

Hedge Fonlar ve Long Term Capital Management Örnek Olayı

Ahmet Bayraktar¹

Özet

Hedge fonu kavramı, genel olarak, kurumsal ve bireysel yatırımcıların yatırım yaptığı alternatif yatırım türlerinden biri olarak nitelendirilmektedir. Özellikle, 1980'li yıllardan itibaren internet kullanımının yaygınlaşması finansal piyasalara katılımı artırmış ve yeni finansal araçların geliştirilmesi yeni yatırım fırsatları yaratmıştır. Bu gelişmelerin etkisiyle, son yıllarda, bu tür fonların hem fon sayısı hem de fonlara yatırılan miktar önemli ölçüde artmıştır. Söz konusu fonlar, çeşitli yatırım stratejileri ile yatırımcılarına zarar riskine karşı koruma, düşük risk üstlenerek yüksek getiri sağlama ve çeşitlendirme gibi faydalar sağlayabilmektedir. Ayrıca, fiyat belirleme mekanizmaları, arbitraj faaliyetleri ve likidite artırımı sayesinde finansal piyasaları daha verimli ve istikrarlı hale getirebilmektedir. Bununla birlikte, bu fonlar yüksek kaldıraç kullanmaları nedeniyle oldukça riskli de olabilmektedir. Piyasa göstergelerindeki olumsuz hareketler fon varlıklarının değerini düşürebilmektedir. Ayrıca, özellikle, büyük hedge fonların finansal başarısızlığı, finansal piyasaların geneli üzerinde istikrarsızlık potansiyeli taşıyabilmektedir. Sektörün yüksek kaldıraçlı bir hedge fonu olan Long Term Capital Management (LTCM) 1998'de, 1997 Asya ve 1998 Rusya mali krizlerinin birleşik baskılarının yanı sıra üstlendiği aşırı riskler nedeniyle başarısızlığa uğramıştır. LTCM örneği, yüksek kaldıraçlı fonların risklerinin iyi yönetilmesi gerektiğini göstermektedir. Bu bağlamda, çalışmada, öncelikli olarak hedge fon kavramı, stratejileri, fayda ve maliyetleri tanımlanmaktadır. Daha sonra uygulamada yaşanan LTCM finansal başarısızlık örneği incelenmektedir. Sonuç kısmında ise, LTCM örnek olayı çerçevesinde, genel bir değerlendirme yapılmaktadır.

1 Dr. Öğretim Üyesi, Aksaray Üniversitesi SBMYO Muhasebe ve Vergi Bölümü, ahmetbayraktar61@yahoo.com, ORCID: 0000-0002-2616-0825

1. Giriş

Hedge fonları, sınırlı düzenlemelere sahip, büyük ticaret esnekliğine sahip aktif yatırım araçları olarak nitelendirilebilir. Son derece karmaşık yatırım stratejileri izleyebilmekte ve finansal piyasaların değişkenliklerinden etkilenmeyen getiriler sağlayabilmektedirler. Bu tür fonlar tarafından yönetilen varlıklar, kurumsal yatırımcıların portföy tahsislerinin giderek artmasıyla birlikte son yıllarda önemli ölçüde artmıştır (Fung vd., 2008: 1777). Söz konusu fonların küresel finansal piyasaların sektörün büyümesinden faydalandığı söylenebilir. Hedge fonları, esnek yatırım yaklaşımları ve yenilikçi finansal araçları yaygın biçimde kullanmaları sayesinde, finansal piyasalarda fiyat belirlenmesine katkıda bulunabilmektedir. Daha etkin bir fiyat belirleme mekanizması ile finansal piyasaların sermaye tahsisinde daha etkin olmasını sağlayabilmektedir.

Ayrıca, likit olmayan varlıkların likit ve dolayısıyla ticarete konu edilebilir hale getirilme sürecinin desteklenmesinde olumlu bir rol oynayabilmektedir (Hildebrand, 2007: 70). Bununla birlikte, söz konusu fonların tek bir piyasada çeşitli aktörler tarafından yapılan benzer işlemler potansiyeli, özellikle de bunun bir şoka, temel bir ekonomik değişikliğe veya teminat gereklilikleri nedeniyle pozisyonları tasfiye etme ihtiyacına tepki olarak ortaya çıkması halinde, piyasalarda istikrarsızlık riski ortaya çıkarabilmektedir (Nouy, 2007: 97). Ayrıca, hedge fonu kavramı piyasada düşük riskli ticaret stratejilerini ifade etse de, bu fonlarda kaldıraçın yaygın kullanımı yüksek düzeyde riske işaret etmektedir (Brown ve Goetzmann, 2001: 1). Bu çerçevede, LTCM finansal başarısızlık örneği, özellikle kriz dönemlerinde, yüksek kaldıraç ve çok büyük pozisyonların tehlikelerini göstermektedir. Yüksek kaldıraç, olumsuz ekonomik şartlarda sermayeyi hızla yok edebilmektedir. Büyük bir hedge fonun başarısızlığının zincirleme etkisi, finansal piyasaların istikrarsız hale gelmesi olasılığını artırabilmektedir.

Bu çalışmada, hedge fon kavramı genel hatları teorik olarak ortaya konulmakta ve uygulamada yaşanan LTCM finansal başarısızlık örneği incelenmektedir. Bu çerçevede, çalışmada öncelikli olarak hedge fon kavramı tanımlanmakta, olası faydaları ve maliyetleri ele alınmaktadır. Daha sonra LTCM örnek olayı incelenmektedir. Sonuç kısmında ise genel bir değerlendirme yapılmakta ve getirilen önerilere yer verilmektedir.

2. Hedge Fonu Tanımı

Hedge fonu kavramı, çeşitli piyasalarda kısa ve uzun pozisyon alabilen ve yalnızca büyük yatırımcıların erişebildiği özel bir yatırım ortaklığı fonu olarak da tanımlanmaktadır (Jorion, 2000: 279). Genel olarak, kısa pozisyon, ileri

bir tarihte teslim edilmek üzere borçlu olma durumunu ifade etmektedir. Türev piyasalarda ise, bir varlığa dayalı sözleşmeyi net satan durumuna denir. Genel olarak, uzun pozisyon, ileri bir tarihte alacaklı olma durumunu ifade etmektedir. Türev piyasalarda ise, bir varlığa dayalı sözleşmeyi net alıcı durumuna denir (VIOP Terimler Sözlüğü). Hedge fonu, endeks veya kıyaslama bazlı olmayan hedeflenen bir getiri oranı olarak tanımlanan mutlak getiri yatırım hedefi sunan bir fon olarak da tanımlanmaktadır (Hedge Fund Booklet, 2005: 6).

Hedge fonları, yüksek mutlak getiri oranlarına ulaşmak amacıyla geniş bir yelpazede, büyük ölçüde kısıtlanmamış yatırım stratejileri uygulayan, potansiyel olarak kaldıraçlı özel yatırım araçları olarak anlaşılmaktadır. Fon yöneticileri, teşviklerini dış yatırımcıların çıkarlarıyla uyumlu hale getirmek için genellikle kişisel servetlerinin bir kısmını kendi hedge fonu araçlarına yatırmaktadır (Hildebrand, 2005: 43). Pek çok fonun bir diğer ayırt edici özelliği de piyasadaki kusurlardan yararlanmaya çalışmalarıdır. Bunu, göreceli fiyatları temel ilişkilerden farklı görünen varlıklardaki kısa ve uzun pozisyonları birleştirerek yapabilmektedirler. Bunu yapmak için, açığa satış ve türev ürünlerin kullanımı gibi yatırım fonlarının kullanımına açık olmayan piyasa araçlarından ve stratejilerinden yararlanmaktadırlar. Teminat olarak gösterilen varlıklara dayanarak bankalardan ve diğer finansal kuruluşlardan borçlanarak kaldıraç kullanmaktadırlar. Üstlenmek istemedikleri risklerden kurtulmak için türev araçları kullanmaktadırlar. Fonlar genellikle portföyleri hakkında ayrıntılı bilgi vermemektedir. Portföylerin dönüş hızı göz önüne alındığında, bu tür bilgilerin zaten o kadar da anlamlı olmayacağı söylenebilir. Bununla birlikte, genel olarak, izlemeyi düşündükleri yatırım tarzı hakkında niteliksel bilgi sağlamaktadırlar (Crockett, 2007: 20-21).

Hedge fonunda korunma, mevcut bir risk kaynağını dengeleyen bir varlık pozisyonu olarak genel riski azaltabilmektedir. Örnek olarak, yabancı hisse senetlerinde büyük bir pozisyona sahip olan bir yatırımcı, vadeli döviz işlemlerine yönelerek portföyünü kur riskinden koruyabilir. Bu çerçevede, hedge fonu, spekülasyona açık, fiyatla ilgili bilgilerle ilgili olmayan risk kaynaklarının çoğunu veya tamamını ortadan kaldıran, bilgi temelli bir fon olarak da nitelenebilir (Connor ve Woo, 2004: 6-7).

Hedge fonlarının farklı yaklaşımları ve stratejileri dikkate alındığında, yüksek getirilerinin üç olası açıklaması bulunmaktadır. Bunlar;

- Fonların özellikle dış piyasalarda mevcut olan fiyat verimsizliklerinden faydalanabilmesi,

- Fon yöneticilerinin üstün becerilere sahip olabilmeleri ve söz konusu fonlar tarafından kullanılan teşvik ücreti yapısının yüksek beceriye sahip yöneticileri cezbetmesi,
- Ve fonların elde ettiği yüksek getirilerin, aldıkları yüksek riskleri yansıtmasıdır (Edwards, 1999: 195).

Hedge fon kavramı, ilk olarak Carol Loomis tarafından 1966 yılında Fortune dergisindeki bir makalede, Alfred Winslow Jones adlı yatırımcının yatırım felsefesini tanımlamak için kullanılmıştır. Fonun iki genel özelliği vardı: Bunlardan birincisi, düşük değerli olduğunu belirlediği menkul kıymetlerde uzun pozisyon, kısmen aşırı değerli menkul kıymetlerde ise kısa pozisyon alınarak finanse edilmesidir. Bu korunma olarak nitelendirilmekte ve net etkisi, sınırlı yatırım kaynakları ile çok büyük yatırımlar yapacak şekilde yatırımı güçlendirmektir. İkincisi ise, herhangi bir sabit yönetim ücreti olmaksızın, başlangıçta gerçekleşen kârın %20'si olarak belirlenen önemli bir teşvik ücretinin getirilmesidir. Hedge fonları, ABD'de 1940 Yatırım Şirketi Kanunu'nun öngördüğü düzenleyici kontrollerden muaf olmaları ile bilinmektedir. Bu kontroller, fon kaldıracını, açığa satışı, diğer yatırım şirketlerinin hisselerini ve herhangi bir şirketin hisselerinin %10'undan fazlasını elinde tutmayı sınırlamaktadır (Brown ve Goetzmann, 2001: 1-2).

Çoğu hedge fonu, yatırımcıların sermayelerini sabit dönemler boyunca taahhüt etmelerini gerektirmektedir. Bu, onlara seçtikleri yatırım stratejisini takip etme konusunda daha fazla özgürlük vermektedir (Crockett, 2007: 20). Örnek olarak, bir hedge fonu, yatırımcıların 30 gün önceden bildirimde bulunmaları koşuluyla, çeyrek sonunda para çekmelerine izin verebilir. Ayrıca, fonun türüne bağlı olarak, bir yatırımcının ilk yatırımını birkaç yıllık bir süreden önce geri çekmesine izin verilmeyebilir (Stulz, 2007: 179).

