

HEDGE FONLAR VE HEDGE FONLARIN FİNANSAL SİSTEM ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Adem ANBAR¹

Özet

Son yıllarda, hem yönetimleri altındaki aktif büyüklüğü hem de faaliyet gösteren fon sayısı olarak hızla büyüyen hedge fonlar, finansal piyasalardaki önemli oyuncuların biri haline gelmiştir. Tahmini olarak 10.000 hedge fon yaklaşık 2 trilyon \$ değerinde varlığı yönetmektedir. Hedge fonlar tarafından yönetilen toplam aktif büyüklüğün toplam global finansal varlıkların yaklaşık %1'ini oluşturmasına rağmen, hedge fonlar finansal piyasalar üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Çünkü hedge fonlar, bazı piyasalarda, özellikle likit olmayan piyasalarda, yüksek işlem hacimlerine sahiptirler ve kaldıracı, açığa satışı ve türev ürünleri sınırsız bir şekilde kullanabilmektedirler. Hedge fonlar yatırımcılar ve finansal piyasalar açısından çeşitli yararlar sağmasına karşın, hedge fonların faaliyetlerine bağlı olarak ortaya çıkabilecek riskler de söz konusudur. Bu çalışma, hedge fonların finansal sistem üzerindeki pozitif ve olası negatif etkilerini değerlendirmektedir.

Anahtar Kelimeler: Finansal piyasalar, finansal sistem, finansal istikrar, sistemik risk, hedge fonlar.

HEDGE FUNDS AND EFFECTS OF HEDGE FUNDS ON FINANCIAL SYSTEM

Abstract

In recent years hedge funds which has grown rapidly both in assets under the management and in number of operating funds have come to be a major player in the financial markets. An estimated 10,000 hedge funds have managed assets worth almost \$2 trillion. Although the amount of assets managed by hedge funds accounts for only about 1%

¹ Öğr.Gör.Dr., Uludağ Üniversitesi, İİBF İşletme Bölümü Muahasebe-Finansman A.B.D., Görükle/Bursa, Tel: 02242941159, E-Posta: aadem@uludag.edu.tr, adem_anbar@yahoo.com

of the total global financial assets, hedge funds have a significant impact on financial markets. Because they trade actively in markets, particularly in illiquid markets and they can employ leverage, short selling and derivatives on a unlimited basis. Hedge funds provide benefits to investors and financial markets, but there can also be risks associated with their activities. This study examine the positive and possible negative impacts of hedge funds on financial system.

Key Words: *Financial markets, financial system, financial stability, systemic risk, hedge funds.*

Giriş

Finansal piyasalar çeşitli fonksiyonlara sahiptir. Bu fonksiyonlar, genel olarak, etkin sermaye dağıtımını sağlama, doğru fiyatın oluşmasını sağlama, likidite sağlama ve risk transferidir². Son yıllarda, sayıları ve yönettikleri varlık tutarı açısından hızla büyüyen hedge fonlar, finansal piyasaların bu fonksiyonlarını yerine getirmesine önemli katkılarda bulunmaktadır. Çünkü hedge fonlar, sermayenin ve riskin etkin dağıtımına katkı yapmakta ve finansal piyasalarda likiditenin artmasını sağlamaktadır. Fakat, diğer sermaye piyasası kurumları gibi, belirli koşullar altında, hedge fonların faaliyetlerine bağlı olarak bazı riskler ortaya çıkabilir. Hedge fonlardan kaynaklanabilecek sistemik riskler, uluslararası finansal istikrarı bozabilir³. Bu nedenle, hedge fonların finansal piyasalardaki rolü tartışmalara konu olmaktadır. Bu tartışmalar, iki farklı görüş altında toplanabilir. Birinci görüşe göre, hedge fonlar; likiditeyi arttırdıkları, doğru fiyatın oluşmasına katkıda buldukları, riski aldıkları ve çeşitlendirme imkanı sağladıkları için finansal piyasalarda önemli bir rol oynamaktadırlar ve hedge fonlar, finansal istikrar için bir tehdit oluşturmamaktadır. İkinci görüşe göre, hedge fonlar; kayıtlı ve şeffaf bir yapıya sahip olmadıkları, bazı piyasalarda çok büyük işlem hacimlerine sahip oldukları ve aşırı kaldıraç kullandıkları için global finansal piyasalarda istikrarsızlığa yol açabilirler ve bu nedenle hedge fonlar, gözetim ve denetim altına alınmalıdır^{4,5,6,7}.

Hedge fonları eleştirenler, son 20 yılda, dünyanın farklı bölgelerinde ortaya çıkan finansal krizlerde (örneğin, 1992’de Avrupa Döviz Kuru Mekanizması krizi, 1994-1995’te Meksika Peso krizi, 1997 Asya krizi, 1998’de Avustralya Doları’nın istikrarsızlığı, 1998 Rusya krizi gibi) hedge fonların rolünün olduğunu ileri sürmektedirler. Özellikle, 1998

² Brandon Becker - Colleen Doherty-Minicozzi, “Hedge Funds in Global Financial Markets”, February 2000, s.84.

³ Bunderverband Deutscher Banken, “Making Hedge Funds More Transparent”, Position Paper of the Association of German Banks”, Berlin, 15 May 2007, s.2.

⁴ Leon Podkaminer, “Hedge Funds and Financial Stability”, 2006, s. 4, <http://www.europarl.europa.eu/comparl/econ/emu/20061010/podkaminer.pdf>, Erişim Tarihi (12.03.2008).

⁵ Charles Adams, “Hedge Funds and Financial Market Dynamics: Some Perspectives From the Asian Experience”, September 2005, s.1.

⁶ Tomas Garbaravicius - Frank Dierick, “Hedge Funds and Their Implications For Financial Stability”, **European Central Bank Occasional Paper Series**, No. 34, August 2005, s.5.

⁷ Christian Noyer, “**Hedge Funds: What are the Main Issues?**”, Financial Stability Review: Special Issue on Hedge Funds, Banque de France, No. 10, April 2007, s.105.

yılında LTCM (Long-Term Capital Management) adlı bir hedge fonun batmaktan son anda kurtarılması, hedge fonların global ekonomideki rolleri ve ortaya çıkardıkları riskler üzerine yapılan tartışmaların artmasına yol açmıştır⁸.

Bu çalışmada, hedge fonları savunan ve eleştiren görüşler baz alınarak, hedge fonların faaliyetlerinden kaynaklanabilecek ve finansal sistemi olumsuz etkileyebilecek olası riskler ile hedge fonların finansal piyasalardaki olumlu rolleri incelenmiştir.

1. Hedge Fonların Tanımı ve Temel Özellikleri

Hedge fon terimi, çeşitli yatırım stratejilerini kullanan geniş bir kurumsal yatırımcı grubunu tanımlamak için kullanılmaktadır. Hedge fonlara ilişkin resmi veya genel kabul görmüş bir tanım olmamasına karşın, hedge fonlar, genellikle, temel özellikleri ve geleneksel fon yönetim firmalarından farklılıkları göz önünde bulundurularak tanımlanmaktadır. Hedge fon, performanslarına göre ücret alan profesyonel yöneticiler tarafından özel olarak organize edilen ve yönetilen, herkese açık olmayan ve pozitif mutlak getiri elde etmek amacıyla çeşitli aktif yatırım stratejilerini kullanabilen bir havuz yatırım aracıdır⁹.

“Hedge” terimi, “korunma” anlamına gelmesine karşın, hedge fonlar riskli yatırım araçlarıdır. Bu nedenle, “hedge fon” terimi, aslında, bu tür finansal kurumlar için doğru bir tanımlama değildir. Fakat, 1950’li yıllarda kurulan bu tür finansal kurumların ilk türleri, düşük değerlenmiş hisse senetlerini satın alıp aşırı değerlenmiş hisse senetlerini açığa satarak hisse senedi piyasalarındaki dalgalanma riskini elimine ettikleri (hedging) için, bu stratejiyi kullanan fonlara “hedge fonlar” denilmiş ve bu tanımlama, günümüzde de kullanılmaya devam etmektedir^{10,11}.

Hedge fonların geleneksel yatırım fonlarından ve diğer fon yönetim firmalarından temel farklılıkları, diğer bir ifadeyle, hedge fonların temel özellikleri şu şekilde sayılabilir:

- *Hedge fonlar, herkese açık değildir:* “Nitelikli yatırımcı” olarak ifade edilen, varlıklı bireysel yatırımcılar ile kurumsal yatırımcılar bu fonlara yatırım yapabilmektedirler. Örneğin, Amerika Birleşik Devletleri’nde (ABD), sadece net mal varlığı 1 milyon \$’dan veya son iki yılda yıllık geliri 200.000 \$’dan (evli çiftlerde 300.000 \$’dan) fazla olan bireysel yatırımcılar ile aktifleri 5 milyon \$’ın üzerinde olan kurumsal yatırımcılar hedge fonlara yatırım yapabilmektedir^{12,13}.

⁸ Becker - Doherty-Minicozzi, a.g.m., s.1.

⁹ Norbert Walter, "Hedge Funds and Financial Stability", October 2006, s.2, <http://www.europarl.europa.eu/comparl/econ/emu/20061010/walter.pdf>, Erişim Tarihi (18.04.2008).

¹⁰ Barry Eichengreen - Donald Mathieson, "Hedge Funds: What Do We Really Know?", International Monetary Fund, September 1999, s.3, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues19/index.htm>, Erişim Tarihi (18.04.2008).

¹¹ Garbaravicius – Dierick, a.g.m., s.6.

¹² Franklin R. Edwards, "Hedge Funds and Investor Protection Regulation", **Economic View**, Federal Reserve Bank Of Atlanta, Fourth Quarter 2006, s.39.

¹³ Barbara Dreyfus, "What Hedge Funds Risk", 18 June 2007, s.4, <http://www.nakedcapitalism.com/2007/06/what-hedge-funds-risk.html>, Erişim Tarihi (12.05.2008).

- *Hedge fonlar, genel halka arzlar ile değil, özel arzlar aracılığıyla yatırımcılara ulaşmakta ve fon toplamaktadırlar:* Hedge fonlar, geniş bir reklam veya tanıtım yapmazlar, bunun yerine, zengin kişi ve kurumları hedef olan çok niş bir alana yönelik olarak pazarlama faaliyetlerini ve fon toplama çabalarını sürdürürler¹⁴. Yatırımcılar genellikle, kulaktan kulağa yapılan konuşmalar veya yatırım danışmanları ve aracı kurumlar aracılığıyla hedge fonlardan haberdar olmaktadır.

- *Hedge fonlar, çoğu yasal düzenlemeden muaftır:* Sadece nitelikli yatırımcılara açık oldukları ve özel arzlarla fon topladıkları için, hedge fonlar, çoğu yasal düzenlemeden muaftırlar, gözetim ve denetim kurumlarının gözetim ve denetimine tabi değildirler. Örneğin, ABD’de kurulmuş hedge fonlar genel olarak; 1933 Menkul Kıymetler Kanunu’na, 1934 Menkul Kıymetler Borsası Kanunu’na, 1940 Yatırım Şirketleri Kanunu’na ve 1940 Yatırım Danışmanları Kanunu’na tabi değildirler. İhraçlarını veya satışlarını kaydettirme yükümlülükleri yoktur¹⁵.

- *Hedge fonlar, çoğunlukla offshore finansal merkezlerde kurulmaktadır:* Hedge fonlar; yasal düzenlemelerin getirdiği kısıtlamalardan kaçınmak, elde edilen getiriler üzerinden hiç vergi ödememek veya çok az vergi ödemek için, genellikle Cayman Adaları, Virgin Adaları, Bahamalar, Panama, Hollanda Antilleri, Bermuda gibi vergi cenneti ülkelerde (offshore) kurulmaktadır¹⁶.

- *Hedge fonlar, olağan olmayan, farklı yasal yapıları kullanmaktadır:* Çeşitli yasal düzenlemelerden kaçınmak ve vergilerini minimize etmek için, hedge fonlar, geleneksel fon yönetim şirketlerinin kullanmadıkları yasal yapıları kullanmaktadır. ABD’de kurulan hedge fonlar, genellikle, komandit ortaklık şeklinde kurulmaktadır¹⁷. Komandit şirket olarak kurulan hedge fonlarda, fon yatırımcıları sınırlı sorumluluğa sahip ve yönetimde söz hakkı olmayan komanditer ortak iken, hedge fon yöneticisi, sınırsız sorumluluğa sahip komandite ortak konumundadır. ABD’de, komandit ortaklık dışında, hedge fonlar, limited ortaklık veya yeddiemince yönetilen bir girişim (business trust) olarak da kurulabilirler¹⁸. ABD dışındaki ülkelerin yatırımcılarını hedefleyen hedge fonlar ise, çoğunlukla, yatırım şirketi, anonim şirket, yeddiemince yönetilen bir girişim veya komandit ortaklık şeklinde kurulabilmektedirler^{19,20}.

