



**GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER VE
ULUSLAR ARASI KURUMSAL
YATIRIMCILAR**

BARBAROS YALÇINER
UZMAN

ÖZET

Bu çalışmanın birinci amacı geliştirmekte olan ülkelerin sermaye piyasalarında yatırım gerçekleştiren değişik yatırımcıların, hangi çeşit kuruluşlar olduğunu, yatırım stratejilerinin ne olduğunu ve bu alanda değişen trendleri ortaya koymaktır. Bu çalışmanın ikinci bir amacı ise uluslar arası kurumsal yatırımcıların geliştirmekte olan ülkeleri destabilize edip etmediğine yönelik yapılan araştırmaların sonuçlarının irdelenmesidir.

İÇİNDEKİLER

1. GİRİŞ	1
2. ULUSLARARASI KURUMSAL YATIRIMCILAR	3
2.1.Uluslararası Kurumsal Yatırımcıların Büyüklüğü	3
2.2.Yatırım Şirketleri Sektörü	5
2.2.1. Yatırım Şirketleri ve Gelişmekte Olan Ülkeler	8
2.2.2. ABD’de Yatırım Şirketleri Sektörü	10
2.3.Emeklilik Fonları	11
2.3.1. Emeklilik Fonlarının Yatırımlarına İlişkin OECD Ülkelerindeki Düzenlemeler	14
2.3.2. Emeklilik Fonları ve Gelişmekte Olan Ülkeler	15
2.4.Sigorta Şirketleri	16
2.5.Riskli Fonlar (Hedge Funds)	17
2.5.1. Riskli Fonların Yatırım Stratejileri	22
2.5.2. Riskli Fonlar Nasıl Çalışıyorlar ?	26
3. GLOBAL PORTFÖY YÖNETİMİ	28
3.1.Kurumsal Yatırımcıların Kararlarında Etkili Olan Diğer Hususlar	31
3.2.Portföy Yönetim Kararları	32
4. ULUSLARARASI KURUMSAL YATIRIMCILARIN GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER ÜZERİNDEKİ ETKİSİ	36

5. GENEL DEĞERLENDİRME SONUÇ 44

Kaynakça 47

1. GİRİŞ

Bu çalışmanın birinci amacı geliştirmekte olan ülkelerin sermaye piyasalarında yatırım gerçekleştiren değişik yatırımcıların, hangi çeşit kuruluşlar olduğunu, yatırım stratejilerinin ne olduğunu ve bu alanda değişen trendleri ortaya koymaktır. Bu çalışmanın ikinci bir amacı ise uluslar arası kurumsal yatırımcıların geliştirmekte olan ülkeleri destabilize edip etmediğine yönelik yapılan araştırmaların sonuçlarının ortaya konmasıdır.

Geliştirmekte olan ülkelerin finans piyasaları ve gelişmiş ülkelerin piyasaları her geçen gün daha entegre hale gelmektedir. Öte yandan geliştirmekte olan ülkelere yatırım yapan gelişmiş ülke kurumsal yatırımcılarının çeşitliliği artmaktadır. 1970'li yıllarda geliştirmekte olan ülkelere giren yabancı fonların kaynağı çoğunlukla gelişmiş ülke bankalarıydı. 1990'lı yıllardan sonra ise tahvil ve hisse senedine yatırım yapan kurumsal yatırımcıların önemi artmıştır.

Öte yandan yatırım bankalarının global tahvil ve hisse senedi endeksleri geliştirmeleri de geliştirmekte olan ülkelere yapılan portföy yatırımlarının gelişmesinde önemli bir etken olmuştur. Bunlar geliştirmekte olan ülke menkul kıymetlerini de içerecek şekilde global endeksler olabildiği gibi, sadece geliştirmekte olan ülkelere yönelik endeksler de oluşturulmuştur.

Araştırmalara göre gelişmiş ülke menkul kıymetleri ile geliştirmekte olan ülke menkul kıymetlerinin fiyatları arasındaki korelasyon artmaktadır. Bu hem tahvillerde hem de borsa endekslerinde gözlenmektedir.