Hedge fonları, geleneksel yönetilen fonlardan risk/getiri temelinde farklıdır. Hedge fon yöneticileri, geleneksel aktif yöneticilerden birçok yönden farklıdır. En önemli ikisi, risk ve getiriye yaklaşımlardır.

- Risk: Çoğu hedge fon yöneticisi, riski yatırılan sermayenin olası kaybı açısından tanımlarken, geleneksel aktif yöneticiler riski belirtilen bir kıyaslamadan sapma olarak tanımlar. Bu nedenle, hedge fonlarıyla ilişkili risk, hem seçilen stratejiyi başarılı bir şekilde uygulamada hem de işlerini yürütmede bireysel yöneticinin becerilerine büyük ölçüde bağlıdır.
- Getiri: Hedge fon yöneticileri, bir kıyaslama veya endekse ilgisi olmayan, dolayısıyla piyasaların genel yönünden bağımsız toplam bir getiri sağlamayı hedefler. Geleneksel bir aktif yönetici, büyük ölçüde

göreceli getiriler (ilgili bir kıyaslamamanın üzerinde getiriler) sağlamayı hedefler. Bu göreceli getiri, kıyaslama getirisi negatifse negatif olabilir. Bu nedenle, hedge fonlarının getiri üretmesi yöneticinin becerisine bağlıdır, geleneksel stratejiler ise öncelikle varlık sınıfının getirisini yansıtır (Hedge Fund Booklet, 2005: 6).

3. Hedge Fon Sektörü

Bir hedge fonu, yatırımcılarının çıkarları için hem nakit hem de türev piyasalarına kaldıraçlı bir şekilde yatırım yapabilen sınırlı bir şekilde düzenlenmiş özel bir havuz yatırım aracıdır. 1940'lardan beri var olan hedge fonlarının sayısı ve büyüklüğü son yıllarda artmıştır. Bu büyüme kısmen yeni finansal araçların sayısındaki artıştan ve sofistike yatırım stratejilerinin tasarlanıp uygulanmasına izin veren teknolojideki değişiklikten kaynaklandığı söylenebilir (Schneeweis, 1998: 2).

Dünya genelinde günümüzde hedge fonları yaklaşık 4 trilyon dolar değerinde varlık yönetmektedir. Birleşik Devletler'de (ABD) Eylül 2024 tarihi itibarıyla en büyük hedge fonları Tablo 1'de gösterilmektedir.

Tablo 1: ABD Hedge Fonlar ve Yönetim Altındaki Varlıklar

ABD. Hedge Fonlar	Yönetim Altındaki Varlıklar
Bridgewater Associates	\$124,317,200,000
Renaissance Technologies	\$106,026,795,439
AQR Capital Management	\$94,523,700,000
Two Sigma	\$67,471,220,893
Millennium Management	\$57,670,000,000
Citadel	\$51,573,787,000
Tiger Global Management	\$51,000,000,000
D.E. Shaw	\$45,772,700,000
Coatue Management	\$42,338,946,229
Davidson Kempner	\$40,800,000,000

Kaynak: <https://www.forbes.com/advisor/investing/top-hedge-funds/> E.T: 27.09.2024

Yönetim değeri altındaki varlıklar açısından hedge fon sektörünün, tahmin dönemi (2024-2029) boyunca %3,14'lük Yıllık Bileşik Büyüme Oranı ile 2024'teki 4,74 trilyon Amerika Birleşik Devletleri (ABD) dolarından 2029 yılına kadar 5,47 trilyon ABD dolarına çıkması beklenmektedir (Mordor Intelligence). Tarihsel dönemdeki bu büyüme, piyasa oynaklığı, düzenleyici değişiklikler, yatırımcı duyarlılığı, küresel ekonomik koşullar ve performans ücretleri ile tazminat dinamikleri gibi çeşitli faktörlere bağlanmaktadır.

Öngörülen büyümenin; düzenleyici gelişmeler, çevresel, sosyal ve yönetim hususlarının entegrasyonu, küresel ticaret dinamikleri, çeşitlendirme stratejileri ve yatırımcı risk iştahı gibi faktörler tarafından desteklenmesi gerekmektedir (The Business Research Company).

Hedge fonlarının büyümesi iki faktöre bağlanabilir. Bunlar; potansiyel yatırımcıların demografik özellikleri ve söz konusu fonların cazip performansı olarak belirtilebilir. Fon yatırımcılarının yaklaşık % 80'i yüksek net servete sahip bireylerden, % 20'si ise üniversite bağış fonları ve emeklilik fonları gibi kurumsal yatırımcılardan oluşmaktadır. Fonun yatırımcıları çekmede kritik öneme sahip bir diğer özelliği ise, getirilerinin geleneksel hisse senedi ve tahvil portföy getirileri ile sahip olduğu düşük korelasyondur. Yatırımcılar, bu tür fonları portföylerine dahil ederek önemli ölçüde çeşitlilik faydası elde edebilmektedir (Edwards, 1999: 193-194).

Hedge fonları yatırım fonlarından ayıran önemli özelliklerden biri de hedge fonların ücret yapısıdır. Hedge fonlar hem sabit ücret hem de yönetim ücreti alırlar. Sabit ücret genellikle yönetilen varlıkların %1 ve %2'si arasındadır. Yönetim ücreti ise gösterilen performansın %20 ve %25'i arasındadır (Chambers, 2008: 6).

Hedge fonlarını çevreleyen yasal çerçevenin amacının, fonları, yatırımlarıyla ilgili riskleri değerlendirebilen zengin ve bilgili yatırımcılarla sınırlamak olduğu söylenebilir. Bu nedenle, fonlar çoğunlukla düzenlemesiz bırakılmaktadır. Fonların satın alınmasında, tüm fon yatırımcılarının nitelikli alıcılar olması koşuluyla sınırsız sayıda yatırımcısı olabilmektedir. Nitelikli alıcılar, yatırımları en az 5 milyon ABD Doları olan bireyler ve en az 5 milyon ABD Doları yönetimi altında olan kurumlardır. Yüksek net değere sahip bireyler ve kurumsal yatırımcılar için spekülatif araçlar olarak söz konusu fonlar, diledikleri finansal araçları tutmakta ve seçtikleri yatırım veya ticaret stratejilerini takip etmekte özgür olmaktadır. Düzenlemeye tabi yatırım fonları ve diğer kurumsal yatırımcıların aksine, bu tür fonların sahip olduğu temel özgürlükler; kaldıraç veya açığa satış kısıtlamalarının olmayışı ve tek bir firmada veya sektörde yoğunlaşmış pozisyon almakta özgür olmalarıdır (Edwards, 1999: 190).

Genel olarak, söz konusu fonların özellikleri; geçmiş fon performansı, getiri oynaklığı, fon yaşı, büyüklüğü, itfa bildirim süresinin uzunluğu, fonda kalma süresi, teşvik ücretleri, minimum yatırım tutarı ve kaldıraç kullanımı şeklinde sıralanabilir (Sun vd., 2011: 37).

Sektörde “fonların fonları” olarak adlandırılan hedge fonları da bulunmaktadır. Bu tür fonlarda fon çeşitliliği, yatırım fırsatı olarak

nitelendirilmektedir. Söz konusu fonlar, yatırımcıların hedge fonu araçlarında iyi çeşitlendirilmiş bir hisse senedi portföyüne sahip olmalarına ve risklerini bir dizi stratejiye yaymalarına olanak tanımaktadır (Brown ve Goetzmann, 2001: 3).

3. Hedge Fonlar ile İlgili Kavramlar

Hedge fonları ile ilgili kaldıraç, arbitraj, şeffaflık, zamanlama yetenekleri ve hedging kavramları aşağıda açıklanmaktadır.

3.1. Kaldıraç

Genel olarak, kaldıraç, finansal araçların kendi sermaye tabanlarının üzerinde sermaye yatırımı yapmalarına olanak sağlamak amacıyla kredi olanaklarını genişletmesi şeklinde tanımlanmaktadır. Bununla birlikte, kaldıraç ve kredi riski bağlantısı, büyük ölçekli bir kredi krizinin küresel sermaye piyasası likidite kriziyle çakışması durumunda, özellikle finansal piyasaları istikrarsız hale getirebilmektedir (Hildebrand, 2005: 54-55). Bu açıdan, literatürde diğer finansal kurumlara uygulanan mevcut düzenlemelerin hedge fonlarına da uygulanması gerektiği tartışılmaktadır. Bununla birlikte, bazı yazarlar tarafından söz konusu düzenlemelerin hedge fonlarında etkili olamayacağı savunulmaktadır. Bu çerçevede, kaldıraç ve açığa satış gibi faaliyet kısıtlamalarının, söz konusu fonların sağladığı ekonomik faydaları azaltacağı için etkili olmayacağı ileri sürülmektedir (Danielsson ve Zigrand, 2007: 30). Hedge fon kaldıraçının öngörülebilirliğinin esas olarak ekonomi genelindeki faiz oranları gibi sistematik değişkenlerden etkilenebildiği belirtilmektedir (Ang, Gorovyy ve Van Inwegen, 2011: 29).

3.2. Arbitraj

Genel olarak, arbitraj, herhangi bir risk üstlenmeden, menkul kıymetler arasındaki fiyat farklılıklarından yararlanmak şeklinde tanımlanmaktadır. Bu çerçevede, birçok hedge fonunun arbitraj fırsatı olan alım satımları (piyasalarda düşük riskli kârlar üretebilecek fiyatlandırma hataları) bulmaya çalıştığı söylenebilir. Bu süreçte, fonlar tarafından yanlış fiyatlandırılmış bir varlık tespit edilmekte, yatırım stratejileri için korumalar tasarlamakta ve böylece yanlış fiyatlandırmanın düzeltilmesinden fayda sağlanmaktadır (Stulz, 2007: 180).

3.3. Şeffaflık

Hedge fonları, birden fazla piyasadan borç alabilmekte ve çok çeşitli, karmaşık yatırımlar yapabilmektedir. Yatırım stratejilerine ilişkin gizlilikleri, düzenleyicilerin ve kreditorlerin kredi ve piyasa risklerini tam olarak

anlamalarını zorlaştırmaktadır. Ayrıca, söz konusu fonların stratejilerini çok hızlı değiştirmeleri, takip edilmelerini de güçleştirmektedir (Dixon vd., 2012: 37-38). Hedge fonları, sınırlı düzenleyici kısıtlamalarla faaliyet göstermekte ve değerlendirme, raporlama ile risk yönetimi konularında çoğunlukla olgunluktan yoksun olduğu ifade edilebilir. Bu anlamda, şeffaflığın olmayışı yatırımcılar için aşırı ve öngörülemeyen risk alma gibi sakıncalar yaratabilir (Mustier ve Dubois, 2007: 91). Dolayısıyla, söz konusu fonlar şeffaflık açısından, fon yöneticilerinin yatırımcılara, fonun büyüklüğü, stratejisi, risk profili ve bu risk profili ışığında nasıl performans gösterdiği hakkında bilinçli kararlar almalarını sağlayacak yeterli açıklamaları sunmaları gerekmektedir (Sound Practices for Hedge Fund Managers, 2016).