- *Hedge fonlar, esnek ve aktif yatırım stratejilerini kullanmaktadır:* Hedge fonlar; piyasa etkisizliklerinden, yanlış fiyatlamalardan ve fiyat hareketlerinden kazanç sağlamak amacıyla aktif yatırım stratejilerini kullanmaktadırlar. Ayrıca, hedge fonların kullandıkları

¹⁴ Mark J. P. Anson, “Hedge Funds”, **The Handbook of Financial Instruments**, Ed.: Frank J. Fabozzi, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2002, s.606.

¹⁵ Tuba Ertugay Yıldız, “Hedge Fonların İşleyişi”, Yeterlik Etüdü, SPK, İstanbul, Haziran 2004, s.3.

¹⁶ François-Serge Lhabitant, **Handbook of Hedge Funds**, John Wiley & Sons Ltd., Chichester, England, 2006, s.27.

¹⁷ **Securities and Exchange Commission (SEC)**, “Implications of the Growth of Hedge Funds”, September 2003, s.9, <http://www.sec.gov/news/studies/hedgefunds0903.pdf>, Erişim Tarihi (12.03.2008).

¹⁸ Yıldız, a.g.e., s.5.

¹⁹ **Bank of Japan**, “Recent Developments in Hedge Funds”, Financial Systems and Bank Examination Department, Financial Markets Department, June 13, 2006, s.9.

²⁰ Lhabitant, a.g.k., s.27.

stratejiler, yöneticinin yeteneğine bağlı (yetenek-bazlı) olup, spesifik ve komplike stratejilerdir. Hedge fonlar; açığa satış ve kredili işlem yapabilmekte, yatırımlarını çeşitlendirmek yerine belirli varlıklarda yoğunlaştırabilmekte, kaldıraç kullanabilmekte, likit olmayan varlıklara ve türev ürünlere yatırım yapabilmektedir. Ayrıca hedge fonlar, daha iyi yatırım fırsatları ortaya çıktığında, stratejilerini veya işlem yaptığı piyasaları değiştirebilir. Kısacası, hedge fon yöneticilerinin hareket alanı oldukça geniş olup, yöneticiler, fon stratejisini seçme ve değiştirme konusunda serbesttirler^{21,22}.

- *Hedge fonlar, birçok varlık türüne yatırım yapabilmektedir*: Hedge fonlar, tahvil ve hisse senedi gibi geleneksel yatırım araçlarının dışında, gelişmekte olan ülkelerin menkul kıymetleri, borsalarda ve tezgah üstü piyasalarda işlem gören türev ürünler, finansal sıkıntı içindeki firmaların menkul kıymetleri, yabancı paralar, kredi türevleri, likit olmayan varlıklar gibi yatırım araçlarına yatırım yapabilmektedirler.

- *Hedge fonu yöneticileri, fonun çalışanları değil ortaklarıdır*: Bir hedge fon yöneticisi (kurucusu), yatırımcılarla birlikte fiyatların yükselme ve düşme risklerini paylaşmaktadır. Çünkü hedge fon yöneticisi, fona önemli tutarda kendi sermayesini de koymaktadır. Fon içerisinde yöneticinin payının olması, yönetici ile yatırımcıların amaçlarını bir noktada birleştirmekte ve yöneticileri, kontrollü risk olarak toplam getiriyi artırmaya teşvik etmektedir²³.

- *Hedge fonlarda minimum yatırım tutarı oldukça yüksektir*: Hedge fonlar, genellikle, oldukça yüksek minimum giriş tutarı uygulamasına sahiptir. Geleneksel yatırım fonlarında, 100\$-500\$ gibi çok küçük bir tutarla hesap açılabilirken, hedge fonlara yatırım yapmak için gerekli minimum giriş sermayesi 100.000 \$ ile 10 milyon \$ arasında değişebilmektedir. Minimum yatırım tutarının yüksek belirlenmesinin nedeni, fon yöneticisinin yatırım stratejisini uygulamak için sınırlı sayıdaki yatırımcıdan yeterli fon tutarını toplamak istemesi ve hedge fonların sadece varlıklı bireysel yatırımcıları ve kurumsal yatırımcıları hedeflemesidir²⁴.

- *Hedge fonlarda, fon yöneticisi, yönetim ücretine ek olarak, performansa dayalı teşvik ücreti almaktadır*: Yönetim ücreti, yönetilen varlık tutarının belirli bir yüzdesi olarak ifade edilmekte ve yıllık veya çeyrek dönemlerde tahsil edilmektedir. Faaliyet giderlerini karşılamak için alınan yönetim ücreti, yıllık %1 ile %3 arasında değişmektedir. Teşvik ücreti ise, genellikle, yıllık gerçekleşen performansın %15-25'i arasında değişmekte ve fon yöneticilerini maksimum getiri elde etmeye teşvik etmek amacıyla uygulanmaktadır^{25,26}.

- *Hedge fonlar, sınırlı likiditeye sahiptir*: Geleneksel yatırım fonları, yatırımcılara, günlük fona giriş ve fondan çıkma imkanı sunarken hedge fonlarda, yılın belirli dönemlerinde fona girilebilmekte veya fondan çıkılabilmektedir. Örneğin, bir hedge fon,

²¹ Andrew Crockett, "The Evolution and Regulation of Hedge Funds", **Financial Stability Review: Special Issue on Hedge Funds**, Banque de France, No. 10, April 2007, s.20.

²² John Kambhu ve diğerleri, "Hedge Funds, Financial Intermediation, and Systemic Risk", **Federal Reserve Bank of New York Staff Reports**, No. 291, July 2007, s.2.

²³ Lhabitant, a.g.k., s.33.

²⁴ Anson, a.g.k., s.667.

²⁵ Kambhu ve diğerleri, a.g.m., s.2.

²⁶ Dean P. Foster - H. Peyton Young, "The Hedge Fund Game: Incentives, Excess Returns, and Piggy-Backing", 2 March 2008, s.3.

çeyrek veya altı aylık dönem sonlarında fona girme imkanı sunabilir. Ayrıca, hedge fonlarda, fona yatırım yapıldıktan sonra belirli bir süre fondan çıkış yapılmasına izin verilmemektedir. Fonda bağlı kalma dönemi olarak ifade edilen bu süre, üç ay ile bir yıl arasında değişebilmektedir. Hedge fonlar, uzun vadeli yatırım yapabilmek ve fonun getirisini artırmak amacıyla bu tür likidite sınırlamalarına gitmektedirler²⁷.

- *Hedge fonlar, mutlak getiriyi amaçlamaktadırlar:* Geleneksel yatırım fonları, genellikle, piyasadaki belirli hisse senedi veya tahvil endekslerini ölçüt olarak almakta ve performanslarını bu endekslerle karşılaştırmaktadırlar²⁸. Hedge fonlar ise, piyasa getirilerini değil, mutlak getiriyi amaçlamaktadırlar. Hedge fonların getirilerinin önemli bir kısmı, yatırım yapılan varlığın getirisinden ziyade kullanılan yatırım stratejisinden ve yöneticinin yeteneğinden kaynaklanmaktadır²⁹.

- *Hedge fonlar, sınırlı şeffaflığa sahiptirler:* Hedge fonların diğer bir özelliği, genel olarak şeffaflığın olmamasıdır. Diğer bir ifadeyle, hedge fonlar; yatırımcı sayısı ve profili, yönetimleri altındaki fon tutarı, yatırım yaptıkları varlıklar ve portföy içindeki dağılımı, kullandıkları yatırım stratejileri ve performans verileri gibi bilgileri halka açıklamak zorunda değildirler. Hedge fonlar, bazı bilgileri, gönüllülük esasına dayalı olarak kamuoyuna sunmaktadırlar. Fakat hedge fonlar, kendi yatırımcılarına gerekli bilgileri sunmaktadırlar³⁰.

2. Hedge Fon Sektörünün Gelişimi ve Büyüklüğü

Hedge fonların tarihi 1949 yılına kadar geriye girmektedir. Çünkü, Albert Wislow Jones tarafından 1949 yılında komandit ortaklık şeklinde kurulan ve düşük değerlenmiş hisse senetlerinin alınması – aşırı değerlenmiş hisse senetlerinin açığa satılması şeklinde bir yatırım stratejisi izleyen fon, ilk hedge fon olarak ifade edilmektedir^{31,32}. SEC (Securities and Exchange Commission), 1968 yılının sonunda yaptığı bir araştırmanın sonuçlarına göre, 215 tane yatırım ortaklığı bulunduğunu ve bunların 140 tanesinin hedge fon olarak tanımladığını ifade etmiştir³³. 1980'li yıllarda, türev piyasaların gelişmesi, fiziki mallar üzerine türev ürünlerin düzenlenmesiyle söz konusu malların alım satımının mümkün hale gelmesi, kaldıraçlı yatırıma imkan veren yeni yatırım fırsatlarının ortaya çıkması nedeniyle, hedge fonlar, bu dönemde %50 ile %100 arasında değişen yıllık getiriler elde etmişlerdir³⁴. Hedge fonların bu yüksek performansı, yatırımcıların hedge fonlara olan ilgilerini ve taleplerini arttırmıştır. 1980'li yıllarda, birkaç milyon ABD Doları büyüklüğünde fonu yöneten büyük hedge fonlar, 1990'lı yılların başında birkaç milyar ABD Doları büyüklüğünde fonları yönetir duruma gelmişlerdir. 1998 yılında yaşanan LTCM olayı,

²⁷ Lhabitant, a.g.k., s.30.

²⁸ **Financial Services Authority (FSA)**, "Hedge Funds: A Discussion of Risk and Regulatory Engagement", Discussion Paper, June 2005, s.10.

²⁹ James R. Hedges, **Hedges on Hedge Funds: How to Successfully Analyze and Select an Investment**, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2005, s.5.

³⁰ Lhabitant, a.g.k., s.33.

³¹ Yıldız, a.g.e., s.3.

³² Bank of Japan, a.g.e., s.4.

³³ William Fung - David A. Hsieh, "A Primer on Hedge Funds", **Journal of Empirical Finance**, (6), 1999, s.310.

³⁴ Dreyfus, a.g.m., s.4.

hedge fonların finansal piyasalar üzerindeki etkileri konusundaki kaygıları artırmış ve hedge fonlara yönelik çeşitli eleştiriler yapılmaya başlanmıştır. Fakat, LTCM olayının olumsuz etkisi çok kısa sürmüş ve hedge fonlara olan talep artmaya devam etmiştir³⁵. 2000'li yıllarda, hisse senedi piyasalarında yaşanan düşüşler nedeniyle, yüksek getiri arayan yatırımcıların, özellikle emeklilik fonları ve sigorta şirketleri gibi kurumsal yatırımcıların hedge fonlara olan talepleri artmaya devam etmiştir³⁶.

Yatırımcıların hedge fonlara olan ilgi ve taleplerinin artmasına bağlı olarak, hedge fonların sayısı ve hedge fonlar tarafından yönetilen varlık tutarı da hızla artmıştır. Fakat, hedge fon sektörünün gelişimini ve büyüklüğünü değerlendiren kullanılan hedge fon sayısına veya hedge fonlar tarafından yönetilen toplam varlık değerine ilişkin resmi ve/veya kesin veriler bulunmamaktadır. Çünkü hedge fonlar için zorunlu bir raporlama söz konusu değildir. Buna karşın, bazı danışmanlık ve araştırma firmaları (Managed Account Reports Inc., Hedge Funds Research, Van Hedge Fund Advisors, EuroHedge, Lipper TASS gibi), gönüllü raporlamaya dayalı olarak hedge fon sektörüne ilişkin veri toplamaktadırlar. Farklılıklar göstermesine rağmen, bu danışmanlık ve araştırma firmalarının hedge fonlara ilişkin verileri, hem fon sayısı hem de yönetilen varlık değeri açısından, hedge fon sektörünün 1980'lerin ortalarından itibaren hızla büyüdüğünü göstermektedir. Örneğin, Van Hedge Fund Advisors'a göre, dünyadaki toplam hedge fonların sayısı 1988'de 1.373 iken, 1998 yılında 5.300'e ulaşmıştır, benzer şekilde yönetimleri altındaki varlıkların tutarı da 42 milyar \$'dan yaklaşık 311 milyar \$'a çıkmıştır³⁷. Hedge Fund Research'e (HFR) göre, 1990 yılında, hedge fonların sayısı 610 ve hedge fonların aktif büyüklüğü 39 milyar \$ iken, 2007 yılı sonunda, hedge fonların sayısı 9.500'e ve hedge fonların yönetimleri altındaki varlık tutarı 1,87 trilyon \$'a ulaşmıştır^{38,39,40}. 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 edilmektedir⁴¹.

