

## FINANSAL PİYASALARDA HEDGE FONLAR: STRATEJİ VE RİSKLER

Songül KAKILLI ACARAVCI<sup>1</sup>

**Özet:** Bu çalışmada, hedge fon kavramı, temel özellikleri, klasik yatırım fonları ile benzerlikleri ve farklılıkları vurgulanmıştır. Ayrıca, hedge fon stratejileri ve riskleri hakkında bilgi verilerek hedge fonların finansal piyasalar üzerine etkileri incelenmiştir. Hedge fon yatırım stratejileri, hisse senedi hedge fonları, olay bazlı fonlar, makro fonlar ve görece değerli fonlar olmak üzere dört ayrı grupta açıklanmıştır. Yüksek getiri ve yüksek riske sahip olan hedge fonlar, finansal krizlerin bir nedeni olarak görülmektedir. Türkiye’de yeterince tanınmayan hedge fonlar ile ilgili yasal düzenlemelerin ve denetlemelerin getirilmesi, hedge fon yatırımlarının olumsuzluklarını ortadan kaldıracaktır.

**Anahtar Kelime:** Hedge fonlar, serbest yatırım fonları, yatırım fonları, finansal krizler.

### **HEDGE FUNDS IN FINANCIAL MARKETS: STRATEGIES AND RISKS**

**Abstract:** In this study, the hedge fund concept, the basic characteristics of their similarities and differences between hedge funds and mutual funds were emphasized. Furthermore, hedge fund strategies and their risks were explained and the impacts of hedge funds on financial markets were examined. The hedge fund investment strategies were explained in four separate groups as equity hedge, event driven, macro and relative value. The hedge funds that have high return and high risks are argued due to the financial crisis. The legal arrangements and regulations related with the hedge funds which have not been recognized well will remove negativenesses of the hedge fund investments in Turkey.

**Keywords:** Hedge funds, free investment funds, investment funds, financial crisis.

### **GİRİŞ**

Küreselleşme ve bilişim teknolojilerindeki gelişmelere bağlı olarak, ulusal ve uluslararası alanlarda yeni finansal araçların ve ürünlerin kullanılmaya başlandığı görülmektedir. “Hedge Fonlar” da günümüz yatırımcıları için popülaritesi gittikçe artan yeni bir yatırım aracıdır.

Hedge fonlar, yatırımcılarına yüksek getiri sağlamakla birlikte yüksek riske sahip olan, global olarak faaliyet gösteren ve aktif olarak yönetilen serbest yatırım fonlarıdır. Yatırımcılarına ve fon yöneticilerine

<sup>1</sup> Doç.Dr. Mustafa Kemal Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Muhasebe ve Finansman Anabilim Dalı, Hatay, sacaravci@mku.edu.tr

sağladıkları yüksek getiriler nedeniyle son yıllarda büyük yaygınlık kazanan serbest yatırım fonları, klasik yatırım fonlarına benzemekle birlikte düzenleme, getiri ve risk açısından farklılıklar göstermektedir.

Hedge fonlar, 1990'lı yıllardan sonra özellikle Amerika Birleşik Devletleri (ABD) yatırım fonları piyasasında oldukça hızlı bir büyüme göstermiştir. Aktif büyüklüğü 2 Trilyon Doları aşmış ve özellikle 1990'lı yıllardan sonra ortaya çıkan finansal krizlerin nedeni olarak gösterilmiştir.

Bu bağlamda, yüksek kar olduğu düşünülen, her ülkeye rahatlıkla girerek riskten kaçınmadan yatırım yapılmasını sağlayan hedge fonlar, Türkiye'de yatırımcıların dikkatini çekmeye başlamıştır.

Bu çalışmada, ilk olarak hedge fonların işleyişi, temel özellikleri, klasik yatırım fonları ile benzerlikleri ve farklılıkları ele alınmıştır. Daha sonra, hedge fon stratejileri hakkında bilgi verilerek hedge fonların finansal piyasalar üzerine etkileri incelenmiştir.

## **1. HEDGE FONLARIN TANIMI VE KAPSAMI**

İlk hedge fon, 1949 yılında A. Winslow Jones tarafından kurulmuş olup, hisse senedi alma-satma (long-short) pozisyonları ve kaldıraç stratejileri kullanılmıştır (Fung ve Hsieh, 1999).

Jones, yatırımcılardan topladığı paraları ve kendi tasarruflarını birleştirerek bir fon yaratmış ve hisse senetlerine yatırım yaparak bir portföy oluşturmuştur. Bu çerçevede yeni bir yatırım tekniği geliştiren Jones, uzun pozisyondaki hisse senetlerine karşılık diğer hisse senetlerini açığa satış yapmak suretiyle karşı kısa pozisyon meydana getirmiştir. Böylece elindeki hisse senetlerinin genel piyasa riskini finansal koruma altına almak suretiyle ortadan kaldırmıştır. Jones, hangi senetlerde uzun hangilerinde de kısa pozisyon alacağını beklentilerine göre belirlemiştir. Gelecekte aşırı değerlenmiş senetlerde fiyatların düşeceği beklentisiyle açığa satış yoluyla kısa pozisyon alırken, gelecekte kazanacağını beklediği senetleri de portföyünde toplayarak uzun pozisyon almıştır. Bununla birlikte Jones, finansal korunma amaçlı açığa satışların yanında portföyün getirisini arttırmak için borçlanarak, finansal kaldıraç etkisinden de yararlanmışır. Jones'un geliştirdiği yatırım stratejileri ve gösterdiği yüksek performans, 1966 yılında "Fortune Magazine"nde yayımlanmış ve bunun ardından benzer şekilde faaliyet gösteren fonların sayısında hızlı bir artış söz konusu olmuştur. 1995-2007 yılları arasında hedge fonların sayıları 9 kat artarak 9.000'e çıkmış ve yönettikleri fonların sayısı da 4 kat artarak 1,7 trilyon ABD dolarına ulaşmıştır. Hedge fonlardaki büyümede likidite bolluğu, yüksek getiri anlayışı, risk yönetiminde yaşanan hızlı gelişmeler ve finansal

sınırların coğrafi anlamda giderek ortadan kalkması gibi faktörler etkili olmuştur (Küçüközmen, 2007).

Ülkemizde, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından katılma payları sadece nitelikli yatırımcılara satılmak üzere kurulmuş olan fonlar “Serbest Yatırım Fonları (Hedge Funds)” olarak tanımlanmıştır (Resmi gazete, seri:VII, 29 no’lu tebliğ). Hedge fonlar, ABD’de geliştirilmiş bir yatırım aracı olduğundan kullanılan ifade Türkçe’ye aynen geçmiş ve Türk finans literatüründe de çoğunlukla hedge fon ifadesi kullanılmaya başlanmıştır.

Hedge fonlar, kısıtlamaları en aza indirgenmiş, bu sebeple esnek yatırım stratejisi izleyebilen ve az denetlenebilen yatırım araçlarıdır (Aydın ve Us, 2008). Varlıklı kişilerden ve büyük kuruluşlardan toplanan fonlar, getiri sağlama ve sermayeyi değerlendirme amacına yönelik olarak oluşturulmuş finansal varlıkların satın alınmasında kullanılır. Diğer yatırım araçlarının tersine hedge fonlar, kesin ve sürekli getiri sağlamaya odaklanmıştır. Hedge fonlarda, kesin getiriyi sağlayabilmek için atılgan stratejiler uygulanmaktadır. Bu stratejilerde, risk/getiri profilini yükseltmek amaçlı açığa satış, türev ürünlerin alım-satımı ve kaldıraç kullanmak gibi pozisyonlar alınmaktadır. Bu özellikleri ile hedge fonlar, oldukça özel, değişken ve açık uçlu bir yatırım ortaklığı olarak da tanımlanabilmektedir (Chambers, 2008).

Hedge fonlar, birçok ülkede bulunmasına karşın, finans piyasalarının oldukça gelişmiş olması avantajına sahip olan ABD’de sayı ve değer olarak daha fazla bulunmaktadır. Ayrıca Amerikan hedge fonları birçok ülkede işlem görmektedir (Lindsey, 1998). Hedge fonlar aldıkları risklere göre aşağıdaki gibi sınıflandırılmıştır (Chambers, 2008):

1. Oldukça riskli ve piyasa yönlü hedge fonlar: Yüksek getiri sağlarlar, genellikle kaldıraçtan yararlanırlar ve öngörülen durumlara yatırım yaparlar.
2. Orta düzeyde riskli, piyasaya duyarsız ve değere odaklı hedge fonlar: Uzun süreli stratejileri kapsarlar.
3. Riskten kaçınan ve piyasaya duyarsız hedge fonlar: Düşük volatilitesi olan, istikrarlı getiri sağlarlar.