3.4. Zamanlama

Hedge fonlarının başarısının veya piyasadan daha iyi bir performans gösterebilmesinin, büyük ölçüde, fon yöneticilerinin kâr fırsatlarını belirleme yeteneğine (Stulz, 2007: 181) ve etkin bir piyasa zamanlaması stratejisi uygulamasına bağlı olduğu söylenebilir (Smedts ve Smedts, 2006: 22). Ayrıca, genel ekonomi açısından da iyi bir piyasa zamanlaması yeteneğine sahip bir hedge fonun, sermayeyi getirisi azalan piyasadan, getirisi artan piyasaya transfer edebileceği söylenebilir (Cai ve Liang, 2010: 16).

3.5. Volatilite (Oynaklık)

Genel olarak, volatilite, varlık fiyatlarının belirli bir zaman diliminde ne kadar değişken olduğunu ölçen bir istatistiksel göstergedir ve finansal piyasalarda oldukça önemli bir rol oynar. Yüksek volatilite, fiyatların ani ve geniş aralıklarla değiştiği, düşük volatilite ise daha istikrarlı ve öngörülebilir fiyat hareketlerini ifade eder (Kurtkaya ve Özçelik, 2024: 12).

3.6. Hedging (Korunma)

Olumsuz fiyat hareketlerine karşı koruma sağlayan ve belirli bir riske maruz kalmayı sınırlamak amacıyla (genellikle aynı varlık sınıfı veya piyasa içinde zıt işlemler) yapılan işlemler olarak tanımlanmaktadır. Korunma terimi genellikle bir yatırım pozisyonunu (uzun) zıt bir pozisyon olarak hareket edecek bir yatırımla (kısa) kapatma uygulamasıyla ilişkilendirilir; böylece orijinal yatırım kararında var olan herhangi bir piyasa riskini ortadan kaldırır (Hedge Fund Booklet, 2005: 6-27).

3.7. Likidite

Piyasa likiditesi, kısa bir sürede düşük maliyetle önemli miktarda menkul kıymetin alım satımını yapma yeteneğidir (Holden, Jacobsen ve

Subrahmanyam, 2013: 4). Özellikle, likit hisse senetleri, düşük maliyetle ve çok az fiyat etkisiyle büyük hacimlerde hızlı bir şekilde işlem görebilen hisse senetleri olarak tanımlanır (Le ve Gregoriou, 2020: 1170).

4. Hedge Fon Stratejileri

Hedge fon yöneticileri tarafından kullanılacak birçok farklı strateji vardır. Bunlar; süreç/strateji, varlık sınıfı, coğrafi konum veya sektör gibi çeşitli açılardan sınıflandırılabilir. Bu stratejilerden bazıları aşağıda açıklanmaktadır (Hedge Fund Booklet, 2005: 9-15).

4.1. Arbitraj Stratejileri

Bir yönetici, arbitraj hedging stratejilerini kullanırken genellikle bir piyasanın veya menkul kıymetin belirli bir varlığındaki algılanan yanlış fiyatlandırmadan kar elde etmeye çalışır.

4.2. Olay Odaklı Stratejiler

Bu strateji, birleşme, kurumsal yeniden yapılandırma, tasfiye, iflas veya yeniden organizasyon gibi önemli bir bekleyen kurumsal olay tarafından oluşturulan fiyat hareketini yakalamak için tasarlanmıştır.

4.3. Hisse Senedi Tabanlı Stratejiler

Yöneticiler yatırım kararını, bireysel menkul kıymetlerin cari piyasa fiyatlarına göre ne kadar düşük veya yüksek değerlendirildiğine ilişkin görüşlerine dayandıracaktır. Bu stratejiler, menkul kıymetin değerini belirlemede yöneticinin becerisine büyük ölçüde bağlıdır. Yönetici niceliksel araçlar kullanabilir, ancak nihai yatırım kararı genellikle öznedir.

4.4. Küresel Makro Stratejileri

Bu strateji, yatırım stratejilerinin en esnek olanıdır; yönetici genellikle belirlenen fırsatlara bağlı olarak yatırım yapar. Faiz oranları, döviz kurları ve likidite gibi faktörlerdeki değişikliklere ilişkin yöneticinin tahminlerine göre ülkeler, piyasalar ve araçlar arasında yatırım yapılır. Çoğu fon hem gelişmiş hem de gelişmekte olan piyasalara küresel olarak yatırım yapar.

4.5. Gelişmekte Olan Piyasa Stratejileri

Hedge fonlarının kullandığı gelişmekte olan piyasa stratejisi, dünya genelindeki gelişmekte olan piyasalara hisse senedi veya sabit gelir yatırımı yapmayı içerir. Gelişmekte olan piyasa yatırımları genellikle yalnızca uzun vadeli bir strateji kullanır.

4.6. Yönetilen Vadeli İşlemler Stratejileri

Bu strateji, dünya genelindeki döviz, emtia, hisse senedi ve sabit faizli piyasa fiyatlarının yönüne ve spot veya vadeli işlem piyasalarına ilişkin tahmine dayanır.

5. Hedge Fonlarının Finansal Piyasalar Açısından Faydaları ve Maliyetleri

Hedge fonlarının finansal piyasaların işleyişi açısından sağladıkları faydaları ve olası maliyetleri aşağıda açıklanmaktadır.

5.1. Hedge Fonlarının Faydaları

Hedge fonları, genel olarak, risklere katlanarak ve piyasadaki verimsizlikleri gidererek ekonomilere çeşitli faydalar sağlayabilmektedir. Bu faydalar büyük ölçüde türevleri ve kaldıraçları kullanabilmeleri nedeniyle mümkün olmaktadır (Pierre-Louis, 2009: 75). Bu çerçevede, söz konusu fonların sağladığı faydalardan bazıları aşağıda açıklanmaktadır.

5.1.1. Hedge Fonları Fiyat Belirlenmesine Yardım Etmektedir

Hedge fonları, piyasa kusurlarından yararlanarak üstün performans üretmeye çalışmaktadır. Söz konusu fonların piyasa anormalliklerinden yararlanma konusunda uzmanlaştığı, bu anlamda haksız görünen nedenlerle tarihsel normlardan sapmış gibi görünen görece fiyatları aradıkları ve daha sonra fiyat ilişkilerinin daha normal kalıplara dönüştürülmesine dayalı pozisyon aldıkları söylenebilir. Bu da fiyat belirleme sürecine, dolayısıyla piyasanın işleyişine yardımcı olabilecekleri anlamına gelmektedir (Crockett, 2007: 21-23).

5.1.2. Hedge Fonları Rekabet ve Görünmez El

Çok sayıda hedge fonunun ticaret stratejileri, menkul kıymetlerin yanlış fiyatlandırılmasından kâr elde etmeyi amaçlamaktadır. Varlıklar arasındaki yanlış fiyatlandırma, piyasa yatırımcılarının işlem sırasında kamuya açık tüm piyasalara ve bilgilere maliyetsiz ve anında erişime sahip olmaması nedeniyle ortaya çıkmaktadır. Ortaya çıkan arbitraj fırsatlarından kâr elde eden yatırımcılar, fiyatların gerçek fiyata doğru hareket etmesine neden olmakta, dolayısıyla aksi takdirde gerçekleşmeyecek olan işlemlerin gerçekleşmesine olanak tanımaktadır (Danielsson vd., 2005: 17-18).

5.1.3. Hedge Fonlar Çeşitlendirme Sağlar

Çeşitlendirme kavramı, genel olarak, riski azaltacak şekilde birden fazla varlığa yatırım yapmak olarak tanımlanmaktadır. Bu çerçevede, bir hedge fonu yöneticisinin temel misyonunun; yatırım yeteneğini, cazip bir getiri sağlayacak şekilde, iyi çeşitlendirilmiş bir portföy oluşturmak için kullanabilmek olduğu söylenebilir (Al-Sharkas, 2005: 229). Bu açıdan, iyi çeşitlendirilmiş bir hedge fon portföyü, daha az riskle, daha fazla getiri elde etme potansiyeline sahip olabilmektedir (Ferguson ve Laster, 2007: 47). Ayrıca, portföy çeşitlendiricileri olarak hedge fon stratejileri, yatırımcıların riskten kaçınma eğiliminin yüksek olduğu durumlarda, portföy risklerini azaltabilmektedir (Newton vd., 2021: 29).

5.1.4. Hedge Fonları Piyasaya Likidite Sağlar

Hedge fonu sektörü, likidite yaratmada ve piyasaları verimli kılmada önemli bir rol oynayabilmektedir (Stulz, 2007:193). Söz konusu fonlar zorunlu risk limitlerine tabi olmadığından, bir kriz sırasında döngüye karşı hareket etme, likidite sağlama ve oynaklığı azaltma olanağına sahip oldukları söylenebilir. Düzenlemeye tabi yatırımcıların, mevzuata uyum veya herhangi bir nedenden dolayı riskli pozisyonları nakde çevirmeleri gerekebilirken, hedge fonları bu satışları değerlendirmeyi kârlı bulabilir ve böylece piyasalara likidite sağlayabilir (Danielsson vd., 2005: 19).

5.1.5. Risk Paylaşımı

Hedge fonları, diğer finansal kuruluşlardan, özellikle bankalardan gelen kredi risklerini absorbe etmekte ve böylece bu riskleri çeşitlendirilmiş portföylere sahip daha geniş bir yatırımcı yelpazesine dağıtmaktadır (Ferguson ve Laster, 2007: 47). Ayrıca, söz konusu fonların kredi riski transfer piyasalarına katılımı, denetlenen finansal kuruluşların karşılaştığı riskleri azaltmakta ve bu riskin transferi için likidite sağlamaktadır (Cole vd., 2007: 10).

5.1.6. Finansal Piyasa İstikrarı

Hedge fonları, likidite azaldığında ve diğer piyasa katılımcıları belirli bir menkul kıymetin alım satımından kaçındığında piyasanın işleyişine katkıda bulunmaktadır. Artan ticaret, piyasa likiditesine katkıda bulunmakta ve bu da finansal varlıklara ilişkin risk primlerinin azalmasına neden olmaktadır (Ferguson ve Laster, 2007: 47-48). Ayrıca, hedge fonlarının genellikle nispeten uzun vadeli bir bakış açısına sahip olan sofistike yatırımcılar olduğu söylenebilir. Söz konusu yatırımcı doğası, genel piyasa algılarındaki

değişiklikler karşısında en azından bir süreliğine karşıt pozisyonları sürdürebilecekleri anlamına gelmektedir. Dolayısıyla fonların varlığı geçici şoklar karşısında piyasayı istikrara kavuşturabilmektedir (Crockett, 2007: 21-23). Herhangi bir dönemde yüksek performans, yatırımcılar tarafından rasyonel olarak yöneticinin üstün yeteneğinin kanıtı olarak yorumlanmakta; dolayısıyla fona yeni para akışları olmaktadır. Bu durum da, fon akışının performansa tepkisi, sermayenin en verimli olduğu yere yatırımlara aktığının kanıtı olarak nitelendirilebilir (Berk ve Green, 2002: 3).

5.2. Hedge Fonlarının Maliyetleri

Hedge fonlarına atfedilen olası maliyetlerden bazıları aşağıda açıklanmaktadır.