³⁵ Bank of Japan, a.g.e., s.4.

³⁶ Dreyfus, a.g.m., s.4.

³⁷ Becker - Doherty-Minicozzi, a.g.m., s.6.

³⁸ Dreyfus, a.g.m., s.4.

³⁹ Roger Ferguson - David Laster, "Hedge Funds and Systemic Risk", **Financial Stability Review: Special Issue on Hedge Funds**, Banque de France, No. 10, April 2007, s.46.

⁴⁰ William Hutchings, "Industry Assets Hit \$1,9 trillion", 31 January 2008, s.1, <http://www.efinancialnews.com/usedition/index/content/2349664184>, Erişim Tarihi (02.06.2008).

⁴¹ Hedges, a.g.k., s.13.

Tablo 1: Bazı Kurumsal Yatırımcıların ve Finansal Varlık Piyasalarının Büyüklüğü (Aralık 2005 İtibariyle)

	Milyar \$	Dünya GSYH'sı İçindeki Payı	Baz Alınan Gösterge
Hedge Fonlar	1.350	%3	Net Varlıklar
Açık-Sonlu Yatırım Fonları	17.771	%40	Net Varlıklar
Emeklilik Fonları	18.569	%42	Yatırımlar
Sigorta Şirketleri	14.500	%33	Yatırımlar
Bankalar	55.673	%125	Varlıklar
Hisse Senedi Piyasası	37.168	%84	-
Borçlanma Menkul Kıymetleri	58.949	%133	-
Banka Mevduatları	38.000	%85	-
Global Toplam GSYH	44.446	%100	Nominal GSYH

Hızla büyümelerine ve global finansal piyasalarda önemli bir oyuncu konumuna gelmelerine karşın, hedge fonlar tarafından yönetilen toplam varlık tutarı, toplam global finansal varlıkların sadece %1'ini oluşturmaktadır. Hedge fonların yatırım hacmini ve dolayısıyla olası getirilerini artırmak için, genellikle bankalardan kredi aldıkları ve türev ürünleri kullandıkları düşünüldüğünde (kaldıraç kullanımı), hedge fonların, finansal piyasalardaki varlıkların yaklaşık %3'ünü kontrol ettikleri varsayılabilir^{42,43}. Tablo 1'de, bazı kurumsal yatırımcıların toplam yatırım tutarları ile bazı finansal varlık türlerinin toplam piyasa değerleri görülmektedir⁴⁴. Tablo 1, diğer kurumsal yatırımcılarla karşılaştırıldığında, hedge fonların aktif büyüklüğünün ve dünyanın GSYH'sı (Gayrisafi Yurtiçi Hasıla) içindeki payının hala oldukça düşük olduğunu göstermektedir.

3. Hedge Fonların Diğer Finansal Piyasa Üyeleriyle İlişkileri

Hedge fonların global finansal piyasalar açısından oynadıkları rolleri ve ortaya çıkardıkları riskleri daha doğru bir şekilde değerlendirebilmek için, hedge fonların diğer piyasa üyeleriyle (yatırımcılar, bankalar, aracı kurumlar vb.) olan ilişkilerinin incelenmesi faydalı olacaktır. Çünkü bir hedge fonun yükümlülüklerini yerine getirememesi veya iflas etmesi, ilk önce bu hedge fonun yatırımcılarını ve karşı taraflarını olumsuz etkileyecektir.

3.1. Yatırımcılar

Hedge fonların temel özelliklerinden biri, perakendeci veya küçük yatırımcılar yerine, varlıklı bireysel yatırımcıları ve kurumsal yatırımcıları hedeflemesidir. Örneğin, Merrill Lynch ve Cap Gemini Ernst & Young'a göre, Aralık 2003 itibariyle ABD'deki varlıklı (net mal varlığı 1 milyon \$'ın üzerinde olan) kişilerin %73'ünün hedge fonlarda

⁴² Bank of Japan, a.g.e., s.11.

⁴³ Bunderverband Deutscher Banken, a.g.e., s.3.

⁴⁴ Lucas D. Papademos, "Monitoring Hedge Funds: A Financial Stability Perspective", **Financial Stability Review: Special Issue on Hedge Funds**, Banque de France, No. 10, April 2007, s.115.

yatırımları bulunmaktadır⁴⁵. Fakat, 2000’li yıllara kadar, hedge fonlarda, bireysel yatırımcıların payı daha fazla iken, 2000’li yıllardan sonra, kurumsal yatırımcıların payı hızla artmaya başlamıştır. Hedge fonların, hisse senetlerine göre nispeten daha istikrarlı ve tahvile göre daha yüksek getirilere sahip olmaları, hedge fonların getirilerinin volatilitésinin hisse senetleri ve tahvillerin getirilerinin volatilitésinden daha düşük olması ve hedge fon getirilerinin hisse senetleri ve tahvillerin getirileriyle düşük korelasyona sahip olması nedeniyle, kurumsal yatırımcılar, portföylerini çeşitlendirmek ve daha fazla getiri elde etmek için hedge fonlara yatırım yapmaya başlamışlardır⁴⁶. Tahminlere göre, 2006 yılı itibarıyla, kurumsal yatırımcıların hedge fonların toplam varlıkları içindeki payı %60 seviyelerine çıkmıştır ve hedge fonların gelecekteki büyümesinin de kurumsal yatırımcılarla olacağı tahmin edilmektedir^{47,48}.

Hedge fonlara yatırım yapan başlıca kurumsal yatırımcılar; emeklilik fonları, sigorta şirketleri, bağış fonları ve vakıflardır. Bunların dışında, ticaret ve yatırım bankaları, aracı kurumlar, işletmeler, geleneksel yatırım fonları gibi kurumsal yatırımcılar da hedge fonlara yatırım yapmaktadırlar⁴⁹. Örneğin, Pensions and Investments’ göre, 2000 yılında, ABD’de en büyük 200 emeklilik fonunun hedge fonlardaki yatırımları 3,2 milyar \$ (toplam varlıklarının %0,1’i) iken 2005 yılında, bu tutar 29,9 milyar \$’a (toplam varlıklarının %0,8’i) çıkmıştır. NACUBO’nun (National Association of College and University Business Officers) bir araştırmasına göre, 2000 yılında, üniversite bağış fonlarının hedge fonlardaki yatırımı 11,3 milyar \$ iken 2005 yılında 49,6 milyar \$’a yükselmiştir⁵⁰. 2006 yılı sonu itibarıyla, sigorta şirketlerinin hedge fonlardaki yatırımlarının tutarı tahmini 40 milyar \$’dır⁵¹. OECD’nin yaptığı bir araştırmaya göre, ülkeler bazında, emeklilik fonlarının hedge fonlardaki yatırımlarının toplam varlıkları içindeki payı, Finlandiya’da %3,1, Portekiz’de %3, Kanada’da %1, Hollanda’da %2-%3, Almanya’da %0,6 ve İsviçre’de %2 seviyelerindedir⁵².

Kurumsal yatırımcıların hedge fonlardaki yatırımlarının artması, hedge fon sektörünün gelişmesini sağladığı gibi, hedge fonlara özgü bazı davranış kalıplarının da değişmesine neden olmaktadır. Örneğin, kurumsal yatırımcılar; hedge fonların kendilerine daha fazla bilgi ve raporlama sağlamalarını, yatırım stratejisi değişikliğine gitmemelerini ve aşırı riskli yatırımlardan kaçınmalarını istemektedirler. Bunlar, hedge fonlarını daha sorumlu davranmaya sevk ederken, şeffaflığı da arttırmaktadır^{53,54}.

⁴⁵ Lhabitant, a.g.k., s.34.

⁴⁶ Bank of Japan, a.g.e., s.21.

⁴⁷ Lhabitant, a.g.k., s.34.

⁴⁸ Walter, a.g.m., s.3.

⁴⁹ Becker - Doherty-Minicozzi, a.g.m., s.14.

⁵⁰ William Fung - David A. Hsieh, “Hedge Funds: An Industry in Its Adolescence”, **Economic Review**, Federal Reserve Bank of Atlanta, Fourth Quarter, 2006, s.4.

⁵¹ Ferguson - Laster, a.g.m., s.53.

⁵² Fiona Stewart, “Pension Fund Investment in Hedge Funds”, **OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions**, No. 12, OECD Publishing, 2007, s.9.

⁵³ Becker - Doherty-Minicozzi, a.g.m., s.14.

⁵⁴ Walter, a.g.m., s.3.

3.2. Ticari Bankalar

Hedge fonlara verdikleri çeşitli hizmetler ve hedge fonlarla yaptıkları bazı finansal işlemlerde karşı taraf olmaları nedeniyle, ticari bankalar ile hedge fonlar arasında yakın bir ilişki bulunmaktadır. Bankalar, hedge fonlara; kredi verme, kredi garantisi, menkul kıymet ödünç verme, tezgah üstü türev ürünlerde karşı taraf olarak hizmet verme, emanet, nakit yönetimi, işlemlerin yerine getirilmesi, takası ve sonlandırılması gibi hizmetler verebilmektedirler. Hedge fonlarla ilgili olarak bankaların maruz kaldığı risk, bankaların hem karşı taraf olmalarından hem de bankaların hedge fonlara kredi vermelerinden kaynaklanmaktadır⁵⁵.

Hedge fonların dikkatleri çeken ve tartışılan özelliklerinden biri kaldıraç kullanımıdır. Hedge fonlar; geri satın alma sözleşmelerini, açığa satışı ve türev ürünleri yaygın olarak kullandıkları için yüksek kaldıraç oranlarına sahip olabilmektedirler. Özellikle, hedge fonların aktiflerini karşılık göstererek kredili işlem yapmaları ve türev ürünleri kullanmaları, kaldıraç oranlarını yükseltmektedir⁵⁶. Hedge fonlar, kaldıraç oranını artırma imkanı veren bu tür işlemleri, yatırım bankaları ve aracı kurumlar dışında, ticari bankalar aracılığıyla da yapmaktadırlar. Ticari bankalar, hedge fonlara verdikleri bu hizmetler karşılığında önemli tutarda işlem ve/veya komisyon geliri elde etmektedirler.

3.3. Yatırım Bankaları ve Aracı Kurumlar

Yatırım bankaları ve aracı kurumlar da ticari bankaların sundukları benzer hizmetleri hedge fonlara vermektedirler. Hedge fonlar, genellikle, “birincil aracılık” (prime brokerage) hizmetini büyük ve tanınmış yatırım bankalarından ve aracı kurumlardan (broker ve dealer) almaktadırlar. Birincil aracılık; menkul kıymet alım-satım işlemlerinin netleştirilmesini ve takasını sağlamak ve yatırım danışmanlığı, portföy yöneticiliği gibi diğer hizmetleri de sunmak amacıyla büyük bireysel yatırımcılara, kurumsal yatırımcılara ve hedge fonlara hizmet vermek için tam yetkili aracılar tarafından geliştirilmiş bir sistemdir⁵⁷. Yatırım bankaları ve aracı kurumlar; birincil aracılık hizmetleri dışında, menkul kıymet ve nakit ödünç verme, tezgah üstü türev ürünlerde karşı taraf olma, muhasebe ve raporlama, araştırma, danışmanlık, yeni fonların oluşturulması ve yeni yatırımcıların bulunması gibi hizmetleri de vermektedirler^{58,59,60}. Hedge fonlar, birincil aracılardan sunduğu spesifik hizmetleri ve bunların uzmanlık alanlarını değerlendirerek çalışacakları birincil aracılardan seçmektedirler. Bazı hedge fonlar, birden fazla birincil aracıyla çalışabilmektedirler.

Birincil aracılık hizmeti, günümüzde, çoğunlukla büyük yatırım bankaları tarafından verilmektedir. Hedge fonlar; Merrill Lynch, Bear Stearns ve Morgan Stanley gibi

⁵⁵ Becker - Doherty-Minicozzi, a.g.m., s.15.

⁵⁶ Garbaravicius - Dierick, a.g.m., s.28.

⁵⁷ Yıldız, a.g.e., s.9.

⁵⁸ Bank of Japan, a.g.e., s.11.

⁵⁹ Heinz Zimmermann, “Credit Risk Transfer, Hedge Funds and the Supply of Liquidity”, **WWZ Working Paper 20/07**, September 2007, s.18.