## **2. HEDGE FONLARIN İŞLEYİŞİ VE ÖZELLİKLERİ**

Yüksek riskli yatırım fonu olarak görülen hedge fonlar, genelde agresif olarak yönetilmekte ve spekülatif fırsatlardan yararlanma amacıyla hareket etmektedirler. Hedge fonlar, diğer fonların tabi olduğu sınırlamalara tabi olmadan portföyünü oluşturup yönetilebildikleri için, nispeten daha fazla risklidirler. Ayrıca hedge fonlar esnek özelliklerinden dolayı, daha az denetlenebilme özelliğine sahiptirler. Başta ABD sermaye piyasası denetim organı SEC olmak üzere Avrupa ve diğer gelişmiş ülke sermaye piyasası

düzenleyici kurumları klasik anlamdaki yatırım fonlarına uyguladıkları denetleme ve incelemeleri hedge fonlar için uygulamamaktadırlar (www.ekopusula.com).

Hedge fonlar global ölçekte faaliyette bulunmakta olup, sürekli olarak pozisyon alacakları yeni sektör, piyasa ve ülke arayışı içindedirler. Stratejilerini uygulayabilecekleri ya da karlı yeni stratejiler geliştirebilecekleri her türlü yenilik hedge fonların ilgi alanına girmektedir. Gelişmiş analiz yetenekleri, farklı türev araç kullanabilmeleri ve tasarlayabilmeleri ve hesap vermekten muaf olmaları hedge fonların diğer fonlara göre rekabetçi üstünlüğünü oluşturmaktadır (Küçüközmen, 2007).

Muhafazakar yatırımcılardan çok, zengin ve riskli seven yatırımcı grubuna hitap eden hedge fonların temel özellikleri aşağıdaki gibi özetlenebilir (Aydın ve Us, 2008; Chambers, 2008) :

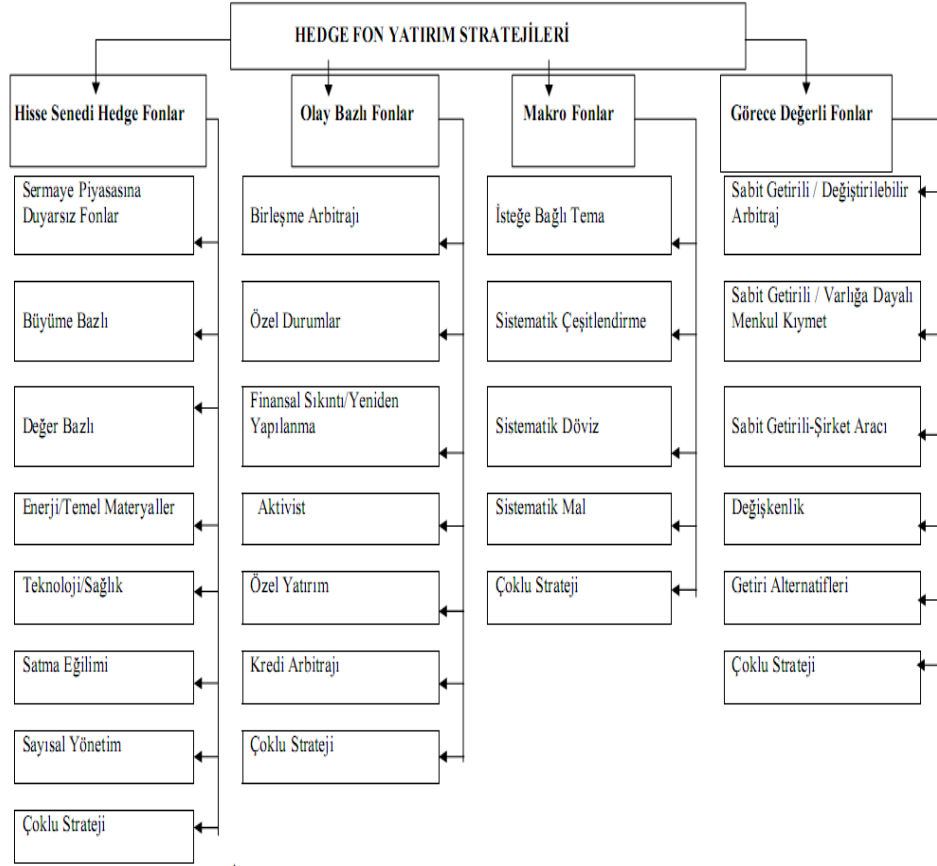
- Yasal olarak limited ortaklıklardır.
- SEC tarafından kayıt altına alınmamış yatırım kuruluşlarıdır.
- Hedge fonlar, her türlü yatırım stratejisini ve yatırım aracını istedikleri gibi kullanabilirler. Farklı türev ürünleri ve arbitraj fırsatlarını kullanabilirler. Açığa satış, kredili işlemler ve riskli hisse senetlerine yatırım yapabilirler.
- Yaptıkları işlemlerin kaldırıcı oldukça yüksektir.
- Piyasa riskini azaltmak amacıyla, hisse senedi ve tahvil/bono piyasaları ile kendi yatırımları arasındaki korelasyonu minimize edecek faaliyetlere yönelebilirler.
- Sadece belirli piyasalarda değil, tüm dünya piyasalarında yatırım yapabilirler.
- Her türlü alım-satım tarzını benimseyebilirler. Ekonomik araştırmalar, istatistiki, kantitatif veya teknik analizlere dayanarak işlem yapabilirler.
- Hedge fon sahipleri, oldukça zengin kişilerdir. Yatırım zamanında yatırımcı 1.000.000 \$ veya üzerinde paraya sahip olmalı, yatırımcı son iki yılda her yıl için 200.000 \$'ı aşkın gelire sahip olmalı veya son iki yıldaki toplam geliri 300.000 \$ olmalıdır. Ayrıca gelecek yılda da aynı düzeyde gelir sağlayacağına ilişkin gerçekçi bir beklenti olmalıdır. Öte yandan bir organizasyon, şirket veya başka bir kurum ya da kuruluş (organizasyonun varlık toplamı 5.000.000 \$'ı aşmalı), bağışlardan oluşan toplu sermaye, emeklilik fonları, hedge fonların diğer hedge fonlara yatırım yaptığı "fonun fonu".
- Hedge fonlardan belli bir grubun faydalanabilmesi, klasik fonlara göre bu fonların daha az şeffaf olmasına neden olur. Dolayısıyla, hedge fonlar özel kanallar aracılığıyla ülke dışında (offshore) satılabilirler.

- Hedge fonlar, alındıktan hemen sonra satılma özelliğine sahip değildırler. Sınırlı bir likiditeye sahiptirler. Belirli bir süre (çoğunlukla 1 yıl) elde tutma zorunluluğu vardır. Yatırımcılar belirli bir tarihte fona girebilir ve belirli bir tarihte fondan çıkabilirler. Belirlenen tarihten önce ihtiyaç duyulsa bile fondan çıkamazlar. Yatırımcılar paraya çevirme işlemi ihtiyaçlarını 30 gün önce bildirmek durumundadırlar. Sermayeyi bağlama süresi bittikten sonra, yatırımcı herhangi bir likidite tarihinde hisse senetlerini paraya çevirmede serbesttir. Sermaye bağlama süresinin uzunluğu bazı durumlarda hedge fon yöneticisinin yararına olacaktır. Eğer bir hedge fon net varlık değerinde keskin düşüşler yaşayacak kadar şanssızsa, sermaye bağlama süresi yatırımcıyı fonda kalmaya zorlayacak ve yatırımcı bu süre içinde fondan çıkamayacaktır. Bir hedge fonun uzun süreli sermaye bağlama süresi elde etmesi ve fona giren para tutarını artırma yeteneği, fonun kalitesine ve piyasadaki imajına bağlıdır. Çoğunlukla sermaye bağlama süresi 1 yıl iken, bazı hedge fonlar yatırımcılarından 3 yıllık sermaye bağlama süresi almayı başarmışlardır.
- Genel olarak hedge fon kurucuları da kendi yatırımlarını aynı fonda değerlendirirler. Fon yöneticilerine performansları üzerinden belirli bir komisyon ödenir. Yatırımcılar için de toplam portföy büyüklüğüne dayanan genel yönetim kesintisi uygulanır.
- Uzmanlaşmayı ön planda tutarlar. Bu nedenle sadece kendi rekabet üstünlükleri olan belirli alanlarda yatırım yapmayı severler.