5.2.1. Hedge Fonları Piyasaları İstikrarsızlaştırabilir

Hedge fonlarının sistemik riske katkıda bulunma potansiyelleri söz konusu olabilmektedir. Özellikle büyük bir mali şok durumunda, yüksek kaldıraçlı hedge fonları ve aracı kuruluşlar arasındaki karmaşık risk ağı, bir mali kuruluştaki sorunların diğer kurumlara yayılma riskini artırabilmektedir (Cole vd., 2007: 8).

5.2.2. Hedge Fonları Aşırı Kaldıraç Kullanmaktadır

Hedge fonlarının, düzenlemeye tabi finansal kurumların aksine, izin verilen kaldıraç konusunda bir üst sınırı yoktur. Dolayısıyla, bu durumun hedge fonu temerrütlerinin hem olasılığını hem de ciddiyetini artırabildiği ve potansiyel olarak finansal krizlere yol açabileceği ileri sürülmektedir (Danielsson vd., 2005: 11-12). Özellikle beklenmedik ama mantıksız olmayan piyasa olaylarının birleşimi, kaldıraçlı yatırım stratejilerinde önemli kayıplara neden olabilmektedir (Crockett, 2007: 24).

5.2.3. Hedge Fonlar Karşı Taraf Riski Oluşturabilir

Hedge fonları, zorunlu kaldıraç kısıtlamaları tarafından sınırlandırılmadığında ve birincil faaliyetler nispeten yüksek riskli ticarete odaklandığından, fon temerrütleri, düzenlemeye tabi finansal kurumlara göre daha muhtemel ve daha zarar verici olabilmektedir. Bu çerçevede, söz konusu fonlar, düzenlemeye tabi ticaret ortakları ve yatırımcılar için karşı taraf riskine neden olabilmekte, dolayısıyla finansal sistemin düzenlenmiş kısmında kredi riskini artırabilmektedir (Danielsson vd., 2005: 12-13).

5.2.4. Hedge Fonlar Sürü Davranışını Artırabilir

Finansal piyasa katılımcılarının sürü davranışları ve bunun yol açabileceği döngüsellik, piyasaları olumsuz etkileyebilmektedir. Bu çerçevede, söz konusu davranışın, olumlu haberlerde yükselen, olumsuz haberlerde ise düşen fiyatlara yol açabileceği veya bu olguyu daha da güçlendirebileceği ifade edilebilir (Crockett, 2007: 24).

5.2.5. Hedge Fonlar Piyasa Likiditesini Tüketiyor

Hedge fonlarının bazen likiditeyi azaltabildikleri, dolayısıyla, diğer yatırımcılara engel oldukları ileri sürülmektedir. Söz konusu fonlar, bir varlığın büyük satıcıları olması durumunda önemli bir fiyat etkisine sahip olabilmektedir. Bu durum, diğer yatırımcıların işlemlerini makul fiyatlarla gerçekleştirecek bir alıcı bulamamalarına neden olabilmekte ve bir maliyet getirebilmektedir (Danielsson vd., 2005: 15-16). Ayrıca, bir veya daha fazla büyük hedge fonunun iflası veya tasfiyesi sonucu varlık piyasası likiditesinde düşüşle bağlantılı dolaylı risklerden de endişe duyulmaktadır (Cole vd., 2007: 15).

5.2.6. Hedge Fonları ve Piyasa Riski

Geleneksel yatırımlarda olduğu gibi, hedge fonları için de önemli bir risk kaynağının piyasa riski olduğu söylenebilir (faiz oranları, döviz kurları veya menkul kıymet fiyatları gibi piyasa değişkenlerindeki olumsuz hareketler nedeniyle fon varlıklarının değerinin düşmesi riski). Bu risk kaldıraçla artırılabilir veya riskten korunma stratejileriyle azaltılabilmektedir (Lhabitant, 2001: 2).

Hedge fonlarının finansal piyasalar için risk oluşturmasının çeşitli nedenleri vardır. Bunlar:

- Kaldıraç kullanmaları nedeniyle, marj tamamlama çağrılarını karşılamak için menkul kıymet satmaları durumunda piyasa hareketlerini şiddetlendirebilir,
- Genellikle benzer pozisyonlar almaları ve sıklıkla daha likit olmayan menkul kıymetlere yatırım yapmaları gerçeği, zorunlu satışları daha da kötüleştirir,
- Söz konusu fonların çoğu kısa ömürlüdür ve bu kısa vadeli ufuk, yatırım stratejilerini kısa vadeli kazançlara odaklamalarına neden olmakta; bu durum risk üstlenmeyi artırabilmektedir (Ferguson ve Laster, 2007: 50-51).

5.2.7. Hedge Fonları ve Manipülasyon

Manipülasyon, genel olarak, bir manipülatörün diğer insanlar üzerinde, genellikle onların iradesine veya çıkarlarına aykırı olarak kontrol uyguladığı iletişimsel ve etkileşimli bir uygulama olarak tanımlanmaktadır (Van Dijk, 2006: 360). Bu çerçevede, hedge fonlarının raporlanan getirilerinin güvenilirliğine ilişkin endişeler, sektörünün bazı önemli özelliklerinden kaynaklandığı ifade edilebilir. Söz konusu fonların, açıklama gerekliliklerinin diğer kurumlara göre çok daha sınırlı olması nedeniyle, fon alım satım stratejileri ve pozisyon tutmaları oldukça gizli olmaktadır. Fon yöneticilerine sunulan çok büyük mali ödüllerin olumsuz davranışlara yol açabileceği (McCarthy, 2006), özellikle yönetici sözleşmelerinin performans ile yakından ilişkili olmasının, belirli kazanç hedeflerine ulaşmak için yıl boyunca gerçek faaliyetleri (Roychowdhury, 2006: 336) ve dönem sonu fiyatlarını manipüle etme teşviklerini artırabileceği ifade edilmektedir (Blocher vd., 2010: 5-6). Ayrıca, fon yöneticilerinin yeni bir yatırım sermayesi elde etmek için iyi bir performans kaydına ihtiyaç duydukları göz önüne alındığında, raporlanan getirilerin güvenilirliğine ilişkin endişeler ortaya çıkabilmektedir (Kang vd., 2015: 2). Bazı yazarlar tarafından, özellikle,

- Mevcut göreceli performansı iyi durumda olan, ancak geçmiş göreceli performansı zayıf olan hedge fonlarında,
- Genç hedge fonlarında,
- Ve takvim yılının ilk aylarında manipülasyonun daha güçlü olabileceği ileri sürülmektedir (Ben-David vd., 2011: 20).

6. LTCM Örnek Olayı

Bu bölümde; LTCM ile ilgili genel bilgiler, başarısızlığını hızlandıran olaylar, stratejisi, 1998 tarihli süreçler, fonun kurtarılması ve başarısızlığından çıkarılabilecek derslere değinilmektedir.

6.1. LTCM ile İlgili Genel Bilgiler

LTCM 1994 yılının başında kurulmuştur. LTCM'nin kurucuları, finansal piyasalarda ve özellikle finansal piyasaların ekonomik teorisinde önemli itibara sahip bireyleri içermektedir. LTCM, kurulduğu günden itibaren hem yöneticilerinin itibarı hem de büyük başlangıç sermayesi nedeniyle hedge fonları topluluğunda önemli bir konuma sahip olduğu söylenebilir. LTCM Fonu, ücretler hariç, 1995 ve 1996'da yaklaşık yüzde 40, 1997'de ise yüzde 20'nin biraz altında getiri elde etmiştir. 1997 yılı sonunda LTCM, yatırımcılarına yaklaşık 2,7 milyar dolarlık sermaye iade ederek fonun

sermaye tabanını yaklaşık yüzde 36 oranında azaltarak 4,8 milyar dolara düşürmüştür. Sermaye tabanındaki bu azalmaya rağmen, hedge fonu yatırım pozisyonlarının ölçeğini azaltmamıştır. Başka bir ifadeyle, fon yöneticileri sermaye tabanını azaltarak bilanço kaldıracını artırmaya karar vermişlerdir (Basle Committee on Banking Supervision, 1999: 11).

6.2. LTCM'nin Başarısızlığını Hızlandıran Olaylar

1997 yılı, LTCM için başarısızlığın başlangıcı olduğu söylenebilir. 1997 Asya mali krizi ve 1998 Rusya mali krizinin birleşik baskılarının yanı sıra üstlendiği muazzam riskler de fonun başarısızlığına neden olduğu değerlendirilmektedir. Beklenmedik dalgalanmalara neden olan bu hedge fonunun çöküşüne yol açan olaylar aşağıdaki gibi özetlenebilir (Doll, 2023):

6.2.1. 1997 Asya Mali Krizi

1997'de, "Asya kaplanları" olarak adlandırılan Endonezya, Malezya, Filipinler, Güney Kore ve Tayland gibi birçok Asya ülkesinin para birimleri çökmüştür. Kriz, Amerikan borsasının 27 Ekim 1997'deki satışta %7'lik bir düşüş yaşamasıyla ABD'ye yayılmıştır. Kriz, LTCM'nin tüm stratejisini etkileme tehlikesi yaratmış ve hedge fonunun çöküşünde ilk adımı oluşturmuştur. Artık, fon açısından değerlendirilebilecek arbitraj fırsatları kalmamış ve LTCM de dahil olmak üzere herkesin aynı anda çok indirimli olarak varlıklarını satmaya çalıştığı bir likidite krizi yaşanmıştır. Bu durumun fonu yok etme potansiyeli olduğu söylenebilir.

6.2.2. 1998 Rusya'nın Çöküşü ve Hazineye Yönelme

Ağustos ve Eylül 1998'de Rus rublesinin çöküşü, küresel finans piyasalarında yaklaşmakta olan likidite krizini şiddetlendirerek fonun zorluklarını artırmıştır. Rusya mali yükümlülüklerini yerine getirememiş ve küresel mali piyasalara şok dalgaları yayılmıştır. Bu, yatırımcıların ABD Hazine tahvillerine sığınması nedeniyle yaygın paniği tetiklemiştir. LTCM açısından bu durum, ABD Hazine bonosu ile diğer finansal ürünler arasında gözle görülür fiyat farkı oluşmasına neden olmuştur. Bu fark, hisse senetleri ve yabancı tahviller gibi yaygın varlıkların yanı sıra opsiyonlar, türevler ve takaslar gibi daha karmaşık finansal araçlar da dahil olmak üzere geniş bir varlık yelpazesini etkilemiştir. Yatırımcılar, ABD federal hükümeti tarafından desteklendikleri için güvenli görülen hazine tahvillerine yatırım yapmaya yönelmiştir. Talepteki bu artış, hazine tahvilleri fiyatlarının artmasına, diğer her şeyin fiyatının düşmesine neden olmuştur.