⁶⁰ Jean-Pierre Mustier - Alain Dubois, “Risks and Return of Banking Activities Related to Hedge Funds”, **Financial Stability Review: Special Issue on Hedge Funds**, Banque de France, No. 10, April 2007, s.90.

yatırım bankalarının en önemli müşterileri haline gelmeye başlamışlardır⁶¹ (Dreyfus, 2007). Hedge fon sektörünün hem fon sayısı hem de aktif büyüklüğü açısından hızla büyümesi, yatırım bankalarının hedge fonlara sundukları hizmetlerin artmasını sağladığı gibi, yatırım bankalarının gelirlerini de arttırmıştır. Örneğin, başlıca yatırım bankaları, hedge fonlara sundukları hizmetlerden 2004 yılında yaklaşık 25 milyar \$, 2005 yılında ise 8,8 milyar \$'ı birincil aracılıktan olmak toplam 25,8 milyar \$ gelir elde etmişlerdir^{62,63}.

4. Hedge Fonlara Üzere Yöneltilen Eleştiriler ve Hedge Fon Kaynaklı Olası Riskler

4.1. Finansal Krizlerde Hedge Fonların Rolü

Hedge fonların finansal piyasalardaki etkin rolleri şiddetli tartışmalara konu olmakta ve bazıları son yirmi yıl içerisinde yaşanan finansal krizlerin ortaya çıkmasında hedge fonların etkisinin olduğunu ileri sürmektedirler. Özellikle, Malezya'nın önderlik ettiği bazı gelişmekte olan ülkeler, piyasalarında yaşanan döviz krizlerinden ve menkul kıymet piyasalarındaki dalgalanmalardan hedge fonları sorumlu tutmaktadırlar. 1998 Asya Krizi sonrasında, Malezya başbakanı, hedge fonları global ekonominin "manipülatörleri" ve "soyguncuları" olarak tanımlamıştır⁶⁴.

Hedge fonlara yöneltilen bu eleştiri ve suçlamalar, çeşitli ampirik araştırmalara konu olmuş ve genel olarak hedge fonlara yönelik yapılan suçlamaları destekleyecek yeterli kanıt bulunamamıştır. Örneğin, IMF (International Monetary Fund) adına Eichengreen ve diğerleri tarafından yapılan bir çalışmada, 1992 Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (European Rate Mechanism, ERM) krizi, 1994 tahvil piyasası türbülansı, 1994-1995 Meksika krizi ve 1997 Asya krizini içeren çeşitli finansal krizler incelenmiş ve hedge fonların, döviz piyasalarını manipüle etmeye çalıştıklarına ve bu çabaların, volatilitenin ve etkinsizliğin başlıca sistematik kaynağı olabileceğine ilişkin kesin bir kanıtın olmadığı ifade edilmiştir⁶⁵. Fung ve diğerleri tarafından yapılan bir çalışmada, IMF'nin çalışmasının sonuçlarına benzer şekilde, hedge fonların 1997 Asya krizi üzerinde önemli bir etkisinin olmadığı bulunmuştur⁶⁶. Brown ve diğerleri, hedge fonların, 1997 yılının sonlarında Asya paralarında yaşanan krizde sorumlu oldukları hipotezini test etmişler ve hedge fonların krizde sorumluluklarının olduğu hipotezini destekleyecek ampirik bir kanıt bulamadıklarını ifade etmişlerdir⁶⁷. Azman-Saini, hedge fonların, 1997 Asya krizi döneminde Tayland para birimi üzerinde bir etkisinin olduğunu, fakat aynı dönem için hedge fonların Malezya para birimi üzerinde bir etkisinin olmadığını bulmuştur⁶⁸.

⁶¹ Dreyfus, a.g.m., s.8.

⁶² Financial Services Authority, a.g.e., s.14.

⁶³ Mustier - Dubois, a.g.m., s.89.

⁶⁴ Becker - Doherty-Minicozzi, a.g.m., s.85.

⁶⁵ Barry Eichengreen ve diğerleri, "Hedge Fund and Financial Market Dynamics", Occasional Paper 166, **International Monetary Fund**, May 15, 1998.

⁶⁶ William Fung ve diğerleri, "Do Hedge Funds Disrupt Emerging Markets?" **Brookings-Wharton Papers on Financial Services**, 2000, s.1.

⁶⁷ Stephen J. Brown ve diğerleri, "Hedge Funds and Asian Currency Crisis of 1997", 13 May 1998.

⁶⁸ W.N.W. Azman-Saini, "Hedge Funds, Exchange Rates and Causality: Evidence from Thailand and Malaysia", **MPRA Paper No. 716**, October 2006.

IIF (Institute of International Finance), 1997 Asya ve 1998 Rusya finansal krizlerine ilişkin bir rapor yayınlamış ve bu krizlere, hedge fonların faaliyetlerinin değil, uygulanan yanlış ulusal ekonomik politikaların neden olduğunu vurgulamıştır. IOSCO (International Organisation of Securities Commissions), yayınladığı bir raporda, hedge fonların Asya krizinde rol oynadıklarına dair kesin kanıtların olmadığını ifade etmiştir⁶⁹. IMF, hedge fonların Brezilya (1999), Türkiye (2001) ve Arjantin (2001) para krizlerinde anormal karlar elde ettiklerine dair bir kanıtın olmadığını, tam terinse, hedge fonların, piyasa likiditesini ve istikrarını olumlu yönde etkileyebilecek şekilde, ulusal paralar değer kaybederken alım yaptıklarını ifade etmiştir⁷⁰.

4.2. Hedge Fonların Faaliyetlerine Bağlı Olası Riskler

LTCM adlı bir hedge fonun, büyük zarar etmesi ve batma noktasına gelmesi, finansal sistemin istikrarı açısından hedge fonların faaliyetlerinden kaynaklanabilecek risklere ilişkin tartışmaların başlamasına neden olmuştur. Dolayısıyla hedge fon sektörünün tarihi gelişim sürecinde, 1998 yılının ikinci yarısında yaşanan LTCM olayının önemli bir yeri bulunmaktadır. LTCM, kurucuları arasında 2 Nobel ödüllü finans profesörünün (Robert Merton ve Myron S. Scholes) de bulunduğu bir hedge fonuydu⁷¹. 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 aktive yatırım yapmış, daha sonra bu aktifleri, varsayımsal tutarı 1 trilyon \$'ın üzerinde olan türev ürün işlemleri için karşılık olarak kullanmıştır. Ağustos 1998'de, Rusya'nın parasını devalüe etmesi, yurtiçi borçlarını ödeyememesi ve ticari bankalar tarafından yabancı kreditorlere 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 getirememesinin ve kalan varlıklarını düşük fiyatlardan satmasının, finansal piyasalara daha büyük zarar verebileceği ve sistemik bir krize yol açabileceği için, FRBNY'nin (Federal Reserve Bank of New York) öncülüğünde, 14 banka ve menkul kıymet firmasından oluşan bir konsorsiyum, LTCM'ye 3,5 milyar \$'lık fon aktarmıştır^{72,73}.

Meydana getirdiği etkiler ve kayıp büyüklüğü açısından diğer bir hedge fon başarısızlığı da 2006 Eylül ayında yaşanan Amaranth olayıdır. 9 milyar \$ varlığa sahip ve çok-stratejili bir hedge fon olan Amaranth, doğal gaz futures piyasasında gelecekte değer artışı olacağı stratejisi çerçevesinde yatırım yapması ve düşen doğal gaz futures fiyatlarına karşı ters pozisyonda yakalanması nedeniyle, iki haftadan kısa bir süre içinde varlıklarının

⁶⁹ Becker - Doherty-Minicozzi, a.g.m., s.98.

⁷⁰ Ferguson - Laster, a.g.m., s.51.

⁷¹ Burak Saltoğlu, "Hedge fon nedir?", 12 Mart 2007, s.2, <http://www.ntvmsnbc.com/news/402188.asp>, Erişim Tarihi (12.05.2008).

⁷² Eichengreen - Mathieson, a.g.m., s.8.

⁷³ Lhabitant, a.g.k., s.16-17.

%65'ini kaybetmiş, pozisyonlarını değerinin çok altında JP Morgan Chase ve Citadel Investment Group'a satmak zorunda kalmıştır. LTCM'nin zararı yaklaşık 3,6 milyar \$ iken, Amaranth'ın zararı yaklaşık 6,4 milyar \$ olarak gerçekleşmiş, fakat Amaranth olayının finansal piyasalar üzerindeki etkisi, 1998 yılındaki LTCM olayına göre daha düşük düzeyde olmuştur^{74,75}. Tablo 2'de, kayıp büyüklüğü açısından önemli sayılabilecek bazı hedge fon başarısızlıkları görülmektedir⁷⁶.

Tablo 2: Bazı Hedge Fon Başarısızlıkları ve Kayıp Büyüklükleri

Fon	Yıl	Tahmini Kayıp Tutarı	Nedeni
Amaranth	2006	6,4 milyar \$	Doğal haz futures piyasalarında aşırı oranda pozisyon alma
LTCM	1998	3,6 milyar \$	Rusya krizi sırasında aşırı kaldıraç büyüklüğü
Tiger Management	2000	2,6 milyar \$	Japon Yeni'nin ABD Doları'na karşı değer kaybetmesi
Soros Hedge Fon	2000	2 milyar \$	İnternet ve teknoloji hisse senetlerinde yaşanan değer kayıpları
Frenchuch Capital	1995	1,26 milyar \$	Fonlarını ABD'den Avrupa piyasalarına kaydırması
Princeton Economics Inter'l	1999	950 milyon \$	Piyasa kaybı ve dolandırıcılık
Lancer	2003	600 milyon \$	Dolandırıcılık
Beacon	2002	500 milyon \$	İpoteğe dayalı türev ürünlerde yapılan işlemler
MotherRock	2006	230 milyon \$	Doğal gaz piyasasında yapılan işlemler

LTCM ve Amaranth gibi yaşanan büyük hedge fon başarısızlıkları, düzenleyicilerin ve politika yapıcıların dikkatlerini hedge fonlara çevirmelerine yol açmış ve hedge fonların finansal piyasaların istikrarı üzerindeki etkilerini gündeme getirmiştir⁷⁷. Hedge fonların faaliyetlerinden kaynaklanabilecek olası riskler; (a) sistemik risk ve finansal istikrarsızlık, (b) piyasa güvenilirliği ve yatırımcının korunması ve (c) kurumsal yönetim olmak üzere üç başlık altında toplanabilir.

4.2.1. Sistemik Risk ve Finansal İstikrarsızlık

Hedge fonlar tarafından yönetilen fonların büyüklüğü ve hedge fonların finansal piyasalardaki etkinliği arttıkça, hedge fonların bir sistemik krizi tetikleyerek uluslararası finansal sistemin işleyişine zarar verebileceğine ilişkin endişeler de artmaktadır. Sistemik

⁷⁴ Ferguson - Laster, a.g.m., s.51.

⁷⁵ Faruk Aydın - Vuslat Us, "Hedge Fonlar: Eğilimler ve Riskler", **TİSK Akademi**, Cilt:3, Sayı:5, 2008, s.180.

⁷⁶ Ferguson - Laster, a.g.m., s.49.

⁷⁷ Bank of Japan, a.g.e., s.4.

risk, bir kurumun yükümlülüklerini yerine getirememesinin veya başarısızlığının, öncelikle bu kurumla işlem yapan karşı tarafları olumsuz etkilemesi ve ardından likiditesizlik ve/veya temerrüde düşme dalgasının zincirleme olarak (domino etkisi) hızla diğer kurumlara da yayılma olasılığıdır^{78,79}. Sistemik risk, sonuçta sistemik krize ve finansal istikrarsızlığa yol açmaktadır. Finansal istikrarsızlık; finansal varlıkların fiyatlarının düşmesine, elde nakit tutma tercihinin artmasına, ödemelerde ve ilk finansal aracılıkta bozulmalara neden olmaktadır⁸⁰.

Diğer finansal kurumlar gibi hedge fonlar da bir sistemik krizin kaynağını oluşturabilirler. Çünkü, hedge fonlar; birincil araçlar, yatırım bankaları ve ticari bankalar gibi finansal kurumlardan borç almakta ve türev ürünleri yoğun şekilde kullanılmaktadır. Bu işlemler, hedge fonların kaldıraç oranlarını artırmaktadır. Dolayısıyla, bir veya birkaç büyük hedge fonun yükümlülüklerini yerine getirememesinin karşı taraflar aracılığıyla finansal sistemi etkileme olasılığı bulunmaktadır. Hedge fonlara kredi veren bankaların ve birincil araçların sermaye bulundurma, teminat alma ve etkin risk yönetimi gibi yöntemlerle kendilerini korumalarına karşın, hedge fonlara sunulan hizmetler sektöründeki yoğun rekabet nedeniyle bazı bankaların ve menkul kıymet firmalarının, hedge fonların kaldıraçlarını artırmalarına ve finansal piyasaların volatilitesi ve likiditesi üzerine daha büyük baskı yapmalarına imkan verecek şekilde, risk yönetim sistemlerini gevşetmelerine yol açabilir^{81,82,83,84}.