### **3. HEDGE FON YATIRIM STRATEJİLERİ**

Hedge fon yöneticileri, çeşitli yatırım aracına yatırım yapma ve bu araçlara uygun stratejiler uygulayabilme imkanına sahiptirler. Hedge fonların birçoğu, çoğu zaman kaldıraç içeren, dinamik yatırım stratejilerini kullanırlar (Rodriguez-Mancilla ve Ziemba, 2008). Yatırım yöneticilerinin en çok tercih ettikleri dört ana hedge fon stratejileri ve alt stratejiler Şekil 1’de görölmektedir (Hedge Fund Research, 2008).

**3.1. Hisse Senedi Hedge Fonlar (Equity Hedge) Stratejisi:** Yatırım yöneticilerinin öncelikli olarak hisse senedi ve hisse senedi türevi menkul kıymetleri, alma (long) ve satma (short) pozisyonlarıyla tuttuğu fonlardır. Hisse senedi hedge fon yöneticileri hisse senetlerini genelde en az %50 olarak tutarlar. Hisse senedi hedge fon stratejilerinin alt stratejileri aşağıda yer almaktadır.



ŞEKİL 1: Hedge Fon Yatırım Stratejileri (Kaynak : [www.hedgefundresearch.com](http://www.hedgefundresearch.com), Erişim Tarihi: 05.09.2008)

*1. Sermaye Piyasasına Duyarsız Fonlar (Equity Market Neutral) Stratejisi:* Bu stratejide, alınacak ve satılacak menkul kıymetleri seçmek ve menkul kıymetler arasındaki ilişkileri ve gelecek fiyat hareketleri hakkındaki doğru bilgiyi bulmak için fiyat verilerini analiz eden karmaşık sayısal teknikleri kullanılır. Faktör temelli ve istatistiksel arbitraj stratejilerini içerir. Faktör temelli yatırım stratejileri, menkul kıymetler arasındaki ortak ilişkilerin sistematik analizine dayanır. Her zaman geçerli olmasa da birçok durumda, portföyler bir veya birçok değişkene duyarsız olarak oluşturulurlar. Kaldıraç, alma ve satma pozisyonlarının getirisini arttırmak

için sıkça kullanılır. İstatistiksel arbitraj stratejileri ise, menkul kıymetlerin yanlış fiyatlanması ve bundan doğan arbitraj fırsatlarını göstermektedir.

2. *Büyüme Bazlı (Fundamental Growth) Strateji* : Büyüme bazlı stratejide, sermaye piyasasında kazançların büyümesi ve sermaye değerinde yüksek artış beklenen şirketlerin değerlerini gösteren oranların analizini yapan analitik teknikler kullanılır. Yatırımlar, şirketlerin finansal tablolarındaki oranlar (örneğin; karlılıktaki, satışlardaki veya pazar payındaki büyüme) üzerine odaklanır.

3. *Değer Bazlı (Fundamental Value) Strateji* : Değer bazlı stratejide, düşük değerlenmiş menkul kıymetlere yatırım yapılır. Bu stratejinin temelinde kısa vadede satın alınan menkul kıymetin uzun vadede olması gereken değere yaklaşacağı ve daha yüksek fiyatlardan satılabileceği beklentisi vardır. Bu stratejide de yatırımlar, şirketlerin finansal tablolarının özellikleri üzerine odaklanır.

4. *Enerji/Temel Materyaller (Energy/Basic Materials) Stratejisi* : Bu stratejide, piyasanın bazı özel alanlarında yer alan menkul kıymetlerdeki fırsatları tanımlamak için tasarlanan yatırım süreçleri kullanılır.

5. *Teknoloji/Sağlık (Technology/Healthcare) Stratejisi* : Bu stratejide de piyasanın bazı özel alanlarında yer alan menkul kıymetlerdeki fırsatları tanımlamak için tasarlanan yatırım süreçleri kullanılır. Üretim ve teknolojinin kullanımı, biyoteknoloji, ilaç ve sağlık sektörünün üretimi ile ilgili bütün gelişmelerde şirketlerin sağlayacağı fırsatlar değerlendirilir.

6. *Satma Eğilimli (Short-Biased) Strateji* : Aşırı değerlenmiş şirketlerin değerini gösteren oranların analizini yapan analitik teknikler kullanılır. Aşırı değerlenmiş şirketler belirlenir ve bu şirketlere ait menkul kıymetler üzerine satış pozisyonu alınması beklenir. Aşırı değerli olduğu tahmin edilen menkul kıymetler, gelecekte değer kaybına uğrayacağı beklentisiyle satılır.

7. *Sayısal Yönetim (Quantitative Directional) Stratejisi* : Bu stratejide de birinci stratejide olduğu gibi (alınacak ve satılacak menkul kıymetleri seçmek ve menkul kıymetler arasındaki ilişkileri ve gelecek fiyat hareketleri hakkındaki doğru bilgiyi bulmak için) fiyat verilerini analiz eden karmaşık sayısal teknikler kullanılır. Faktör temelli ve istatistiksel arbitraj stratejileri de bu strateji içinde yer alır.

8. *Çoklu Strateji (Multi-Strategy)* : Farklı hisse senedi hedge fon yatırım stratejileri kullanılarak yatırım yapılır. Bu strateji, fon yöneticisine farklı strateji kombinasyonları oluşturmak suretiyle yatırım fırsatlarından yararlanma imkanı sağlar.

**3.2. Olay Bazlı (Event-Driven) Strateji :** Fiyat dalgalanmalarından yararlanmak amacıyla, özel durum olarak görülen olayların ve fırsatların değerlendirildiği yatırım stratejisidir (Edwards ve Çağlayan, 2001). Yatırım yöneticileri özel durumlardan (örneğin, şirketin borçlarını ödeme gücünün içine düşmesi, şirket birleşmeleri, şirketin yeniden yapılandırılması, iflas, ele geçirme, kredi notu değişimi, yeni hisse senedi ve tahvil ihracı, kar payı dağıtımı vs.) etkilenmiş finansal varlıklara yatırım yaparak kar elde etme fırsatı ararlar. Sözkonusu finansal varlıkların geleceğe yönelik fiyat değişikliklerini öngörmeye çalışırlar. Fiyat değişiklikleri bir şirketin faaliyet döngüsündeki durumlara veya gelecekteki hisse senedi fiyatlarını etkileyecek haberlere dayanır (Chambers, 2008).

*1. Birleşme Arbitraji (Merger Arbitrage) Stratejisi :* Risk arbitraji olarak da bilinen birleşme arbitraji, hedef şirketin hisse senetlerinin satın alındığı, birleşen şirketin hisse senetlerinin satıldığı bir stratejidir (Fung ve Hsieh, 2004). Birleşme arbitraji stratejisi, genellikle satılan şirketlerden çok birleşen şirketin ticaretini kapsar. Arbitraj ticaretinin yönü, birleşmeyi isteyen şirketin birleşilecek hedef şirketi satın almak için piyasa fiyatının üzerinde veya altında teklifte bulunmasına göre değişir. Eğer birleşmeyi isteyen şirket hisse senetlerinin piyasa değerinin üzerinde teklif verirse ve eğer yatırım yöneticisi birleşmenin olacağına inanıyorsa, birleşmek isteyen şirkette satışa ve hedef şirkette alıma gider ve birleşme tarihindeki farktan kar elde eder. Eğer yatırım yöneticisi, birleşmenin iptal edileceğini öngörürse, birleşmeyi isteyen şirkette alış ve hedef şirkette satış yapar. Birleşmek isteyen şirket hedef şirketin değerinin altında bir teklifte bulunursa tersi durum geçerli olmaktadır (Chambers, 2008).

*2. Özel Durumlar (Special Situations) Stratejisi :* Şirketin borçlarını ödeme gücünün içine düşmesi, şirket birleşmeleri, şirketin yeniden yapılandırılması, iflas, ele geçirme, kredi notu değişimi, yeni hisse senedi ve tahvil ihracı, kar payı dağıtımı vs. gibi beklenen bazı özel durumlar sonucunda oluşacak fiyat değişimlerinden kar elde etme amacına yönelik olarak kurulmuşlardır.

*3. Finansal Sıkıntı/Yeniden Yapılandırma (Distressed/Restructuring) Stratejisi:* Fon yöneticileri bir şirketin finansal sıkıntı içine düşme olasılığını değerlendirir. Piyasada iskontolu işlem gören veya iflas durumundaki şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapılır. Şirketin hisse senetlerinin, piyasada gerçek değerinin altında düşük değerlenmiş olduğuna ilişkin piyasadaki bilgi eksikliğinden yararlanarak arbitraj kazancı elde edilmeye çalışılır.