6.3. LTCM'nin Yatırım Stratejisi

LTCM'nin temel stratejisi “yakınsama” ve “göreceli değer” arbitrajı olarak ifade edilebilir. Bu stratejiler, geçici olması gereken ya da geçici olma olasılığı yüksek olan fiyat farklarından yararlanmak şeklinde özetlenebilir (MacKenzie, 2003: 354). Yakınsama işlemleri, fiyatlarının zamanla yaklaşması gereken ve vade sonunda (eğer bir vade varsa) eşit olması gereken iki varlığı içermektedir. Bu işlemler, birbirine göre yanlış fiyatlanmış menkul kıymetlerin bulunmasını, ardından ucuz olanlarda uzun pozisyonların ve değerli olanlarda kısa pozisyonların alınmasını ve ardından “yakınsama” etkisi nedeniyle fiyatlarının birbirine yaklaşması gerektiğini ve bu durumda LTCM'nin kâr etmesini içermektedir (Benavoli, 2024). Bu strateji, yakından ilişkili menkul kıymetler arasındaki küçük fiyat farklılıklarından yararlanmaya çalışan ticaret olarak da tanımlanabilir. Bu tür stratejilerin sorunu, çok küçük kâr elde edebilmeleridir, dolayısıyla; çekici getiriler yaratmak için kaldıraç kullanılması gerekmektedir (Jorion, 2000: 279).

1997 yılında başlayan Asya Mali Krizi'nin devam eden etkileri ve 1998 yılında Rusya'nın temerrüdünün ardından yatırımcılar tüm gelişmekte olan piyasa menkul kıymetleri için yüksek risk primi talep etmeye başlamıştır. Piyasa çöküşlerinin piyasadaki yansımalarının ne olabileceğine dair korku yayıldııkça, “kaliteye” yönelik bir izdiham yaşanmıştır. Yatırımcılar her yerde yüksek riskli, likit olmayan menkul kıymetleri düşük riskli, likit menkul kıymetlerle değiştirmeye çalışmıştır (Edwards, 1999: 199). LTCM'nin birincil ticaret stratejisi, fonun borç üzerindeki risk priminin dünya çapında düşeceği, bu durumda daha riskli borcun fiyatının artacağı ve daha az riskli borcun (örneğin devlet tahvili) fiyatının düşeceği görüşüne dayalı olduğu söylenebilir. Ancak beklenmedik bir şekilde, Rusya 1998'de rublenin değerini düşürüp, ödeme zorunluğundan dolayı borçlarını geciktirmeyi ilan ederken, aynı zamanda Asya mali krizi de devam etmekteydi. Bu durum kaliteye yönelmeyi artırmış ve yatırımcıların risk priminin artmasıyla sonuçlanmıştır. Yatırımcılar, LTCM'nin iddiasının tam tersi olarak daha az riskli yatırımlara yönelmişlerdir. Bu yönelme gerçekleştiğinde, LTCM'nin toplam varlıklarının 125 milyar doların üzerinde 1,5 trilyon doları aşan kavramsal türev pozisyonları ve 25'e 1 gibi olağanüstü yüksek bir bilanço kaldıraç oranına sahip olduğu tahmin edilmektedir (Paredes, 2006: 984).

LTCM'nin sıkıntılarını daha da artıran şeyin, mevcut pozisyonlarının tam tersi senaryo beklentisine dayalı olması olduğu söylenebilir. Stratejilerinin tamamı, piyasaların riski abarttığı ve riskli varlıklar ile güvenli varlıklar arasındaki fiyat farklılıklarının eninde sonunda birbirine yakınlaşacağı inancı üzerine inşa edilmiştir. Sonuç olarak, çeşitli piyasalarda genellikle en riskli ve

en değişken varlıkları ellerinde tutuyorlardı. 1998'de Rusya krizinin ardından piyasayı evrensel bir panik sardığında, hiç kimsenin LTCM'nin varlıklarını satın almakla ilgisi yoktu ve herkes bu sorunlu varlıklardan kurtulmaya çalışıyordu. Bu süreç içerisinde LTCM varlıklarının değeri eski değerlerine göre oldukça azalmış ve artık borçları bilançolarının büyük bir bölümünü oluşturmuştur (Doll, 2023).

LTCM'nin muhteşem başarısı ve yenilmez iş modeli, piyasaların mantıksız davranmaya başlamasıyla başarısızlıkla karşı karşıya kalmıştır. Modeldeki tüm varsayımlar, piyasadaki katılımcıların normal koşullar altında nasıl davranacaklarına dayanmaktaydı. Ancak Asya krizi, piyasada bir anormallik salgınına yol açtı ve kargaşaya neden oldu. Bununla birlikte, LTCM'nin kurucuları modellerine son derece güveniyorlardı ve dünyanın geri kalanının aksine ticarete devam ettiler. LTCM'nin bunu çok büyük bir fırsat olarak gördüğü söylenebilir. Öyle ki, çeşitli bankalardan 100 milyar dolar borç alıp yüksek kaldıraçlı bahisler yapmaya başladılar. Sonra düşünülemez bir şey oldu ve bir zamanların ekonomik süper gücü olan Rusya borçlarını ödeyemedi. Bu, LTCM'nin çok para kaybetmesine neden oldu; 3 milyar dolarlık özsermayeleri silindi ve LTCM, diğer şirketlere bir trilyon doların üzerinde karşı taraf riski bırakarak başarısızlığa uğradı (Management Study Guide).

LTCM'nin nasıl bu kadar büyüyebildiği ve bu kadar çok kaldıraç elde edebildiği konusunda bir dizi faktöre işaret etmek mümkündür. Bunlar;

- Şeffaflığın olmayışı, bireysel karşı tarafların LTCM'nin genel operasyonları ve risklerinin tam resmini elde etmesini zorlaştırdı,
- Bu şeffaflık eksikliğine rağmen, güçlü bir rekabet ortamı ve LTCM'nin ticaret stratejileri hakkında bilgi edinme yönündeki güçlü istek, karşı tarafların kredi riski yönetimi süreçlerinin önemli unsurlarından taviz vermesine yol açmış gibi görünmektedir,
- Bazı karşı taraflar, fonun göreceli değer stratejilerinin etkin kaldıraçla, normalde bilanço büyüklüğü ve ödenmemiş bilanço dışı işlemler tarafından ima edilenden daha az olduğu anlamına geldiğini varsayarak aşırı rahatlık duymuş olabilirler,
- Ve LTCM'nin yöneticilerinin itibarına ve risk yönetimi yeteneklerine aşırı derecede güven vardı (Basel Committee on Banking Supervision, 1999: 10-11).

6.4. LTCM ve Kaldıraç

LTCM aşırı kaldıraçlıydı; pozisyonlarının büyük bir kısmı LTCM'nin kendi sermayesi yerine borçlanma yoluyla finanse ediliyordu (MacKenzie, 2003: 352). LTCM Fonu'nun 31 Ağustos 1998 tarihli bilançosu 125 milyar doların üzerinde varlık içeriyordu. 1 Ocak 1998'deki 4,8 milyar dolarlık özsermaye rakamına göre, bu varlık seviyesi 25'e 1'den fazla bir bilanço kaldıraç oranına işaret etmektedir. Bu kaldıraçın boyutu büyük bir risk anlamına gelmektedir. Kaldıraç, hedge fonlarının risklerini büyütmelerine ve bunun doğrudan bir sonucu olarak risklerini artırmalarına olanak tanımaktadır. Kaldıraç terimi, bilanço terimleriyle varlıkların net değere oranı anlamına gelmektedir. Alternatif olarak, kaldıraç risk açısından da tanımlanabilir; bu durumda, sermayeye göre ekonomik riskin bir ölçüsüdür. Hedge fonları, repo anlaşmaları, kısa pozisyonlar ve türev sözleşmeleri gibi çeşitli yollarla ekonomik kaldıraç elde etmektedir. LTCM Fonu'nun büyüklüğü ve kaldıraç oranının yanı sıra kullandığı ticaret stratejileri, Rusya'nın rubledeki devalüasyonu ve borç moratoryumu ilanının ardından ortaya çıkan olağanüstü finansal piyasa koşullarına karşı onu savunmasız hale getirmiştir. Hem LTCM hem de diğer piyasa katılımcıları, bireysel piyasalarda, daha istikrarlı dönemlerde tahmin edilen geleneksel risk modellerinin öngördüğü zararları fazlasıyla aşan kayıplara maruz kalmıştır. Dahası, pek çok piyasada eş zamanlı yaşanan şoklar, piyasa fiyatları arasındaki nispeten düşük korelasyon beklentilerini boşa çıkarmış ve LTCM gibi küresel ticaret portföylerinin varsayılandan daha az çeşitlendirildiğini ortaya çıkarmıştır. Son olarak, kaliteye yönelme birçok piyasanın likiditesinde önemli bir azalmaya neden olmuştur. Bu da, LTCM modellerinde yapılan varsayımların aksine, daha fazla zarara yol açmadan risklerin hızlı bir şekilde azaltılmasını zorlaştırmıştır (Report of The President's Working Group on Financial Markets, 1999: 4-12).

6.5. 1998 Tarihli Süreçler ve Fonun Kurtarılması

Genel olarak LTCM'nin kayıpları arttıkça, fonun teminat tamamlama çağrılarını karşılamada giderek daha fazla zorluk yaşamaya başladığı ve karşı taraflara karşı yükümlülüklerini yerine getirebilmesi için daha fazla teminata ihtiyaç duyduğu söylenebilir. Fon, pozisyonlarını korumak için yüksek kaliteli teminat varlıkları sıkıntısı çekiyordu ve aynı zamanda fonlarını nakde çevirmede de büyük zorluk yaşıyordu. Fonun pozisyonlarının çoğu normal zamanlarda bile nispeten likit değildi (yani satılması zordu) ve dolayısıyla gergin ve gerileyen piyasalarda, özellikle aceleyle satılmasının daha da zor olduğu ifade edilebilir (Dowd, 1999: 4).

31 Temmuz 1998'de LTCM Fonu'nun sermayesinin önemli ölçüde düşüşüyle birlikte LTCM, yatırımcılardan sermaye yatırımı talep ettiğini bildirmiştir. Eylül 1998'in ilk iki haftasında, LTCM ile ilgili endişeler finansal piyasalarda önemli bir tartışma konusu olmuştur. LTCM Fonu önemli miktarda başka kayıplara maruz kalmış ve pozisyonların büyüklüğü nedeniyle pozisyonlarını azaltmakta zorlandığı söylenebilir. Bu, LTCM'nin karşılaştığı likidite baskılarını artırmıştır. 18 Eylül Cuma günü itibarıyla, Fonun sermayesinde devam eden düşüşlerle birlikte bu likidite baskıları, fonun yöneticileri arasında fonlama kabiliyeti konusunda ciddi endişelere neden olmuştur. Piyasa katılımcıları, LTCM'nin çok yakın vadede aniden çökebileceği ihtimalinden ve bu tür bir çöküşün zaten son derece kırılgan olan dünya pazarları üzerinde yaratabileceği sonuçlardan endişe duyuyorlardı. Nakit akışındaki sıkıntılar, LTCM Fonu'nun Eylül sonu ödemelerini karşılayamama riskini artırıyordu. Bu çerçevede piyasa hareketleri 23 Eylül Çarşamba günü temerrüde yol açabilirdi. LTCM Fonu'nun birincil ticari karşı tarafları ve alacaklıları, temerrüt senaryosuna en çok maruz kalan firmalardı. Bu firmaların kişisel çıkarı, temerrüt durumunda kaybetmeyi bekleyebileceklerinden daha az maliyetli alternatif bir çözüm bulmaktı. 23 Eylül'de on dört firmadan oluşan gurup fona yaklaşık 3,6 milyar dolarlık yeni özsermaye yatırımı yapmış ve karşılığında operasyonel kontrolün yanı sıra LTCM'nin portföyünde yüzde 90 özsermaye hissesi almıştır (Report of The President's Working Group on Financial Markets, 1999: 13-14).