Geliştirmekte olan ülkelere gelişmiş ülkelerdeki kurumsal yatırımcıların yaptıkları yatırımlar her geçen gün artmasına rağmen, geliştirmekte olan ülkelere ait menkul kıymetler hala bu yatırımcıların tüm portföylerinin küçük bir kısmını oluşturmaktadır. Bunda hem bu

kurumsal yatırımcıların portföy büyüklüğü ile karşılaştırıldığında yatırım yapılabilir gelişmekte olan ülke menkul kıymetlerinin kapitilizasyonunun düşük kalması hem de, “home bias” olarak adlandırılan ve kurumsal yatırımcıların yabancı ülkeler yerine kendi ülkelerindeki menkul kıymetlere yatırım yapmayı tercih etmeleri rol oynamaktadır. Yabancı yatırımcılar arasında gözlemlenen diğer bir eğilim de gelişmekte olan ülkelerin menkul kıymetlerine bir varlık sınıfı olarak yaklaşmalarıdır.

Öte yandan yabancı yatırımcılar gelişmekte olan ülkelere tek bir varlık sınıfı olarak yaklaşmakla birlikte ülkeler arasında da ayırım yapabilmektedir. Örneğin bazı büyük kurumsal yatırımcıların notu “yatırım yapılabilir” seviyesinden yukarıda olan ülkelerin tahvillerine yatırım yapmaktadırlar.

Gelişmekte olan ülkelerin global piyasalara entegre olması bu ülkelerin kullanabilecekleri fonların miktarını artırarak büyük katkıda bulunmuştur. Öte yandan entegrasyon gelişmekte olan ülkelerin piyasalarını ve ekonomilerini gelişmiş ülkelerdeki gelişmelere de açık hale getirmiştir.

2. ULUSLAR ARASI KURUMSAL YATIRIMCILAR

2.1 Uluslar arası Kurumsal Yatırımcıların Büyüklüğü

Uluslar arası kurumsal yatırımcılar ve gelişmekte olan ülkeler bir arada değerlendirildiğinde ilk göze çarpan husus, gelişmiş ülkelerdeki kurumsal yatırımcıların gelişmekte olan ülkelerin piyasalarına göre oldukça büyük olduğu hususudur.

Sadece 2001 yılına erişildiğinde OECD ülkelerindeki kurumsal yatırımcıların büyüklüğü 34.7 trilyon dolara erişmiştir. Gelişmiş ülkelerdeki kurumsal yatırımcıların büyüklüğü, gelişmiş ülke bankalarının varlıklarının bile 5.6 katına ulaşmıştır. Gelişmiş ülkelerdeki kurumsal yatırımcılar içinde 3 sacayağının hemen hemen yakın ağırlığa sahip olduğu görülmektedir: bunlar sigorta şirketleri, emeklilik fonları ve yatırım şirketleridir¹. Riskli fonların ise tüm kurumsal yatırımcılar içindeki payı küçüktür.

OECD ÜLKELERİNDEKİ KURUMSAL YATIRIMCILAR VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
	(Milyar ABD doları)								
Kurumsal Yatırımcılar	18,248	20,153	23,141	25,432	27,686	32,435	36,596	36,233	34,723
Sigorta şirketleri	6,991	7,822	8,980	9,369	9,702	11,010	11,960	11,519	11,146
Emeklilik Fonları	5,332	5,868	6,660	7,545	8,281	9,527	10,337	10,279	9,515
Yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları	4,050	4,478	5,309	6,200	7,293	9,201	11,168	11,293	11,091
Diğer Kurumsal yatırımcılar	1,876	1,986	2,192	2,318	2,409	2,697	3,132	3,143	2,971
Riskli fonlar		39	46	61	100	112	150	172	217
Gelişmiş ülke banka varlık toplamı	4,491	4,798	5,453	5,613	6,074	5,301	5,699	5,917	6,192

Kaynak : IMF, Global Financial Stability Report April 2004.

¹ Yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları.