*4. Aktivist (Activist) Strateji :* Bu stratejide, şirketin politikalarını veya stratejik yönetimini etkilemek için şirketin oldukça büyük bir kısmını



satın alarak şirket yönetimini elde etme girişiminde bulunulur. Aktivistler genellikle kısa süreli fiyat ve kar payı kazançları için uzun süreli beklentilerden vazgeçerler. Aktivist fonlar, yağmacı fonlar olarak da adlandırılabilir. Küçük fakat bazı sorunları olan bir şirkette oldukça büyük pozisyon alarak, şirket sahibini şirketi yeniden yapılandırmak veya yönetim değişikliklerine gitmek konusunda zorlayabilirler (Chambers, 2008).

5. *Özel Yatırım (Private Issue/Regulation D) Stratejisi* : Öncelikle, özel yapıya sahip olan şirketlerin hisse senedi ve hisse senedi ile ilgili araçlardaki fırsatlar üzerine odaklanan ve bu araçları değerleyen bir yatırım stratejisidir.

6. *Kredi Arbitraji (Credit Arbitrage) Stratejisi* : Şirketin sabit gelirli menkul kıymetlerindeki cazip fırsatları ayırmak amacıyla uygulanan yatırım stratejisidir. Bu strateji, öncelikli olarak şirketin sabit sorumlulukları (banka borçları ve diğer ödenmemiş borçlar) üzerine odaklanır. Yöneticiler, şirketin kredi değerliliğini geliştirme olasılığını değerlemek için temel kredi analizleri kullanırlar. Çoğu durumda menkul kıymetler likit piyasalarda işlem görürler ve yöneticiler sadece seyrek olarak veya dolaylı olarak şirket yönetimi ile ilgilenirler.

7. *Çoklu Strateji (Multi-Strategy)* : Farklı olay bazlı hedge fon yatırım stratejileri kullanılarak yatırım yapılır. Bu strateji, fon yöneticisine farklı strateji kombinasyonları oluşturmak suretiyle yatırım fırsatlarından yararlanma imkanı sağlar.

**3. Makro (Macro) Fonlar Stratejisi** : Global ekonomilerdeki ve faiz oranlarını etkileyen hükümet politikalarındaki değişikliklerden ve döviz kurları, hisse senedi ve tahvil piyasaları üzerinde etkili olan ekonomik değişkenlerdeki hareketlerden kazanç elde etmek amaçlanır (Stonham, 1999). Makro fonlar şirket analizi yapmazlar. Bunun yerine ülke ve sektör analizi yaparlar. Analizi yapanlar, makro hedge fonların kendi makro ekonomi uzmanlarıdır. Bu uzmanlar tahminlerinde genellikle makro ekonomik verileri kullanırlar. Belirli ülkedeki belirli ekonomik hareketlerden kar elde etmeyi hedeflerler (Chambers, 2008).

1990'da global makro hedge fon stratejisi, en popüler stratejilerden biri olmuştur. Bu dönemde bütün hedge fonların yaklaşık %70'ini global makro hedge fonlar oluştururken, günümüzde %20'den daha az olduğu görülmektedir. Global makro hedge fonların bazı avantajları vardır. Global makro yöneticileri, yatırım fırsatlarından kazanç sağlamak için birçok diğer hedge fon stratejisi yönetenlerden daha esneklerdir. Kriz dönemleri boyunca pozitif getiri sağlamışlardır. Global piyasalardaki dengesizlikler, mükemmel makro fırsatlar sunar. Makro stratejiyi uygulayan yöneticiler yeteneklidir.

Makro fon yöneticileri öncelikli olarak temel analiz üzerine odaklanırlar. Birçok hedge fon stratejisi için likidite kısıtlamaları mevcuttur. Ancak makro strateji için bu daha az problemdir. Global makro stratejinin avantajları olmakla birlikte bazı dezavantajları da vardır. Global makro yöneticilerinin sağladıkları getiriler arasında çok büyük fark ve yüksek değişkenlik (volatility) vardır. Kaldıraç kullanımı aşırıdır (Burton, 2008).

Son yıllarda, ülkemiz gibi gelişmekte olan piyasalar da sayıları giderek artan makro fon, global alım-satım stratejilerine göre faaliyet göstermektedir (Küçüközmen, 2007).

1. *İsteğe Bağlı Tema (Discretionary Thematic) Stratejisi* : Yöneticinin gelecekte gelişeceğine inandığı temaya dayalı işlem yapması stratejisidir (Burton, 2008). Bu strateji öncelikli olarak pazar verilerinin değerlemesine dayanır. Makro ekonomik değişkenlerin analizi yapılır. Yatırım yöneticileri, gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda aktif olarak işlem yaparlar. Sermaye piyasaları, faiz oranları/sabit getirili piyasalar, döviz ve mal piyasaları üzerine odaklanılır. Yöneticilerin beledikleri değerler doğrultusunda alacakları portföy pozisyonları ile bu finansal araçlardan kar elde edilmeye çalışılır.

2. *Sistemik Çeşitlendirme (Systematic Diversified) Stratejisi* : Varlık sınıfları veya bireysel araçlara doğru eğilimleri ortaya çıkararak piyasalardaki fırsatları tanımlamak için kullanılan bir yatırım stratejisidir.

3. *Sistemik Döviz Kuru (Systematic Currency) Stratejisi* : Döviz kurlarına yönelik eğilimleri ortaya çıkararak piyasalardaki fırsatları tanımlamak için kullanılan bir yatırım stratejisidir.

4. *Sistemik Mal (Systematic Commodity) Stratejisi*: Mallara (emtiyalar) yönelik eğilimleri ortaya çıkararak piyasalardaki fırsatları tanımlamak için kullanılan bir yatırım stratejisidir.

5. *Çoklu Strateji (Multi-Strategy)* : İsteğe bağlı (Discretionary) ve sistemik makro (Systematic Macro) stratejilerin her ikisini birden kullanan yatırım stratejisidir.

**4. Görece Değerli (Relative Value) Fonlar Stratejisi:** Doğrudan ilişkisi olduğu düşünülen iki varlıktan (hisse senedi, sabit getirili araçlar, türev araçlar ve diğer menkul kıymetler) birinin eksik fiyatlandığı ancak ileriki dönemlerde diğerine yakınsayacağı bilgisinin kullanılarak kar elde etmenin hedeflendiği stratejidir (Aydın ve Us, 2008).

Görece değerli fonlar, finansal araçlara ilişkin olarak aldıkları pozisyonları, ters pozisyon almak suretiyle riski azaltma stratejileri izleyen fonlardır. Bu fonlar, kullandıkları araçların değerlerindeki göreceli değişikliklere göre pozisyon alarak beklentilerinin gerçekleşmesini

beklemektedirler. Olası risklerden korunmak için de piyasa fiyat hareketlerine bağlı olarak genel piyasa riskindeki değişimlere karşı finansal korunma sağlama stratejisi izlemektedirler. Bu tür fonların çok büyük riskler almalarının nedeni aşırı kaldıraç imkanını rahatlıkla kullanabilmeleri ve dinamik alım-satım stratejileri takip edebilmeleri olarak belirtilmektedir (Küçüközmen, 2007).

*1. Sabit Getirili-Değiştirilebilir Menkul Kıymet Arbitrajı (Fixed Income-Convertible Arbitrage) Stratejisi:* Yanlış fiyatlandığı düşünülen değiştirilebilir sabit getirili menkul kıymetlere yapılan yatırım stratejisidir. Değiştirilebilir bir menkul kıymetin fiyatı ve değiştirilemeyen bir menkul kıymetin fiyatı arasındaki farklılıklardan kazanç elde etmeye çalışan bir stratejidir.

Fon yöneticileri, şirketin hisse senetleri ve değiştirilebilir tahvilleri arasındaki fiyatlama farklılıkları üzerine odaklanırlar. Düşük değerlendirilmiş olduğu düşünülen değiştirilebilir tahvillerde uzun (long) pozisyon alınırken, hisse senetlerinde kısa (short) pozisyon alınarak kazanç elde edilmeye çalışılır (Ballew, Gupta ve diğerleri, 2002).

Malkiel ve Saha (2005)'nin 1995-2003 dönemini kapsayan çalışmalarında değiştirilebilir menkul kıymet arbitrajı fonlarının diğer fonlar içerisinde önemli oranda yıllık getiri sağladığı tespit edilmiştir.