ABD Merkez Bankası (Federal Reserve System (FED)) Başkanı Greenspan'ın ifadesiyle, "finansal piyasa katılımcıları küresel olaylardan zaten tedirgindi. LTCM'nin başarısızlığı, piyasaların ele geçirilmesini tetiklemiş olsaydı, firmayla doğrudan ilişkisi olmayanlar da dahil olmak üzere pek çok piyasa katılımcısına ve ABD de dahil olmak üzere birçok ülkenin ekonomisine potansiyel olarak önemli zararlar verilmiş olabilirdi. LTCM'nin içinde bulunduğu kötü durum, mevcut koşullarda bunun dikkat gerektirdiğine karar verildi" (Greenspan, 1998: 1).

Genel olarak bakıldığında, FED müdahalesinin olası faydalarının en az iki boyutu olduğu söylenebilir. Bunlar:

- Politika yapımcıların bu tür eylemleri, LTCM'nin zorla tasfiye edilmesinden kaynaklanan piyasa bozulmasını sınırlayacaktır.
- FED'in müdahalesi herhangi bir büyük ticari veya yatırım bankasının iflasını önleyecek ve böylece böyle bir başarısızlığın ekonomik aktivitede yol açabileceği aksaklıkları önleyecektir (Furfine, 2001: 2).

Genel olarak, firmalar büyük bir şok karşısında pozisyonlarını tasfiye etmek zorunda kaldıklarında, bu durum satıcıların zararına bir zemin oluşturmakta, dolayısıyla bir zarara katlanmak zorunda kalabilmektedir (Dowd, 1999: 8). Bu çerçevede, 23 Eylül 1998'de on dört banka ve aracı kurumdan oluşan grubun, sermaye yatırımı, LTCM varlıklarının zaten çalkantılı olan piyasalara hızla satılmasını önlediği ve bunun yerine hedge fonunun varlıklarının düzenli bir şekilde tasfiye edilmesine olanak sağladığı söylenebilir. ABD Merkez Bankası, piyasa katılımcılarını bir araya getirip, finansmanı denetlerken, kendi fonlarını da riske atmamıştır. Aksine, iflastan en çok kaybedecek olan LTCM'nin alacaklıları kurtarmayı ayarlamış ve finanse etmiştir. Böylelikle bu çabanın, LTCM varlıklarının olası bir yangın satışına ilişkin kısa vadeli endişeleri dikkate alırken, kamu fonlarının kullanımından kaynaklanabilecek uzun vadeli ahlaki tehlike endişelerini de hafiflettiği ileri sürülebilir (Fleming ve Liu, 2013).

Genel olarak, ahlaki tehlike, hükümet korumaları ve kurtarma paketlerinin varlığının aşırı risk almayı teşvik etmesi şeklinde ifade edilebilir. Bu çerçevede, alacaklıları ve yatırımcıları çökmekte olan ekonomilerden sürekli olarak kurtarmak, uzun vadede piyasaları daha kırılgan hale getirme tehlikesi yaratabilir (Edwards, 1999: 203). Ayrıca, LTCM'nin kurtarılması, bazı yazarlar tarafından, başarısız olamayacak kadar büyük doktrinine bir geri dönüşü olarak da nitelendirilmektedir. Bu çerçevede, ABD Merkez Bankası'nın, finansal sistem için başarısızlıklarının sonuçlarından endişe edilen, çok büyük kurumların başarısız olmasına izin veremeyeceği doktrinine uygun olduğu şeklinde değerlendirilmektedir (Dowd, 1999: 10).

Bu süreçte LTCM'nin, belirli senaryolar altında kârlı olabileceği düşünülen stratejileri izlerken zayıfladığı görülmüştür. Özellikle, büyük ölçekli yapılan işlemler, piyasalar aleyhine hareket ettiğinde, fonun piyasayı hareketlendirmeden pozisyonlarından çıkamamasına neden olmuştur (Ferguson ve Laster, 2007: 51).

7. LTCM Başarısızlığından Çıkarılabilecek Dersler

LTCM başarısızlığından çıkarılabilecek dersler aşağıdaki gibi özetlenebilir:

- Kaldıraç, başlangıçta yatırımlardan elde edilen genel vasat getirileri özsermayeden müthiş getirilere dönüştürebilmektedir. Ancak yukarı yönlü hareketlerde özsermaye getirisini artırabilirken, düşüş sırasında aynı özsermaye getirisini düşürebilmektedir.
- Farklı yatırımların hepsinin aynı anda değer kaybetmesi pek olası olmadığından, çeşitlendirilmiş portföylerin kötü zamanlarda koruma sağladığı yaygın olarak bilinen bir inanıştır. Ancak, kriz sırasında tüm

yatırım varlıklarının birlikte değer kaybettiği defalarca kanıtlanmıştır. Böyle zamanlarda bütün varlıklar birlikte düşmekte, dolayısıyla çeşitlendirmenin krizde faydası olmayabilir.

- Gerçek piyasalarda fiyatlara halk karar vermekte ve kriz ortaya çıktığında panik yaratabilmektedir. Panik sırasında yatırımcılar mantıklarını kaybedebilmekte ve herkes sahip olduğu varlıkları elden çıkararak güvenliğe koşmaktadır. Böyle dönemlerde nakit en güvenli yatırım haline gelmekte ve hisse senetleri, tahviller veya gayrimenkul dâhil diğer her şey satılmaktadır. Sonuçta, tüm varlık sınıflarının fiyatlarında geniş çaplı düşüş olabilmektedir.
- Günümüzde yaygın olan en popüler teorilerden biri piyasaların etkin olduğudur. Etkin piyasa teorisi, piyasadaki tüm katılımcıların aynı miktarda bilgiye sahip olduğunu ve sunulan bilgilere hepsinin aynı derecede rasyonel bir şekilde tepki verdiğini öne sürmektedir. Ancak, piyasaların her zaman rasyonel olmadığı söylenebilir. Piyasa katılımcılarının hem iyi hem de kötü haberlere aşırı tepki vermesi nedeniyle hisse senedi fiyatları aşırı uçlara doğru hareket edebilmektedir.
- LTCM yöneticileri piyasaların rasyonel olduğunu ve herhangi bir değişiklik meydana geldiğinde tüm piyasa katılımcılarının en rasyonel şekilde tepki vereceğini ve fiyatları bilgisayar modelleriyle tahmin edilebilecek yeni rasyonel seviyeye getireceğini varsaymıştır. Ancak, piyasa fiyatlarının her zaman rasyonel seviyeleri yansıtmadığı söylenebilir.
- Hisse senedi piyasaları sabırlı sermaye ve kalıcı güç gerektirmektedir. LTCM'nin 4,6 milyar ABD doları tutarındaki dev özsermayesi, piyasaların rasyonel seviyelere dönmesi için geçen süre boyunca borçlarını ödeyememiştir. Aynı şey bireysel hisse senedi yatırımcıları için de geçerli olabilir. Bu nedenle, bir yatırımcının hisse senedi piyasalarına yatırım yapmaya karar vermeden önce bir acil durum fonuna sahip olması ve hayatındaki diğer kritik kararlar için para biriktirmesi tavsiye edilmektedir.
- LTCM, piyasaların bilim ve matematik olduğunu varsaymıştır. Yöneticileri bilgisayar modellerini kullanarak piyasaları tahmin edebileceklerine inanıyorlardı. Ancak yatırım, insanlar tarafından yönetilen varlıklar ve şirketlerle uğraşmaktır. Şirketleri insanlar yönetmekte ve insanlar performans açısından günden güne farklılık gösterebilmektedir. Şirketler, çoğu zaman görünürde hiçbir neden

olmaksızın çok farklı performanslar sergileyebilmektedir. Piyasalarda fiyatları insanlar belirlemekte ve insanların duyguları vardır; bu nedenle öngörülemeyen zamanlarda paniğe kapılabilirler. Bu davranışlar, varlık fiyatlarının zirvelere çıkmasına ve ardından dip seviyelere inmesine neden olabilir. Dolayısıyla, matematiksel modeller bu tür dönemlerin zamanlamasını tahmin edemez ve bu nedenle insan yargısının yerini almamalıdır (Malik, 2015; Lowenstein, 2000).

- İnsani duygular, ekonomik kararları yönlendirmekte ve bu tür kararların kusurlu ve mantıksız doğasını vurgulamaktadır. Piyasa normal dağılımdan saptığında ve LTCM'nin niceliksel modelleri, rasyonel ve faydayı maksimize eden kararları varsayan bir çerçevede üzerine inşa edildikleri için bu mantıksızlığı hesaba katmakta yetersiz kalmıştır (Doll, 2023).
- Piyasa değerleri önemlidir. LTCM yöneticileri, piyasa değerindeki gerçek değerden sapmalardan yararlanıyor ve önemli olanın piyasa değeri değil, gerçek değer olduğuna inanıyorlardı. Gerçeğe uygun değerlerin riskten korunması nedeniyle kısa vadede piyasa değerlerine ne olduğunun bir önemi olmadığına ve zamanla gerçeğe uygun değere yaklaşacaklarına inanıyorlardı. Bununla birlikte, özellikle krizler yoluyla piyasa değerlerindeki dalgalanmalara göğüs gerebilecek kadar sabırlı olan tek gerçek sermaye kaynağı özsermayedir.
- En karmaşık finansal modeller bile model riskine ve parametre riskine tabidir ve bu nedenle stres testine tabi tutulmalı ve muhakeme ile dengelenmelidir. VaR gibi risk modelleri doğası gereği teoriktir (Benavoli, 2024). Dolayısıyla, hedge fonlarının üstlendikleri risklerin boyutu hakkında ve özellikle düşük olasılıklı ancak etkisi yüksek olaylarla ilgili genel bir yargıya varabilmeleri için söz konusu testleri kullanmaları gerekmektedir (Geithner, 2004).
- Bir piyasa döngüsü boyunca, hisse senedi ve tahvil piyasalarının hem cazip hem de cazip olmayan yatırım fırsatları sunacağı dönemler olacaktır. Herhangi bir piyasaya yatırım yapmanın zorluğu, bu fırsatların ne zaman yükseleceğini belirlemek ve bir yatırımcının portföyünü elverişli piyasa koşullarından yararlanacak şekilde konumlandırmaktır. Ancak piyasa hareketlerinin süresini ve kapsamını tahmin etmek zordur (Hedge Fund Booklet, 2005: 20).
- LTCM'nin başarısızlığı, etkili risk yönetiminin kritik önemini vurgulamaktadır. Fon, riski yönetmek için karmaşık modeller kullandı, ancak bu modeller Rusya'nın borç temerrüdünden kaynaklanan

aşırı dalgalanmayı hesaba katmakta başarısız olmuştur. Doğru risk yönetimi, tüm olasılıklara hazırlıklı olmak anlamına gelmektedir.