**KURUMSAL YATIRIMCILARIN TOPLAM VARLIKLARININ YÜZDESİ OLARAK ÇEŞİTLİ
BÜYÜKLÜKLER**

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Gelişmiş ülke banka varlık toplamaları	24.6	23.8	23.6	22.1	21.9	16.3	15.6	16.3	17.8
Gelişmekte olan ülkeler Toplam Kapitalizasyonu	15.5	15.5	14.3	15.8	13.8	11.4	14.5	13.9	14.4
Hisse senedi piyasa kapitalizasyonu	11.3	10.8	9.6	10.7	9.1	6.6	10.1	9.1	9.0
Afrika	1.0	1.1	1.2	1.0	0.9	0.6	0.8	0.6	0.5
Asya	7.8	7.3	6.5	7.2	5.0	4.2	6.6	5.9	5.8
Avrupa	0.2	0.2	0.2	0.4	0.8	0.3	0.7	0.4	0.5
Ortadoğu	0.0	0.0	0.0	0.2	0.3	0.3	0.5	0.5	0.5
Batı yarıküre	2.3	2.2	1.7	1.9	2.1	1.2	1.5	1.7	1.7
Tedavüldeki tahviller	4.2	4.6	4.8	5.1	4.7	4.7	4.4	4.8	5.4
Asya	2.4	2.5	2.7	2.8	2.2	2.6	2.7	3.0	3.4
Batı yarıküre	0.9	1.3	1.3	1.5	1.6	1.6	1.2	1.3	1.4
Afrika, Avrupa ve Ortadoğu	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.6	0.5	0.5	0.6
(Gelişmiş ülkelerin gayri safi yurt içi hasıllarının yüzdesi olarak)									
Kurumsal yatırımcılar	94.7	97.6	102.0	111.9	124.2	143.5	154.4	151.4	147.2
Sigorta şirketleri	36.3	37.9	39.6	41.2	43.5	48.7	50.5	48.1	47.3
Emeklilik fonları	27.7	28.4	29.4	33.2	37.1	42.2	43.6	43.0	40.3
Yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları	21.0	21.7	23.4	27.3	32.7	40.7	47.1	47.2	47.0
Diğer kurumsal yatırımcılar	9.7	9.6	9.7	10.2	10.8	11.9	13.2	13.1	12.6
Gelişmiş ülke banka varlık toplamaları	23.3	23.2	24.0	24.7	27.2	23.5	24.0	24.7	26.2

Kaynak : IMF, Global Financial Stability Report April 2004.

Öte yandan 2001 itibariyle tüm gelişmekte olan ülkelerin hisse senetlerinin ve tahvillerinin toplam kapilizasyonunun, gelişmiş ülkelerdeki kurumsal yatırımcıların toplam varlıklarına olan oranı sadece yüzde 14.4'tür. Bu veri gelişmekte olan ülkelerin piyasalarının bu yatırımcılar açısından ne kadar küçük olduğunu bir göstergesidir. Buna büyük yabancı kurumsal yatırımcıların gelişmiş ülkelerdeki sadece likiditesi çok yüksek menkul kıymetlere yatırım yapabildiği de eklendiğinde, gelişmiş ülke yatırımcılarının gelişmekte olan ülkelere yapabilecekleri yatırım oranı daha da sınırlanmaktadır.

2.2 Yatırım Şirketleri Sektörü

Yatırım şirketleri sektörü kurumsal yatırımcıların en önemli parçalarından birini oluşturmaktadır. Yatırım şirketleri, sermaye piyasalarında tasarruf sahiplerinin fonlarının tasarruf ihtiyacı içinde olan ekonomik birimlere kanalize eden en önemli kurumlardan biridir. Yatırım şirketleri son dönemde büyük aşama kateden kurumsal yatırımcılardır. Yatırım fonlarının gelişmesinde, bireysel yatırımcılar kadar emeklilik fonlarının bir kısım fonlarını yatırım fonlarında değerlendirmesi de etkili olmuştur.

Yatırım şirketlerini farklı kılan en önemli faktör emeklilik fonlarının ve sigorta şirketlerinin kendi varlıklarını sermaye piyasası araçlarına yatırmaları, öte yandan yatırım fonlarının ise yatırımcı adına, yatırımcının fonlarını sermaye piyasalarında değerlendirmesidir. Bu çerçevede yatırım şirketlerinin karşılamaları gereken yükümlülükleri bulunmamaktadır. Yatırım şirketlerinin karları ve zararları aynen yatırımcılara yansıtılır.