*2. Sabit Getirili-Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (Fixed Income-Asset Backed) Stratejisi:* Yanlış fiyatlandığı düşünülen sabit getirili, varlığa dayalı menkul kıymetler veya finansal sorumluluklar (borçlar, kredi kartları) üzerine yapılan yatırım stratejisidir. Varlığa dayalı menkul kıymetlerdeki hatalı fiyatlama farklılıklarından kazanç elde etmeye çalışılır.

*3. Sabit Getirili-Şirket Aracı (Fixed Income-Corporate) Stratejisi :* Yanlış fiyatlandığı düşünülen sabit getirili şirket araçları (şirket tahvilleri) üzerine yapılan yatırım stratejisidir. Şirket tahvilleri arasındaki veya bir şirketin tahvili ile hazine bonoları arasındaki fiyatlama farklılıklarından kazanç elde edilmeye çalışılır.

*4. Değişkenlik (Volatility) Arbitrajı Stratejisi :* Bu stratejide, belirli bir varlığın değişkenliğinin yönü (eğilimi) doğrultusunda arbitraj kazancı elde edilmeye çalışılır. Değişkenlik arbitraj pozisyonları, gerçekleşen değişkenliğe, faiz oranı düzeylerine ve hisse senetlerinin değerlemesine duyarlıdır.

*5. Getiri Alternatifi (Yield Alternative) Stratejisi:* Türev araçlar, hisse senedi ve diğer finansal araçlar üzerine yapılan yatırım stratejisidir. Bu araçlar arasındaki mevcut ilişkiyi ölçmek için sayısal tekniklerden yararlanır. Bu strateji, menkul kıymetlerdeki fırsatları değerlendirmeye çalışır. Getiri alternatif stratejisi, sabit getirili arbitrajın tersine, öncelikli

olarak sabit getirili olmayan menkul kıymetleri içerir. Ayrıca, hisse senedi hedge fonlarının tersine de, menkul kıymetlerin fiyat değerlemesinden daha çok gerçekleşen getiri üzerine odaklanır.

6. *Çoklu Strateji (Multi-Strategy)* : Getiri araçları (türev araçlar, hisse senetleri veya diğer finansal araçlar) arasındaki farklılıklardan kazanç sağlamaya yönelik iki veya daha fazla stratejinin birlikte uygulanmasıdır.

CASAM Hedge (Credit Agricole Structured Asset Management) tarafından Eylül 2008’de yayımlanan istatistiklere göre, hedge fon sayıları strateji sınıflamasına göre aşağıda Tablo 1’deki gibi gruplandırılmıştır. Tablo 1’de de görüldüğü gibi, hisse senedi alma/satma stratejisi en önemli paya sahip stratejiler arasında yer almaktadır.

**Tablo 1: Strateji Sınıflarına Göre Hedge Fon Sayıları**

Hisse Senedi Alma/Satma	1.138	% 38,58
Çoklu Strateji	264	% 8,95
Gelişmekte Olan Piyasalar	261	% 8,85
Sektör	174	% 5,9
Sermaye Piyasasına Duyarsız Fonlar	149	% 5,05
Olay Bazlı Çoklu Strateji	123	% 4,17
Global Makro	118	% 4
Sadece Hisse Senedi Alma	104	% 3,53
Sabit Getirili	95	% 3,22
Tek Strateji	94	% 3,19
Finansal Sıkıntılı Şirket Menkul Kıymetleri	77	% 2,61
Sabit Getirili Arbitraj	74	% 2,51
Değiştirilebilir Menkul Kıymet Arbitrajı	71	% 2,41
Görece Değerli Çoklu Strateji	57	% 1,93
Sabit Getirili	44	% 1,49
Opsiyon Arbitrajı	32	% 1,08
Birleşme Arbitrajı	23	% 0,78
Diğer Görece Değer	20	% 0,68
Satma Eğilimi	14	% 0,47
Sermaye Yapısı Arbitrajı	7	% 0,24
Yeniden Yapılanma	6	% 0,2
Pazar Zamanlaması	3	% 0,1
Sınıfsız	2	% 0,07
<b>Toplam</b>	<b>2.950</b>	<b>% 100</b>

**Kaynak** : [www.casamhedge.com/statistics.aspx](http://www.casamhedge.com/statistics.aspx), Erişim Tarihi: 16.09.2008

#### **4. HEDGE FONLAR VE YATIRIM FONLARI ARASINDAKİ FARKLILIKLAR**

Yatırım fonu, yatırımcıların paralarını ortak bir amaç için (sermayenin korunması, uzun dönem büyüme ya da bu ikisinin birleşimi) toplayıp, bu amaçların gerçekleştirilmesi için oluşturulan fondur. Yatırım fonları, halktan topladıkları paralar karşılığı, hisse senedi, tahvil gibi sermaye piyasası araçlarından ve kıymetli madenlerden oluşan portföyleri yönetirler. Her bir yatırımcı fonun sahip olduğu portföyün bir kısmını temsil eden katılma belgesini alarak fona ortak olur. Yatırım fonlarının aşağıda belirtilen bazı avantajları vardır (Babuşcu ve Hazar, 2007; [http://www.bankpozitif.com.tr/web/6,22,1,1/bankpozitif\\_tr/bireysel\\_hizmetler/yatirim\\_urunleri/yatirim\\_fonlari\\_hakkinda\\_her\\_sey](http://www.bankpozitif.com.tr/web/6,22,1,1/bankpozitif_tr/bireysel_hizmetler/yatirim_urunleri/yatirim_fonlari_hakkinda_her_sey)) :

- **Büyük Ölçekli Yatırım Avantajı:** Yatırım fonları sayesinde, küçük miktardaki sermaye ile büyük portföylere katılmanın avantajından faydalanılır. Bu şekilde küçük tasarruf sahipleri, yatırımlarında büyük yatırımcının sahip olduğu yatırım avantajı elde ederler.

- **Risk Dağılımı:** Yatırım fonları, değişik sektörler, bu sektörlerdeki farklı firmalar ve hatta değişik menkul kıymetler arasında risk dağılımı yaparlar. Hazine bonusu, devlet tahvili, hisse senedi, repo gibi çeşitli yatırım araçlarından oluşur. Böylece yatırımcı, tek bir yatırım aracının yaratacağı riskten korunmuş olur.

- **Profesyonel Yönetim:** Yatırım fonları, piyasaları sürekli izleyen uzman profesyonel yöneticiler tarafından, riskin minimum, getirinin maksimum olması ilkesi ile yönetilir. Yatırım araçlarının rüçhan hakları, temettüleri ve vade takipleri profesyonel yöneticiler tarafından yapılır.

- **Çeşitlilik:** Tasarruf sahipleri, kendi yatırım tercihleri ve risk profiline göre farklı kompozisyonlardan oluşturulmuş çeşitli fonlara yatırım yapabilirler.

- **Kolay Nakde Çevirebilme:** Yatırım fonları, işlemiş getirisiyle birlikte kolayca ve hızlı bir şekilde nakde çevrilebilir.

- **Zaman Tasarrufu:** Yatırım fonu yatırımcıları portföy yönetimlerini profesyonel yöneticilere bırakarak hem zaman hem de para tasarrufu sağlamış olmaktadır.

- **Tüm fonların günlük performans bilgilerine İMKB bültenlerinden, günlük gazetelerden, fonu sağlayan kurumların web sayfalarından kolayca ulaşılabilir.**

Hedge fonlar, klasik yatırım fonlarına benzemekle birlikte düzenleme, getiri ve risk açısından farklılıklar göstermektedir. Hedge fonlar ve yatırım fonları arasındaki bu farklılıklar Tablo 2’de görülmektedir (Gupta ve Weinberger, 2002):

Tablo 2: Hedge Fonlar ve Yatırım Fonları Arasındaki Farklılıklar

HEDGE FONLAR	YATIRIM FONLARI
Çeşitli menkul kıymetlerden oluşan bir portföyde sınırlı ortakla organize edilen özel bir yatırım havuzudur.	Sayısız hisse senetleri ve/veya tahvillerden oluşan bir portföydür.
Yatırımcıların kazanç sağlayıp sağlamamasına bağlı olarak ücret alan bir ortak tarafından yönetilir.	Yatırımcıların kazanç sağlayıp sağlamamasına bağlı olmaksızın ücret alan bir fon yöneticisi tarafından yönetilir.
Ortağın varlıkları, çoğunlukla fonların büyük bir yüzdesidir.	Fon yöneticisinin varlıkları, fondan ayrıdır.
Varlıklı bireyler veya kuruluşlar kullanılabilir.	Her gelir grubu tarafından kullanılabilir.
Fona yatırım yapabilen yatırımcı sayısı sınırlandırılır.	Fona yatırım yapabilen yatırımcı sayısı sınırlandırılmaz.
Kazanç elde etmek amacıyla kullanılan stratejilerde veya menkul kıymetlerde sınırlandırma yoktur.	Kazanç elde etmek amacıyla kullanılan stratejilerde veya menkul kıymetlerde sınırlandırma vardır.