- LTCM'nin başarısızlığı, önemli sonuçları olan öngörülemeyen ve nadir bir olay olarak nitelendirilebilir. Bu tür olayların meydana gelebileceğini ve gerçekleşebileceğini hatırlatma görevi görmektedir; gerçekleşebileceğini ve beklenmedik şoklara karşı hazırlıklı olunması gerektiğini vurgulamaktadır.
- LTCM örneği, normal piyasa koşullarında iyi çalışan ancak kriz zamanlarında başarısız olan matematiksel modellerin sınırlamaları olduğunu göstermektedir. Piyasalar, özellikle stres veya belirsizlik zamanlarında tarihsel kalıplardan sapabilmektedir.
- LTCM'nin kurucuları, aralarında Nobel ödüllülerin de bulunduğu çok parlak ve başarılı bireylerdi. Bu, onların modellerine ve stratejilerine aşırı güvenmelerine yol açmış olabilir. Her zaman yanılma ihtimaline açık olunması gerekmektedir (Powell, 2023).
- Ve piyasalara bilgi akışının, tüm finansal piyasa katılımcıları için adil ve eşit bir yatırım alanı sağlayacak şekilde düzenlenmesi gerekmektedir (Gao ve Huang, 2011: 29).

8. Sonuç ve Öneriler

Genel olarak, hedge fonların, günümüzde finansal piyasaların önemli bir katılımcısı haline geldiği söylenebilir. Söz konusu fonların performans üstünlüğü; etkili teşvik sistemlerine, dinamik ve esnek işlem stratejilerine, kullandıkları finansal araçların çeşitliliğine (Liang, 1999: 83) ve farklı düzenleyici ortamlara atfedilebilir. Bu çerçevede, bu tür fonların uyguladıkları çeşitli yatırım stratejileri ile yatırımcılarının finansal risklerini azaltmalarına ve piyasalarda fırsatları değerlendirmelerine olanak sağladıkları ifade edilebilir. Ayrıca, ilgili tüm bilgilerin piyasa fiyatlarına tam ve hızlı bir şekilde yansımaları sağlamaya yardımcı olarak finansal piyasaların etkinliğine katkıda buldukları söylenebilir (Hildebrand, 2007: 70-71). Bununla birlikte, özellikle, büyük hedge fonların finansal başarısızlığı potansiyel olarak piyasaların performansını ve istikrarını etkileyebilmektedir. Bu çerçevede, uygulamada yaşanan LTCM örneği, yüksek kaldıraçlı fonların risklerinin, eğer iyi yönetilemezlerse, yatırım değerinde düşümlere ve piyasanın işleyişinde sorunlarına yol açabileceğini göstermektedir. Bu açıdan çalışmada söz konusu başarısızlığın, büyük ölçüde risk yönetiminden kaynaklandığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuç bağlamında hedge fonlarının;

- Yüksek kaldıraç kullanma konusunda bir ölçütün getirilmesi,

- Daha fazla şeffaf olmaları konularında bir denge noktasının olması,
- Yatırımlarında özsermaye/borç dengesinin gözetilmesi,
- Yatırımların çeşitlendirilerek yapılması,
- Ve fon ve yatırımcı risk/getiri hedeflerinin uyumlu olması önerilmektedir.

Sonuç olarak, bir portföyün geçmiş performansının gelecekteki başarıyı garanti edemeyeceği, gerçek getiri potansiyeli ve zarar riskinin geçmiş verilerde mevcut olmayan (Benavoli) gelecekteki gelişmelere bağlı olarak ortaya çıkacağı söylenebilir. Bu bağlamda, LTCM örneği, piyasaların genel olarak geleceği gölgeleyen belirsizliğe tabi olduğunu (Lowenstein, 2000: 235), dolayısıyla öngörülemeyen piyasa koşullarında hesaplı risk üstlenilmesinin önemini vurgulamaktadır.

Kaynakça

- Ang, A., Gorovyy, S. & Van Inwegen, G. B. (2011). Hedge Fund Leverage. *NBER Working Paper*. No. 16801. February. 1-60 Erişim Adresi: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w16801/w16801.pdf Erişim Tarihi: 28.09.2024
- Al-Sharkas, A. (2005). The Return in Hedge Fund Strategies. *International Journal of Business*, 10(3), 218-231. Erişim Adresi: https://www.researchgate.net/profile/Adel-Al-Sharkas/publication/228289571_The_Return_in_Hedge-Fund_Strategies/links/570ba21708ae2eb94223a622/The-Return-in-Hedge-Fund-Strategies.pdf Erişim Tarihi: 26.04.2024
- Baldrige, B. & Adams, M. (2024). Top 10 U.S. Hedge Funds Of September 2024. Erişim Adresi: <https://www.forbes.com/advisor/investing/top-hedge-funds/> Erişim Tarihi: 27.09.2024
- Basel Committee on Banking Supervision. (1999). Banks' Interactions with Highly Leveraged Institutions, January, 1-32. Erişim Adresi: <https://www.bis.org/publ/bcbs45.pdf> Erişim Tarihi: 04.05.2024
- Benavoli, M. (2024). LTCM Crisis. *Ace Finance Conseil* Erişim Adresi: <https://extreme-events-finance.net/resources/lcsm-crisis/>. Erişim Tarihi: 06.05.2024
- Ben-David, I., Franzoni, F., Landier, A. & Moussawi, R. (2011). Do Hedge Funds Manipulate Stock Prices?, 1-44. Erişim Adresi: <https://publications.ut-capitole.fr/id/eprint/15747/1/medias/doc/wp/2011/manipulation.pdf> Erişim Tarihi: 27.04.2024
- Berk, J. B. & Green, R. C. (2002). Mutual Fund Flows and Performance in Rational Markets, December 9, 1-35. Erişim Adresi: <file:///C:/Users/user/Downloads/SSRN-id383061.pdf> Erişim Tarihi: 01.05.2024
- Blocher, J., Engelberg, J. & Reed, A. V. (2010). The Long and Short of It: Evidence of Year-End Price Manipulation by Short Sellers. *Research Collection BNP Paribas Hedge Fund Centre*, 1-51. Erişim Adresi: https://ink.library.smu.edu.sg/cgi/viewcontent.cgi?article=1016&context=bnp_research Erişim Tarihi: 02.05.2024
- Brown, S.J. & Goetzmann, W.N. (2001). Hedge Funds with Style, *NBER Working Paper 8173*, 1-35. Erişim Adresi: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w8173/w8173.pdf Erişim Tarihi: 03.05.2024
- Cai, L. & Liang, B. (2010). On the Dynamics of Hedge Fund Strategies, 1-38. Erişim Adresi: https://www.researchgate.net/profile/Li-Cai-29/publication/256016660_On_the_Dynamics_of_Hedge_Fund_Strategies/links/59e64b9da6fdcc0e882484f6/On-the-Dynamics-of-Hedge-Fund-Strategies.pdf. Erişim Tarihi: 26.04.2024
- Chambers, N. (2008). Hedge Fonlar. *Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi*, Haziran, Cilt:1, Sayı: 1, 5-13. <https://dergipark.org.tr/tr/download/artic>

le-file/185010#:~:text=Hedge%20fonlar%20ile%20yat%C4%B1r%-C4%B1m%20fonlar%C4%B1%20aras%C4%B1ndaki 01.10.2024

- Cole, R. T., Feldberg, G. & Lynch, D. (2007). Hedge Funds, Credit Risk Transfer and Financial Stability. *Financial Stability Review Special Issue on Hedge Funds*, No. 10, April, 7-16. Erişim Adresi: https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/financial-stability-review-10_2007-04.pdf Erişim Tarihi: 03.05.2024
- Connor, G. & Woo, M. (2004). An Introduction to Hedge Funds, International Asset Management. *London School of Economics Financial Markets Group*, 1-39. Erişim Adresi: <https://eprints.lse.ac.uk/24675/1/dp477.pdf> Erişim Tarihi: 26.04.2024
- Crockett, A. (2007). The Evolution and Regulation of Hedge Funds. *Financial Stability Review Special Issue on Hedge Funds*, No. 10, April, 19-28. Erişim Adresi: https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/financial-stability-review-10_2007-04.pdf 03- Erişim Tarihi: 04.05.2024
- Danielsson, J. & Zigrand, J. P. (2007). Regulating Hedge Funds, Banque de France, *Financial Stability Review, Special Issue on Hedge Funds*, No. 10, April, 29-36. Erişim Adresi: https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/financial-stability-review-10_2007-04.pdf Erişim Tarihi: 03.05.2024
- Danielsson, J., Taylor, A. & Zigrand, J. P. (2005). Highwaymen or Heroes: Should Hedge Funds be Regulated?, 1-34. Erişim Adresi: <https://riskresearch.org/files/DanielssonTaylorZigrand2006.pdf> Erişim Tarihi: 03-04.05.2024
- Dixon, L., Clancy, N. & Kumar, K. B. (2012). Hedge Funds and Systemic Risk, Chapter Three: The Collapse of Long-Term Capital Management, *RAND Corporation*, 31-38. Erişim Adresi: https://www.jstor.org/stable/pdf/10.7249/j.ctt1q60xr.11.pdf?refreqid=fastly-default%3Af4e6b71034aca15bb3c8254880bacd04&ab_segments=&origin=&initiator=&acceptTC=1 Erişim Tarihi: 05.05.2024
- Doll, K. (2023). Economics, History, LTCM's Hedge Fund Collapse: Timeline of Events, November 7. Erişim Adresi: <https://www.shortform.com/blog/hedge-fund-collapse/> Erişim Tarihi: 08.05.2024
- Dowd, K. (1999). Too Big to Fail? Long-Term Capital Management and the Federal Reserve. *the Cato Institute Briefing Papers*, No. 52, September 23, 1-12. Erişim Adresi: <https://turtletrader.com/pdfs/bp52.pdf> Erişim Tarihi: 01.06.2024
- Draghi, M. (2007). Hedge Funds and Financial Stability. *Financial Stability Review, Special Issue on Hedge Funds*, No. 10, April, 37-43. Erişim Adresi: <https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/do>

- cuments/financial-stability-review-10_2007-04.pdf 03- Erişim Tarihi: 04.05.2024
- Edwards, F. R. (1999). Hedge Funds and the Collapse of Long-Term Capital Management. *Journal of Economic Perspectives*, Volume 13, Number 2, Spring, 189-210. Erişim Adresi: <https://pubs.aeaweb.org/doi/pdf/10.1257%2Fjep.13.2.189> Erişim Tarihi: 02-03.05.2024
- Ferguson, R. & Laster, D. (2007). Hedge Funds and Systemic Risk. *Financial Stability Review Special Issue on Hedge Funds*, No. 10, April, 45-54. Erişim Adresi: https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/financial-stability-review-10_2007-04.pdf Erişim Tarihi: 03-04.05.2024
- Fleming, M. & Liu, W. (2013). Near Failure of Long-Term Capital Management. *Federal Reserve Bank of New York*, Written as of November 22. Erişim Adresi: <https://www.federalreservehistory.org/essays/lbcm-near-failure> Erişim Tarihi: 05.05.2024
- Fung, W., Hsieh, D. A., Naik, N. Y. & Ramadorai, T. (2008). Hedge Funds: Performance, Risk, and Capital Formation. *The Journal of Finance*, Vol. LXIII, No. 4, August, 1777-1803. Erişim Adresi: https://www.tarunramadorai.com/TarunPapers/fung_hsieh_naik_ramadorai.pdf Erişim Tarihi: 01.05.2024
- Furfine, C. (2001). The Costs and Benefits of Moral Suasion: Evidence from the Rescue of Long-Term Capital Management. *Monetary and Economic Department, BIS Working Papers* No 103, August, 1-20. Erişim Adresi: <https://www.bis.org/publ/work103.pdf> Erişim Tarihi: 03.05.2024
- Gao, M. & Huang, J. (2011). Capitalizing on Capitol Hill: Informed Trading by Hedge Fund Managers, 1-32. Erişim Adresi: http://efa2011.efa-online.org/fisher.osu.edu/blogs/efa2011/files/APE_9_1.pdf 01.05.2024
- Geithner, T. F. (2004). Hedge Funds and their Implications for the Financial System. President and Chief Executive Officer Speech, November 17. Erişim Adresi: <https://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2004/gei041117.html> Erişim Tarihi: 04.05.2024
- Goetzmann, W., Ingersoll, J., Spiegel, M. & Welch, I. (2006). Portfolio Performance Manipulation and Manipulation-Proof Performance Measures, 1-46. Erişim Adresi: [file:///C:/Users/user/Downloads/SS-RN-id302815%20\(2\).pdf](file:///C:/Users/user/Downloads/SS-RN-id302815%20(2).pdf) Erişim Tarihi: 01.05.2024
- Greenspan, A. (1998). Chairman Board of Governors of the Federal Reserve System Statement before the Committee on Banking and Financial Services, U.S. House of Representatives, October 1, 1-11. Erişim Adresi: <https://fraser.stlouisfed.org/title/statements-speeches-alan-greenspan-452/statement-committee-banking-financial-services-us-house-representatives-8649> Erişim Tarihi: 06.05.2024

