini şirketi yeniden yapılandırmak veya yönetim değişikliklerine gitmek konusunda zorlayabilirler.

2.2. Arbitraj Fonları / Risk Arbitraji

Arbitraja dayalı hedge fonlar⁶⁷;

- Sabit getirili arbitraj (Fixed Income Arbitrage): Sabit getirili varlıklar arasındaki tutarsızlıklardan faydalanma,
- Dönüştürülebilir Arbitraj (Convertible arbitrage): Bir şirketin hisse senedine dönüştürülebilir tahvilleriyle aynı şirketin hisse senetleri arasındaki tutarsızlıklardan, ortaklığın menkul kıymetlerindeki fiyatlamaya hatalarından faydalanma,
- Göreceli Değer Arbitraji (Relative value arbitrage): Belirli bir varlık grubu arasındaki tutarsızlıklardan faydalanma (Örneğin pair trade, kar payı arbitraji, faiz arbitraji),

⁶⁶ Sam Kirschner, Eldon Mayer ve Lee Kesler, **The Investor’s Guide to Hedge Funds**, 1. Basım, WILEY, New Jersey, 2006, ss.97-98

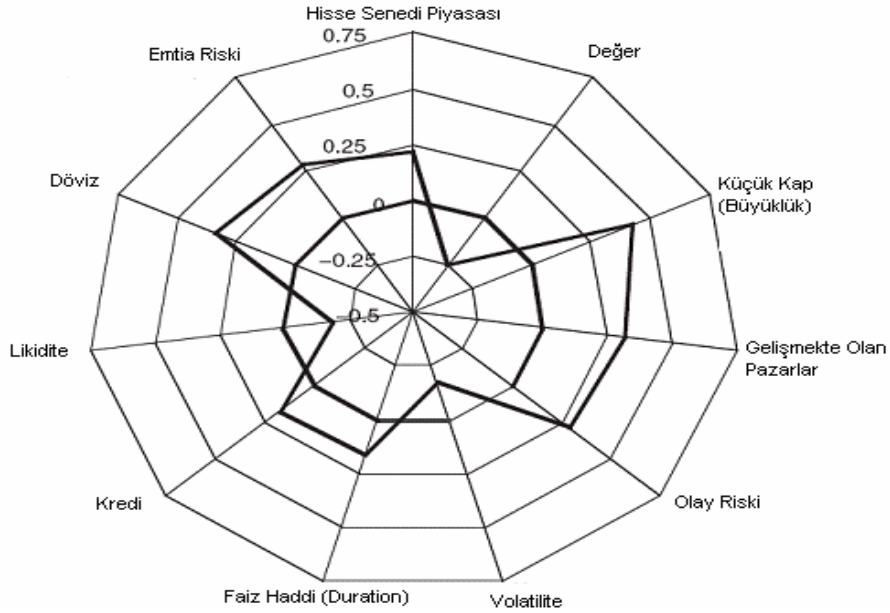
⁶⁷ Sevinç Akbulak, “Serbest Yatırım Fonları ve Birincil Aracılık Hizmetleri”, **Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu**, SPK, Ankara, 2008, s.11.

- Türev Arbitrajı: Türev araçlar arasındaki veya türev araçlarla bu araçların dayandığı varlıklar arasındaki tutarsızlıklardan faydalanma, olmak üzere dört başlıkta toplanabilmektedir.

2.3. Hisse Senedi Odaklı Olmayan Fonlar

2.3.1. Global Makro ve Gelişmekte Olan Piyasalar Fonu

Makro hedge fonların ticareti global makro ekonomik durumlara bağlıdır. Bu fonlar genellikle sabit getirili finansal varlıklar, türev ürünler, emtia, döviz ve hisse senedi alıp satarlar. Makro fonlar şirket analizi yapmazlar. Bunun yerine ülke ve sektör analizi yaparlar. Makro hedge fonlar global ekonomideki değişiklikleri tanımlamak ve ekonomik politikadaki olası değişiklikleri tahmin etmek için kendi makro ekonomi uzmanlarından yararlanırlar. Bu uzmanlar tahminlerinde genellikle makro ekonomik verileri kullanırlar. . Belirli ülkedeki belirli ekonomik hareketlerden kar elde etmeyi hedeflerler.



Şekil 8: Global Makro Hedge Fon Stratejileri için Maruz Kalınan Riskler/Örümcek Ağı

Kaynak: Lars Jaeger, *Alternative Beta Strategies and Hedge Fund Replication*, 1. Basım, WILEY, Chichester, 2008, s.71

Şekil 8; global makro dizinin , Hedge Fund Research tarafından örümcek ağı tablosu formundaki ortak risk faktörlerinin korelasyonunu göstermektedir. Tablo, geniş bir cephede çeşitli risk\aktif sınıfları arasında; global sermaye piyasaları ve oynaklığın (volatiliry) genel eğilimini doğrular niteliktedir⁶⁸

2.3.2. Offshore Hedge Fonlar

Birçok hedge fon, vergi avantajından yararlanmak için offshore bölgelerde işlem yapar. Örneğin çoğu hedge fon portföy yöneticilerinin yaşadığı ülkedeki offshore bölgelerine yerleşmişlerdir. Bunun nedeni ödedikleri vergiyi azaltmaktır. 2004 yılına kadar hedge fonların yarısından çoğu offshore bölgelerde kayıtlıdır. Önde gelen offshore bölgeleri; Cayman ve Virjinya Adaları ile Bermuda'dır. Offshore bölgeleri dışında kalan yerler içinde en popüler olanı, hedge fonların yaklaşık üçte birinin bulunduğu Amerika'dır. Offshore dışındaki bölgelerde bulunan hedge fonlar kendilerini 'Limited Ortaklık' olarak yapılandırmışlardır. Buna göre portföy yöneticisi baş ortak, yatırımcılar da sınırlı ortaklardır. Fonlar bir araya getirilir ve baş ortak yatırım kararları verir.

2.3.3. Sabit Getiri Sağlayan Fonlar

Sabit getirili fonlar hisse senedi stratejileri ile paralellik gösterir. Sabit getirili finansal varlıkların alım satımı esas olarak spread'in değeriyle ilgilidir. Sabit getirili hedge fonlar, mortgage tahvilleri gibi varlığa dayalı finansal varlıklara odaklanmışlar ve çeşitli stratejilerle bu varlıkları kullanarak kar elde etmeyi hedeflemişlerdir. Ancak mortgage kredisi kullananın ödeme güçlüğü içine düşmesi ve konut fiyatlarının inişe geçmesiyle büyük risklerle karşılaşmışlardır.

⁶⁸ Lars Jaeger, **Alternative Beta Strategies and Hedge Fund Replication**, 1. Basım, WILEY, Chichester, 2008, s.71.

Hedge fonları, kullanmış oldukları stratejilere göre de sınıflandırabiliriz⁶⁹;

Tablo :10
Kullandıkları Stratejiye Göre Hedge Fonların Sınıflandırılması

Yönlü Stratejiler	Global Makro Fonlar	Makro ekonomik gelişmelere bağlı olarak, hisse senetleri, tahviller, yabancı paralar, faiz oranları ve emtia fiyatlarındaki değişikliklerden kazanç sağlamak amacıyla tek yönlü (fiyat artışı ya da fiyat düşüşü üzerine) pozisyon alan fonlardır.
	Uzun/Kısa Pozisyonlu Fonlar	Piyasa riskini azaltmak ve fonun performansını bir bütün olarak varlık sınıfının performansından izole etmek amacıyla hisse senedi ve/veya tahvil piyasalarında uzun ve kısa pozisyon alan fonlardır. Alınan pozisyonlar; net uzun, net kısa veya piyasa nötr olabilir.
	Açığa Satış Fonları	Aşırı değerli olduğuna inanılan menkul kıymetleri açığa satarak kazanç sağlamaya çalışan fonlardır. Fon, fiyatların düşeceği beklentisi üzerine işlem yapmaktadır. Bu fonlar, çoğunlukla hisse senetlerinde ve türev ürünlerde net kısa pozisyonlar almaktadırlar.
	Futures Piyasaları Fonları	Hisse senetleri, faiz oranları, yabancı paralar, endeks, emtia gibi çeşitli fiziki ve finansal varlıklar üzerine düzenlenen futures sözleşmelerin alım-satımında uzmanlaşmış olan fonlardır.
	Gelişmekte Olan Piyasalar Fonları	Gelişmekte olan ülkelerin menkul kıymetleri üzerine işlem yapma konusunda uzmanlaşmış olan fonlardır.
Yönsüz Stratejiler (Arbitraj Stratejileri)	Değiştirilebilir Menkul Kıymet Arbitraji Fonları	Bir firmanın değiştirilebilir menkul kıymetlerinde uzun pozisyon ve söz konusu firmanın hisse senetlerinde kısa pozisyon alarak kazanç sağlamaya çalışan fonlardır.
	Sabit Getirili Menkul Kıymet Arbitraji Fonları	Sabit getirili menkul kıymetlerin fiyatlarındaki küçük farklılıklardan ya da fiyatlama hatalarından yararlanarak kazanç sağlamaya çalışan fonlardır.
	Nötr-Hisse Senedi Piyasası Fonları	Piyasa riskini elimine etmek için uzun ve kısa pozisyonlu eşleştirilmiş hisse senedi portföylerini elde tutan ve fiyat anomalilerinden kazanç sağlamaya çalışan fonlardır.
Olay Bazlı Stratejiler	Risk (Birleşme) Arbitraji Fonları	Devralman/ele geçirilen firmanın hisse senetlerinde uzun pozisyon, devralan/ele geçiren firmanın hisse senetlerinde kısa pozisyon alarak kazanç sağlamaya çalışan fonlardır.
	Mali Sıkıntı İçindeki İşletme Menkul Kıymetleri Fonları	İflas, temerrüde düşme veya yeniden yapılanma süreci içinde olan bir firmanın menkul kıymetlerinde uzun ve kısa pozisyon alarak kazanç sağlamaya çalışan fonlardır.
Çoklu Stratejiler	Çoklu Strateji Fonları	Fonlarını birden fazla stratejiye dağıtan, diğer bir deyişle, birden fazla stratejiyi kullanan fonlardır.

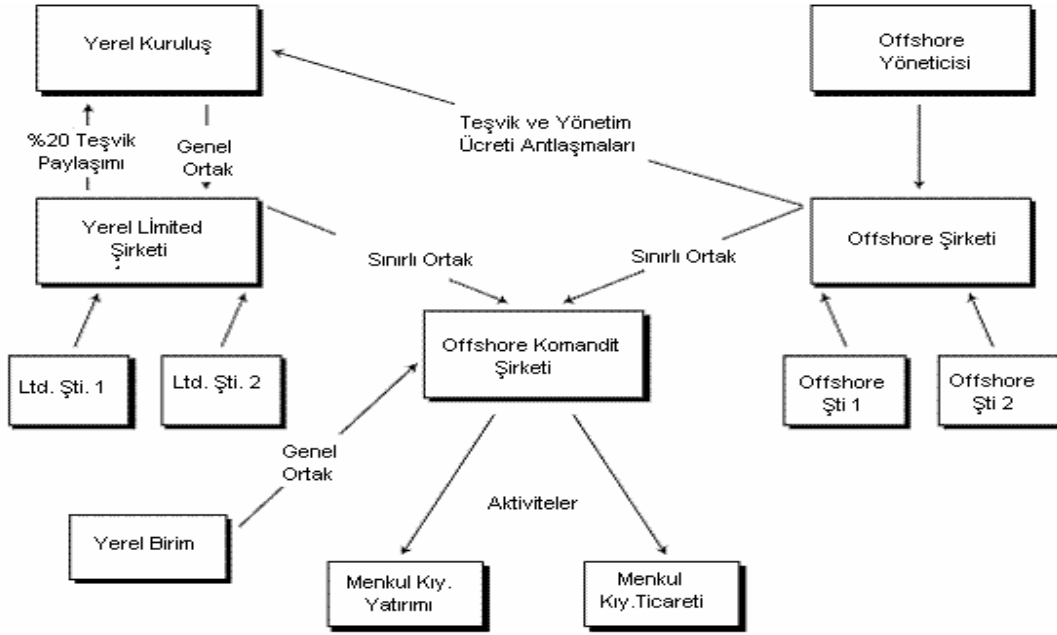
Kaynak: Anbar, Adem, “Hedge Fon Sektörünün Gelişimi ve Hedge Fonların Temel Özellikleri”, Electronic Journal of Social Sciences, Cilt 8, Sayı 27, İstanbul, 2009, s.122.

⁶⁹ Anbar, s.122.

3. HEDGE FONLARIN ORGANİZASYONU VE İŞLEYİŞİ

3.1. Kuruluş Şekli ve Yatırımcı Profili

Yerel hedge fonlar genellikle; ABD vergi kanunlarına tabi yatırımcıları çekmek amacıyla şekil 9'daki organizasyonel yapıda görüldüğü gibi, komandit ortaklık olarak kurulmayı tercih etmektedirler. Zira; komandit ortaklıklar aşamalı vergiye tabi olmayıp, vergi tek bir aşamada, yatırımcının gelirini elde ettiği aşamada kesilmektedir. Bununla birlikte; komandit ortaklıklar doğru bir şekilde organize edildiklerinde Yatırım Şirketleri Kn.'dan muaf olmaktadır.⁷⁰



Şekil 9 : Hedge Fonlarda Klasik Üstün-Besleyici (Master-Feeder)Yapı

Kaynak: Daniel A. Strachman, *The Fundamentals Of Hedge Fund Managment*, 1. Basım, WILEY, New Jersey, 2007, s.51.

⁷⁰ Daniel A. Strachman, *The Fundamentals Of Hedge Fund Managment*, 1. Basım, WILEY, New Jersey, 2007, s.51.

Hedge fonların, en büyük yatırımcı kitlesi yüksek gelirli bireyler ve ailelerdir. Fakat hedge fon endüstrisinin son yıllardaki büyümesi temel olarak kurumsal yatırımcıların da hedge fonlara yatırım yapması ile açıklanmaktadır. Emeklilik planları, vakıflar gibi kurumsal yatırımcılar; portföylerinin geleneksel yatırım araçlarından oluşan kısmını mutlak getiri sağlayacak alternatif yatırım araçlarına kaydırarak giderek daha fazla oranda hedge fonlara yatırım yapmaya başlamışlardır.

3.2. Yatırım Danışmanı/Yöneticisi

Bir hedge fon yatırım danışmanı, fonun aynı zamanda sponsoru, yöneticisi ve organizatörüdür. Danışman; hedge fonun sponsoru olarak fonu kurar, organize eder, bir yatırım stratejisi geliştirir, fonu pazarlar; hedge fonun yöneticisi olarak fonu yönetir. Hedge fon yatırım danışmanları genellikle; trader, analist veya portföy yöneticisi olarak çalıştıkları büyük finans kurumu veya bankalardan kendi işlerini kurmak için ayrılmış profesyonellerdir.