Kaynak: A. Ballew, M. Gupta, G. Lasry and A. Weinberger, "Hedge Funds: Approaches to Diversification", **Kellogg School of Management**, 2002, s. 11.

Yatırımcılar tarafından endeks kapsamındaki menkul kıymetlere yatırım yapılarak veya özel portföyler oluşturularak da fonlar oluşturulabilir.

Hedge fonlar ile endeks fonları ve geleneksel olarak yönetilen portföyler arasındaki farklılıklar; amaç, strateji ve risk açısından Tablo 3'de özetlenmiştir (Bernstein Wealth Management Research, 2006):

Tablo 3: Hedge Fonlar ile Diğer Fonlar Arasındaki Farklılıklar

	Endeks Fon	Geleneksel Yönetilen Portföy	Hedge Fon
<b>Amaç</b>	Pazar getirisi	Pazar getirisi üzerinde prim	Yüksek ve düşük piyasalarda pozitif getiri
<b>Strateji</b>	Pazarı takip etmek	Yükselen piyasalardan kazanç sağlama	Pazarların düşüş riskini azaltma/ortadan kaldırma
<b>Riskler</b>	Pazar düşüşü	Pazar düşüşü Kötü yatırım seçimi	Kötü yatırım seçimi/ Tekniklerin ve araçların kötü kullanımı

Kaynak : Bernstein Wealth Management Research, "Hedge Funds Too Much of a Good Thing?", **Center for International Securities and Derivatives Markets**, 2006, s. 4.

Aşağıda Şekil 2 ve Şekil 3’de 1991-2007 yılları arası hedge fonlar (Global Makro Index ve Olay Bazlı Çoklu Strateji Index) ile diğer endeksler (S&P 500 Index, MSCI World Index ve Citi USBIG Corporate Index) arasındaki büyüme seyri görülmektedir (CASAM Hedge, 2008).

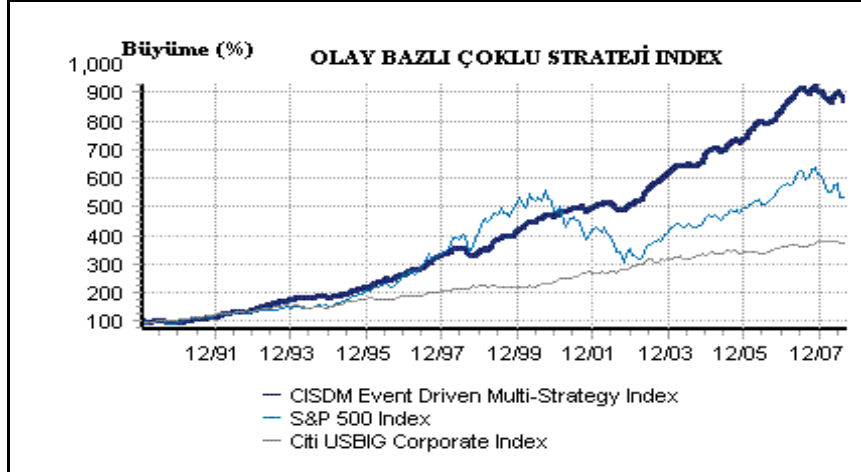
1998-2000 yılları arası dönem hariç, genel olarak hedge fon endekslerindeki büyüme seyri diğer endekslerden daha fazladır.

Şekil 2 : Global Makro Index Hedge Fon İle Diğer Indexlerin Büyüme Seyri



(Kaynak : [www.casamhedge.com](http://www.casamhedge.com), Erişim Tarihi: 16.09.2008)

Şekil 3: Olay Bazlı Çoklu Strateji Index Hedge Fon İle Diğer Indexlerin Büyüme Seyri



(Kaynak : [www.casamhedge.com](http://www.casamhedge.com), Erişim Tarihi: 16.09.2008)

## 5. HEDGE FONLARA İLİŞKİN YASAL DÜZENLEMELER VE BÖLGESEL YATIRIM ODAKLARI

Hedge fonlar, genellikle vergi ve bir dizi yasal muafiyet sağlayan alanlarda kurulmaktadır. Gerek ABD’de gerekse diğer ülkelerde hedge fonları doğrudan hedef alan kapsamlı bir düzenleme yoktur. Fon yönetimi ve sermaye piyasası aracı kuruluşlarının tabi oldukları lisans alma, halka açık ise borsaya kote olma ve kamuyu bilgilendirme, bağımsız denetim yaptırma ve bu denetim sonuçlarını açıklama, muhasebe standartlarına tabi olma ve finansal yapıyla ilgili bilgileri açıklama gibi yükümlülükleri bulunmamaktadır. Dolayısıyla hedge fonlar hakkında ancak genel istatistikler ve fonların parasal büyüklükleri konularında bilgi edinilebilmektedir (Küçüközmen, 2007).

Tablo 4’te, hedge fonların işlem gördüğü bölgeler, dört ana ve alt gruplara ayrılmıştır (Hedge Fund Research Inc., 2008). Bu bölgeler başta Amerika olmak üzere Asya, Avrupa ve diğer bölgeler olarak gruplandırılmıştır.

Tablo 4 : Hedge Fonların Yatırım Odakları

Bölgeler	Alt Bölgeler
Amerika	Kuzey Amerika (ABD, Kanada)
	Latin Amerika (Meksika, Merkez ve Güney Amerika)
	Pan-Amerika
Asya	Japonya
	Asya (Japonya Hariç)
	Asya ve Japonya (Çin, Kore, Avustralya, Hindistan, Hong Kong, Singapur ve diğerleri)
Avrupa	Batı Avrupa/İngiltere
	Rusya/Doğu Avrupa (Türkiye)
	Kuzey Avrupa
	Pan-Avrupa
Diğer	Afrika
	Orta Doğu (Mısır, İsrail, Suriye ve diğer Arap ülkeleri)
	Global
	Diğer Gelişmekte Olan Piyasalar

Kaynak : [www.hedgefundresearch.com](http://www.hedgefundresearch.com), Erişim Tarihi: 05.09.2008

Hedge fon sayıları, CASAM Hedge’in Eylül 2008’de yayımladığı istatistikte de coğrafik odaklı olarak gruplandırılmıştır (Tablo 5). Bu



gruplandırmada da görüldüğü gibi, hedge fonların global bazlı yatırımlardan sonra en fazla işlem gördüğü, Amerika'yı sırasıyla Batı Avrupa, Asya/Pasifik ve Japonya takip etmektedir.

*Tablo 5: Coğrafik Odaklı Sınıflandırma Göre Hedge Fonlar*

Global	971	% 32,92
ABD	380	% 12,88
Kuzey Amerika	302	% 10,24
Batı Avrupa	280	% 9,49
Asya / Pasifik (Japonya Hariç)	146	% 4,95
Japonya	133	% 4,51
Asya / Pasifik	97	% 3,29
Doğu Avrupa	81	% 2,75
Latin Amerika	54	% 1,83
İngiltere	51	% 1,73
Kuzey Amerika / Avrupa	42	% 1,42
Orta Doğu / Afrika	31	% 1,05
Avustralya / Yeni Zelanda	13	% 0,44
Sınıfsız	369	% 12,51
<b>Toplam</b>	<b>2.950</b>	<b>% 100</b>

*Kaynak : [www.casamhedge.com/statistics.aspx](http://www.casamhedge.com/statistics.aspx), Erişim Tarihi: 16.09.2008*

## **6. HEDGE FONLARIN FİNANSAL PİYASALAR ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ**

Hedge fonlar, sadece geleneksel hisse senedi ve tahvil gibi yatırım araçlarıyla kolayca elde edilemeyen risk ve getiri fırsatlarını sunan yatırımlar olarak görülür. Global piyasalar, klasik yatırımcılar tarafından kullanılamaz. Hedge fonlar ile global piyasalardan ve çeşitli finansal ürünlerden faydalanarak birçok fırsat elde etme imkanı vardır. Böylece geleneksel hisse senedi ve tahvil yatırımları sınırlı getiri imkanı sağlarken, hedge fonlar, geniş ekonomik çevre içerisinde daha fazla getiri sağlama imkanı verirler (CISDM Research Department, 2006).