Hedge fonlarla ilgili diğer bir sistemik risk kaynağı, hedge fonların özellikle likit olmayan piyasalardan eşanlı olarak çıkmalarının likiditeyi tamamen ortadan kaldırma ve volatilitiyi artırma olasılığıdır⁸⁵. Hedge fonlar; gelişmekte olan ülke tahvilleri, mali sıkıntı içindeki işletme menkul kıymetleri, sigorta türevleri, kredi türevleri gibi likiditesi düşük piyasalarda benzer pozisyonlara ve yüksek işlem hacimlerine sahiptirler. Likiditenin ağırlıklı olarak hedge fonlar tarafından sağlandığı bu piyasalardan, hedge fonların toplu olarak çıkmaları, bir sistemik krizi tetikleyebilir veya mevcut krizi daha da derinleştirebilir^{86,87,88}. Hedge fonların getirileri arasındaki korelasyonun artması ve hedge fonların giderek benzer pozisyonlara sahip olması, “toplu işlemler” sorununu gündeme getirmekte ve finansal istikrar açısından bir risk unsuru olarak değerlendirilmektedir^{89,90}.

⁷⁸ Fung - Hsieh, “Hedge Funds: An Industry...”, a.g.m., s.27.

⁷⁹ Noyer, a.g.m., s.107.

⁸⁰ Podkaminer, a.g.m., s.2.

⁸¹ Ben S. Bernanke, “Hedge Funds and Systemic Risk”, **BIS Review 41/2006**, 2006, s.3, <http://www.bis.org/review/r060522a.pdf>, Erişim Tarihi (16.04.2008).

⁸² William A. Ryback, “Hedge Funds in Emerging Markets”, **Financial Stability Review: Special Issue on Hedge Funds**, Banque de France, No. 10, April 2007, s.147.

⁸³ Crockett, a.g.m., s.24.

⁸⁴ Papademos, a.g.m., s.117.

⁸⁵ Noyer, a.g.m., s.107.

⁸⁶ Garbaravicius - Dierick, a.g.m., s.27.

⁸⁷ Ferguson - Laster, a.g.m., s.53.

⁸⁸ Axel A. Weber, “Hedge Funds: A Central Bank Perspective”, **Financial Stability Review: Special Issue on Hedge Funds**, Banque de France, No. 10, April 2007, s.167.

⁸⁹ Garbaravicius - Dierick, a.g.m., s.47.

Hedge fonların sürü davranışına yol açtığı konusundaki görüşler, hedge fonlara ilişkin diğer bir endişe unsurunu oluşturmaktadır. Sürü davranışı, bir grup yatırımcının, aynı varlığa ilişkin, aynı zamanda ve aynı yönde işlem yapması olarak tanımlanabilir⁹¹. Sürü halinde hareket etme, finansal istikrarsızlığa yol açabilecek olgulardan biridir. Hedge fonlar açısından sürü davranışının iki boyutu bulunmaktadır. Birincisi, hedge fonlar arasındaki sürü davranışı, ikincisi ise diğer yatırımcıların hedge fonları taklit etmeleri veya izlemeleriyle ortaya çıkan sürü davranışdır. Bir IMF raporu, hedge fonların kendi aralarında sürü halinde hareket etme davranışının, diğer kurumsal yatırımcılara göre daha az olası olduğunu, buna karşın, diğer kurumların hedge fonları izleme olasılığının daha fazla olduğunu ifade etmektedir⁹². Hedge fonların birlikte hareket ettiklerine ilişkin bazı kanıtlar bulunmasına karşın, hedge fon stratejilerinin oldukça esnek ve uzmanlaşmış olmasının, sürü davranışına yol açmaktan çok hedge fonları piyasaya liderlik eden konuma getirdiği düşünülmektedir. Ayrıca yatırım fonları, sigorta şirketleri, bankalar ve emeklilik fonları gibi finansal kurumların, hedge fonlara kıyasla sürü davranışına daha yakın oldukları gözlenmiştir⁹³.

LTCM olayıyla ön plana çıkan sistemik risk kaygısı, hedge fonlara ilişkin yapılan tartışmaların temelini oluşturmaktadır. Fakat, hedge fonların faaliyetlerinden kaynaklanabilecek sistemik riskin büyüklüğünü ölçmek ve değerlendirmek kolay değildir. Çünkü, finansal piyasalardaki diğer temel oyuncuların farklı olarak hedge fonların, düzenleyici kurumların gözetimi ve denetimi altında olmaması, hedge fonların kullandığı kaldıraç ve aldığı pozisyonlara ilişkin risklerin değerlendirilmesini zorlaştırmaktadır^{94,95,96}. Hedge fonların olası negatif etkilerini değerlendirebilmek için ölçülmesi ve izlenmesi gereken göstergeler; (a) fonlama likidite riski, kaldıraç kullanımı, piyasa riski gibi hedge fonlara özgü içsel risk unsurları, (b) bankaların hedge fonlarıyla ilgili riske maruz tutarları ve (c) hedge fon işlemlerinin yoğunlaşma oranı olmak üzere üç grup altında toplanabilir⁹⁷. Bu nedenle, hedge fonlar tarafından sunulan bilginin, dolayısıyla şeffaflığın artması, sistemik riskin ölçülmesine ve kontrol altında tutulmasına yardımcı olacaktır⁹⁸. Yatırım bankaları ve ticari bankalar gibi kredi kurumları, hedge fonlara borç veren başlıca ödünç vericiler olduğu için, bu kurumların yönetim sistemlerini geliştirmelerini teşvik edecek mekanizmaların oluşturulması da sistemik riski azaltacak bir unsurdur^{99,100,101,102}. Bu

⁹⁰ Julian Delasantellis, "Hedge Funds: Playing Dice with the Universe", 2006, s.4, http://www.atimes.com/atimes/Global_Economy/HG06Dj02.html, Erişim Tarihi (18.04.2008).

⁹¹ Turhan Korkmaz - Ali Ceylan, **Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi**, Ekin Kitabevi Yayınları, Bursa, 2006, s.629.

⁹² Becker - Doherty-Minicozzi, a.g.m., s.92.

⁹³ Aydın - Us, a.g.m., s.179.

⁹⁴ Nicholas Chan ve diğerleri, "Do Hedge Funds Increase Systemic Risk?", **Economic View**, Federal Reserve Bank Of Atlanta, Fourth Quarter 2006, s.74.

⁹⁵ Bunderverband Deutscher Banken, a.g.e., s.4.

⁹⁶ Papademos, a.g.m., s.116.

⁹⁷ Papademos, a.g.m., s.119.

⁹⁸ Fung - Hsieh, "Hedge Funds: An Industry....", a.g.m., s.27.

⁹⁹ **The Report of The President's Working Group on Financial Markets**, "Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management", April 1999, s.36.

¹⁰⁰ Garbaravicius - Dierick, a.g.m., s.35.

¹⁰¹ Noyer, a.g.m., s.107.

kapsamda, risk yönetim uygulamalarının, özellikle karşı taraf riski yönetiminin, LTCM olayından sonra önemli ölçüde geliştiği görülmektedir.

4.2.2. Piyasa Güvenirliği ve Yatırımcının Korunması

Piyasa fiyatı manipülasyonlarını ve içerden öğrenenlerin ticaretini kapsayan piyasa güvenirliliğine ilişkin çeşitli riskler bulunmaktadır. Bu riskler, sadece hedge fonlara özgü olmamakla birlikte, hedge fonların çoğu düzenlemeden muaf olmaları ve şeffaf olmayan yapıları nedeniyle bu riskler, hedge fon sektöründe daha yüksek olabilir. Örneğin, farklı piyasalarda faaliyet gösteren bir hedge fon, bir piyasada elde ettiği bilgiyi diğer piyasada kullanılabilir. Ayrıca, hedge fonlar, bazı piyasalarda yüksek işlem hacimlerine sahiptirler, dolayısıyla fiyatları manipüle edebilirler^{103,104}. Hedge fonların hisse senedi fiyatları üzerine manipülasyon yaptıklarına ilişkin iddialar bulunmaktadır. Hedge fonlar ise bu iddiaları kabul etmemektedirler. Bazı işletmeler, hedge fonların, işletmenin kendi hisse senetlerinde manipülasyon yaptıkları gerekçesiyle hedge fonlar aleyhine davalar açmaktadırlar. Örneğin, bir Kanadalı sigorta şirketi olan Fairfax Financial Holdings, firmanın hisse senedi fiyatının düşmesini sağlamak amacıyla kötü niyetli bir kampanya yürüttüğü iddiasıyla bir hedge fon grubuna 6 milyar \$'lık dava açmıştır¹⁰⁵.

Hedge fonların; aracı kurumlar ve yatırım bankaları üzerindeki nüfuzlarını kullanarak, yatırım fonlarının işlem faaliyetleri hakkında içeriden bilgi edindiklerine ilişkin de yaygın endişe bulunmaktadır. Çünkü, hedge fonların büyük yatırım bankalarının en önemli müşterileri haline gelmesiyle, bankaların, hedge fon müşterilerinin çıkarlarını, diğer müşterilerinin çıkarlarının önünde tutabilecekleri ifade edilmektedir. Yatırım fonlarını temsilen Investment Company Institute (ICI) adlı bir kurum, hedge fonların aracı kurum ve yatırım bankalarından yatırım fonlarının işlemlerine ilişkin bilgi aldıkları gerekçesiyle SEC'e şikayette bulunmuştur. Dolayısıyla, hedge fonlar tarafından içerden bilgi edinilmesi konusu SEC'in de gündeminde¹⁰⁶.

Hedge fonlar, araştırma firmalarının başlıca müşterileri olduğu için, araştırma firmalarının tarafsızlığı da sorgulanabilir. Hedge fonların, araştırma raporlarının yayın tarihine ve içeriğine ilişkin içeriden bilgi (fiyat hareketlerine yol açabilecek veri ve bilgiler) edinmek isteyebilecekleri ileri sürülmektedir. Örneğin, Biovail ve Overstock.com firmaları, hedge fonların, bağımsız araştırma analistleriyle işbirliği yaparak, hisse senedi fiyatlarını düşürmek amacıyla doğru olmayan raporlar yayınladıkları iddiasıyla dava açmışlardır¹⁰⁷.

Son yıllarda, yatırımcının korunması konusu ön plana çıkmaya başlamıştır. Çünkü, emeklilik fonu, geleneksel yatırım fonu gibi kurumsal yatırımcıların hedge fonlardaki yatırımları giderek artmaktadır. Bu nedenle, bir hedge fonun batması sadece varlıklı yatırımcıları etkilemeyecek, ayrıca alınan riskler hakkında haberdar edilmeyen çok sayıda

¹⁰² Mustier - Dubois, a.g.m., s.91.

¹⁰³ Noyer, a.g.m., s.107.

¹⁰⁴ Michel Prada, "The World of Hedge Funds: Prejudice and Reality, The AMF's Contribution to the Debate on Alternative Investment Strategies", **Financial Stability Review: Special Issue on Hedge Funds**, Banque de France, No. 10, April 2007, s.131.

¹⁰⁵ Dreyfus, a.g.m., s.6.

¹⁰⁶ Dreyfus, a.g.m., s.9.

¹⁰⁷ Dreyfus, a.g.m., s.6.

ortalama gelir düzeyine sahip yatırımcıyı da etkileyecektir^{108,109}. Kurumsal yatırımcılar dışında, hedge fonlara yatırım yapmak amacıyla kurulan hedge fon fonlarının (funds of hedge funds), hedge fonlara göre daha düşük minimum giriş sermayesi istemesi, orta ölçekli ve küçük yatırımcıların da hedge fonlara doğrudan yapmalarına yatırım imkânı sağlamaktadır. Hedge fonların yatırımcı profili genişledikçe, yatırımcının korunması sorunu daha büyük bir önem taşımaktadır^{110,111}.