3.3. Araçlar/Prime Brokerlar

Hedge fonlara genellikle “tam yetkili aracı (full-service broker-dealer)” denen büyük aracı kurumlar hizmet verir. Tam yetkili araçlar, alım-satım aracılık gibi temel aracılık hizmetleri yanında “birinci sınıf aracılık (prime brokerage)” denilen hizmetleri de veren, yüksek sermayeye sahip, daha çok yatırım bankası şeklinde kurulmuş aracı kurumlardır. Araçların verdikleri temel hizmetlerden birkaçı aşağıda açıklanmıştır⁷¹:

- Ödünç Menkul Kıymet İşlemleri
- Kredili İşlemler
- Sermaye Tanıtımı (Capital Introduction)
- Periyodik raporlama

⁷¹ Tuba Ertugay Yıldız, **Hedge Fonların İşleyişi**, 1. Basım, İstanbul : Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi, Ankara, Haziran 2004 , ss. 9-10.

- Araştırma
- Değerleme
- Teknoloji
- Operasyonel hizmetler

3.4. Offshore İdareciler

Offshore idareciler;

- offshore hedge fonun, ilgili ülkenin kanunlarına uygun olarak kurulmasında ve söz konusu ülke kanunlarına uygun olarak işleminde,
- yatırımcılar ve yönetim kurulu üyeleri ile yapılacak görüşmelerin organize edilmesinde,
- muhasebe, kayıtların tutulması ve raporlama hizmetlerini vererek; gelir ve giderlerin hesaplanmasında,
- fonun mali işlerine ilişkin olarak bazı işlemlerin denetiminde, fon danışmanına yardımcı olurlar.

3.5. Bağımsız Denetçiler ve Denetim Raporları

Kayıt altına alınmış yatırım şirketlerinden farklı olarak, hedge fonların mali tablolarının denetlenmesi yükümlülüğünü getiren herhangi bir yasal düzenleme bulunmamaktadır. Fakat; hedge fon ile yatırımcıları arasındaki sözleşmeye bağlı olarak, hedge fonlar mali tablolarının yıllık denetimini yaptırabilir. Hedge fonların yıllık denetimini yapan bağımsız denetçiler, fonun mali tablolarının genel kabul görmüş muhasebe standartlarına (Generally Accepted Accounting Standards in The U.S) uygunluğunu denetler ve bir görüş verir.

3.6. Danışmanlık Ücreti

Bir hedge fon yatırım danışmanı; verdiği hizmetler karşılığında “yönetim ücreti (investment management fee)” ve “teşvik primi (incentive allocation)”nden oluşan bir gelir elde eder. Bir hedge fonun gelirleri ve ödenecek vergileri, fonun kuruluş yeri ve organizasyonel yapısı ile içiçe geçmiştir.

Yönetim ücreti, kayıt altında olan yatırım şirketlerinin yatırım danışmanlarına ödediği yatırım ücretlerine benzer olarak fonun aktif değeri üzerinden belirlenir ve genellikle net aktif değerinin % 0.5’i oranındadır. Teşvik primi ise, hedge fonun yatırım danışmanına ödenen bir ücret olmayıp, komanditer ortağa ortaklığın karından ayrılan kısımdır. Komandit ortaklık şeklinde kurulmuş bir hedge fonun komanditer ortağı, fonun aynı zamanda yöneticisi, sponsoru ve danışmanı olduğu için hem yönetim ücreti hem de teşvik primi alır. Teşvik primleri ise tahakkuk eden veya henüz tahakkuk etmemiş ama gerçekleşmiş gelirin çoğunlukla %20’si oranında hesaplanan bir çeşit performans ücretidir. Teşvik primleri net aktif değer üzerinden ödenen ücretlerle karşılaştırıldığında genellikle; hedge fon danışmanlarının müşterilerin varlıklarıyla daha çok risk alması için teşvik edildiği yaratıcı bir politika olarak algılanmaktadır.

3.7. Risk Yönetimi

Hedge fon danışmanlarının; hesaplanan riskleri elimine eden veya söz konusu riskleri üzerine alan yatırım stratejilerini kullanarak yatırımcılar için pozitif getiri elde etmeleri beklenir. Hedge fon danışmanlarının oldukça geniş ve sebest bir hareket alanının olması ve bazı hedge fonların uyguladığı agresif stratejilerin ciddi kayıpları beraberinde getirmesi nedeniyle etkili bir risk yönetim sistemi, fonun devamı ve istikrarı için şarttır. Hedge fonların kullandığı risk yönetim sistemleri değişkendir. Büyük ve portföyündeki menkul kıymet çeşitliliği fazla olan hedge fonlar genellikle kendi kaynak ve personeli kullanarak iç risk kontrol sistemi oluşturur. Yeterli kaynağı ve personeli olmayan yatırım danışmanları ise risk yönetimi hizmetini dışardan (prime brokerlar gibi) sağlar.

III.BÖLÜM

FİNANSAL GLOBALİZASYON, FON AKIMLARI VE FİNANSAL KRİZLERDE HEDGE FONLARIN ROLÜ

1. FİNANSAL GLOBALİZASYON VE ETKİLERİ

20. Yüzyılın son çeyreğinde uluslararası finansal sistemde, önceki döneme göre önemli değişim ve gelişmeler yaşanmıştır. “Finansal karmaşa” olarak adlandırılabilir bu gelişimin unsurlarını, serbestleşme (deregulation), liberalizasyon, mal ve sermaye akımlarının uluslararasılaşması, finansal araç ve işlemlerdeki yenilikler, bilgi-iletişim teknolojisindeki gelişmeler ve artan rekabet şeklinde sıralayabiliriz. Banka ve diğer aracı kurumların ulusal ve uluslararası düzeyde giderek artan hacim ve hızda yeni finansal araç ve işlemlere yönelmesi, bir yandan tasarruf-yatırım sürecinin uluslararasılaşmasına yol açarken, diğer yandan da finansal ve parasal risklerin (faiz ve döviz kurundaki değişkenlikler) ve dolayısıyla finansal kırılganlıkların artmasına neden olmuştur.⁷²

Globalizasyon, dünya üzerindeki çoğu ülke için etkileyici anlamlara sahip olmuştur. Uluslararası finansal entegrasyon ya da globalizasyon, en az iki nedenle, bu sürecin önemli bir parçasıdır. Birincisi, finansal faaliyetlerin globalizasyonu, çoğu diğer ekonomik faaliyetlerin durumundan farklı olarak, hızlıca ilerleme eğilimi gösterir. İkincisi ise; finansal globalizasyon, finansal sektörlerin dengesine (genel ekonomik performans için harcanan çabalara rağmen) tesir etmektedir.⁷³

⁷² Turan Yay ve Diğerleri, “Finansal Krizler Finansal Regülasyon ve Türkiye”, İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, Sayı 30, İstanbul, Mart 2004 , s.2.

⁷³ Douglas D. Evanoff ve diğerleri , **World Scientific Studies in International Economics 7 : Globalization and Systemic Risk**, 1. Basım, World Scientific Publishing, Singapoere, 2009, s.55.

Finansal piyasalardaki hızlı globalizasyonun sonucunda, hem fırsatlar hem de tehlikeler yaratan sınırsız bir olgu ortaya çıkmıştır. Finansal piyasalarda sınırların kalkması; ekonomik, teknolojik, politik faktörlerin çokluğundan kaynaklanmaktadır. “Asya Kaplanları”nda görüldüğü gibi serbest piyasa ekonomisini geliştiren, ihracata dayalı büyümeyi benimseyen ülkelerin sermayenin ve malların serbest dolaşımındaki sınırları azaltmasının, (desentralizasyonun ve deregülasyonun) potansiyel kazançları özellikle pek çok merkezîyetçi ekonominin performansı ile karşılaştırıldığında daha düşük olmuştur. Teknolojik gelişmeler karşılıklı sınırlayıcı işlemlere başvurma hızını ve kolaylığını artırmıştır.

Liberalizasyon politikalarıyla birlikte kontrolsüz bir ekonomik yapının oluşması, uygulanan istikrar programlarına karşı önemli eleştirilerin yapılmasına neden olmuştur. Bu çerçevede gelişmekte olan ülkelere, birçok ekonomist tarafından krizden çıkış için sermaye hareketlerini kontrol altına alacak uygulamaların alınması önerilmiştir. Özellikle Doğu Asya krizinden sonra bu tür öneriler daha fazla tartışılır hale gelmiş ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ve kontrol altına alınmasıyla ilgili öneriler çeşitli açılardan değerlendirilmeye başlanmıştır.

1980'li yıllarla artan globalleşme eğilimleri bu dönemden sonra ortaya çıkan krizlerin özelliklerinin farklı olmasına neden olmuştur. Liberalizasyon öncesi meydana gelen krizler genellikle dış ödeme krizi şeklinde ve krizin çıktığı ülke ile sınırlı iken, bu dönemden sonra ortaya çıkan krizler genellikle finansal kriz şeklinde olup, diğer ülkelere de yayılma etkisi göstermektedir. 1992-93 yıllarında Avrupa Birliği ülkelerinde ortaya çıkan ERM krizi, 1994 Meksika krizi, 1997 Asya krizi ve ardından 1998 Rusya krizi ile 1999 Brezilya krizlerinin etrafındaki ya da benzer ekonomik koşullar taşıyan ülkeleri etkilediği görülmüştür. Dolayısıyla 1980'lerde başlayan liberalleşme ve regülasyonlar sonrası "Finansal Krizler" yoğunlaşmaya başlamıştır.⁷⁴

⁷⁴ Musafa Miynat, “Liberalizasyon Sürecinde Ortaya Çıkan İstikrarsızlıklar ve Çözüm Önerileri”, Yönetim ve Ekonomi Dergisi, Cilt 9, Say :1-2, İstanbul, 2002, ss.187-189.

Öte yandan gelişmekte olan ülkelere artan derecede yabancı portföy yatırımcısının girmesi bu ülkelerdeki ekonomik gelişmelerin ABD ekonomi politikasına özellikle de para politikasına bağımlı hale gelmesine yol açmaktadır. Yabancı yatırımcılar, fonlarını gelişmekte olan ülkelere yönlendirirken, bu ülkelerdeki cazip getiriler, olumlu makroekonomik gelişmelerin yanı sıra, gelişmiş ülkelerdeki para politikasına bağılı olarak da yönlendirmektedirler. Bu çerçevede gelişmekte olan ülkelere 1990'lı yıllarda yapılan yatırımlar bu ülkelerin ödedikleri faizlerin düşmesine yol açmakla birlikte, bu ülkeleri yabancı yatırımcıların güvenindeki ve gelişmiş ülkelerdeki para politikasındaki değişime de açık hale getirmiştir. Örneğin geçmişte, gelişmekte olan ülkelerde meydana gelen krizlerin bazıları -örneğin 1994'te ve 1998'te gerçekleşen- ABD para politikasındaki büyük değişimden kaynaklanmıştır. 1994'te gerçekleşen krizde ABD Merkez Bankası faiz oranını 125 baz puan artırmış ve uluslararası yatırım fonlarının, riskli fonların (hedge fonlar gibi) ve yatırım bankalarının gelişmiş ülkelerde kısa vadeli borçlanarak gelişmekte olan ülkelerin uzun vadeli menkul kıymetlerine yaptıkları yatırımları satmalarına yol açmıştır.

Global piyasalarda fon bulmanın zorlaşması ve kolaylaşması gelişmekte olan ülkeleri de etkilemektedir. Ayrıca gelişmiş ülkelerdeki faizin artması, gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkelerin ödedikleri faiz farkının da artmasına yol açmaktadır. İkinci el piyasada işlem gören gelişmekte olan ülke tahvil faizlerinin özellikle FED faiz oranlarından etkilendiği gözlemlenmiştir.⁷⁵

Uluslararası finansal sermaye hareketlerinin ekonomik etkileri konusundaki literatüre gelişmekte olan ülkelerde birbiri ardına patlayan krizler damgasını vurmuştur. Büyük ölçüde az gelişmiş ülkelerin kriz deneyimleri ile pekişen finansal sermaye hareketlerinin ev sahibi ülke üzerindeki etkilerini şu şekilde özetleyebiliriz⁷⁶;

⁷⁵ Barbaros Yalçiner, Gelişmekte Olan Ülkeler ve Uluslararası Kurumsal Yatırımcılar, **SPK Araştırma Raporu**, Ankara, 2005, s.38.

⁷⁶ Ferit Kula, "Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler", C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt 4, Sayı 2, Sivas, 2003, s.144.

- Ülkeye gelen finansal yabancı sermaye yatırımları öncelikle döviz birikimi sağlamaktadır.
- Döviz birikiminin ortaya çıkardığı ithalata ve para arzındaki artışa bağlı olarak tüketim ve yatırım harcamaları artmakta ve ulusal tasarruflar azalmaktadır. Tüketim ve yatırım harcamalarındaki artış yurt içi hasılayı arttırmaktadır.
- Ülkeye gelen sermaye akımlarının hızının yavaşlaması veya durması ve ithalattaki artışa bağlı olarak ülke büyük bir cari işlemler bilançosu açığı ile karşı karşıya kalmaktadır.

Finansal liberalleşme süreci, yukarıda özetlenen etkiler sonucu genellikle büyük bir finansal kriz ve buna bağlı olarak ortaya çıkan ekonomik krizler ile son bulmaktadır. Krizleri finansal liberalleşmeye bağlayan bu görüş yanında, az gelişmiş ülkelerin finans sektörünün gelişmemiş olmasına veya ev sahibi ülke hükümetlerinin “ev ödevini” yapmamasına da bağlanmaktadır.

2. ULUSLARARASI FON HAREKETLERİ VE HEDGE FON YATIRIMLARI

Finansal liberalizasyona karşı ileri sürülen en önemli tezlerden biri, bu süreçte ortaya çıkan, sıcak para olarak da adlandırılan kısa vadeli ve spekülatif nitelikli sermaye akımlarının kaynak kullanımında etkinlik ve verimlilik artışının temel koşulu olan istikrar ortamına bir katkıda bulunmadığı, tersine istikrarsızlığı besleyerek bu ülkelerde finansal kriz potansiyelinin önemli bir kaynağını oluşturduğudur. Söz konusu istikrarsızlıkların odak noktası kısa dönemli sermaye bolluğunun neden olduğu ulusal paranın aşırı değerlenmesi olgusudur. Bir yandan ticarete açık üretken sektörlerin gerilemesine, bir yandan da aşırı rezerv birikimine ve ulusal tasarruf hacminin daralmasına yol açan bu süreç, ulusal kaynakların verimli dağıtılmasını engelleyerek istikrarsız ve çarpık bir büyüme trendine yol açmaktadır.

Reel üretim sektörlerinde yaratılan bu çarpıklaşmaya ek olarak, merkez bankalarının para otoritesi işlevi giderek kısıtlanmakta, ulusal ekonomilerin para piyasaları da dışsal ögelerin spekülâtif dalgalanmaları altında kontrolden çıkmaktadır. Bu süreç altında ulusal borsalar giderek kısa vadeli sermaye akımlarının denetimi altına girmekte ve bu akımların yönüne bağılı olarak yapay bir şişme ve daralma göstermektedir. Böylece ulusal ekonomilerin reel üretim sektörleri ve finans kesimi birbirinden giderek uzaklaşmakta ve aynı zamanda spekülâtif kazançları besleyerek gelir dağılımında bozulmaya yol açmaktadır. Özellikle 1990'ların ikinci yarısında, uluslararası sermaye girişlerinin yoğun olduğu ülkelerde neredeyse arka arkaya ekonomik kriz yaşanmaya başlamıştır. Kriz yaşanan ülkelerin ekonomik yapılarında farklılıklar olmasına karşın hepsinin ortak özelliğı finansal liberalizasyonu gerçekleştirerek uluslararası sermaye hareketleri üzerindeki tüm kontrolleri kaldırmış olmalarıydı. Bu gelişmeler sermaye akımlarının ulusal ekonomiler üzerindeki etkilerinin yoğun olarak tartışılmaya başlanmasına neden olmuş, bu tartışmalar içinde, sermaye hareketlerinin ekonomik krizlerin en önemli dinamiğı olduğu görüşünün ağırlık kazanmaya başlamasıyla birlikte sermaye akımlarının kontrolü ve bu kontrolün nasıl gerçekleştirileceğı gündeme gelmiştir⁷⁷.