Hedge fonlar yüksek getiri elde etme imkanı vermekle birlikte, yasal düzenlemeler dışında tutulması günümüzde tartışılır hale gelmiştir. Hedge fonların düzenlemeye tabi tutulmasının zorunlu olduğu, düzenlenmeye tabi olmaması durumunda büyük kayıpları beraberinde getireceği, ancak hedge fonların düzenlemeye tabi olmasının ise hedge fonlara özgü esnekliği ortadan kaldırarak yüksek getiri imkanını sınırlandıracağı belirtilmektedir (Danielsson ve Zigrand, 2007). Buna göre yatırımcıların hedge fonlardan

dolayı maruz kalabilecekleri riskler aşağıdaki şekilde sıralanmaktadır (Küçüközmen, 2007):

- Hedge fonlar, oldukça yüksek finansal kaldıraç oranları ile çalışırlar,
- Vergilendirme ve diğer yasal düzenlemelerden muaf ülkelerde kurulan şirketlerdir,
- Yönetimleri açısından tek kişi riskini içerebilirler,
- Geçmiş performansları hakkında kolaylıkla bilgi sahibi olunamamaktadır,
- Türev araçlar hedge fonlar tarafından sıkça kullanılırlar,
- Hedge fonların aktif yapıları ve yatırım stratejileri konusunda kamuoyuna sunulmuş herhangi bir bilgi bulunmamaktadır,
- Herhangi bir yetkilendirmeye ya da kısıtlamaya tabi olmaksızın çok geniş bir alanda yatırım yaparlar,
- Hedge fonların performansının gerek kendi aralarında ve gerek diğer fonlarla karşılaştırılmasında kullanılacak uygun bir performans ölçütü bulunmamaktadır.

Son yıllarda hedge fonların, sağlıklı ekonomilerde piyasaların istikrarını bozucu davranışlarda bulunma ihtimallerinin düşük olduğu, ancak kırılğan ekonomilerde spekülative ve fırsatçı yatırım politikaları izleme ve piyasalarda büyük dalgalanmalara neden olabileceğinin yüksek olduğu düşünülmektedir. Hedge fonların finansal piyasalar üzerinde yaratabileceği riskler aşağıdaki gibi özetlenebilir (Küçüközmen, 2007):

- Gelişmiş ekonomilerde yüksek kaldıraçtan kaynaklanan riskler,
- Büyük hedge fonların iflası nedeniyle ortaya çıkabilecek olan sistemik riskler,
- Küçük ve orta ölçekli ekonomilerde, büyük ve belli finansal araçlara, sektörlere yoğunlaşan pozisyonların piyasa baskıları ile yayılma etkilerini büyütme olasılığı,
- Makro hedge fonların riskli strateji uygulamaları nedeniyle piyasaların güvenilirliğinin ve bütünlüğünün bozulması.
- Hedge fon sayılarındaki artış ile birlikte yönettikleri portföy büyüklüğündeki artış riski.

Fung ve Hsieh (2000), Ekim 1987'deki hisse senedi piyasasındaki düşüşten, 1997 yılında ortaya çıkan Asya Krizi'ne kadar olan dönemde gerçekleşen pazar olayları (1992 yılında Döviz Kuru Mekanizması-Exchange Rate Mechanism Krizi, 1994 yılında Avrupa tahvil piyasasındaki düşüş ve Meksika Krizi) üzerinde hedge fonların etkilerini sayısal olarak ölçmeye çalışmışlardır. Bu tür çalışmaların güç yanı, hedge fon pozisyonları raporlanmadığı için elde edilmesindeki güçlütür. Bu nedenle hedge fonların

pazar üzerindeki etkisini doğrudan ölçmek hemen hemen imkansızdır. Sonuç olarak Fung ve Hsieh, hedge fonların pazarları etkileyebildiği yönünde doğrudan kanıt bulamamışlardır.

Hedge fonların finansal piyasalar üzerinde olumsuz etkileri olduğu yönünde görüşler bulunmasına karşılık, hedge fonların piyasa likiditesine, yeni türev araçların ve tezgah-üstü piyasaların gelişmesine katkıları olduğu yönünde olumlu görüşler de vardır (Lhabitant ve Learned, 2002).

Aydın ve Us (2008) yaptıkları çalışmalarında, hedge fonların dünya finans piyasalarında giderek artan öneme sahip olduğunu, bununla birlikte, yükselen piyasa ekonomileri ve özellikle Türkiye ekonomisi açısından ise sınırlı bir etkiye sahip olduğunu tespit etmişlerdir.

Finansal piyasalarda görülen önemli hedge fonlardaki başarısızlıklar ve kayıplar Tablo 6'da gösterilmiştir. Bu tabloda fonların başarısızlık nedenleri ve zarar tutarları yer almaktadır (Ferguson ve Laster, 2007). Zarar eden hedge fonlar içerisinde, tahmin edilen zarar açısından Amaranth ve Long Term Capital Management (LTCM) hedge fonlarının daha fazla zarara uğradıkları görülmektedir. Hedge fonlarda yaşanan zararların sonucunda Dünya finans piyasalarının bu çöküşlerden etkilenmesi hedge fonlarda gerekli yasal düzenlemelerin ve denetimlerin yapılması gerektiğini ortaya koymuştur.

Uluslararası piyasalarda yaygınlaşmaya başlayan hedge fonlar, Türkiye'de yeni tartışılmaya başlanmıştır. Sermaye Piyasası Kurulu tarafından serbest yatırım fonu olarak ifade edilen hedge fonların, Türkiye'deki sayısı ve büyüklüğü tam olarak bilinmemektedir. Bunun nedeni, Türkiye'de faaliyet gösteren hedge fonlarla ilgili herhangi bir kayıt tutulmamaktadır. Çünkü hedge fonların Sermaye Piyasası Kurulu'na kayıt zorunluluğu bulunmamaktadır. Diğer ülkelerde de olduğu gibi Türkiye'de de hedge fonlar için herhangi bir vergisel ve yasal düzenleme mevcut değildir. Türkiye için yeni bir finansal araç olan hedge fonların Türk finans piyasasını olumsuz etkilememesi ve krizlere neden olmaması için, yeterince tanınması ve gerekli yasal düzenleme ve denetlemelerin yapılmasının gerekli olduğu düşünülmektedir. Aksi takdirde, diğer ülkelerde yaşanan hedge fon başarısızlıkları Türkiye'de de söz konusu olacaktır.

Tablo 6: Seçilen Hedge Fon Başarısızlıkları ve Zararları

Fon	Uygulanan Strateji	Yıl	Tahmin Edilen Zarar (Milyon ABD \$)	Başarısızlık Nedeni
Amaranth	Çoklu strateji	2006	6.400	Doğal gaz futures piyasalarında aşırı oranda pozisyon alma
LTCM	Sabit getirili arbitraj	1998	3.600	Rusya Krizi boyunca aşırı kaldıraç kullanımı
Tiger Management	Makro	2000	2.600	Japon Yeni'nin ABD Dolarına karşı değer kaybetmesi
Soros Fon	Makro	2000	2.000	Bilişim ve teknoloji hisselerinde yaşanan büyük kayıplar
Fenchurch Capital	Sabit getirili arbitraj	1995	1.264	Fonlarını ABD'den Avrupa piyasalarına kaydırması
Princeton Economics Inter'l	Makro	1999	950	Pazar kayıpları, dolandırıcılık
Vairocana Ltd.	Sabit getirili arbitraj	1994	700	Pazar kayıpları, kurlardaki düşüş
Lipper	Dönüştürülebilir menkul kıymet arbitrajı	2001	700	Pazar kayıpları, dolandırıcılık
Askin Capital Management	Sabit getirili arbitraj (mortgage'a dayalı)	1994	660	Pazar kayıpları
Lancer	Hisse senedi alma/satma	1999	600	Dolandırıcılık
Beacon	Sabit getirili arbitraj	2002	500	Mortgage türevlerindeki kayıplar
Manhattan Investment Fund	Hisse senedi alma/satma	1999	400	Dolandırıcılık
MotherRock	Enerji Fonu	2006	230	Doğalgaz piyasasındaki kayıp
Global Systems Fund	Makro	1997	125	Thai baht'taki çöküş
Argonaut Capital Management	Makro	1994	110	Pazar kayıpları
Maricopa Investment	Hisse senedi alma/satma	2000	59	Pazar kayıpları, dolandırıcılık
Cambridge Partners	Hisse senedi alma/satma	2000	45	Dolandırıcılık

HL Gestion/Volter	Yönetilen Futures	2000	40	Pazar kayıpları
Ashbury Capital Partners	Hisse senedi alma/satma	2001	40	Dolandırıcılık
ETJ Partners	Göreceli Değer	2001	21	Pazar kayıpları, dolandırıcılık
Ballybunion Capital	Hisse senedi alma/satma	2000	7	Dolandırıcılık

*Kaynak* : Roger Ferguson ve David Laster, "Hedge Funds and Systemic Risk", Banque de France, **Financial Stability Review**, Special Issue on Hedge Funds, 2007, No: 10.