Hedge fonların sayılarının artmasıyla birlikte, dolandırıcılık nedeniyle batan hedge fon sayısı ve dolandırıcılıkla ilgili şikayetler artmaktadır. Sahtecilik yapanlar hakkında mevcut yasalara göre dava açılabilmesine karşın, hedge fonların geniş ölçüde yasal düzenlemelerden muaf olmaları, hedge fonları yanlış beyan ve dolandırıcılığa duyarlı hale getirmektedir^{112,113,114,115}. SEC, son yıllarda hedge fonlarla ilgili dolandırıcılık olaylarının arttığını ve 2000-2004 yılları arasında, toplam zarar tutarı 1,1 milyar \$'a ulaşan 51 dolandırıcılık şikayeti aldığını ifade etmiştir¹¹⁶. SEC'e dolandırıcılıkla ilgili yapılan şikayetler; fon performansının yüksek gösterilmesi, yalan beyan, hedge fon yöneticisinin müşterinin parasını zimmetine geçirmesi, gereksiz ve açıklanmayan kesinti ve ödemeler gibi olaylarla ilgili^{117,118}. Ayrıca, uluslararası yapısı ve kayıt dışı olmaları nedeniyle hedge fonların, kara para aklanmasını kolaylaştırdığı ileri sürülmektedir^{119,120}.

Yatırımcının korunması açısından hedge fonlara ilişkin diğer bir risk unsuru da fonun net aktif değerinin, dolayısıyla performansının doğru değerlendirilip değerlendirilmediğidir. Hedge fon yöneticisi, yatırımcıların fona olan ilgisini artırmak ve performansa dayalı olarak daha fazla teşvik primi almak amacıyla performansını yüksek gösterme eğiliminde olabilir. Ayrıca, hedge fonlar, çoğunlukla likit olmayan ve kompleks finansal enstrümanlara yatırım yaptıkları için, fon değerinin hesaplanması da daha zordur^{121,122,123,124}.

¹⁰⁸ Bunderverband Deutscher Banken, a.g.e., s.5.

¹⁰⁹ Noyer, a.g.m., s.106.

¹¹⁰ Franklin R. Edwards, "The Regulation of Hedge Funds: Financial Stability and Investor Protection", **Conference on Hedge Funds**, Institute for Law and Finance - Deutsches Aktieninstitut e.V., Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt, May 22, 2003, s.16.

¹¹¹ Fung - Hsieh, "Hedge Funds: An Industry...", a.g.m., s.27.

¹¹² Walter, a.g.m., s.4.

¹¹³ Ferguson - Laster, a.g.m., s.49.

¹¹⁴ Patrick Stevenson, "Fund of Hedge Funds: Origins, Role and Future", **Financial Stability Review: Special Issue on Hedge Funds**, Banque de France, No. 10, April 2007, s.153.

¹¹⁵ Mustier - Dubois, a.g.m., s.91.

¹¹⁶ Fung - Hsieh, "Hedge Funds: An Industry...", a.g.m., s.27.

¹¹⁷ Hedges, a.g.k., s.45.

¹¹⁸ Garbaravicius - Dierick, a.g.m., s.51.

¹¹⁹ Garbaravicius - Dierick, a.g.m., s.51.

¹²⁰ Bunderverband Deutscher Banken, a.g.e., s.5.

¹²¹ Christopher Kundro - Stuart Feffer, "Valuation Issues and Operational Risk in Hedge Funds", **Journal of Financial Transformation**, The Capco Institute, 2003, s.42.

¹²² Noyer, a.g.m., s.107.

¹²³ Prada, a.g.m., s.131.

¹²⁴ Callum McCarthy, "Transparency Requirements and Hedge Funds", **Financial Stability Review: Special Issue on Hedge Funds**, Banque de France, No. 10, April 2007, s.79.

4.2.3. Kurumsal Yönetim

Hedge fonların, işletmelerin yönetiminde söz sahibi olabilecek ölçüde, işletmelerin hisse senetlerini satın alarak işletmenin ve mevcut hissedarların aleyhine kararlar alabileceklerine ilişkin endişeler bulunmaktadır^{125,126,127}. Örneğin, Kanada'da faaliyet gösteren Algoma Steel firmasında yaşananlar, bu endişelerin haklı olduğunu göstermektedir. Paulson & Co. adlı bir hedge fon, Kanadalı çelik firmasının %19 hissesini satın alarak en büyük hissedar konumuna gelmiştir. Hedge fon, firmadaki yatırımının karşılığını hemen almak istemiş ve bu amaçla, firmanın 400 milyon Kanada Doları tutarındaki nakit rezervinin hissedarlara kar payı olarak dağıtılmasını talep etmiştir. Firma yönetimi, çelik ve hammadde fiyatlarının dalgalı bir seyir izlediği ve fiyatların artması durumunda paraya ihtiyaç olacağı gerekçesiyle, kar payı dağıtımını reddetmiştir. Hedge fon, kar payı ödeme teklifini reddeden yönetimi de değiştirmek istemiştir. Hedge fonun ısrarlı talepleri sonucunda firma, talep edilen kar payı tutarının yarısını (200 milyon Kanada Doları) dağıtmak zorunda kalmıştır¹²⁸.

Hedge fonlar dışında, diğer yatırımcılar da, bir firmanın hisse senetlerini toplayarak yönetimi ele geçirebilirler. Bu nedenle, bazıları, hedge fonların diğer yatırımcılardan farklı olmadığını, yönetimi ele geçiren hedge fonların kendi çıkarlarına uygun kararlar alabileceğini ve burada, asıl olarak hedge fonların değil, ortaklık haklarını kullanmayan pasif hissedarların suçlanması gerektiğini ifade etmektedirler¹²⁹.

5. Hedge Fonların Faydaları

Çeşitli açılardan eleştirilmelerine karşın, hedge fonların; doğru fiyatın oluşumuna ve riskin etkin bir şekilde dağıtımına katkıda bulunarak, yatırımcılara çeşitlendirme ve portföylerinin riskini azaltma imkanı sunarak, finansal inovasyonun gelişmesini sağlayarak, finansal piyasalarda likiditeyi ve etkinliği artırarak finansal sistemi olumlu yönde etkilediği yönünde çeşitli görüşler bulunmaktadır. Hedge fonların finansal sistem üzerindeki olumlu etkileri; (a) hedge fonların yatırımcılara sağladığı faydalar, (b) risk paylaşımı, (c) likidite sağlama ve (d) finansal istikrar olmak üzere dört başlıkta incelenebilir.

5.1. Yatırımcılara Sağladığı Faydalar

Hedge fonlar, gerek yükselen gerekse düşen piyasalarda, yatırımcılara pozitif getiri elde etme imkanı sağlamaktadır. Tam ve doğru veriler olmamasına karşın, hedge fonlara ilişkin bilgi toplayan ve kamuoyuna sunan araştırma ve danışmanlık firmalarının verileri ve bunların oluşturmuş oldukları hedge fon getiri endeksleri, hedge fonların getirilerinin, hisse senedi ve tahvil getirilerinden daha yüksek ve nispeten daha istikrarlı olduğunu göstermektedir. Örneğin, 1994-2004 döneminde, Lipper TASS veri bankasındaki hedge fonların ortalama yıllık getirileri %14,4, HFR veri bankasındaki fonların ortalama yıllık getirileri ise %14,3 olmuştur¹³⁰. 2007 yılında, S&P 500 hisse senedi endeksinin getirisi %5,50, MSCI global hisse senedi endeksinin getirisi %6,49, FTSE 100 hisse senedi

¹²⁵ Walter, a.g.m., s.5.

¹²⁶ Bunderverband Deutscher Banken, a.g.e., s.5.

¹²⁷ Prada, a.g.m., s.131.

¹²⁸ Dreyfus, a.g.m., s.10.

¹²⁹ Walter, a.g.m., s.5.

¹³⁰ Fung - Hsieh, "Hedge Funds: An Industry...", a.g.m., s.11.

endeksinin getirisi %3,80 ve Lehman bileşik tahvil endeksinin getirisi %6,96 iken, HFR'ye göre bütün hedge fonların ortalama getirisi %10,36 ve Greenwich global hedge fon endeksinin getirisi %11,15 olmuştur^{131,132}.

Hedge fonların getirilerinin volatilitésinin, hisse senetleri ve tahvillerin getirilerinin volatilitésinden daha düşük olması, hedge fon getirilerinin, genel olarak, hisse senetleri ve tahvillerin getirileriyle düşük korelasyona sahip olması nedeniyle, yatırımcılar, portföylerini çeşitlendirmek için de hedge fonlara yatırım yapmaya başlamışlardır^{133,134,135}. Yatırımcılar, hedge fonları portföylerine dahil ederek geleneksel yatırım fonlarının sunamadığı çeşitlendirme imkanını elde etmekte ve dolayısıyla portföylerinin toplam riskini azaltırken olası getirisini arttırabilmektedirler^{136,137}. Ayrıca hedge fonlar, piyasalara giriş ve çıkış zamanlamasını doğru yapma ihtiyacını ortadan kaldırarak, finansal sistem açısından daha ideal olan uzun dönemli yatırım imkanını sağlamaktadırlar.

5.2. Risk Paylaşımı

Hedge fonlar, çok sayıda ve çeşitte riskin farklı ve yeni bir takım finansal araçlar aracılığıyla dağıtıldığı bir finansal sistemde kritik bir rol oynamaktadır. Çünkü, hedge fonlar, riski üstlenen taraf olarak, riski transfer (hedge) etmek isteyen kişi ve kuruluşların karşısında hazır bulunmaktadır¹³⁸. Riskleri almaya veya en riskli parçaları üstlenmeye istekli olan hedge fonlar, finansal piyasalarda risklerin dağıtılmasına ve paylaşılmasına katkıda bulunmaktadır¹³⁹. Ayrıca risklerin, en çok isteyene ve riskleri taşımak için en iyi donanımına sahip olan taraflara transfer edilmesi, finansal piyasaların ve ekonominin daha etkin çalışmasını sağlamaktadır¹⁴⁰.

Hedge fonlar, özellikle kredi türevleri, afet tahvilleri, tezgah üstü türev ürünler, gelişmekte olan ülke menkul kıymetleri gibi yeni ve likiditesi düşük piyasalarda risk alan taraf konumunda bulunmaktadır. Risklerin ölçülmesinin daha zor olduğu yeni veya sofistike piyasalarda, hedge fonlar, kullandıkları gelişmiş modeller ve izledikleri yatırım stratejileri nedeniyle rekabetçi bir üstünlüğe sahiptirler. Örneğin, İngiliz Bankacılar Birliği'ne (British Bankers' Association, BBA) göre, kredi türevleri piyasasında satıcı (riski üstlenen taraf) olarak hedge fonların payı, 2001 yılında %5 iken, 2006 yılında %32'ye yükselmiştir¹⁴¹. Greenwich Associates tarafından yapılan diğer araştırmaya göre; yüksek getirili tahvil, kredi türevleri, teminatl borç yükümlülükleri, gelişmekte olan ülke tahvilleri ve kaldıraçlı kredi piyasalarının her birinde işlem hacminin yaklaşık %15-30'unu hedge fonlar oluşturmaktadır. Diğer finansal kurumların yüksek riskleri almaya pek istekli

¹³¹ Stephanie Baum, "Emerging Markets Top Hedge Fund Performance", 09 January 2008, s.1, <http://www.efinancialnews.com/archive/content/2449529069>, Erişim Tarihi (02.06.2008).

¹³² Greenwich Alternative Investments, "Hedge Funds Return +11.15% in 2007; More Than Double S&P 500 Performance", January, 2008, s.1.

¹³³ Garbaravicius - Dierick, a.g.m., s.26.

¹³⁴ Bank of Japan, a.g.e., s.21.

¹³⁵ Papademos, a.g.m., s.116.

¹³⁶ Yıldız, a.g.e., s.22.

¹³⁷ Ferguson - Laster, a.g.m., s.48.

¹³⁸ Yıldız, a.g.e., s.39.

¹³⁹ Walter, a.g.m., s.4.

¹⁴⁰ Ferguson - Laster, a.g.m., s.48.

¹⁴¹ Zimmermann, a.g.m., s.17.

olmadıkları bu piyasalarda, hedge fonlar, risklerin piyasa üyeleri arasında dağılmasını sağlamaktadırlar¹⁴².