⁷⁷ Aysun İnel ve Nesrin Sungur, "Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri-Türkiye Örneğı", ODTÜ, **ODTÜ IV. Uluslararası İktisat Kongresi**, 13-16 Eylül, Ankara, 2000.

Tablo 11. Küresel Sermaye Hareketleri (Milyar \$)

	Dışarıya Yapılan Yatırımlar						İçeriye Yapılan Yatırımlar					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Amerika												
Dogrudan Yatırımlar	142,40	154,50	149,60	279,10	-7,70	235,40	167,00	84,40	63,80	145,80	109,00	130,60
Portföy Yatırımları	90,60	48,60	123,10	153,40	203,40	426,10	428,30	427,60	550,20	867,30	832,00	1.017,40
Diğer Yatırımlar	144,70	87,90	54,30	475,40	245,20	396,10	187,50	285,80	250,40	448,60	263,20	661,60
Yedek Varlıklar	4,90	3,70	-1,50	-2,80	-14,10	-2,40	-	-	-	-	-	-
Toplam	382,60	294,70	325,50	905,10	426,80	1.055,20	782,80	797,80	861,40	1.461,70	1.201,20	1.859,60
İngiltere												
Dogrudan Yatırımlar	61,80	50,30	65,60	98,20	91,70	128,70	53,80	25,50	27,60	77,90	195,60	139,70
Portföy Yatırımları	124,70	-1,20	58,40	259,20	291,50	368,10	69,60	76,20	155,60	159,90	240,30	288,80
Diğer Yatırımlar	255,50	151,00	415,60	596,90	931,60	702,80	327,00	109,10	396,70	741,20	936,20	817,70
Yedek Varlıklar	-4,50	-0,60	-2,60	0,40	1,70	-1,30	-	-	-	-	-	-
Toplam	437,50	199,50	537,00	954,70	1.316,50	1.198,30	450,40	210,80	579,90	979,00	1.372,10	1.246,20
Japonya												
Dogrudan Yatırımlar	38,50	32,00	28,80	31,00	45,40	50,20	6,20	9,10	6,20	7,80	3,20	-6,80
Portföy Yatırımları	106,80	85,90	176,30	173,80	196,40	71,00	60,50	-20,00	81,20	196,70	183,10	198,60
Diğer Yatırımlar	-46,60	-36,40	-149,90	48,00	106,60	86,20	-17,60	26,60	34,10	68,30	45,90	-89,10
Yedek Varlıklar	40,30	46,10	187,20	160,90	22,30	32,00	-	-	-	-	-	-
Toplam	139,20	127,60	242,40	413,70	470,70	239,40	49,10	15,70	121,50	272,80	232,70	102,70
Kanada												
Dogrudan Yatırımlar	36,20	26,80	23,60	43,00	33,60	45,40	27,70	22,10	7,20	-0,70	29,10	69,10
Portföy Yatırımları	24,40	18,60	13,80	18,90	44,10	69,40	24,20	11,90	14,10	42,00	7,90	28,70
Diğer Yatırımlar	10,70	7,90	14,20	7,00	16,60	30,40	7,80	5,10	12,30	-3,90	27,00	28,20
Yedek Varlıklar	2,20	-0,20	-3,30	-2,80	1,30	0,80	-	-	-	-	-	-
Toplam	73,50	53,10	48,30	66,10	95,60	146,00	59,70	39,10	33,60	37,40	64,00	126,00
Avrupa Bölgesi												
Dogrudan Yatırımlar	298,00	163,80	165,00	202,40	372,00	396,10	199,80	185,00	151,30	116,00	113,00	198,50
Portföy Yatırımları	255,00	163,20	316,20	427,10	512,00	594,30	318,30	298,40	399,60	520,10	697,70	941,80
Diğer Yatırımlar	243,60	220,20	284,10	392,50	715,60	945,90	238,10	59,90	198,00	354,60	816,20	963,80
Yedek Varlıklar	-16,40	3,00	-32,80	-15,60	-22,90	5,20	-	-	-	-	-	-
Toplam	780,20	550,70	732,50	1.006,40	1.576,70	1.941,50	756,20	543,30	748,90	990,70	1.626,90	2.104,10
Gelişmekte Olan Piyasalar ve Ülkeler												
Dogrudan Yatırımlar	42,50	33,40	34,20	82,40	106,80	194,00	225,50	182,20	199,60	272,80	361,20	422,30
Portföy Yatırımları	105,10	91,00	137,70	157,50	257,80	414,50	11,70	-10,30	91,20	141,30	214,10	211,90
Diğer Yatırımlar	-46,50	-31,40	120,20	194,30	241,20	368,80	-61,60	1,80	124,70	200,50	146,30	358,90
Yedek Varlıklar	120,80	199,50	360,40	508,50	592,40	746,60	-	-	-	-	-	-
Toplam	221,90	292,50	652,50	942,70	1.198,20	1.723,90	175,60	173,70	415,50	614,60	721,60	993,10

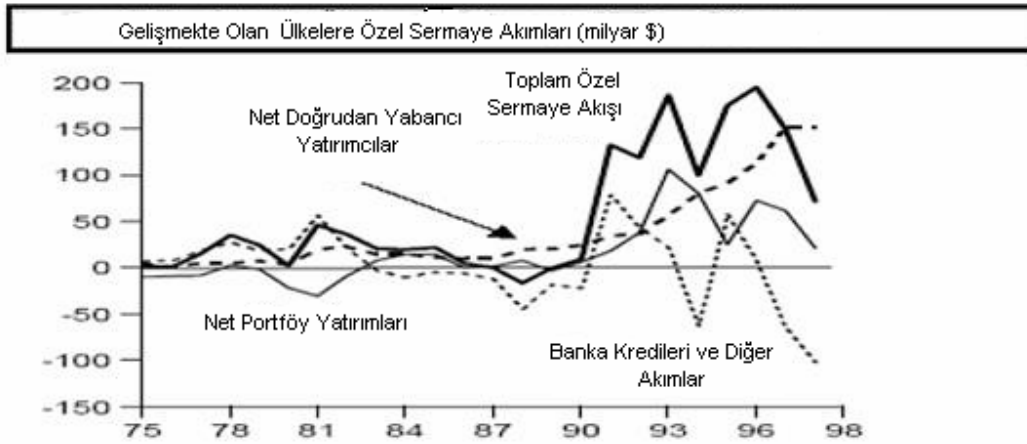
Kaynak : Sevinç Akbulak, “Türkiye’ye Yönelen Yabancı Yatırımlar Ve Kâr Transferleri”, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, SPK, Ankara, 2007, s. 7.

Tablo 11 incelendiğinde;

- 2002 yılında tüm ülkelerin/ülke gruplarının dışarıya yaptıkları yatırımların azaldığı, Amerika hariç yine tüm ülkelere/ülke gruplarına dışarıdan gelen yatırımların azalmış olduğu,
- Amerika'ya dışarıdan yapılan yatırımların tablonun kapsadığı dönemde artış trendinde olduğu, Amerika'nın dışarıya yaptığı yatırımlarda ise 2004 yılındaki % 178'lik artışın ardından, 2005 yılında % 52 azalış, 2006 yılında % 147 artış olduğu; 2006 yılında Amerika'ya net sermaye akışının 805 milyar \$'a ulaştığı ve dışarıdan yapılan yatırımlarda doğrudan yatırımlar % 10'da kalırken, % 55 ile en büyük dilimin portföy yatırımlarından oluştuğu,
- Avrupa bölgesinin de küresel sermaye açısından İngiltere'ye benzer bir artış eğilimi gösterdiği, 2006 yılında net rakam itibariyle sermaye ithalinin 163 milyar \$; dışarıdan yapılan yatırımlarda doğrudan yatırımların payının % 9 ve portföy yatırımlarının payının da % 45 olduğu,
- Gelişmekte olan ülkeler grubunun da tabloya konu dönemde dışarıya yapılan yatırımlarının, dışarıdan gelen yatırımların üzerinde seyrettiği, 2006 yılı itibariyle 1.723 milyar \$ olan dışarıya yapılan yatırımların, 993 milyar \$ olan dışarıdan gelen yatırımların 1.73 katına tekabül ettiği, söz konusu yılda bu ülkelere dışarıdan gelen yatırımların % 43'ünün doğrudan yatırımlardan, % 22'sinin portföy yatırımlarından ve % 35'inin diğer yatırımlardan oluştuğu gözlenmektedir.
- Doğrudan sermayeyle bazen karşıt bazen birlikte hareket eden dolaylı sermaye veya portföy yatırımları yüksek mobilite olanakları nedeni ile yüksek getirili gelişmekte olan ülke sermaye piyasası araçlarına yönelmektedirler. 1989-93 döneminde ABD faiz oranlarındaki gerileme ile birlikte gelişmekte olan ülkelere girme cesareti gösteren portföy yatırımları önceliği enflasyonu az, kamu açıkları düşük ve yapısal reformları gerçekleştirmiş doğu Asya ekonomilerini tercih etmişlerdir.

Ancak portföy yatırımlarının yüksek mobilitesi girdiği ülkelerin makro ekonomilerinde ani iyileşmelerin yanında çöküşleri de ani çöküntülere neden olabilmektedir. Örneğin Güney Kore’de 1997-99 arasında üç yıllık bir dönemde yükselme (boom) ve çöküş (bust) peşpeşe yaşanmıştır. 1997 yılında ekonomi % 5 büyümüş, 1998’de % 7 küçülmüş, 1999’da % 11 büyümüşür⁷⁸.

Aşağıdaki grafik 1970’lerden itibaren gelişmekte olan ülkelere yönelik güçlü bir sermaye akımını işaret etmektedir. 1980-90 arasında sermaye akımlarının büyüklüğü 4 kat artarak 150 milyar dolara ulaşmıştır. Ancak grafiğe dikkat edilecek olursa bir döngüsel hareket görülmektedir. 1970’lerde sermaye hareketlerindeki patlamayı 1980’lerde çöküntü, 80’lerin sonlarında başlayan çıkışı, 90’ların sonuna doğru yine bir çöküntü takip etmektedir.⁷⁹



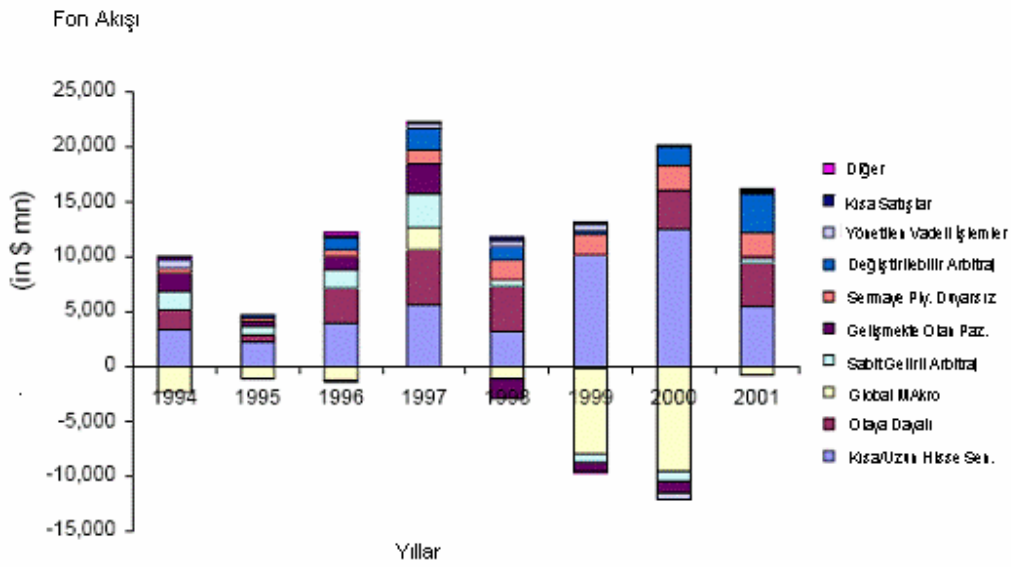
Şekil 10 : Gelişmekte Olan Ülkelere Özel Sermaye Akımları (1975-98)

Kaynak : Oğuz Altun ve Oya Can Mutan, Küresel Fon Akımlarının Gelişmekte Olan Ekonomilere Ve Türkiye Ekonomisine Etkisi, **SPK Araştırma Raporu**, SPK, Ankara, 2007, s.40.

⁷⁸ Sevinç Akbulak, Türkiye’ye Yönelen Yabancı Yatırımlar Ve Kâr Transferleri, **Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu**, Ankara, 2007 s.8.

⁷⁹ Oğuz Altun ve Oya Can Mutan, Küresel Fon Akımlarının Gelişmekte Olan Ekonomilere Ve Türkiye Ekonomisine Etkisi, **SPK Araştırma Raporu**, SPK, Ankara, 2007, s.40-45.

Uluslararası fon akımlarında hedge fonların niceliksel olarak boyutu konusunda bazı rakamlar, ufak da olsa sermaye hareketlerinde hedge fonların görece rolü hakkında fikir vermektedir. Şekil 11’de hedge fonların yıllar itibariyle akış trendleri yer almaktadır. Grafiği incelediğimizde maksimum fon akışını long/short equity stratejisinde mevcut olduğu görülmektedir. Ayrıca global makro fonları, ilgili yıllarda en çok kaybedenler olarak görünüyor.⁸⁰



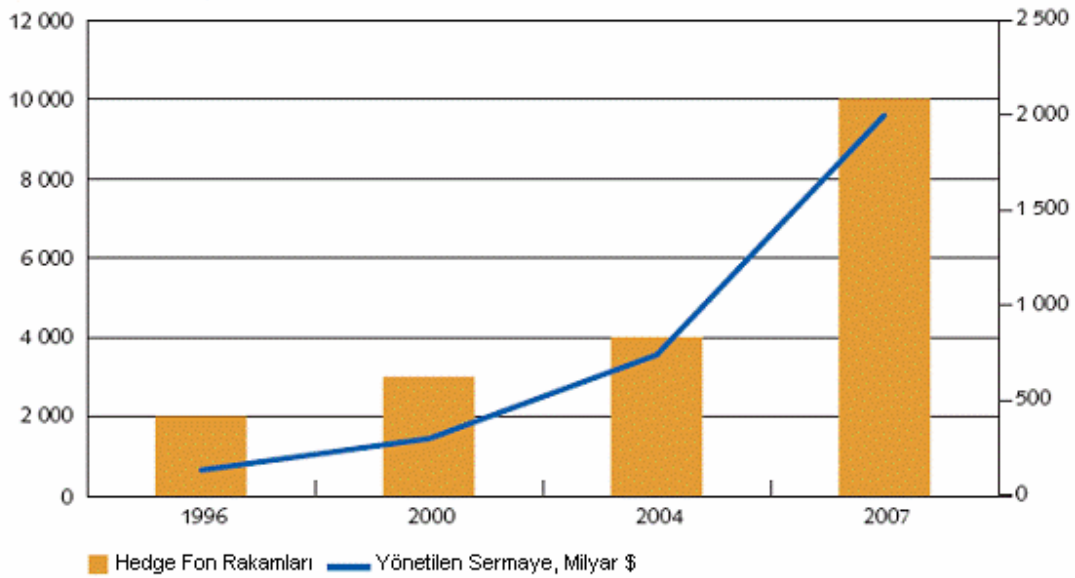
Şekil 11. Hedge Fonların Akış Trendi

Kaynak : Narayan Y. Naik, **Hedge Funds Industry Facts and Figures**, 1. Basım, WILEY, New Jersey, 2007, s.110.