### SONUÇ

Hedge fonlar, gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülkenin finans piyasalarında adından sıkça bahsettirmekte ve oldukça hızlı bir büyüme göstermektedir. Hedge fonlar, yatırımcılarına ve fon yöneticilerine yüksek getiriler sağlayan bir yatırım fonudur. Daha az denetlenebilen hedge fonlar, büyük tasarrufları istedikleri şekilde değerlendirebilirler, türev ürünleri kullanabilirler, açığa satış yapabilirler, arbitraj fırsatlarını kullanabilirler ve zor durumdaki hisselerle kolayca yatırım yapabilirler. Bu nedenlerden dolayı hedge fonlar, son yıllarda büyük yaygınlık kazanmıştır.

Hedge fonlar, yatırımcılarına ve fon yöneticilerine yüksek karlar sağlamakta olsalar da bu fonlar yüksek karlara ulaşabilmek için oldukça yüksek kaldıraç ve riskler taşımaktadırlar. Dünya finans piyasaları 1998 yılında Long-Term Capital Management'tan, 2006 yılında da Amaranth adlı çok önemli hedge fonlardaki çöküşten etkilenmiştir. İki önemli hedge fonda yaşanan zararların sonucunda hedge fonlarda gerekli yasal düzenlemelerin ve denetlemelerin yapılması gerekliliği ortaya çıkmıştır.

Türkiye ekonomisinin uluslararası sermayenin ani giriş ve çıkışlarından olumsuz etkilendiği bilinmektedir. Ayrıca Türk finans piyasası, hedge fon yatırımlarını gerçekleştirecek yeterli likiditeye sahip değildir. Henüz etkin ve derin bir vadeli işlem piyasasının olmaması da hedge fon yatırımlarının gerçekleşmesini engelleyebilir. Vadeli işlem piyasalarının etkinleştirilmesi, uzun vadeli hedge fon yatırım stratejilerinin uygulanabilirliğini sağlayacaktır.

Gelişmiş ve gelişmekte olan diğer ülkelerin finans piyasalarının karşılaştığı sorunlar ve olumsuzluklarla Türk finans piyasasında da karşılaşılmaması için, hedge fonların avantaj ve dezavantajlarının bilinmesi ve hedge fonların yeterince tanınması gerekmektedir. Hedge fonların özü ve işleyişi yeterince bilindiği takdirde yapılacak yasal düzenlemeler ve denetlemeler, sorunların ortaya çıkmasını engelleyecektir.

**KAYNAKLAR**

- Aydın, M. Faruk; Us, Vuslat; 2008; "Hedge Fonlar: Eğilimler ve Riskler"; TİSK Akademi: Cilt 3; Sayı.5; 168-185.
- Babuşcu, Şenol; Hazar, Adalet; 2007; SPK İleri Düzey Lisanslama Sınavlarına Hazırlık Tüm Konular; Akademi Consulting&Training SPK Lisanslama Serisi II; 338, 340.
- Ballew A.; Gupta, M.; Lasry, G.; Weinberger, A.; 2002; "Hedge Funds: Approaches To Diversification"; Kellogg School of Management; 1-50.
- Bernstein Wealth Management Research; 2006; "Hedge Funds Too Much Of A Good Thing?"; Center For International Securities And Derivatives Markets; 1-30.
- Burton, Elizabeth; 2008; "Hedge Fund Strategies: Global Macro"; [https://www.Octanefund.Com/Octane\\_Opencms62/Export/System/Galleries/Download/Pdf/Hedge\\_Fund\\_Strategies\\_-\\_Global\\_Macro.Pdf](https://www.Octanefund.Com/Octane_Opencms62/Export/System/Galleries/Download/Pdf/Hedge_Fund_Strategies_-_Global_Macro.Pdf), Volume 4; No.3; 1-5, Erişim Tarihi : 05.09.2008.
- CASAM Hedge (Credit Agricole Structured Asset Management); [www.Casamhedge.Com](http://www.Casamhedge.Com); Erişim Tarihi: 16.09.2008.
- Chambers, Nurgül; 2008; "Hedge Fonlar"; Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi; Cilt 1; Sayı.1; 5-13.
- Cisdm Research Department; 2006; "The Benefits Of Hedge Funds: 2006 Update"; Center For International Securities And Derivatives Markets; 1-25.
- Danielsson, J.A.; Zigrand, J.P.; 2007; "Regulating Hedge Funds"; Financial Stability Review; Special Issue on Hedge Funds; Volume 10; 29-36.
- Edwards, Franklin R.; Caglayan, Mustafa O.; 2001; "Hedge Fund Performance And Manager Skill"; Journal of Futures Markets; Volume 21; No.11; 1003-1028.
- Ferguson, Roger; Laster, David; 2007; "Hedge Funds And Systemic Risk"; Banque De France; Financial Stability Review; Special Issue on Hedge Funds; Volume 10; 45-54.
- Fung, W.; Hsieh, David A.; 1999; "A Primer on Hedge Funds"; Journal of Empirical Finance; Volume 6; 309-331.
- Fung, William; Hsieh, David A.; 2000; "Measuring The Market Impact Of Hedge Funds"; Journal of Empirical Finance; Volume 7; 1-36.
- Fung, W.; Hsieh, David A.; 2004; "Hedge Fund Benchmarks: A Risk-Based Approach"; Financial Analysts Journal; Volume 60; No.5; 65-80.
- Hedge Fund Research Inc.; Strategy Classification System; [www.Hedgefundresearch.Com](http://www.Hedgefundresearch.Com), Erişim Tarihi: 05.09.2008.

- [http://Www.Bankpozitif.Com.Tr/Web/6,22,1,1/Bankpozitif\\_\\_Tr/Bireysel\\_Hizmetler/Yatirim\\_Urunleri/Yatirim\\_Fonlari\\_Hakkinda\\_Her\\_Sey](http://Www.Bankpozitif.Com.Tr/Web/6,22,1,1/Bankpozitif__Tr/Bireysel_Hizmetler/Yatirim_Urunleri/Yatirim_Fonlari_Hakkinda_Her_Sey),  
Erişim Tarihi: 06.01.2009.
- [Http://www.Ekopusula.Com/News\\_Print.Php?Id=676](Http://www.Ekopusula.Com/News_Print.Php?Id=676), Erişim Tarihi:  
05.09.2008.
- Küçüközmen, Coşkun C.; 2007; “Serbest Yatırım Fonları (Hedge Funds)”;  
Uluslararası Ekonomik Sorunlar Dergisi; TC Dışişleri Bakanlığı;  
Sayı:27; 35-42; [Http://www.Ekodialog.Com/  
Makaleler/Serbest\\_Yatirim\\_Fonlari.Html](Http://www.Ekodialog.Com/Makaleler/Serbest_Yatirim_Fonlari.Html), Erişim Tarihi : 05.09.2008.
- Lhabitant, F.S.; Learned, M.; 2002; “Hedge Fund Diversifications: How  
Much is Enough?”; FAME Research Working Paper; Volume 52.
- Lindsey, R.R.; 1998; “Concerning Hedge Fund Activities In The U.S.  
Financial Markets”; Testimony Of Richard R. Lindsey, Director,  
Division Of Market Regulation, US Securities And Exchange  
Commission, Before The House Committee On Banking And  
Financial Services, US House Of Representatives.
- Malkiel, Burton G.; Saha, A.; 2005; “Hedge Funds: Risk and Return”;  
Financial Analysts Journal; Volume 61; No.6; 80-88.
- Resmi Gazete; 2006; Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik  
Yapılmasına Dair Tebliğ; Seri: VII; No: 29; Sayı: 26297.
- Rodriguez-Mancilla, Jose R; Ziemba, William T.; 2008; “The Duality Of  
Option Investment Strategies For Hedge Funds”; Math.Program.;  
Ser.A; 113, 95-131.
- Stoham, Paul; 1999; “Too Close To The Hedge: The Case Of Long Term  
Capital Management LP Part One: Hedge Fund Analytics”; European  
Management Journal; Volume 17; No.3; 282-289.