Yatırım şirketleri içerisinde, yatırım fonları bireysel yatırımcılar tarafından en yaygın kullanılan araçlardan biridir. Yatırım fonları yatırımcılara likit bir yatırım aracı sunmakta ve kısa vadeden uzun vadeye yayılan çok sayıda yatırım seçeneği sunmaktadır.

Yatırım fonları bireysel yatırımcılar tarafından olduğu kadar, kurumsal yatırımcılar tarafından da kullanılmaktadır. Yatırım fonu endüstrisi ABD'de olgunlaşmış bir endüstridir. Öte yandan ABD'nin aksine Avrupa'da yatırım fonu endüstrisi daha parçalanmış durumdadır.

Gelişmiş ülkelerde demografik eğilimler ve değişen emeklilik uygulamaları çerçevesinde, bireylerin emeklilikleri sırasında kullanılabilir gelirlerine ilişkin sorumlulukları artmaktadır. Bu çerçevede bireysel yatırımcılar emekliliklerinde kullanabilecekleri gelir yaratma hedefine yönelik yatırım araçları arayışı içinde olacaktır.

Öte yandan yatırım fonu sektöründeki en son eğilimlerden biri de riskli fonlardan kaynaklanan rekabet nedeniyle, yatırım fonlarının rekabet amacıyla riskli fonlara benzer stratejiler izlemeye başlamalarıdır.

Ülkemizde de olduğu gibi, gelişmiş ülkelerde de yatırım fonları yatırımcılardan topladıkları fonları yöneterek yatırımcılar namına getiri elde etmeye çalışan kurumlardır. Genel olarak gelişmiş ülkelerde yatırım fonları dört sınıf altında toplanabilir: hisse senedi, tahvil, karışık ve para piyasası fonları. Bunlar içerisinde en popüler olanları hisse senedi fonları daha sonra da para piyasası fonlarıdır.

Yatırım fonları yatırım yaptıkları enstrümanlara göre sınıflandırılabilir gibi, yatırım stillerine göre de geçişken² yatırımcılar ve adanmış³ yatırımcılar olarak da sınıflandırılmaktadır. Gelişmekte olan ülkelere yatırım yapan fonlar açısından bakıldığında adanmış bir yatırımcı, belli bir endeksi örneğin JP Morgan'ın hesapladığı tahvil endeksi olan EMBI⁴ veya Morgan Stanley'in hesapladığı hisse senedi endeksi olan MSCI'yi⁵ referans olarak almaktadır. Geçişken yatırımcılar belli bir endeksi hedef almadan gelişmekte olan ülke menkul kıymetlerine de yatırım yapan daha fırsatçı yatırımcılardır. Geçişken yatırımcılar belli varlık gruplarına girip çıkabilirken, adanmış yatırımcılar tek bir varlık sınıfı içinde kalmaktadırlar.

Hisse senetlerine yatırım yapan geçişken yatırım fonları arasında global hisse senedi fonları⁶ ve uluslar arası⁷ hisse senedi fonları bulunmaktadır. Öte yandan adanmış

² crossover

³ dedicated

⁴ Emerging Markets Bond Index

⁵ Morgan Stanley Capital International

⁶ **Global equity funds:** ABD dahil tüm dünyadaki hisse senetlerine yatırım yapabilen fonlar.

⁷ **International equity funds:** ABD dışında dünyanın kalanındaki tüm hisse senetlerine yatırım yapabilen fonlar.

fonlara örnek olarak ise gelişmekte olan ülke fonları⁸ bulunmaktadır. Öte yandan bölgesel⁹ fonlar hem adanmış hem de geçişken fonların özelliklerini taşıyabilmektedir. Tahvillere yatırım yapan fonlarda geçişken fonlara örnek global tahvil fonları¹⁰ ve uluslararası tahvil fonlarıdır¹¹. Öte yandan adanmış tahvil fonlarına örnek ise gelişmekte olan ülke tahvil fonlarıdır¹².