2006 itibariyle 360 milyar ABD Doları olan hedge fonların portföyündeki kurumsal yatırımcı payının 2010 yılında 1 trilyon ABD Dolarını aşacağı ve söz konusu kurumsal yatırımcı portföyünün de % 65 oranında emeklilik şirketlerine ait olacağı, hedge fonlarınca yönetilecek portföyün büyüklüğünün ise 2012 yılında 3.5 trilyon USD olacağı beklenmektedir. Serbest yatırım fonlarının sayılarındaki bu artışa rağmen, piyasaya giriş

⁸⁰ Narayan Y. Naik, **Hedge Funds Industry Facts and Figures**, 1. Basım, WILEY, New Jersey, 2007, s.110.

çıkışların genel anlamda yatırım fonları sektöründe görülenden daha fazla olduğu, her yıl mevcut serbest yatırım fonlarının içinde bulunulan yılın özelliğine ve fonun ana stratejisine bağlı olarak tahminen %85-95'inin sektörde var olmaya devam edebildiği, mevcut fonların %30'unun sektörde 3 yılı ve %40'nin da sektörde 5 yılı dolduramadıkları finans literatüründe genel kabul gören hususlardandır.⁸¹



Şekil 12: Hedge Fon Pazarı 1996-2007

Kaynak: Maria Strömqvist, "Hedge funds and the financial crisis of 2008", Riskbank Economic Commentaries, No .3, 2009, Stockholms, s.4.

3. FİNANSAL KRİZLERDE HEDGE FONLARIN ETKİLERİ ÜZERİNE ÇEŞİTLİ GÖRÜŞLER

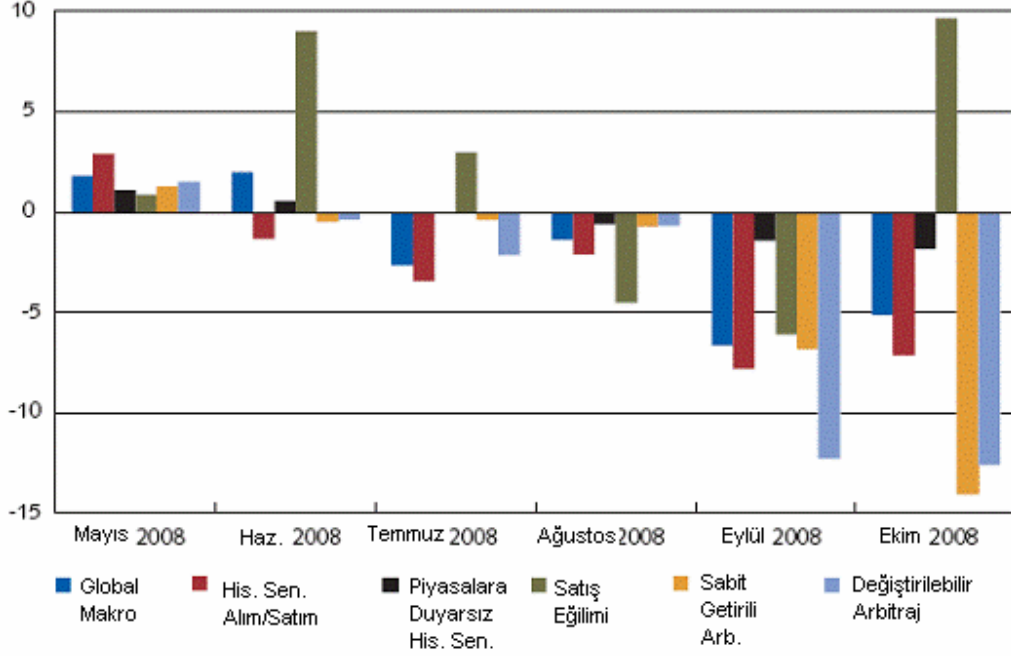
Hedge fonların finansal pazarların gelişimi üzerine üstlendiği rollerle ilgili ve de krizlerin etkilerinden hangi boyutlarda etkilendikleri tartışması, her finansal krizin tekerrür eden bir özelliği olmuştur. Genel söylemler, hedge fonların finansal çalkantıların üstesinden iyi geldiği yönündedir. Geçmişteki finansal krizlerde olduğu gibi, hedge fonlar,

⁸¹ Akbulak, s. 6.

finansal krizlerin üstesinden iyi gelmiştir. Fakat bilinmelidir ki, günümüzdeki finansal çalkantılar, hedge fonlar üzerinde çok önemli etkilere sahiptir. Ekonomik darboğaz, her kesimden finansal araçları ve pazarları oldukça etkilemiştir ve bu hedge fon portföylerinin içindeki çeşitliliğin olumlu etkilerini azaltmıştır. Bundan başka, birkaç ülke, fonların arbitraj stratejileri üzerinde olumsuz etkisi olduğu için, açığa satış işlemlerini yasaklamıştır.

Hedge fonlar, çeşitli yatırım fonları için müşterek bir ifadedir. Bu fonların ortak bir özelliği, kesin kazanım hedeflerinin olmasıdır ki; gelişmelere bakmaksızın kazanımlar için hedef koyarlar.(Örneğin; hisse senetleri değişimlerine bakmaksızın) Hedge fonlar, öncelikle kurumsal yatırımcılar için ve finansal olarak güçlü bireysel yatırımcılar için tasarlanmıştır. Bir çok hedge fon, -hepsi için geçerli olmasa da- kaybetmeye karşı yatırımcılarını korur. Hedge fonların çok geniş bir yatırım stratejisi yelpazesi vardır ve bu stratejiler geleneksel yatırım fonlarına kıyasla çok daha fazla dinamiklerdir. Bunun nedeni hedge fonların kısa ve uzun dönemli pozisyonlara müsaade eden ve türevlerin kullanımına izin veren, daha liberál düzenleyici taslaklarla kontrol edilmesidir. Hedge fonlar aynı zamanda sermaye yatırımları üzerinde yüksek oranda kazanç sağlayan daha yüksek düzeyde bir kaldıraç(leverage) seçme hakkına sahiptir.

Hedge fonların ortaya çıkması ve gelişmesinden sonra, finansal krizlerde oynadığı rol üzerinde tekrarlanan bir çok tartışma olmuştur. 1990 ve 2000'lerdeki krizlerin rotalarının farklı olmasına rağmen, hedge fonlara yapılan eleştiriler aynı yönde olmuştur. Eleştiriler, genel olarak yüksek kaldıraçlı bir hedge fon veya hedge fon grubunun belirli firmalar, sektörler veya kurlarla ilgili spekülasyonlar ortaya çıkararak, finansal pazarlardaki fiyatlar üzerinde güçlü bir etkiye sahip oldukları üzerindedir. Bu etki, spekulatörün yatırımcılar üzerinde toplu bir davranış göstermesiyle daha da güçlendirilebilir. Hedge fonlar için, aynı zamanda, varlık fiyatlarını manipüle etmesi ve finansal kabarcıkları geliştirmesi yönünde de eleştiriler yapılmıştır.



Şekil 12 : Seçilmiş Yatırım Stratejileri İçin Kazançlar

Kaynak : Maria Strömqvist, “Hedge funds and the financial crisis of 2008”, Riskbank Economic Commentaries, No .3, Stockholms, 2009, s.4.

Hedge fonlar ve finansal krizler üzerindeki tartışma, mevcut finansal türbülans ve kriz ortamında tekrar hararetlenmiştir. Soru şudur; mevcut krizde hedge fonların rolü şu ana kadar ne olmuştur? Basitleştirmek gerekirse bir bakıma, hedge fonların güncel finansal krizleri etkilemek yerine, krizden etkilendiğini söyleyebiliriz. Bu konuyla ilgili ana tartışma, hedge fonların bu krizle başa çıkma hususunda eski krizlere nazaran daha fazla problemle karşılaştığı yönündedir. Strömqvist’e göre⁸², para krizinin biricik göze çarpan özelliği, açığa satış işlemlerine engel olma kararlılığıdır. Birçok ülke tarafından alınan kararlar ile

⁸² Maria Strömqvist, “Hedge funds and the financial crisis of 2008”, Economic commentaries, No .3, Stockholms, 2009, ss.1-2.

(UK ve USA'yı da kapsayan) bu süreç Eylül 2008 itibariyle tamamlanmıştır. Açığa satışa engel olma kararlılığı ile (herşeyden önce finansal şirketlerdeki hisse senetlerinin) aniden düzenlemeler değişmiştir; yönetilen pazar ve etkilenen farklı yatırım stratejileri için. Bazı stratejiler üzerinde önemli bir negatif etki oluşmuştur. Bu uygulamalar, çoğunlukla stratejiler için açığa satışın doğal bir parçası olagelmıştır. Açığa satışın yasaklanması, ortak fonlardan daha fazla, hedge fonlarda etkisini göstermiştir. Çünkü hedge fonlar, açığa satışı daha çok kullanmaktadır.

Bu yasak, düşen pazarda yapılan açığa satış işlemi kullanmayı ve stratejileri takviye edilmiş olan negatif pazar faaliyetlerini zorlaştırmıştır. Ayrıca bu, yasaklamanın amacı olmuştur. Fakat 2008'in sonbaharında, bu açığa satış yasağı, uzun pozisyonları kısa pozisyonlar yoluyla korumayı ve kesin arbitraj stratejilerini kullanmayı zorlaştırmıştır. Şekil 12 ise açıkça gösteriyor ki; açığa satış üzerindeki yasaklamanın, kısa eğilim stratejisi için, kazançlar üzerinde etkisi olmuştur. Bu strateji, 2008 yazında, iyi bir kazançta sahip olmuştur. Sonra ise bu kazanç, eylülde, açığa satış yasaklandığı zaman düşmüştür. Ancak kısa eğilim stratejisine rağmen varlık değerleri düşmekteyken Ekimde tekrar yükselme başlamıştır.

Amerika'da yaşanan 2008 krizindeki çalkantılarda hedge fonlara ait bazı gelişmeler, dikkatleri hedge fonlar üzerine çekmiştir;⁸³

- 15 Nisan : Alfa dergisi, hedge fon sahibi olan John Paulson'ın, 2007'deki en yüksek maaşlı trader olduğunu açıkladı. Onun fonu olan Paulson & Co. yıl boyunca, 20 milyar dolardan fazla yükseldi.
- 13 Ağustos : Goldman Ailesi, 3 milyar dolar pompaladı. Avrupa, Amerika ve Japonya Merkez bankaları, pazarlara likidite sağlamaya devam ettiler.

⁸³ Andrew Felton and Carmen M. Reinhart, **The First Global Financial Crisis of the 21st Century**, A VoxEU.org Publication, London, 2008, ss.353-368.

- 13 Eylül : Goldman Sachs tarafından yönetilen bir hedge fon olan Global Alpha, ağustos boyunca %22'lik bir kayıp yaşadığını açıkladı.
- 15 Aralık : AIG, RMBS'ye 39 milyar dolarlık büyüklükteki değerini sattı, Federal Reserve içinse yaklaşık 20 milyar dolar...Yönetimi altında yaklaşık 15 milyar dolarlık bir hedge fon olan Citadel Investment Group, yatırımcı ödemelerini askıya aldı ve diğer hedge fonları içine alarak 21. yüzyılın ikinci parçasındaki ilk global finansal krizine katıldı; Farallon Capital Management, Fortress Investment Group ve D.E. Shaw ile. Japonların ticari güveni The Tankan göstergesi 21 puan düştü; bu, 34 yıl içindeki en yüksek düşüştü.

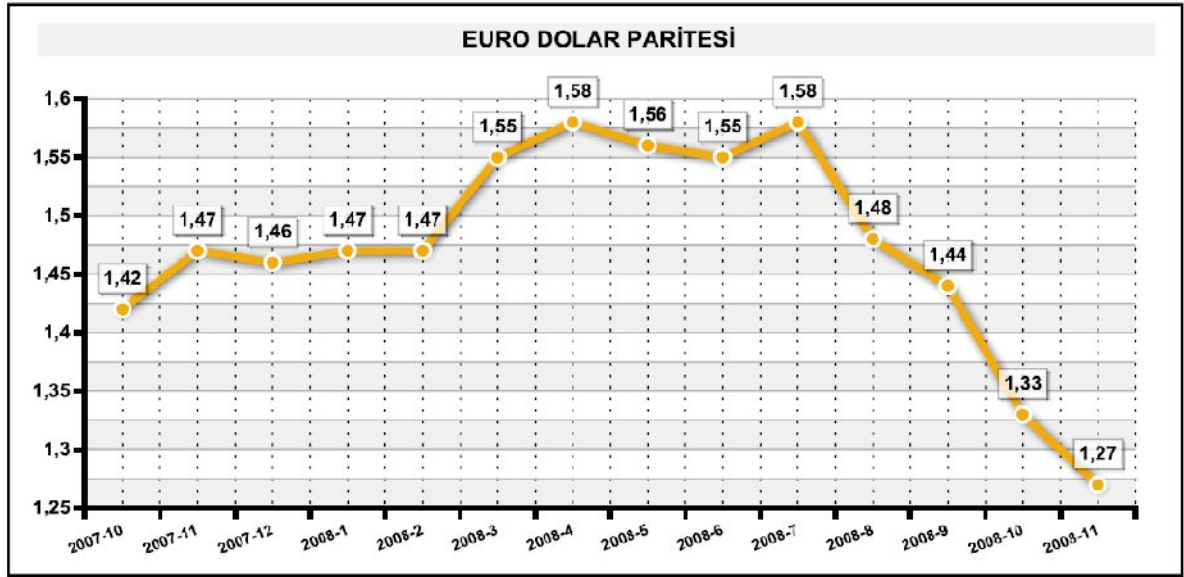
Hedge fonların finansal krizlerde dolaylı ya da dolaysız olarak oynamış olduğu rollerle ilgili bir başka örnek de Japonya'da yaşanmıştır. Japonya'daki düşük faiz politikası ve Japon para birimi yenin özellikle ABD doları ve euro karşısında değer kaybını sürdürmesi veya en azından düşük seviyesini koruması sonucunda uluslararası kurumsal yatırımcılar, Japon yeni üzerinden borçlanmakta ve bu paraları özellikle yüksek getiri sağlayan gelişmekte olan ülke piyasalarına yatırmaktadırlar.