5.3. Likidite Sağlama

Hedge fonlar tarafından yönetilen toplam varlık tutarının global finansal piyasalardaki toplam varlıkların yaklaşık %1'ini oluşturmasına karşın, hedge fonlar, hem hisse senedi ve tahvil gibi geleneksel piyasalarda hem de yüksek riskli tahviller, gelişmekte olan ülke tahvilleri, kredi türevleri, mali sıkıntı içindeki işletme menkul kıymetleri, sigorta türevleri gibi yeni veya gelişmekte olan piyasalarda yüksek işlem hacimlerine sahiptirler. Yüksek işlem hacimlerine sahip olmaları, hedge fonların işlem yaptıkları piyasalarda, özellikle yüksek riskli ve likiditesi düşük piyasalarda likiditenin artmasını sağlamaktadır. Örneğin, hisse senedi piyasalarında, günlük işlem hacminin yaklaşık %25 ila %50'sini hedge fonların yaptığı işlemlerin oluşturduğu tahmin edilmektedir. NYSE (New York Stock Exchange) ve LSE (London Stock Exchange) gibi hisse senedi borsalarında, bazı işlem günlerinde, hedge fonların yaptıkları işlemler, toplam işlem hacminin yaklaşık yarısını oluşturmaktadır^{143,144}. Hedge fonların yaptığı işlemlerin; gelişmekte olan ülke tahvilleri piyasasında toplam işlem hacminin yaklaşık %45'ini, sıkıntı içindeki işletme menkul kıymetleri piyasasında %47'sini, yüksek riskli tahvil piyasasında %25'ini, kredi türevleri piyasasında %58'ini ve kaldıraçlı kredilerde %32'sini oluşturduğu tahmin edilmektedir^{145,146}.

5.4. Finansal İstikrar

Bazı kişi ve kurumlar, finansal krizlerde rolü oldukları ve finansal piyasalarda istikrarsızlığa yol açtıkları gerekçesiyle hedge fonları eleştirmelerine karşın, bazıları, finansal piyasalarda istikrarsızlığa yol açmak yerine, hedge fonların diğer piyasa üyelerine göre daha fazla finansal istikrara katkıda bulduklarını ileri sürmektedirler. Örneğin, George Soros, kendi hedge fonlarıyla ilgili olarak şunları söylemiştir: "Bizim işimiz, piyasa trendini takip etmek yerine trendlere karşı gelmektir. Biz, yeni trendleri ilk önce yakalamaya çalışır, son aşamalarda ise trendlerden geri dönüşleri ilk önce yakalamaya çalışırız. Onun için, piyasayı istikrarsızlaştırmak yerine istikrarlaştırma eğilimindeyiz. Bunu kamu hizmeti olarak yapmıyoruz. Bu bizim para kazanma yöntemimizdir"¹⁴⁷.

Hedge fonların finansal istikrara olumlu katkı sağladıklarını savunan görüşün gerekçeleri şu şekilde sıralanabilir^{148,149,150,151}:

- Hedge fonlar, finansal piyasalarda likiditeyi ve etkinliği arttırmaktadırlar.

¹⁴² Garbaravicius - Dierick, a.g.m., s.25.

¹⁴³ Financial Services Authority, a.g.e., s.14.

¹⁴⁴ Weber, a.g.m., s.164.

¹⁴⁵ Bunderverband Deutscher Banken, a.g.e., s.3.

¹⁴⁶ Weber, a.g.m., s.164.

¹⁴⁷ Becker - Doherty-Minicozzi, a.g.m., s.90.

¹⁴⁸ The Report of The President's Working Group on Financial Markets, a.g.e., s.60.

¹⁴⁹ Becker - Doherty-Minicozzi, a.g.m., ss.86-90.

¹⁵⁰ Garbaravicius - Dierick, a.g.m., s.25.

¹⁵¹ Ferguson - Laster, a.g.m., s.48.

- Hedge fonlar, spot ve türev piyasalar arasındaki yanlış fiyatlamadan kaynaklanan arbitraj fırsatlarını değerlendirmek amacıyla işlem yaptıkları için, fiyatın oluşması sürecine katkıda bulunmaktadır.

- Hedge fonlar, bir finansal varlığın piyasa fiyatı, olması gereken esas değerinden önemli bir sapma gösterdiğinde, varlık fiyatlarının esas değerlerine dönmesini sağlamaktadırlar.

- Hedge fonların işlemleri ve likiditenin artması, alım-satım fiyatları arasındaki farkların azalmasına ve daha düşük işlem maliyetlerine yol açmaktadır.

- Hedge fonlar, finansal piyasaların entegrasyonuna katkıda bulunmaktadır.

- Hedge fonlar, volatilitenin azalmasına katkıda bulunmaktadır. Çünkü, hedge fonlar, diğer piyasa üyelerine göre, yükselen piyasa satın almak ve düşen piyasada satmak şeklinde ifade edilen momentum işlemlerini daha az yapma eğilimindedirler.

- Hedge fonlar, açığa satış yapabilmeleri ve zayıf performans gösteren varlıkların satın alınması yüksek performans gösteren varlıkların satılması şeklinde bir yatırım stratejisi izleyebilme imkanı nedeniyle, piyasanın sürü halinde hareket etmesine (sürü psikolojisine) karşı bir denge unsuru olarak görev yapmaktadırlar.

- Hedge fonlar, risk paylaşımını kolaylaştırmaları ve özellikle bazı piyasalarda riskleri üzerlerine almaları nedeniyle, "risk absorbe edicileri" olarak hareket etmektedirler. Volatilitesi yüksek piyasalarda işlem yapmaya daha istekli olmaları nedeniyle, hedge fonlar piyasa şoklarını absorbe edebilirler.

- Hedge fonlar, yeni oluşan piyasalarda likiditenin artmasına ve bu piyasaların gelişmesine katkıda bulunmaktadır.

- Yatırımcılarına sundukları sınırlı likidite (fona ilk giriş tarihinden itibaren belirli bir süre fonda kalma zorunluluğu, sadece belirli dönemlerde fona giriş ve fondan çıkış imkanı) koşulları nedeniyle, hedge fonlar daha uzun vadeli yatırım yapabilmektedirler.

- Hedge fonların düzenlemelere tabi olmamaları veya çok az tabi olmaları, yatırım araçlarının çeşitliliğine ve daha etkin risk-getiri dağılımına imkan vermektedir.

- Hedge fonlar, daha iyi risk yönetim araçlarının gelişmesine öncülük etmektedirler.

Sonuç

Hedge fonlar; hisse senetleri, tahviller, yabancı paralar, türev ürünler, likit olmayan menkul kıymetler gibi geniş bir varlık sınıfına yatırım yapabilen, pozitif mutlak getiri elde etmek için çeşitli yatırım stratejilerini serbestçe kullanabilen ve yasal düzenlemelere tabi olmayan veya çok az tabi olan fonlardır. Son yıllarda hızla büyüyen ve yönetimleri altındaki fon tutarı 2 trilyon \$'a ulaşan hedge fonlar, finansal sistem üzerindeki etkileri nedeniyle, politika yapıcılar, finansal piyasa üyeleri ve genel kamuoyu tarafından giderek daha fazla ilgi çekmeye başlamışlardır.

Hedge fonların geleneksel yatırım araçlarına göre daha istikrarlı ve yüksek getiriye sahip olmaları, hedge fonların getirileri ile hisse senedi ve tahvil gibi geleneksel varlıkların getirileri arasındaki korelasyonun düşük olması, çeşitlendirme imkanı sunması gibi

nedenlerle, yatırımcıların hedge fonlara olan ilgileri her geçen gün artmaktadır. Özellikle, son yıllarda, emeklilik fonları, sigorta şirketleri, bağış fonları, geleneksel yatırım fonları, yatırım bankaları gibi kurumsal yatırımcıların hedge fonlardaki yatırımları artmaktadır. Bununla birlikte, sadece hedge fonlara yatırım yapmak amacıyla kurulan hedge fon fonlarının bireysel hedge fonlara göre daha düşük giriş sermayesi istemeleri, “nitelikli” yatırımcı olarak ifade edilen varlıklı bireysel yatırımcıların dışında, küçük ve orta ölçekli yatırımcıların da hedge fonlara doğrudan yatırım yapmalarını mümkün hale getirmektedir. Yatırımcılara sağladığı faydalar dışında, hedge fonların finansal piyasalar açısından da çeşitli faydaları bulunmaktadır. Hedge fonlar; doğru fiyatın oluşmasını sağlayarak fiyat dengesizliklerini gidererek piyasa etkinliğine ve likiditenin artmasına katkıda bulunmaktadır. Varlık fiyatlarının gelecekte ne olacağına veya varlıkların yanlış fiyatlandırıldığına ilişkin öngörülerine bağlı olarak spekülasyon 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, sigorta türevleri, 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. Hedge fonlar, aktif piyasa üyeleri olarak, çoğunlukla, fiyatlar yükselirken satış fiyatlar düşerken alım yaptıkları için, piyasalardaki volatilitenin azalmasına yardımcı olmak ve piyasasının sürü halinde hareket etmesine karşı bir dengeleyici olarak hareket etmektedirler. Ayrıca, hedge fonlar, yeni finansal enstrümanların geliştirilmesine ve bu ürünlerin piyasasının gelişmesine katkıda bulunmaktadır.

Finansal piyasalardaki olumlu rollerine ve global finansal piyasalar içerisinde hala küçük bir paya sahip olmalarına karşın, hedge fonlar, bazı piyasalardaki yüksek işlem hacimleri ve açığa satışı kaldıraç ve türev ürünleri yaygın olarak kullanmaları nedeniyle, finansal sistemde istikrarsızlığa yol açabilirler. Hedge fon sektöründen kaynaklanan bir istikrarsızlık, diğer piyasalardan tetiklenen bir istikrarsızlıktan çok farklı olmayacaktır. İstikrarsızlığın kaynağı ne olursa olsun, istikrarsızlık; varlık fiyatlarında ani düşmelere, reel sektörde durgunluğa, likiditenin azalmasına, temerrüde düşme ve iflas dalgasının finansal sistem aracılığıyla hızla yayılmasına yol açacaktır. Hedge fonların faaliyetlerinin finansal istikrara zarar verebileceğine ilişkin kaygılar ve bu yönde yapılan tartışmalar, özellikle 1998 yılındaki LTCM olayından sonra artmaya başlamıştır. LTCM olayı, büyük bir hedge fondaki veya orta ölçekli birkaç hedge fondaki problemlerin, diğer finansal kurumlara yayılabileceğini ve finansal sistem için riskler oluşturabileceğini göstermiştir.

Negatif etkiler, genel olarak, hedge fonların finansal piyasalar ve finansal kurumlar üzerindeki etkisi aracılığıyla gerçekleşmektedir. Özellikle, hedge fonların, çoğunlukla, bankalardan kredi alarak ve türev ürünleri kullanarak kaldıraçlı işlem yapmaları nedeniyle, bir hedge fonun yükümlülüklerini yerine getirememesi veya batmasının, LTCM olayına benzer şekilde, diğer piyasa üyelerini etkileyerek ve sonunda sistemik krizi tetikleyerek, bir bütün olarak uluslararası finansal sistemin işleyişine zarar verebileceğine ilişkin kaygılar bulunmaktadır. Bunun dışında, hedge fonların aynı piyasalarda benzer pozisyonlar almaları ve bu piyasalardan eşanlı olarak çıkmaları, likiditenin azalmasına ve volatilitenin artmasına yol açabilir. Hedge fonlar, birlikte hareket ederek ve/veya diğer piyasa üyelerini yönlendirerek sürü davranışına yol açabilirler.

Ayrıca, hedge fonlar; fiyatlar üzerine manipülasyon yapabilir, işletmelerin hisse senetlerini toplayarak yönetimlerinde söz sahibi olabilir, işletme birleşme ve satın alımlarında yatırımcıların aleyhine faaliyetlerde bulunabilirler. Elbette, bu riskler, sadece hedge fonlara özgü olmayıp, diğer piyasa üyeleri için de geçerlidir.