Diğer taraftan gelişmekte olan ülkelerde son birkaç yıldır görülen iyileşme ve birçok gelişmekte olan ülkenin notunun yatırım yapılabilir seviyeye çıkmış olması nedeniyle, birçok geçişken yatırımcı portföylerinin daha büyük bir kısmını gelişmekte olan ülkelere ayırmaktadır. Bu kararın stratejik bir karar olması bu fonların gelişmekte olan ülkelere ayırdıkları fonların uzun vadeli olduğunu da göstermektedir.

Öte yandan yatırım fonlarının yatırım kararlarında yatırımcılar da etkili olmaktadır. Yatırım fonlarına kurumsal yatırımcıların yaptıkları yatırımlar daha istikrarlı iken, bireysel yatırımcılar daha volatil bir özellik göstermektedir. Bireysel yatırımcılar özellikle piyasadaki bir dalgalanma sırasında hızlı bir şekilde yatırım fonlarından çıkabilmektedir.

Örneğin Avrupalı kurumsal yatırımcıların büyük çoğunluğu bir ülke hakkındaki kanaatleri aşırı derece kötüleşmedikçe pozisyonlarında büyük bir değişiklik gerçekleştirmemektedirler.¹³ Ayrıca kurumsal yatırımcıların portföylerinin büyük olması ve gelişmekte olan ülke piyasalarının ise nispeten sığ olması ve işlem maliyetleri, aşırı alım satım yapılmasını engelleyen bir faktör olmaktadır.

Geçişken yatırımcıların gelişmekte olan ülkelere olan ilgisi artmakla birlikte bu yatırımcılar daha fırsatçı davrandıkları için daha volatil bir özellik sergilemektedirler.

⁸ **Emerging market funds:** temel olarak sadece gelişmekte olan ülkelerdeki hisse senetlerine yatırım yapan fonlar.

⁹ **Regional equity funds:** Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler dahil sadece dünyanın belli bir bölgesinde bulunan hisse senetlerine yatırım yapan fonlar.

¹⁰ **Global bond funds:** tüm dünyada tahvillere yatırım yapabilen ve portföyünün sadece yüzde 25'ine kadar ABD'deki şirketlerin menkul kıymetlerine yatırabilen fonlar.

¹¹ **International bond funds:** portföyünün en az üçte ikisini ABD dışında yatırmak zorunda olan fonlar.

¹² **Emerging market bond funds:** Sadece gelişmekte olan ülkelerin tahvillerine yatırım yapan fonlar.

¹³ Li lian Ong, Amadou Sy (2004)

Ancak son dönemde özellikle 2002'deki Brezilya krizinde, ülkeden çıkmayarak geçişken yatırımcılar son dönemde çok da volatil davranmadıklarını göstermişlerdir¹⁴.

2.2.1 Yatırım Şirketleri ve Gelişmekte Olan Ülkeler

Yatırım fonları gelişmiş ülkelerdeki bireysel yatırımcıların gelişmekte olan ülkelere yatırım yapabilmesinin en önemli aracı haline gelmiştir. Aktif olarak yönetilen fonlarda, fon yöneticisi portföyün yatırılacağı menkul kıymetleri seçerken, endeks fonlarında fon yöneticisi sadece belirli bir endeksi kopyalayan bir portföy oluşturmaya çalışır. ABD fonları gelişmekte olan ülke fonlarına yatırım yaparken tahvile kıyaslandığında hisse senetlerine daha çok yatırım gerçekleştirmektedir. Global fonlar olarak adlandırılan fonlar genellikle gelişmiş ülkelere yatırım yapmakta, gelişmekte olan ülkelere yapılan yatırım portföyün yüzde 10'unu geçmemektedir.¹⁵

Gelişmekte olan ülkelere yatırım yapan ilk fonlar 1980'li yıllarda "closed-end" olarak adlandırılan ve ülkemizdeki yatırım ortaklıklarına benzeyen fonlarla ortaya çıkmıştır. Bu fonların avantajı yatırımcıların satın aldıkları payları fona geri satamamaları olmuştur. Bu da bu dönemde gelişmekte olan ülkelerdeki piyasalar fazlaca likit olmadığı için uygun bir sistem olmuştur. Gelişmekte olan ülkelerdeki likidite arttıkça yatırım fonları ön plana çıkmaya başlamıştır. Yatırım fonları gelişmekte olan ülke menkul kıymetlerine, New York Borsası gibi gelişmiş ülke borsalarında işlem gören ADR'ları da satın alarak yatırım yapabilmektedir. Öte yandan yatırım fonlarına yatırım yapan yatırımcılar sadece bireysel yatırımcılar değildir. Örneğin emeklilik fonları gelişmekte olan ülkelere yatırım fonları aracılığı ile yatırım yapmayı tercih etmektedirler. 1990'lı yılların sonlarında emeklilik fonlarının portföylerinde gelişmekte olan ülke menkul kıymetlerinin yüzde 1.5-2 arasında olduğu tahmin edilmektedir.