Japon yeni carry trade'i olarak adlandırılan bu işlemler daha çok hedge fonlar tarafından yapılmaktadır. Hedge fonların Japon yeni borçlanması sonucunda pozisyon açması piyasaları yükseltirken, pozisyonlarını kapaması ise tersi etki yapmakta yani piyasaları düşürmektedir.⁸⁴

Daha yakın bir örnek vermek gerekirse; ülkemizde yaşanan finansal istikrarsızlıklarda rol oynayan sıcak para akışında, hedge fonların oynamış olduğu görece rolden bahsetmek de mümkündür. Türkiye'de döviz kurundaki yükselişin sebeplerinden birisi olarak hedge fon zararları gösterilmektedir. Mortgage piyasasındaki yatırımları ve

⁸⁴ Ekrem Çanakçı, Küresel Borsalarda 2006 Ve 2007 Yılı Dalgalanmaları Ve Türkiye, **SPK Araştırma Raporu**, SPK, Ankara, 2007, s.21.

batan bankalardaki hisseleri nedeniyle zarara uğrayan hedge fonlar gelişmiş ülkelerdeki portföylerini çekerek likit pozisyona geçmeye çalışmaktadırlar. Bu etki, kurlardaki yukarı yönlü hareketin sebeplerinden birisi olarak değerlendirilebilir.



Şekil 15 : Euro-Dolar Paritesi

Kaynak: Doğan Alantar, Küresel Finansal Kriz ve Türkiye'nin Makroekonomik Göstergelerine Etkisi, Bütçe Dünyası Dergisi, Cilt 3, Sayı 31, İstanbul, 2009, s.10.

Hedge fonlar, geçmiş on yıldan fazla bir periyotta gerçekleşen çeşitli para krizleri için sorumlu tutulmuştur. Hedge fonların finansal krizlerdeki fonksiyonu üzerine çeşitli çalışmalar mevcuttur. HLIs'in küçük ve orta büyüklükteki pazarları manipule edip etmediği konusunda bölünmüş bir görüş, yapılan çoğu çalışma geride kalmıştır⁸⁵. Treasury Secretary Rubin⁸⁶, hedge fonların finansal krizlerde önemli bir faktör olduğuna ve bu gibi krizlerde ülkelerden sermaye kaçışına başlamasına neden olduğuna inanmadığını açıklamıştır. Ona göre; para ticaretine hedge fonların sadece bir kümesi hücum etmiştir.

⁸⁵ Alan Friedman ve Jonathan Gage, "A Proposal to Monitor World Finance System", International Herald Tribune, New York, 1999, s.33.

⁸⁶ Friedman ve Gage, s.33.

Çeşitli güncel çalışmalar, hedge fonların suçlu olmadığını göstermiştir. PWG (President's Working Group) bu çalışmaları üstlenmemiş olmasına rağmen, hedge fonların finansal krizlerde rol oynama ihtimaline karşın bu grup, onların raporundaki çoğu bağımsız çalışmaları dikkate almıştır⁸⁷. (yani, IMF çalışması ve Brown, Goetzmann and Park çalışmaları gibi) Ki bu çalışmalar, göstermektedir ki, hedge fonlar finansal krizlerin oluşumunda kusurlu değillerdir.

Avustralya Reserve Bank'ın güncel açıklaması, 1997 ve 1998'deki hedge fonların orta büyüklükteki ekonomilerdeki etkisi tartışmalarını sona erdirmiştir.⁸⁸ The Reserve Bank Raporu, ayrıca Brown'un ve diğerlerinin ve de IMF çalışmalarının sınırlılığına dikkati çekmiştir. Ki onlar, önemli ülkelerin bakış açılarının etkisine sahipti. Hedge fonların bu krizlerdeki rolü, yakın zamanlardaki çalışmaların konusu olagelmıştır.

Finansal Denge Forumu'nun (Financial Stability Forum) bir çalışma grubu, yakın zamanlarda G-7 ülkeleri üzerine yapmış olduğu bir çalışmasında; "HLIs'in faaliyetlerinin, küçük ve orta büyüklükteki ekonomilerdeki finansal pazarların bütünlüğü ve dinamikleri üzerindeki" etkilerini saptamıştır. MFG (The Manila Framework Group) ise, 14 Asya-Pasifik devlet tarafından Asya finansal krizlerinin harekete geçişi üzerinde çalışmıştır. MFG ayrıca, hedge fonların bu krizlerdeki rolünü araştırdı.⁸⁹

IMF Raporunda, IMF; çeşitli krizler üzerinde çalışmıştır; 1992 ERM krizi, Bond Market Turbulence, 1994-95 Meksika Krizi ve 1997'deki Asya'da yaşanan gelişmekte olan pazarlar krizi gibi. Bu rapor sonucunda " bu düzenleyici ve denetçiler için güçlü bir durumu

⁸⁷ Bruce Nussbaum, "Letter from Davos", Business Week, No. 3616, 15 Şubat, New York, 1999, s.43.

⁸⁸ Reserve Bank of Australia Report, http://www.rba.gov.au/Statistics/statistics_by_frequency.html, (01/06/2009), s.32.

⁸⁹ Lee Says, "", "Deutsche Presses- Agentur, Global Market Regulator Not Workable, Japan Economic Newswire", **Banning Hedge Funds Ruled Out at Singapore Conference**, 29 Ağustos, 1999, Japonya.

göstermez... hedef hedge fonlar için” analizini yapmıştır. Rapora göre “ hedge fonlar, faal olan piyasalarda, kurumsal yatırımcılar takımıydızının sadece bir parçasıdır. ⁹⁰

Ancak Avustralya Reserve Bankası, IMF raporundaki, hedge fonların krizlerle ilgili etkisi konusunda, ortaya çıkan “bunu destekleyecek hiçbir güçlü bulgu bulunamaması” sonucunu eleştirmiştir. Bu rapor, hedge fonların Thai krizindeki rolünü farklı olarak değerlendirmiştir. Rapora göre hedge fonlar; “..besledi, sürü psikolojisini”.

Hedge fonların, Tayland bahtının satışlarıyla ilgili zamanlaması konusunda eğer IMF iddiası doğru ise, o zaman hedge fonların belirli rolünün olduğunu düşünmemek zordur. Ancak hedge fonlar, Thai Baht’ında, hemen hemen % 5’lik bir kısa pozisyona sahiptiler. Tayland’ın, GDP’siyle ilgili IMF Uluslararası Sermaye Pazarları Raporunda, IMF şu sonuca varmıştır⁹¹ “ ne derecede kesin olduğu bilinmese de; HLIs, dış döviz pazarlarını manipüle etmeyi denemek için bazen tezgah hazırlama gayreti içinde olmuştur.” Kelimenin tam anlamıyla, bu rapardaki açıklamalar, daha fazla analitik ve ampirik çalışma yapmak için vazgeçilmezlerdir

Brown, Goetzman ve Park⁹² tarafından Asya para kriziyle ilgili (1997) yakın zamanlarda yapılan bir akademik çalışmada ise, yazarlar; “George Soros ya da herhangi bir diğer hedge fon yöneticisinin, Malezya ringgitiyle ilgili olarak, krizle ilgili sorumluluğunun olduğu” hipotezini destekleyen ampirik bir bulgu olmadığı görüşüne varmışlardır. Ayrıca bu yazarlar açıkça ifade etmişlerdir; “ 1997 başlarında, zirvedeki on hedge fon satın alım yaptıklarında, ringgiti desteklemek gibi bir izlenim vermiş olabilirler. Ama bu hikaye esasen; Filipinler, Tayvan, Tayland, Japonya, Malezya, Singapur, Çin ve Hindistan’ın oluşturduğu “Asya Para Sepeti” ile aynı özelliklere sahiptir.

⁹⁰ IMF, “Hedge Funds and Recent Crises”, www.imf.org/results.aspx?FORM=IEFM1&q=search.live.com, (03/06/2009), s.5.

⁹¹ IMF International Capital Markets Report, <http://www.imf.org/?reprot=established&ssQBy=0>, (06/06/2009), s.2.

⁹² Stephen J. Brown, William N. Goetzman ve James Park, **Hedge Funds and the Asian Currency Crisis of 1997**, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 6427, New York, Şubat 1998. s.55.

Asya paralarındaki kısa pozisyondaki veriler kullanılabilir değildiler. Bu yazarlar “onların kendi hesaplamaları inşa edilmişti, başlangıçta gelişmiş bir metodoloji analiz etmek için ortak fon yöneticilerinin kazançlarını.” Böyle bir metodoloji, hedge fonları kolayca transfer etmiş olamaz, uygun farklı hedge fonlar ve ortak fonlar arasında trading stratejilerinin dönemleri içinde.

Sonuç olarak, hedge fonların sistemik risk dengesindeki rolü kabul edilmiştir. Hedge fonlar, özel ve kamu sektörünün, çeşitli yurtiçi ve uluslararası gruplar arasında kombine olması ile birlikte, belirli araştırma ve çalışmaların konusu olmaya devam etmiştir. Bu anahat, ayrıca pazar entegrasyonunu içeren hedge fonlar üzerinde odaklanmıştır. Münferiden ele alındığı halde, bu ana hattaki vurgunun amaçları için, pazar bütünlüğü ve sistemik risk sorunları birbiriyle ilgilidir ve sistemik riskin hafifletilmesi için tavsiyeler önerilmiştir.

3.1. Hedge Fonlar ve ERM Krizi

1992 ERM krizi, bir dış etken rolüne sahip olarak, hedge fonların çok sıklıkla bahsedildiği bir olay olmuştur. 1987 ile 1991 yılları arasında, giriş sermayesinin akışı, yüksek getiri hedefi ile hedge fonların da içine katılmış olduğu bir trend oluşmuştur. Bu durumu doğuran anahtar etken, ucuz fonlama olmuştur. (deutsche markla diğer paralar arasında) İtalya gibi ülkelerdeki cazip kazançlar, faiz farklılığındaki dengeyi sağlamak için, (döviz kurlarının istikrarı konusunda) yatırımcılara karşı yeterli derecede etkili olmamıştır.

Ama 1992 yılının başlangıcında, rekabete dayalı problemler, “convergence play” oyununun altında yatan varsayımlar konusunda şüphe ve kuşkuya rol vermiştir. İtalya’nın çok uluslu nisbi birim labor maliyetleri, İtalya’yı 16 çeyrek zaman dilimi içerisinde güçlü bir şekilde krize götürerek aşırı değerlenmiş olan liraya olan kaygıları yükselmiştir; ülkenin gerileyen döviz hesabı ve güçsüzleşen ticari rantabilite sebebiyle. Birleşik Krallık’ın 1990’da ERM’ye girmesinden önceki periyotta, sterlinin fiyatı, 1992’de döviz

hesabı açığının genişlemesi ve aşırı değerlemenin sonucunda karşılaştırılabilir kaygılar yaratarak güçlü bir şekilde yükselmiştir. Bu durumdan, Finlandiya ve İsveç; Sovyetler’le olan ticari başarısızlıklarından dolayı, şiddetli dışsal şoklar nedeniyle zarar görmüştür. Bunun zirvesinde, Haziran 1992 referandumunda, Maastricht Antlaşması’nın reddi, Avrupa ülkelerinin bağlandığı döviz çıpasına karşı şüphelere rol vermiştir.

Hedge fonlar bu durumun erkenden farkına varmışlar ve kendi kendilerine pozisyon almanın önemini gereğini hissetmişlerdir. Ve de – oyunculardan uzak olmalarına rağmen- ERM’deki, uzun vadede muhtemel döviz kurunun yeniden düzenlenmesine iştirak etmişlerdir. Görünüşte bu, bir sinyal olarak diğer kurumsal fon yöneticilerinin, kendi pozisyonlarını yeniden gözden geçirme fırsatı sağlamalarına hizmet etmiştir. 1993 CMR raporunun (Capital Market Report) içinde geçen sözlerde; ”böylece hedge fonlar toplam sermaye içinde, 10 milyardan az bir rakama sahip olmasına rağmen, onlar potansiyel döviz pazarlarında daha geniş bir etkiye sahip olmuşlardır” ifadeleri yer almıştır. Ama asıl olarak; ortak fonlar, emeklilik fonları, sigorta şirketleri, ve finans dışı kurumlar “gerçek finansal güç” sağlamışlardır. Emeklilik fonları, sigorta şirketleri, ve ortak fonlar; Kanada, Almanya, Japonya, İngiltere ve Birleşik Devletler’de 11 milyar dolardan daha fazla bir fon büyüklüğünü yönetmişlerdir.⁹³

3.2. Hedge Fonlar ve Asya Krizi

Günümüzün pazarlarında sermaye, yeni bilgilere hızlıca tepki göstermektedir. Bir şey yanlış gittiği zaman, fiyatlama mekanizmasındaki yeni bilgiler hızlıca ve bazen kararsızca tepki göstermektedir. Fonlar, günümüzde, bir ya da iki on yıl öncesine göre daha hızlı hareket etmektedirler. Çünkü finansal sistem, bilgi uygulamalarına daha etkili riayet eder hâle gelmiştir. Değişken, düzensiz ve kararsız sermaye göçleri, kendi ortak problemlerine sahip olabilmektedir. Ancak, sermayenin akışının serbest olması için alternatif

⁹³ Barry, Eichengreen ve Diğ. , **Hedge Funds and Financial Markets Dynamics**, IMF Occasional Paper, Washington DC, 1998, s.37.

hemen hemen her zaman yanlıştır. Örneğin; CalPERS'in (The California Public Employees' Retirement System) Şubat 2002'deki; Taylant, Malezya, Endonezya ve Filipinler'i geliştirmekte olan pazarlar listesinden çıkarma kararı, yatırım için bunun doğru olduğunu gösterme olasılığına izin vermiştir⁹⁴.

Hedge fonlar, hükümet ya da merkez bankası politikaları yanlış gittiğinde sık sık suçlanmışlardır. Ancak birçok kaynak çalışmaları, Asya krizinin ve diğer önemli dünya ekonomisi başarısızlıklarının sebebinin hedge fonlar olmadığını göstermiştir. Örneğin; Brown, Goetzmann ve Park⁹⁵, bir hipotez olarak test etmişlerdir; Malezya başbakanı Mohamad Mahathir tarafından hedge fonların döviz piyasalarındaki Malezya ringgit kazasına (crash) sebep olduğu ortaya atılmış olmasına rağmen. Holdinglerdeki George Soros gibi para fonu yönetmenlerinin, para krizleri için sorumlu olmakta yalnız olmadıkları konusundaki fikirlerini, Mohamad Mahathir anlaşılır biçimde çok açıksözlü olarak ifade etmiştir. Yazarların ampirik analizi, hedge fonların Asya para birimleri ile olan ilişkisini ortaya çıkarmıştır ve buna göre hedge fon yöneticilerinin bir grup olarak, bir finansal kazaya neden olduğu konusunda çok az bir bulgu elde edilmiştir. Bilhassa yazarların, George Soros'un, ringgitte, hisse senetlerinin fiyatlarıyla oynamakla sorumlu tutulması gerektiği sonucuna varması (bear raid) pek inandırıcı olmamıştır; Soros'un üç fonunun performansları incelendiğinde! İlle de bir neden aranacaksa, görünür top 10 zirvesindeki hedge fonların satın aldığı ringgitin, 1997'nin başlarında ve yaz sonundaki düşüşü dikkate alınmalıdır. Yazarlar, diğer Asya para birimleri için de aynı neticeyi bulmuşlardır.