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 olacağına ilişkin görüş birliği bulunmaktadır. Diğer bir ifadeyle, hedge fonlara kredi ve ödünç menkul kıymet vererek açığa satış yapmalarına ve kaldırıcı kullanmalarına imkan veren bankaların ve menkul kıymet firmalarının risk yönetim sistemlerini sürekli geliştirmeleri, hedge fon kaynaklı sistemik risklerin azalmasını sağlayacaktır. Bu şekilde, hedge fonlara ilişkin doğrudan düzenleme yerine, karşı taraflar aracılığıyla dolaylı düzenlemeler yapılmasının daha etkin olacağı ifade edilmektedir. Çünkü, doğrudan düzenleme yapılması durumunda, hedge fonlar, kolayca yer değiştirebilir ve yasal yükümlülüklerden kurtulabilirler. Bunun dışında, hedge fonların kayıt altına alınmasını ve kamuoyuna bilgi açıklama yükümlülüklerinin artırılmasını savunanlar da bulunmaktadır. Bu görüşü savunanlara göre, finansal istikrarı sağlamanın ön koşulu, finansal risk seviyesine ve taraflar arasındaki dağılımına ilişkin yeterli şeffaflıktır, bu nedenle, şeffaflığın artırılmasına yönelik düzenlemeler yapılmalıdır. Fakat, hedge fonlara ilişkin artan kaygılara rağmen, yakın zamanda, hedge fonların, düzenleyici kurumların gözetimi ve denetimi altına alınması muhtemel gözükmemektedir. Çünkü, İngiltere, ABD ve diğer bazı ülkelerdeki düzenleyici kurumlar, hedge fonların karşı taraf riskinin yönetimi aracılığıyla dolaylı olarak düzenleme altına alınmasının, hedge fon faaliyetlerini izlemenin ve hedge fonların faaliyetlerinden kaynaklanabilecek olası riskleri azaltmanın en iyi yol olduğu görüşüne sahiptirler. Hedge fonların ağırlıklı olarak ABD ve İngiltere merkezli olması, bu ülkelerin konunun üzerine gitmemelerinin önemli bir nedeni olarak görülmektedir. Buna karşın, yatırımcının korunmasına ve şeffaflığın artırılmasına yönelik ortak ilke ve standartlar belirlemek amacıyla, hedge fon sektörü kendi içerisinde bazı çalışmalar yapmaya başlamıştır. Ancak sektör temsilcileri tarafından atılan bu adımların da kısa zaman içerisinde bir sonuca ulaşması beklenmemektedir.

Finansal krizlerde ve dalgalanmalarda adı sıkça geçen hedge fonların, Türk finans piyasalarında da yatırımlarının olduğu muhakkaktır. Fakat, hedge fonların Türkiye'deki yatırımlarının büyüklüğüne ve pozisyonlarının dağılımına ilişkin herhangi bir resmi veri bulunmamaktadır. Yüksek işlem hacimleri ve ani giriş-çıkış yapmaları nedeniyle, hedge fonlar, özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan piyasalarda daha fazla olumsuz etkilere yol açabilirler. Diğer taraftan, ABD ve İngiltere gibi hedge fon sektörünün gelişmiş olduğu ülkelerde, hedge fonların faaliyetlerinden kaynaklanabilecek olası sistemik krizler, dolaylı yoldan Türkiye'yi ve diğer gelişmekte olan ülkeleri de etkileyebilecektir.

Yabancı hedge fonların Türk finans piyasalarında yatırımları olmasına karşın, Türkiye'de kurulmuş yerli bir hedge fon henüz bulunmamaktadır. Fakat, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Seri:VII ve No:29 sayılı "Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği"nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliği" ile hedge fonların Türkiye'de kurulmasına imkan verecek yasal düzenlemeyi yapmıştır. Söz konusu Tebliği'de, en az 1 milyon YTL tutarında Türk ve/veya yabancı para ve sermaye piyasası aracına sahip olan gerçek ve tüzel kişiler "nitelikli yatırımcı", katılma payları sadece nitelikli yatırımcılara satılmak üzere kurulmuş

olan fonlar ise “serbest yatırım fonları” (hedge fonlar) olarak tanımlanmıştır. SPK, yasal düzenlemenin yapılmasının ardından, iki hedge fon kurma talebinin kendilerine yapıldığını ve gerekli incelemelerin devam ettiğini bildirmiştir. Türkiye’de finansal piyasaların sığ olması, yüksek hacimli işlemlerle fiyatların yönlendirilebilme imkanı, organize ve tezgah üstü türev ürün piyasalarının yeterince gelişmemiş olması, yatırım yapılabilir finansal enstrümanların azlığı gibi faktörler, kurulacak hedge fonların yerel finansal piyasalar üzerinde olumsuz etkilere yol açmasına neden olabilir. Fakat, hedge fonların finansal piyasalardaki olumlu etkileri de göz önünde bulundurulduğunda, en sağlıklı değerlendirme, yerel hedge fonların kurulması ve faaliyetlerine başlamasından sonra yapılabilecektir.

Kaynakça

- ADAMS, Charles, "Hedge Funds and Financial Market Dynamics: Some Perspectives From the Asian Experience", September 2005.
- ANSON, Mark J. P., "Hedge Funds", The Handbook of Financial Instruments, Ed.: Frank J. Fabozzi, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2002.
- AYDIN, Faruk ve Vuslat US, "Hedge Fonlar: Eğilimler ve Riskler", TİSK Akademi, Cilt:3, Sayı:5, 2008, ss.168-184.
- AZMAN-SAINI, W.N.W., "Hedge Funds, Exchange Rates and Causality: Evidence from Thailand and Malaysia", MPRA Paper No. 716, October 2006.
- Bank of Japan, "Recent Developments in Hedge Funds", Financial Systems and Bank Examination Department, Financial Markets Department, , June 13, 2006.
- BAUM, Stephanie, "Emerging Markets Top Hedge Fund Performance", 09 January 2008, <http://www.efinancialnews.com/archive/content/2449529069>, Erişim Tarihi (02.06.2008).
- BECKER, Brandon ve Colleen DOHERTY-MINICOZZI, "Hedge Funds in Global Financial Markets", February 2000.
- BERNANKE, Ben S., "Hedge Funds and Systemic Risk", BIS Review 41/2006, 2006, ss.1-4, <http://www.bis.org/review/r060522a.pdf>, Erişim Tarihi 16.04.2004.
- BROWN, Stephen J., William N. GOETZMANN ve James M. PARK, "Hedge Funds and Asian Currency Crisis of 1997", 13 May 1998.
- Bunderverband Deutscher Banken, "Making Hedge Funds More Transparent", Position Paper of the Association of German Banks", Berlin, 15 May 2007.
- CHAN, Nicholas, Mila GETMANSKY, Shane M. HAAS ve Andrew W. LO, "Do Hedge Funds Increase Systemic Risk?", Economic View, Federal Reserve Bank Of Atlanta, Fourth Quarter 2006, ss.49-80.
- CROCKETT, Andrew, "The Evolution and Regulation of Hedge Funds", Financial Stability Review: Special issue on hedge funds, Banque de France, No. 10, April 2007, ss.19-28.
- DELASANTELLIS, Julian, "Hedge Funds: Playing Dice with the Universe", 2006, http://www.atimes.com/atimes/Global_Economy/HG06Dj02.html, Erişim Tarihi (18.04.2008).
- DREYFUS, Barbara, "What Hedge Funds Risk", 18 June 2007, <http://www.nakedcapitalism.com/2007/06/what-hedge-funds-risk.html>, Erişim Tarihi (12.05.2008).

- EDWARDS, Franklin R., "The Regulation of Hedge Funds: Financial Stability and Investor Protection", Conference on Hedge Funds, Institute for Law and Finance - Deutsches Aktieninstitut e.V., Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt, May 22, 2003.
- EDWARDS, Franklin R., "Hedge Funds and Investor Protection Regulation", Economic View, Federal Reserve Bank Of Atlanta, Fourth Quarter 2006, ss.35-48
- EICHENGREEN, Barry and Donald MATHIESON, "Hedge Funds: What Do We Really Know?", International Monetary Fund, September 1999, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues19/index.htm>, Erişim Tarihi (18.04.2008).
- EICHENGREEN, Barry, Donald MATHIESON, Bankim CHADHA, Anne JANSEN, Laura Kodres ve Sunil Sharma, "Hedge Fund and Financial Market Dynamics", Occasional Paper 166, International Monetary Fund, May 15, 1998.
- FERGUSON, Roger ve David LASTER, "Hedge Funds and Systemic Risk", Financial Stability Review: Special Issue on Hedge Funds, Banque de France, No. 10, April 2007, ss.45-54.
- Financial Services Authority (FSA), "Hedge Funds: A Discussion of Risk and Regulatory Engagement", Discussion Paper, June 2005.
- FOSTER, Dean P. ve H. Peyton YOUNG, "The Hedge Fund Game: Incentives, Excess Returns, and Piggy-Backing", 2 March 2008.
- FUNG, William ve David A. HSIEH, "A Primer on Hedge Funds", Journal of Empirical Finance, (6), 1999.
- FUNG, William ve David A. HSIEH, "Hedge Funds: An Industry in Its Adolescence", Federal Reserve Bank of Atlanta, Economic Review, Fourth Quarter, 2006, ss.1-34.
- FUNG, William, David A. HSIEH ve Konstantinos TSATSARONIS, "Do Hedge Funds Disrupt Emerging Markets?" Brookings-Wharton Papers on Financial Services, 2000.
- GARBARAVICIUS, Tomas ve Frank DIERICK, "Hedge Funds and Their Implications For Financial Stability", European Central Bank, Occasional Paper Series, No. 34, August 2005.
- Greenwich Alternative Investments, "Hedge Funds Return +11.15% in 2007; More Than Double S&P 500 Performance", January, 2008.
- HEDGES, James R., Hedges on Hedge Funds: How to Successfully Analyze and Select an Investment, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2005.

-
- HUTCHINGS, William, "Industry Assets Hit \$1,9 trillion", 31 January 2008, <http://www.efinancialnews.com/usedition/index/content/2349664184>, Erişim Tarihi (02.06.2008).
- KAMBHU, John, Til SCHUERMAN ve Kevin J. STIROH, "Hedge Funds, Financial Intermediation, and Systemic Risk", Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No. 291, July 2007.
- KORKMAZ, Turhan ve Ali CEYLAN, Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi, Ekin Kitabevi Yayınları, Bursa, 2006.
- KUNDRO, Christopher ve Stuart FEFFER, "Valuation Issues and Operational Risk in Hedge Funds", Journal of Financial Transformation, The Capco Institute, 2003, ss.41-47.
- LHABITANT, François-Serge, Handbook of Hedge Funds, John Wiley & Sons Ltd., Chichester, England, 2006.
- MCCARTHY, Callum, "Transparency Requirements and Hedge Funds", Financial Stability Review: Special Issue on Hedge Funds, Banque de France, No. 10, April 2007, ss.77-83.
- MUSTIER, Jean-Pierre ve Alain DUBOIS, "Risks and Return of Banking Activities Related to Hedge Funds", Financial Stability Review: Special Issue on Hedge Funds, Banque de France, No. 10, April 2007, ss.85-94.
- NOYER, Christian, "Hedge Funds: What are the Main Issues?", Financial Stability Review: Special Issue on Hedge Funds, Banque de France, No. 10, April 2007, ss.105-111.
- PAPADEMOS, Lucas D., "Monitoring Hedge Funds: A Financial Stability Perspective", Financial Stability Review: Special Issue on Hedge Funds, Banque de France, No. 10, April 2007, ss.113-125.
- PODKAMINER, Leon, "Hedge Funds and Financial Stability", <http://www.europarl.europa.eu/comparl/econ/emu/20061010/podkaminer.pdf>, Erişim Tarihi (12.03.2008).
- PRADA, Michel, "The World of Hedge Funds: Prejudice and Reality, The AMF's Contribution to the Debate on Alternative Investment Strategies", Financial Stability Review: Special Issue on Hedge Funds, Banque de France, No. 10, April 2007, ss.127-135.
- The Report of The President's Working Group on Financial Markets, "Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management", April 1999.
- RYBACK, William A., "Hedge Funds in Emerging Markets", Financial Stability Review: Special Issue on Hedge Funds, Banque de France, No. 10, April 2007, ss.143-149.

- SALTOĞLU, Burak, "Hedge fon nedir?", 12 Mart 2007, <http://www.ntvmsnbc.com/news/402188.asp>, Erişim Tarihi (12.05.2008).
- Securities and Exchange Commission (SEC), "Implications of the Growth of Hedge Funds", September 2003, <http://www.sec.gov/news/studies/hedgefunds0903.pdf>, Erişim Tarihi (12.03.2008).
- STEVENSON, Patrick, "Fund of Hedge Funds: Origins, Role and Future", Financial Stability Review: Special Issue on Hedge Funds, Banque de France, No. 10, April 2007, ss.151-160.
- STEWART, Fiona, "Pension Fund Investment in Hedge Funds", OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 12, OECD Publishing, 2007.
- YILDIZ, Tuba Ertugay, "Hedge Fonların İşleyişi", Yeterlik Etüdü, SPK, İstanbul, Haziran 2004.
- WALTER, Norbert, "Hedge Funds and Financial Stability", October 2006, <http://www.europarl.europa.eu/comparl/econ/emu/20061010/walter.pdf>, 18.04.2008.
- WEBER, Axel A., "Hedge Funds: A Central Bank Perspective", Financial Stability Review: Special Issue on Hedge Funds, Banque de France, No. 10, April 2007, ss.161-168.
- Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ, Seri: VII, No: 29, Sermaye Piyasası Kurulu.
- ZIMMERMANN, Heinz, "Credit Risk Transfer, Hedge Funds and the Supply of Liquidity", WWZ Working Paper 20/07, September 2007.