- Hedge Fund Booklet. (2005). AIMA and ASSIRT Erişim Adresi: https://people.duke.edu/~charvey/Teaching/BA453_2005/Assirt_Hedge_Fund_Booklet.pdf Erişim Tarihi: 27.09.2024
- Hildebrand, P. M. (2005). Recent Developments in the Hedge Fund Industry. *Quarterly Bulletin 1*, 42-57. Erişim Adresi: <https://www.bing.com/search?q=Hildebrand+%28P.%29+%282005b%29+%E2%80%9CRecent+developments+in+the+hedge+fund+industry> Erişim Tarihi: 04.05.2024
- Hildebrand, P. M. (2007). Hedge Funds and Prime Broker Dealers: Steps towards a Best Practice Proposal. *Financial Stability Review Special Issue on Hedge Funds*, No. 10, April, 67-76. Erişim Adresi: https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/financial-stability-review-10_2007-04.pdf Erişim Tarihi: 03-04.05.2024
- Holden, C. W., Jacobsen, S. & Subrahmanyam, A. (2013). The Empirical Analysis of Liquidity. *Foundations and Trends in Finance*. Vol. 8, No. 4, 1-29 Erişim Adresi: <file:///C:/Users/user/Downloads/9781601988751-summary.pdf> Erişim Tarihi: 01.10.2024
- Jorion, P. (2000). Risk Management Lessons from Long Term Capital Management. *European Financial Management*, Vol.6, No 3, 277-300. Erişim Adresi: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1111/1468-036X.00125> Erişim Tarihi: 25.04.2024
- Kang, B. U., Kim, T. S. & Oh, D. J. (2015). National Culture and the Return Manipulation of Hedge Funds, 1-41. Erişim Adresi: https://www.efmaefm.org/0efmameetings/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2015-Amsterdam/papers/EFMA2015_0393_fullpaper.pdf Erişim Tarihi: 01.05.2024
- Kurtkaya, G. M. & Özçelik Ö. (2024). Finansal Piyasalarda Volatilite: Türleri, Risk Yönetimi ve Yatırım Kararlarına Etkileri. *İktisadi Araştırmalar Dergisi*, 2 (1), 11-26. Erişim Adresi: <https://dergipark.org.tr/en/download/article-file/4109249> Erişim Tarihi: 01.10.2024
- Le, H. & Gregoriou, A. (2020). How do You Capture Liquidity? A Review of the Literature on Low-Frequency Stock Liquidity, *Journal of Economic Surveys* Vol. 34, No. 5, 1170–1186 Erişim Adresi: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdfdirect/10.1111/joes.12385> Erişim Tarihi: 01.10.2024
- Lhabitant, F. S. (2001). Assessing Market Risk for Hedge Funds and Hedge Funds Portfolios. *EAME Research Paper* No 24, March, 1-35. Erişim Adresi: https://web.archive.org/web/20010602170014id_/http://www.gloriamundi.org:80/var/pub/lhabitant.pdf Erişim Tarihi: 03.05.2024
- Liang, B. (1999). On the Performance of Hedge Funds, *Financial Analysts Journal*, 55:4, 72-85 Erişim Adresi: <https://www.tandfonline.com/doi/pdf/10.2469/faj.v55.n4.2287> Erişim Tarihi: 27.09.2024

- Lowenstein, R. (2000). *When Genius Failed the Rise and Fall of Long Term Capital Management*. Erişim Adresi: <https://epdf.tips/when-genius-failed-the-rise-and-fall-of-long-term-capital-managementb4c2cb2cf2748089ffaa5bf6e8b2a93050898.html> Erişim Tarihi: 19.05.2024
- Lowenstein, R. (2008). Long-Term Capital Management: It's a Short-Term Memory, Sept. 7. Erişim Adresi: <https://www.nytimes.com/2008/09/07/business/worldbusiness/07iht-07lcm.15941880.html> Erişim Tarihi: 06.05.2024
- Lydie, P. L. (2009). Hedge Fund Fraud and the Public Good. *Fordham Journal of Corporate and Financial Law*, Vol. 15, No. 21, 1-95. Erişim Adresi: <https://repository.usfca.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1010&context=elib> Erişim Tarihi: 01.05.2024
- MacKenzie, D. (2003). Long-Term Capital Management and the Sociology of Arbitrage. *Economy and Society*, Volume 32, Number 3, August, 349–380. Erişim Adresi: <https://citeseerx.ist.psu.edu/document?repid=rep1&type=pdf&doi=abe544c9b2445d6c03c2f9cf989cec201a842a7a> Erişim Tarihi: 01.06.2024
- Malik, V. (2015). When Genius Failed: 9 Timeless Lessons from LTCM, the Biggest Investing Failure in History!. Erişim Adresi: <https://www.dr-vijaymalik.com/when-genius-failed-long-term-capital-management/06.05.2024/> Erişim Tarihi: 10.05.2024
- McCarthy, C. (2006). Hedge Funds: what Should be the Regulatory Response?. *SUERF European Money & Finance Forum*, Speech, Thursday 7 December. Erişim Adresi: <https://mondovisione.com/news/hedge-funds-what-should-be-the-regulatory-response-speech-by-callum-mccarthy-cha/> Erişim Tarihi: 04.05.2024
- McCarthy, C. (2007). Transparency Requirements and Hedge Funds. *Financial Stability Review Special Issue on Hedge Funds*, No. 10, April, 77-83. Erişim Adresi: https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/financial-stability-review-10_2007-04.pdf 03- Erişim Tarihi: 04.05.2024
- Mustier, J. P. & Dubois, A. (2007). Risks and Return of Banking Activities Related to Hedge Funds. *Financial Stability Review Special Issue on Hedge Funds*, No. 10, April, 85-94. Erişim Adresi: https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/financial-stability-review-10_2007-04.pdf 03- Erişim Tarihi: 04.05.2024
- Newton, D. P. E., Stafylas, D., Sutcliffe, C. & Ye, X. (2021). Hedge Fund Strategies, Performance & Diversification: a Portfolio Theory & Stochastic Discount Factor Approach, 1-59. Erişim Adresi: https://livrepository.liverpool.ac.uk/3118191/1/BAR_forthcoming.pdf Erişim Tarihi: 27.04.2024

- Nouy, D. (2007). Indirect Supervision of Hedge Funds. *Financial Stability Review Special Issue on Hedge Funds*, No. 10, April, 95-104. Erişim Adresi: https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/financial-stability-review-10_2007-04.pdf 03- Erişim Tarihi: 04.05.2024
- Paredes, T. A. (2006). On the Decision to Regulate Hedge Funds: the SEC's Regulatory Philosophy, Style, and Mission. *University of Illinois Law Review*, Vol., 975-1036. Erişim Adresi: <https://illinoislawreview.org/wp-content/ilr-content/articles/2006/5/Paredes.pdf> Erişim Tarihi: 03.05.2024
- Powell, R. (2023). Six Lessons from the Collapse of LTCM, On September 04. Erişim Adresi: <https://www.timeline.co/blog/six-lessons-from-the-collapse-of-ltcm> Erişim Tarihi: 05.05.2024
- Report of The President's Working Group on Financial Markets, Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management, (1999), April, 1-140. Erişim Adresi: <https://home.treasury.gov/system/files/236/hedgfund.pdf> Erişim Tarihi: 12.05.2024
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings Management Through Real Activities Manipulation. *Journal of Accounting and Economics* 42, 335-370. Erişim Adresi: https://dl1wqtxtslxzle7.cloudfront.net/53404759/Roychowdhury_JAE_2006-libre.pdf? Erişim Tarihi: 28.04.2024
- Schneeweis, T. (1998). Dealing with Myths of Hedge Fund Investment. *The Journal of Alternative Investments*. Winter. 1-7. Erişim Adresi: <https://www.accreditedinvestor.ws/downloads/Hedge%20Fund%20Myths.pdf> Erişim Tarihi: 28.09.2024
- Smedts, K. & Smedts, J. (2006). Dynamic Investment Strategies of Hedge Funds, *AFI 0622*, 1-27. Erişim Adresi: file:///C:/Users/user/Downloads/AFI_0622.pdf Erişim Tarihi: 27.04.2024
- Stulz, R. M. (2007). Hedge Funds: Past, Present, and Future. *Journal of Economic Perspectives*, Volume 21, Number 2, Spring, 175-194. Erişim Adresi: <https://pubs.aeaweb.org/doi/pdf/10.1257/jep.21.2.175> Erişim Tarihi: 03.05.2024
- Sun, Z., Wang, A. & Zheng, L. (2011). The Road Less Traveled: Strategy Distinctiveness and Hedge Fund Performance, 1-68. Erişim Adresi: <https://en.cafr.cn/Contents/images/Research/20130129041803.pdf> Erişim Tarihi: 27.04.2024
- Van Dijk, T. A. (2006). Discourse and Manipulation. *Discourse & Society Copyright, SAGE Publications*, Vol 17(3), 359-383. Erişim Adresi: <https://discourses.org/wp-content/uploads/2022/07/Teun-A.-van-Dijk-2006-Discourse-and-manipulation.pdf> Erişim Tarihi: 28.04.2024
- VİOP Terimler Sözlüğü Erişim Adresi: <https://www.borsaistanbul.com/files/VİOP-Terimler-SozluGu.pdf> Erişim Tarihi: 25.09.2024

Web Kaynakları

<https://www.fundassociates.com/wp-content/uploads/2016/11/Whitepaper-Sound-Practices-for-Hedge-Fund-Mangers.pdf> Erişim Tarihi: 04.05.2024

<https://www.managementstudyguide.com/failure-of-long-term-capital-management.htm> Erişim Tarihi: 05.05.2024

<https://www.mordorintelligence.com/industry-reports/global-hedge-fund-industry> Erişim Tarihi: 03.05.2024

<https://www.preqin.com/academy/lesson-3-hedge-funds/hedge-fund-fees-types-and-structures> Erişim Tarihi: 03.05.2024

<https://www.thebusinessresearchcompany.com/market-insights/hedge-fund-market-2024> Erişim Tarihi: 03.05.2024