1997 Temmuzunda, Thai bahtı yüzde 23 devalüe olduktan sonra, makro hedge fonların oldukça büyük kazanımları olmuştur. Quantum fonlarının günlük operasyonlarını gerçekleştiren Stanley; Wall Street Journal'ın bir röportajında, Thai bahtının ve Malezya ringgitinin kısa pozisyonunun varlığını doğrulamıştır. Medya, kısa pozisyonun büyük ve

⁹⁴ Alexander M. Ineichen, **Absolute Returns-The Risk and Opportunities of Hedge Fund Investing**, WILEY, New Jersey, 2002, s.87.

⁹⁵ Stephen J. Brown ve William N. Goetzmann, **Hedge Funds with Style**, 1. Basım, Yale International Center for Finance Working Paper, Connecticut, 2005, s.1.

kârlı olduğunu varsaymıştır ancak pozisyonun boyutları ifşa edilmemiştir. Geniş makro hedge fonların aylık geri dönüşleri, Asya para birimlerine kıyasla Amerika nötr pazarlarından daha fazla ilişkili hâle gelmiştir. Bu haliyle Asya krizi, 1992'deki ERM krizini anımsatmıştır.

“Carry trade'lerin azımsanmayacak derecedeki miktarları, krizin büyümesine katkıda bulunmuştur. Bu “carry trade”ler, Taylandlı büyük firmalara ve bankalara yabancı para birimleri cinsinden borç alma olanağı sağlamışlardır. Ki bu borçlanma, yerli para biriminden daha düşük faiz oranına sahipti. Yerli para biriminin değeri düşmedikçe, yabancı para birimli krediler ucuz fon kaynağını temsil etmiştir. Sonunda “carry trade”ler, ödemeler dengesinde sürdürülemez bir denklige sebep olmuşlardır. Yerli fon ihtiyaçlarını desteklemek için Tayland Merkez Bankası, yabancı yatırımlara döviz kurunu sabitleştirerek, dolaylı olarak risk primi ödemiştir. 1997 Temmuzunda, herhangi bir nedenle, bazı yabancı borç vericiler, “carry trade”lerini çözmeye karar vermişlerdir. Bahta da muazzam bir baskı uygulayarak, spot pazarlarda baht satın dolar satın almışlardır⁹⁶.

Fung ve Hsieh⁹⁷, IMF ile benzer bir sonuca varmışlardır. Fung ve Hsieh'e göre de, hedge fon pozisyonları krizlerin başlangıcında göreceli bir etkiye sahiptir. Hedge fonlar, Asya pazarlarının istikrarını bozucu şekilde olumlu geri bildirimleriyle yarar sağlamamışlardır. Eğer söylenebilirse; sadece, Endonezya upisi düşmekteyken hâlâ karşı olarak tersi bir etki yaratmış olduğu ifade edilebilir. Özet olarak, ekonomik temellerin altında yatan unsurlar, bu beklenmedik olayın meydana gelmesi için uygun zemin hazırlamıştır denilebilir.

⁹⁶ Barry, Eichengreen ve Diğ. s.45.

⁹⁷ William Fund ve David A. Hsieh, “Journal of Financial and Quantitative Analysis”, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Cilt. 35, No: 03, Seattle, 2000, ss. 291-307.

3.3. Hedge Fonlar ve 1994 Hisse Senedi Türbülansı

Hedge fonlar, 1994'teki hisse senedi türbülansında (bond market turbulence) bankalardaki bireysel yatırımcılar, menkul kıymet borsaları ve kurumsal yatırımcılar önemli bir rol oynayarak tekrar görünür olmuşlardır. 1993'ün ikinci yarısında, hedge fon sermayesi önemli ölçüde artmıştır. –bazı tahminlerce iki katına çıkarak- Yüksek gelirli yatırımcılar, yüksek kazanç için geçerli olan düşük faiz oranını, içlerinde buldukları şartlarda araştırmışlardır. 1993 Ağustos'unda, ERM marjının % 2'den % 15'e genişlemesi, Avrupa faiz oranlarının düşeceğine olan inancı desteklemiştir ve bu nedenle yetkili makamlar ekonomik aktiviteyi harekete geçirmeyi dilemişlerdir. Yöneticiler; Japonya'daki, yendeki düşük seviyedeki faiz oranıyla kapitalize ederek, European bono pozisyonlarını bulmuşlardır. Faiz farklılıkları ile artan bir şekilde görünmüştür ki - yüksek gelirli varlıklar olarak adlandırılan- hedge fonlar dolarda uzun pozisyona gitmişlerdir ve de yen ve deutsche markta ise kısa pozisyona gitmişlerdir.⁹⁸

Fung ve Hsieh⁹⁹, 1990'lardaki bazı makro türbülanslardaki hedge fonların rolünü analiz etmişlerdir.

- Hedge fon aktiviteleri göze çarpmıştır ve pazar etkisi birçok olaylar boyunca ihtimal dahilinde uygulanmıştır.
- Bu olayların hiçbirinde, hedge fonların kullanmış olduğu pozitif feedback ticareti ile ilgili hiçbir bulgu yoktur;
- Hedge fonlar, yalnızca bir grup olarak rol oynamamıştır.
- Diğer yatırımcılar ve aynı şeyi yapanların yanında, hedge fonların kasıtlı olarak eşlik etmiş olduğu bir olay yoktur.

Yaşanan çoğu olaylar, endüstrinin ünü içinde ve negatif bir eğilim içinde sonuçlanarak hedge fonlar tarafından bazı aksiyonlara sebep olmuştur.

⁹⁸ Barry, Eichengreen ve Diğ. s.47.

⁹⁹ Fund ve Hsieh, s.291-307.

4. HEDGE FON YATIRIMLARININ RİSKLERİ

Hedge fonların 80'lerde popülaritesini artırması, finansal liberalleşmenin fonlara aşırı hareket özgürlüğü tanınmasıyla gerçekleşmiştir. 90'larla birlikte hedge fonlar iyice yaygınlaşmıştır. Chicago'da faaliyet gösteren Hedge Fonları Araştırmaları Kurumu'na göre, şu anda dünyada 1,74 trilyon dolara hükmeden, 9500 hedge fon bulunmaktadır. Bu fonlar genellikle zengin yatırımcılardan büyük meblağlar toplayarak, kârdan pay sistemiyle çalışmakta, faaliyetlerini büyük bir gizlilik içerisinde yürütmektedirler. Bankalara ve düz yatırım fonlarına kıyasla daha gevşek bir denetime tâbi bulunmaları, hedge fonlarının kan yeryüzü piyasalarını arşınlamasını olanaklı kılmaktadır¹⁰⁰.

Hedge fonların son yıllardaki hızlı gelişimi ile birlikte, yaşanan sorunlar da artış göstermiştir. ABD'de 1999 yılından itibaren tespit edilen dolandırıcılık veya diğer suç konusu faaliyet ve işlemler nedeniyle hedge fonlara ve danışmanlarına ilişkin 38 tane soruşturma açılmıştır. Hedge fonlara ilişkin olarak son yıllarda görülen zararlı faaliyet ve işlemler bir takım faktörlere bağlanabilir¹⁰¹:

- Hedge fon yatırımlarının popülaritesi ve yatırımcıların yüksek meblağlarda yatırım yapması nedeniyle suç konusu fiillerin hedge fonlar aracılığıyla işlenmesinin cazip hale gelmesi,
- Tecrübesiz, niteliksiz ve denetime tabi tutulmayan kişilerin sektörde faaliyet göstermesi,
- Sınırsız denebilecek kadar geniş yetkilerle donatılmış olan hedge fon danışmanlarının faaliyetlerinin denetlenmemesi,

¹⁰⁰ Hari Kozanoğlu, Nurullah Gür ve Barış Alp Özden, **Neoliberalizm'in Gerçek 100'ü**, 2.Basım, İletişim Yayınları, İstanbul, 2008, s. 150.

¹⁰¹ Yıldız, s.32.

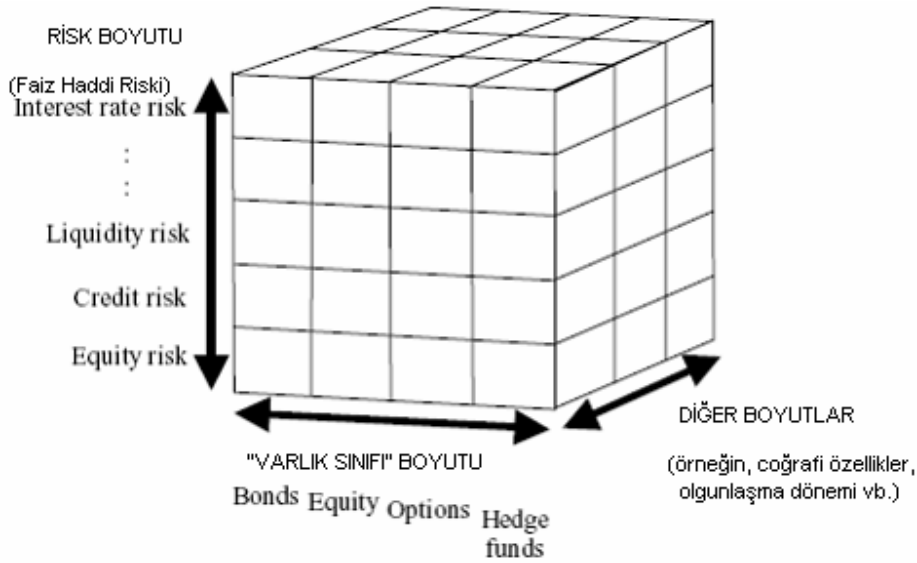
- Hedge fonların, kanunlarda yer alan muafiyetlerden ve boşluklardan yararlanarak yasal düzenlemelerin dışında faaliyet gösterme imkanı elde etmeleri ve bunun sonucunda yatırımcıların zararına olan suç konusu fiilleri işlemenin kolay hale gelmesi,

- Kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin bulunmaması veya kayıtlı yatırım şirketlerine oranla oldukça dar kapsamlı bilgi verme yükümlülükleri olması nedeniyle gerek potansiyel yatırımcıların gerekse ekonomideki diğer çıkar gruplarının hedge fonlar hakkında yeterli, doğru ve zamanında bilgi edinememesi; gibi unsurlar, bazı hedge fonların ve danışmanlarının zararlı faaliyet ve işlemler gerçekleştirmesine imkan tanımaktadır.

Hedge fonlar nedeniyle karşılaşılan suç konusu fiiller genellikle;

- müşteri varlıklarının haksız olarak kullanılması,
- portföy performansının olduğundan farklı gösterilmesi,
- yatırım danışmanının kimliği, geçmiş performansı ve tecrübesine ilişkin olarak belgelerde tahrifat yapılması,
- yatırım stratejilerinin kamuoyuna yanlış açıklanması,
- varlıkların değerlemesinin uygunsuz yapılması şeklindedir.

Sonuç olarak; hedge fonların genellikle kuruldukları ülkelerdeki menkul kıymetlere ilişkin kanun ve düzenlemelerden muaf olmaları ve kamuyu aydınlatma ve kayda ilişkin yükümlülüklerinin bulunmaması gibi nedenlerle, düzenleyici otoriteler hedge fonlar hakkında yeterince bilgi sahibi olamamakta, hedge fonlara ilişkin olarak yaşanan olumsuzluklardan geç haberdar olmakta, gerekli önlemleri alamamaktadır.



Şekil 16 : Risk Kübü

Kaynak: François-Serge Lhabitant, **Handbook of Hedge Funds**, 1. Basım, WILEY, Chichester, 2006, s.565.

Örneğin eğer hedge fon yöneticisi kredi limitini kullanarak, yukarıdaki şekilde görüldüğü gibi, hedge fonlara yatırım yaptığında, yatırımcıyı; kredi riskine (beta tarafından ölçülen bir kredi riskine) ve belki biraz da faiz haddi riskine maruz bırakacaktır. Özetle, yukarıdaki “risk kübü”nde; belirli bir portföyün varlık sınıfları, coğrafi özellikleri ve portföyün riski ve kazancına katkıda bulunan bütün olaylar gösterilmektedir. Bu üç boyutlu figür, temel risk analizi ve yönetimi için bir çerçeve çizmektedir.¹⁰²

Risk ve şeffaflık hususları, herhangi bir yatırım süreci için anahtar rol oynarlar. Bu anlamda risk ve şeffaflık yatırım yönetiminden çok daha önemlidir. Örneğin; risk yönetiminin tarihi ve onun enstrümanları, türevler gibi (derivatives)¹⁰³

¹⁰² Lhabitant, s.565.

¹⁰³ Alexander M. Ineichen, **Asymmetric Returns: The Future of Active Asset Management**, WILEY, New Jersey, 2007, ss.23-28.

Özetle; genel olarak incelediğimizde, hedge fonların, diğer yatırım fonları ile benzer riskler taşıdığını söyleyebiliriz. Bu riskler; ana hatlarıyla; operasyonel risk, yönetici riski, piyasa riski, kredi riski ve likidite riski olarak sınıflandırılabilir. Hedge fon yöneticileri, riski kontrol etmek ve düşürmek için çeşitli metotlar üzerinde çalışmaktadırlar.

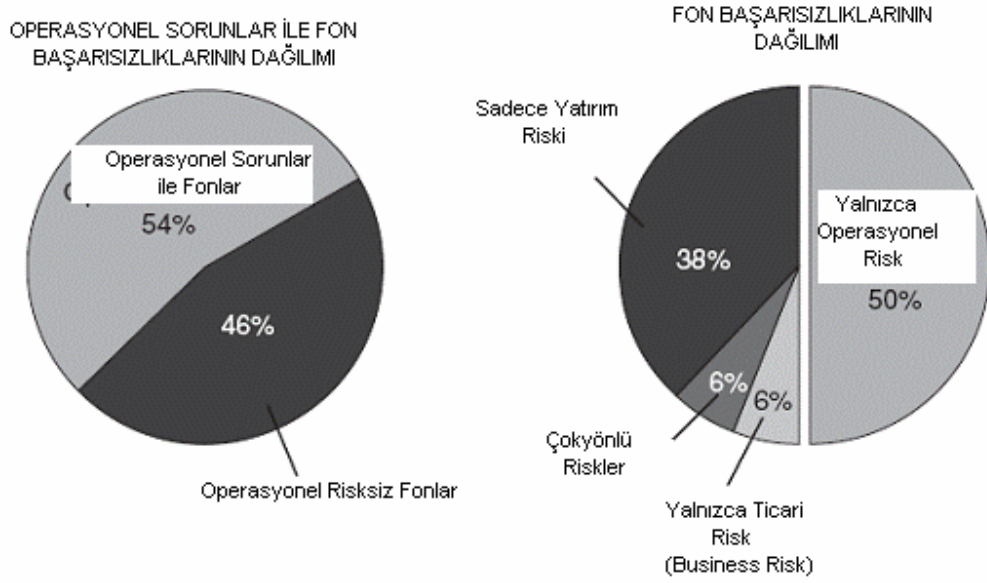
Tarihte bazı büyük hedge fon kayıplarını incelediğimizde, operasyonel risk, piyasa riski ve yönetici (business) riskinin ağırlıkta olduğunu gözlemlemekteyiz. Long Term Capital Managment (LTCM) 4,5 milyar USD'si piyasa ve yönetici riski, Tiger fonu 2,6 milyar USD'si piyasa ve yönetici riski, Quantum Fonu 1.0-1.5 milyar USD'si operasyonel risk, Vairocana Limited Fund 400 milyon USD'si operasyonel risk, Askin Capital Management 420 milyon USD'si piyasa riski nedeniyle kayıplara uğramışlardır. Hedge fonlar karakteristik olarak, yüksek riskle birlikte yüksek kazanç elde etme olasılığını da içermektedirler.¹⁰⁴

Hedge fonların yatırım yaptıkları araçlardan kaynaklanan risklerin yanısıra, tamamiyle bu kendine has riskleri de bulunmaktadır.¹⁰⁵ Bunlar;

- Prosedür hataları
- Düşük Performans
- Hesap Değerindeki Yüksek Düşüş
- Aldatma'dır.

¹⁰⁴ Lars Jaeger, **Alternative Beta Strategies and Hedge Fund Replication**, 1. Basım, WILEY, Chichester, 2008, ss.90-91.

¹⁰⁵ Keleri A. , “Portföy Yönetiminde Yeni Açılımlar ve Dinamik Portföy Yönetimi Olarak Hedge Fon Yönetimi”, (Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi), İstanbul, 2008, s.100.



Şekil .17. Operasyonel Sorunlar ve Hedge Fon Başarısızlıklarının Temel Nedenleri

Kaynak : James R. Hedges IV, *Hedges on Hedge Funds : How to Successfully Analyze and Select an Investment*, 1. Basım, WILEY, New Jersey, 2005 s.45.

Şekil 17’de görüldüğü gibi; hedge fon kayıplarına ait çoğu ortak operasyonel sorunlar;

- fon yatırımlarının yanlış beyanı,
- yatırımcı fonlarının kötüye kullanılması,
- yetkisiz trading
- yetersiz kaynaklar olarak sıralanabilir.

Yatırımların yanlış beyanı ya da raporların oluşturulma nedeni yanlış ve yanıltıcı bilgi veren bir hareket olarak tanımlanmaktadır. Bu, kasıtlı aldatmacadan(örneğin adi yatırım performansı gibi) ya da operasyonel yanlışlardan kaynaklanmış olabilir. Hedge

fonların kötüye kullanılması, bunu bilerek ya kişisel kullanım için veya salt hırsızlık olarak para veya fon varlıklarının taşınmasını sağlayan yöneticiler tarafından yapılan bir genel dolandırıcılık dahilinde değerlendirilmektedir.

Dışarıya yatırım yapan fon yöneticilerinin, belirtilen fon stratejilerinin ya da değişen fonların yatırım usûlünün yatırımcı onayı olmadan gerçekleştirilmesi, yetkisiz alım satım işlemleri (trading) ve usûl ihlallerinin üzerini örtmektedir. Bu ayrıca, düzenlemeye tabi olmayan usûl eğilimi olarak bilinir ve bir operasyonel risk faktörünü kapsar. Çünkü yatırımcılar, istenmeyen riskler nedeniyle bazen fon başarısızlıklarına uğramaktadırlar.¹⁰⁶

5. REGÜLASYON VE ŞEFFAFLIK SORUNU VE HEDGE FONLARLA İLGİLİ YASAL DÜZENLEMELER

Hedge fonların son yıllardaki hızlı gelişimi ile birlikte, yaşanan sorunlar da artış göstermiştir. ABD’de 1999 yılından itibaren tespit edilen dolandırıcılık veya diğer suç konusu faaliyet ve işlemler nedeniyle hedge fonlara ve danışmanlarına ilişkin 38 tane soruşturma açılmıştır. Hedge fonlara ilişkin olarak son yıllarda görülen zararlı faaliyet ve işlemler bir takım faktörlere bağlanabilir:

- Hedge fon yatırımlarının popülaritesi ve yatırımcıların yüksek meblağlarda yatırım yapması nedeniyle suç konusu fiillerin hedge fonlar aracılığıyla işlenmesinin cazip hale gelmesi,
- Tecrübesiz, niteliksiz ve denetime tabi tutulmayan kişilerin sektörde faaliyet göstermesi,
- Sınırsız denebilecek kadar geniş yetkilerle donatılmış olan hedge fon danışmanlarının faaliyetlerinin denetlenmemesi,

¹⁰⁶ James R. Hedges IV, **Hedges on Hedge Funds : How to Successfully Analyze and Select an Investment**, 1. Basım, WILRY, New Jersey, 2005, s.45.

- Hedge fonların, kanunlarda yer alan muafiyetlerden ve boşluklardan yararlanarak yasal düzenlemelerin dışında faaliyet gösterme imkanı elde etmeleri ve bunun sonucunda yatırımcıların zararına olan suç konusu fiilleri işlemenin kolay hale gelmesi,

- Kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin bulunmaması veya kayıtlı yatırım şirketlerine oranla oldukça dar kapsamlı bilgi verme yükümlülükleri olması nedeniyle gerek potansiyel yatırımcıların gerekse ekonomideki diğer çıkar gruplarının hedge fonlar hakkında yeterli, doğru ve zamanında bilgi edinememesi; gibi unsurlar, bazı hedge fonların ve danışmanlarının zararlı faaliyet ve işlemler gerçekleştirmesine imkan tanımaktadır. Hedge fonlar nedeniyle karşılaşılan suç konusu fiiller genellikle;

- müşteri varlıklarının haksız olarak kullanılması,
- portföy performansının olduğundan farklı gösterilmesi,
- yatırım danışmanının kimliği, geçmiş performansı ve tecrübesine ilişkin olarak belgelerde tahrifat yapılması,

- yatırım stratejilerinin kamuoyuna yanlış açıklanması,
- varlıkların değerlemesinin uygunsuz yapılması, şeklindedir.

Sonuç olarak; hedge fonların genellikle kuruldukları ülkelerdeki menkul kıymetlere ilişkin kanun ve düzenlemelerden muaf olmaları ve kamuyu aydınlatma ve kayda ilişkin yükümlülüklerinin bulunmaması gibi nedenlerle, düzenleyici otoriteler hedge fonlar hakkında yeterince bilgi sahibi olamamakta, hedge fonlara ilişkin olarak yaşanan olumsuzluklardan geç haberdar olmakta, gerekli önlemleri alamamaktadır. Konuya ilişkin olarak ABD’de SEC tarafından bir çalışma yapılmış ve hedge fonlara ilişkin olarak karşılaşılan sorunların çözümüne yönelik bir takım öneriler getirilmiştir. Söz konusu öneriler¹⁰⁷;

¹⁰⁷ Yıldız, ss.31-32.

- Hedge fon danışmanlarının Yatırım Danışmanları Kn. uyarınca SEC tarafından kayda alınması,
- Kayıtlı hedge fonlara ilişkin olarak SEC'nin, spesifik değerlendirme hükümleri ve ücrete ilişkin kamuyu aydınlatma yükümlülükleri getirmesi,
- Nitelikli müşterilere yapılacak olan fon satışlarında genel tanıtım (general solicitation) yapılmasına izin verilmesi,
- Aracılar tarafından hedge fonları tanıtmak amacıyla yapılan semaye tanıtım faaliyetlerinin (capital introduction) SEC ve NASD tarafından gözetim altına alınması,
- Hedge fon endüstrisinin, en iyi uygulamaları geliştirmesi ve kabullenmesi amacıyla SEC'nin sektöre destek vermesi,
- Hedge fonlara ilişkin olarak SEC'nin yatırımcı geliştirme eğitimlerine devam etmesi, olarak sıralanmaktadır.

SONUÇ

Son on yıl içerisinde hızlı bir şekilde büyüyen hedge fonlar global finansal piyasalar içerisinde hâlâ küçük bir paya sahiptirler. Ancak buna karşın, bazı piyasalardaki yüksek işlem hacimleri ve açığa satışı, kaldıraç ve türev ürünleri yaygın olarak kullanmaları nedeniyle, hedge fonların faaliyetleri, finansal piyasalar açısından bazı riskler doğurabilmektedir. 2000 yılından sonra ABD sermaye piyasasında, SEC'in sınırlı denetimine tabi olan Hedge Fonlar büyük yatırım havuzları oluşturmuşlardır. Bu fonlar, oldukça riskli, kaldıraç oranı yüksek finansal varlıklar üzerine yatırım yapmışlardır. Özel yönetime tabi olan bu fonların sermaye yeterliliği sorunları yoktu. Bu nedenle hedge fonlar, spekülasyon amaçlı işlemlerin odağı haline gelmiştir. Bu gelişmeler, pazar fiyatlarının olumsuz etkilenmesine neden olmuştur.

Hedge fonlar; ham petrolün varil fiyatının 120 dolara fırlamasından altının onsunun 1.000 dolara tırmanmasına kadar uzanan bir dizi olayı tetiklemekten, pirincin uluslararası piyasalardaki fiyatının 300 dolardan 1.000 dolara çıkmasına sebep olmasına kadar çeşitli nedenlerle piyasaların dengesini olumsuz yönde etkilediği konusunda sık sık eleştirilmiştir. Avrupa Merkez Bankası'nın hazırladığı finansal istikrar raporunda "Hedge fonlar kuş gribinden bile tehlikeli." yorumunun yapılması, kıta Avrupa'sının bu konudaki yaklaşımını ortaya koymaktadır. Gelişmiş piyasaların bir diğer ayağını oluşturan İngiltere ve Amerika'nın ise bunun tersi bir tutum sergilemesi, kafaların karışmasına sebep olmaktadır. Var olan mevcut fonların yüzde 30'unun Amerika'da kurulu olması ve birçok Amerikalı eski siyasetçinin bu fonlara danışmanlık yaptığı düşünüldüğünde bu açıklamalar biraz anlam kazanmaktadır.

Hedge fonların genellikle kuruldukları ülkelerdeki menkul kıymetlere ilişkin kanun ve düzenlemelerden muaf olmaları ve kamuyu aydınlatma ve kayda ilişkin yükümlülüklerinin bulunmaması gibi nedenlerle, düzenleyici otoriteler hedge fonlar hakkında yeterince bilgi sahibi olamamakta, hedge fonlara ilişkin olarak yaşanan olumsuzluklardan geç haberdar olmakta, gerekli önlemleri alamamaktadır.

Her şeye rağmen, hedge fonların faaliyetlerinden kaynaklanabilecek olası risklerin azaltılmasının, hedge fonlara yönelik doğrudan düzenlemeler aracılığıyla değil, hedge fonların karşı taraflarının risk yönetim sistemlerini sürekli geliştirmelerini sağlayacak düzenlemeler aracılığıyla dolaylı bir şekilde yapılmasının daha doğru olabilecektir.

Bütün kötü ününe rağmen, hedge fonların finansal piyasalar açısından da çeşitli faydaları da bulunmaktadır. Hedge fonlar; doğru fiyatın oluşmasını sağlayarak ve fiyat dengesizliklerini gidererek piyasa etkinliğine ve likiditenin artmasına katkıda bulunmaktadır. Varlık fiyatlarının gelecekte ne olacağına veya varlıkların yanlış fiyatlandırıldığına ilişkin öngörülerine dayalı olarak spekülatif işlem yapan hedge fonlar, riski transfer etmek isteyenlerden riski alan taraf oldukları için, riskin dağıtımına ve dolayısıyla da piyasaların sağlıklı bir şekilde işleyişine katkıda bulunmaktadır. Hedge fonların geleneksel yatırım araçlarının dışında, özellikle, kredi türevleri, mali sıkıntı içindeki şirketlerin menkul kıymetleri, likit olmayan menkul kıymetler, gelişmekte olan ülkelerin menkul kıymetleri, tezgah üstü türev ürünler gibi piyasalarda yoğun işlem yapmaları, bu piyasalarda likiditenin artmasını sağlamakta ve riskin transfer edilebilmesine imkan vermektedir.

Bu bağlamda, krizlerde hedge fonların görece olarak etkisinin yadsınamaz olduğunu iddia edebilir. Ancak muhtemel bir krizin ya da krizlerin ana faktörlerinden biri olduğunu söylemek, eldeki verilerle pek mümkün görünmemektedir. IMF'in, hedge fonların finansal krizlerdeki rolü üzerine yapmış olduğu çalışmasında belirttiği gibi, hedge fonlar, faal olan piyasalarda kurumsal yatırımcılar takımı yıldızının sadece bir parçasıdır. Fakat buna karşın, hedge fonların piyasalar üzerindeki etkisini görmezden gelmek ise fazlasıyla iyimser bir tutum olacaktır. Ancak hedge fon sektörünün gelişimi ve olgunlaşması ile hedge fonların finansal krizlerdeki rolü hakkında daha sağlıklı bilgilere ulaşmak mümkün olacaktır.

KAYNAKÇA

Kitaplar

1. Anson, Mark J. P. **Handbook of Alternative Assets**, 2.Basım, WILEY, New Jersey, 2006.
2. Bakdur, Alper. **Bankacılık Sektörünü Düzenleyen Kurumların Yapıları: Ülke Uygulamaları ve Türkiye İçin Öneri**, 1. Basım, SPK Yayını, Ankara,2003.
3. Barry, Eichengreen ve Diğ. **Hedge Funds and Financial Markets Dynamics**,:IMF Occasional Paper, Washtington DC, 1998.
4. Becker, Brandon ve Colleen Doherty-Minicozzi. **Hedge Funds in Global Financial Markets**, 2. Basım, WILEY, New Jersey, 2000.
5. Brown, Stephen J. ve William N. Goetzmann. **Hedge Funds with Style**, 1. Basım, Yale International Center for Finance, Connecticut,2007.
6. Brown, Stephen J. William N. Goetzman ve James Park. **Hedge Funds and the Asian Currency Crisis of 1997**, National Bureau of Economic Research Working Paper No. 6427, 1998.
7. Edwards, Sbastian. **Crisis and Reform in Latin America-From Despair to Hope**, 1.Baskı, A World Bank Oxford University Press, Londra, 1995.

8. European Central Bank. **Hedge Funds And Their Implications For Financial Stability**, Occasional Paper Series, No: 34, Frankfurt, Ağustos 2005.
9. Evanoff, Douglas D. ve Diğ. **World Scientific Studies in International Economics 7 : Globalization and Systemic Risk**, 1. Basım, World Scientific Publishing, Singapoere, 2009.
10. Felton, Andrew. and Carmen M. Reinhart, **The First Global Financial Crisis of the 21st Century**, 1. Basım, A VoxEU.org Publication, London, 2008.
11. Hedges, James R. IV, **Hedges on Hedge Funds : How to Successfully Analyze and Select an Investment**, 1. Basım, WILEY, New Jersey, 2005.
12. Ineichen, Alexander M. **Asymmetric Returns: The Future of Active Asset Management** , 1. Basım, WILEY, New Jersey,2007.
13. Ineichen, Alexander M. **Absolute Returns-The Risk and Opportunities of Hedge Fund Investing**, 2. Basım, WILEY, New Jersey, 2002.
14. İnandım, Şeyda. **Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği**,1.Basım, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü Yayını, Ankara,2005.
15. Jaeger, Lars. **Alternative Beta Strategies and Hedge Fund Replication**, 1. Basım, WILEY, Chichester 2008.
16. Kaya, Tolga Hakan. **ERM II'de Gelecek Var Mı? Türkiye Açısından Olası Senaryolar ve Politika Önerileri Nelerdir**, 1. Basım, TCMB Yayını, Ankara, 2005.
17. Kirschner, Sam. Eldon Mayer ve Lee Kesler. **The Investor's Guide to Hedge Funds**, 1. Basım, WILEY, New Jersey, 2006.
18. Krug, Anita K. **The Hedge Fund Transparency Act of 2009**, 1. Basım, BerkeleyLaw University of California, California, 2007.
19. Naik, Narayan Y. **Hedge Funds Industry Facts and Figures**, 3. Basım, WILEY, New Jersey,2008.

20. Santiso, Javier. **The Political Economy of Emerging Markets : Actors, Institutions and Financial Crises in Latin America**, 1.Baskı, Palgrave Macmillan, New York,2005.
21. Sarı, Müslim. **Dış Borç Yönetimi ve Türkiye Uygulamaları**, 1. Basım, TCMB Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü Yayınları, Ankara,2004.
22. Stavetski, Edward J. **Managing Hedge Fund Managers Quantitative and Qualitative Performance Measures**, 2. Basım, WILEY, New Jersey, 2009.
23. Stefanini, Filippo. **Investment Strategies of Hedge Funds**, 1.Basım, WILEY, New Jersey, 2006.
24. Strachman, Daniel A. **The Fundamentals Of Hedge Fund Managment**, 1. Basım, WILEY, New Jersey, 2007.
25. Şıklar, İlyas. **Finansal Ekonomi**, 3.Basım, TC. Anadolu Üniversitesi Yayını, Eskişehir, 2004.
26. Türkiye Bankalar Birliği Bankacılık ve Araştırma Grubu, **Meksika ve Kore Deneyimlerinin Karşılaştırılması**, 1. Basım, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, Ankara, 2001.
27. Uyar, Saçil. **Bankacılık Krizleri**, 2. Basım, Ankara, 2003.
28. Wolfinger, Mark. **Create your own hedge fund : increase profits and reduce risk with ETFs and Options**, 2. Basım, WILEY, New Jersey, 2005.
29. Yıldız, Tuba Ertugay. **Hedge Fonların İşleyişi**, 1. Basım, Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi, İstanbul, Haziran 2004.

Sürelî Yayınlar

30. Akdiş, Muhammet. “Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Yol Açtığı Finansal Krizler ve Bu Krizleri Önlemede Kullanılabilecek Araçlar: Tobin Vergisi”, *Aktive Bankacılık ve Finans Dergisi*, Yıl 6, Sayı 36, Ankara, Mayıs-Haziran\2004.
31. Alantar, Doğan. “Küresel Finansal Kriz ve Türkiye’nin Makroekonomik Göstergelerine Etkisi”, *Bütçe Dünyası Dergisi*, Cilt 3, Sayı 31, İstanbul, 2009.
32. Altıntaş, Halil. “Bankacılık krizleri, Nedenleri ve Ekonomik Maliyetleri”, *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Sayı: 22, Kayseri, Ocak-Haziran 2004.
33. Baykal, C. Murat. “Hukuki Yönleriyle Finansal Krizler”, *Bankacılar Dergisi*, Sayı 60, Mart 2007, Ankara, s.35.
34. Bayrakturan, Yusuf ve M.Hilmi Özkaya, “IMF İstikrar Politikalarının Doğu Asya’da Ekonomik Performans Sonuçları”, *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt 3, Sayı 1, Kocaeli, 2002.
35. Boyacıoğlu, Melek Acar. “1980 Sonrası Türk Bankacılık Sektöründeki Gelişmeler, Krizlerin Sektör Üzerindeki Etkileri Ve İyileştirici Öneriler” , *Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Sayı: 11, Ankara,2001.
36. Chambers, Nilgün, “Hedge Fonlar”, *Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi*, Cilt 1, Sayı 1, Niğde, Haziran 2008.
37. Doğan, Seyhun ve Halil Özekicioğlu, “Güney Kore ve Türkiye’de Uygulanan IMF Politikaları”, *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt 6, Sayı 1, Sivas, 2005.
38. Duman, Koray. “Finansal Krizlere Karşı Politika Tercihleri”, *Akdeniz İ.İ.B.F. Dergisi*, Sayı 8, Antalya, 2004.
39. Emirkadı, Ömer. “Gelişmekte Olan Ülkeler ve Parasal Kriz Teorileri Üzerine Bazı Değerlendirmeler”, *Sosyo Ekonomi*, Ankara, Temmuz-Aralık 2005.

40. Erdönmez, Pelin Ataman. “Japonya Mali Krizi”, Bankacılar Dergisi, Sayı: 40, Ankara, 2002.
41. Esen, Oğuz. “Bankacılık Krizleri Yeniden Yapılandırma Programları ve Türk Bankacılık Sistemi”, *Siyasa Dergisi*, Yıl:1, Sayı:1, Ankara, 2005.
42. Friedman, Alan. ve Jonathan Gage. “A Proposal to Monitor World Finance System”, *International Herald Tribune*, Şubat Sayısı, New York, 1999.
43. Güloğlu, Bülent ve A.Ender Altunoğlu. “Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri”, *İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, No:27, İstanbul, Ekim 2002.
44. Işık, Sayım ve Diğerleri. “Türkiye Ekonomisinde Finansal Krizler: Bir Faktör Analizi Uygulaması”, *D.E.Ü. İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt:19 , Sayı:1, İzmir, 2004.
45. Işık, Sayım. Koray Duman ve Adil Korkmaz. “Türkiye Ekonomisinde Finansal Krizler: Bir Faktör Analizi Uygulaması”, *D.E.Ü. İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt: XIX., Sayı 1, İzmir, 2004.
46. Kula, Ferit “Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler”, *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt 4, Sayı 2, Sivas, 2003.
47. Miynat, Miynat. “Liberalizasyon Sürecinde Ortaya Çıkan İstikrarsızlıklar ve Çözüm Önerileri”, *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, Cilt 9, Say :1-2, İstanbul, 2002.
48. Nihal, Urhan. “Piyasaların Mortgage Krizi”, *BoryaD*, Sayı 23 , İstanbul, 2008.
49. Nussbaum, Bruce. “Letter from Davos”, *Business Week*, No. 3616, New York, 15 Şubat 1999.
50. Oesterle, Dale A. “Regulating Hedge Funds”, *Entrepreneurial Business Law Journal*, Cilt 1, Sayı 1, New York, 2008.
51. Öztürk, Salih. “Sabit Döviz Kuru Politikasının Finansal Krizlere Etkisi : 1997 Güneydoğu Asya ve 2000 Kasım-2001 Şubat Türkiye Krizleri” *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, Cilt : 10, Sayı : 1, İstanbul, 2003.

52. Rodrick, Dani. “İktisat Politikası Reformlarını Anlamak”, Yavuz Akbulak ve Ayşegül Aslan (Çev.), **Erciyes Üniversitesi İİBF Dergisi**, Sayı:23, Kayseri, Temmuz-Aralık 2004.
53. Strömquist, Maria. “Hedge funds and the financial crisis of 2008”, *Economic commentaries*, No .3, New York, 2009.
54. Stulz, Rene M. “Hedge Funds: Past, Present, and Future”, *Journal of Economic Perspectives*, Cilt 21, No 2, New York, 2007.
55. Şimşek, Hayal Ayça. “Türkiye’de 2000 Sonrasında Uygulanan İstikrar Programlarının Kamu Maliyesine Etkisi”, *Finans Politik&Ekonomik Yorumlar*, Cilt:44, Sayı: 512, İstanbul, 2007.
56. Turan, Taner. “Maliye Politikası Araçlarının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkileri: Bir Literatür İncelemesi”, *Sayıştay Dergisi*, Sayı 69, Ankara, 2006.
57. Turgut, Ahmet. “Finansal Krizlerde IMF’nin Rolü: 1997 Asya ve 2000-2001 Türkiye Krizleri”, *Selçuk Üniversitesi Karaman İ.İ.B.F. Dergisi*, Sayı: 10, Konya, 2006.
58. Turgut, Ahmet. “Türleri, Nedenleri ve Göstergeleriyle Finansal Krizler”, *TÜHİS İş Hukuku ve İktisat Dergisi*, Cilt 20, Sayı 4-5, Ankara, Kasım 2006-Şubat 2007.
59. Üşür, İşaya. “Kriz: Bir ‘Kavram’a Açıklama Notu”, *Mülkiyeliler Birliği Dergisi*, Cilt 23, Sayı 214, Ankara, 1998.
60. Yay, Turan ve Diğerleri, “Finansal Krizler Finansal Regülasyon ve Türkiye”, İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, Sayı 30, İstanbul, Mart 2004.

Raporlar

61. Akbulak, Sevinç. “Serbest Yatırım Fonları ve Birincil Aracılık Hizmetleri”, **Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu**, SPK, Ankara, 2008.
62. Akbulak, Sevinç. “Türkiye’ye Yönelen Yabancı Yatırımlar Ve Kâr Transferleri”, **Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu**, SPK, Ankara, 2007.
63. Brown, Stephen J. William N. Goetzman ve James Park. “Hedge Funds and the Asian Currency Crisis of 1997”, **National Bureau of Economic Research Working Paper**, National Bureau of Economic Research, New York, 1998.
64. Buchanan, James M. “Bütçe Açıklarının Ekonomik Sonuçları”, **Bütçe Dengesi Sempozyumu**, The Plaza Oteli, 9-11 Ocak 1986, New York.
65. Çanakcı, Ekrem. “Küresel Borsalarda 2006 Ve 2007 Yılı Dalgalanmaları Ve Türkiye”, **SPK Araştırma Raporu**, SPK, Ankara, 2007.
66. Çokaklı, Serdar. “Bankacılık Sektöründe Yeniden Yapılandırma: Japonya Örneği”, **BDDK Mali Sektör Politikaları Dairesi Çalışma Raporları**, BDDK, Ankara, 2002.
67. Garbaravicius, Tomas and Frank Dierick. “Hedge Funds And Their Implications For Financial Stability”, **European Central Bank Occasional Paper Series**, No:34, European Central Bank, Frankfurt, 2005.
68. Kambhu, John. Til Schuermann, Kevin J. Stiroh. “Hedge Funds, Financial Intermediation, and Systemic Risk”, **Federal Reserve Bank of New York Staff Reports** , No 291, Federal Reserve Bank of New York , New York, Haziran 2007.
69. Yalçın, Barbaros. “Gelişmekte Olan Ülkeler ve Uluslararası Kurumsal Yatırımcılar”, **SPK Araştırma Raporu**, SPK Ankara, 2005.

Kongre, Konferans ve Sempozyumlar

70. Akçağlayan, Anıl. “2001 Krizi ve Sonrasında Uygulanan Para Politikasının Döviz Kuru Üzerindeki Etkisi”, 8. **Türkiye Ekonometri ve İstatistik Kongresi**, 24-25 Mayıs 2007, İnönü Üniversitesi, Malatya.
71. İnel, Aysun ve Nesrin Sungur, “Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri-Türkiye Örneği”, ODTÜ, **ODTÜ IV. Uluslararası İktisat Kongresi**, 13-16 Eylül 2000.
72. Kazgan, Gülten. “Türkiye’de Ekonomik Krizler : 1929-2001 Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Karşılaştırmalı Bir İrdeleme , **1979-80 İkinci Petrol Krizi**. İstanbul : İstanbul Bilgi Üniversitesi.
73. Says, Lee.“Banning Hedge Funds Ruled Out at Singapore Conference”, **Deutsche Presses- Agentur: Global Market Regulator Not Workable, Japan Economic Newswire**, 29 Ağustos, Japonya, 1999.

Tezler

74. Keler, Alp. “Portföy Yönetiminde Yeni Açılımlar ve Dinamik Portföy Yönetimi Olarak Hedge Fon Yönetimi”, (Marmara Üniversitesi ,Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi), İstanbul, 2008.

İnternet Kaynakları

75. Akdiş, Muhammet. “Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri ve Türkiye Finansal Krizler-Beklentiler”, <http://makdis.pamukkale.edu.tr/finans.htm>, (10 Mart 2009), s.2.
76. Anbar, Adem, “Hedge Fon Sektörünün Gelişimi ve Hedge Fonların Temel Özellikleri”, *Electronic Journal of Social Sciences*, Cilt 8, Sayı 27, www.esosder.org, 2009.
77. Akpınar, A.Tolga. “Türkiye’de Ekonomik Krizler-1929 Krizi”, *Sinestezi Dergisi*, 2009, <http://sinestezi.wordpress.com/2009/01/23/turkiye-de-ekonomik-krizler-1929-krizi/>, (26/06/2009), s.2.
78. Ankara Ticaret Odası, Krizler Tarihi Raporu, <http://www.atonet.org.tr/yeni/index.php?p=276&l=1>, (12/06/2009), s.2.
79. Celasun, Melih. “2001 Krizi; Öncesi ve Sonrası: Makro Ekonomik Bir Değerlendirme”, <http://www.econ.utah.edu/~ehrbar/erc2002/pdf/i053.pdf>, (02/04/2009), s.8.

80. Çankaya, Serkan. “Dünyada ve Türkiye’de Hedge Fonlar ve Uygulanabilirliği”,
http://www.finanskulup.org.tr/assets/maliyefinans/81/Serkan_Cankaya_Dunyada_Turkiyede_Hedge_Fonlar_MFY81.pdf, (03/05/2009), s.2.
81. DPT. “Rusya Krizi ve Türkiye Üzerine Muhtemel Etkileri”, <http://ekutup.dpt.gov.tr>
(27/03/2009), s.2.
82. Dündar, Durmuş. “Resesyon Dönemleri ve Türkiye”,
http://209.85.135.132/search?q=cache:4ntnS5_AfUJ:gpotcenter.org/dosyalar/Resesyon.ppt+%221988-89+krizi%22&cd=1&hl=tr&ct=clnk&gl=tr, (12/12/2008), s.1.
83. Fund, William ve David A. Hsieh. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 35, Seattle, 2005.
84. IMF. “Hedge Funds and Recent Crises”,
www.imf.org/results.aspx?FORM=IEFM1&q=search.live.com, (03/06/2009), s.5.
85. IMF. International Capital Markets Report,
<http://www.imf.org/?reporrt=established&ssQBy=0>, (06/06/2009), s.11.
86. Karaca, Orhan. “Üretim mi Tüketim mi”, *Capital Dergisi*,
http://www.capital.com.tr/haber.aspx?HBR_KOD=1114, (04 Mayıs 2009), s. 5.
87. Karluk, S.Rıdvan ve diğ.,”Güneydoğu Asya ve Rusya Krizleri Karşısında Türkiye”,
<http://www.econturk.org/tonus.pdf>, (15/03/ 2009), s.6.
88. MÜSİAD Raporu,
http://www.musiad.org.tr/img/yayinlarraporlar/cerceve_dergisi_50_08.pdf
(04/11/2008), s.1.
89. Reserve Bank of Australia Report,
http://www.rba.gov.au/Statistics/statistics_by_frequency.html, (01/06/2009), s.32.