Yatırım fonları bu çerçevede gelişmekte olan ülkelere yapılan yatırım açısından önemli bir rol oynamaktadır. Öte yandan yatırım fonlarının gelişmekte olan ülkelere gerçekleştirdikleri yatırımlarda her ülke aynı ağırlığı taşımamaktadır. Brezilya, Çin,

¹⁴ Li Iian Ong, Amadou Sy (2004)

¹⁵ Kaminsky, Lyons, Schmukler (2001)

Güney Kore, Malezya, Meksika ve Tayvan gibi ülkeler ön plana çıkabilmektedir. Örneğin en çok gelişme gösteren yatırım fonları Asya ve Güney Amerika fonları olmuştur¹⁶. Doğal olarak ülkeler arasındaki dağılımlar söz konusu ülkelerdeki ekonomik ve politik duruma göre de değişebilmektedir.

Emeklilik fonları, riskli fonlar ve sigorta şirketlerindeki aksine, yatırım fonlarının portföy kararlarına yöneticiler olduğu kadar yatırımcılar da katılmaktadır. Örneğin portföy yöneticisi gelişmekte olan ülkelere olan yapılan yatırım miktarını artırmak istese bile, yatırımcıların fon paylarını satarak çıkmaları, bu fonun portföyündeki gelişmekte olan ülke menkul kıymetlerini satmasına yol açabilmektedir. Yatırım fonları, bireysel yatırımcıların fondan çıkmalarına karşı nakit tutabilmektedir. Ancak tutulan nakitin portföye olan oranı arttıkça fonun getirisi düşmektedir. Bireysel yatırımcıların çıkışı fonun elindeki nakitin de tükenmesine yol açarsa, fon portföyünden menkul kıymet satmak zorunda kalmaktadır. Bireysel yatırımcıların sürü halinde davranabilmeleri piyasaları etkileyebilecek bir faktör olarak görülmektedir. Bu çerçevede yatırım fonlarına yatırım gerçekleştiren yatırımcıların kararları da krizler sırasında etkili olmaktadır.

Örneğin gelişmekte olan piyasalarda bir çalkantı olduğunda bireysel yatırımcılar bu ülkelere yatırım yapan fonlardan çıkabilmekte, bu doğrultuda likidite sağlamaya çalışan fonlar da portföylerindeki menkul kıymetleri satmak zorunda kalmakta, bu söz konusu gelişmekte olan ülke piyasalarındaki krizin derinleşmesine yol açabilmektedir.

Örneğin gelişmekte olan ülkelere yatırım yapan fonlara olan yatırımcı girişi Asya krizinden önce yükselmiş, 1997'de Tayland'ın devalüasyon gerçekleştirmesinden sonra yatırım fonlarından büyük çıkış yaşanmış ve bu 1998'de devam etmiştir¹⁷. Durum Rusya krizinde de devam etmiştir. Meksika krizi sırasında da yatırımcılar Güney Amerika fonlarından çıkmışlardır. Öte yandan bu kriz sırasında Asya fonlarından çıkış gözlenmemektedir.

Öte yandan yatırım fonu yöneticileri fona giren çıkan para miktarını kontrol edememekle birlikte, fondaki nakdin nasıl kullanılacağı ve portföyün yönetimine ilişkin

¹⁶ Kaminsky, Lyons, Schmukler (2001)

¹⁷ Kaminsky, Lyons, Schmukler (2001)

tüm kararları verebilmektedir. Birçok ülkeye yatırım yapan fonlarda hangi ülkeye ne kadar yatırım yapılacağına fon portföy yöneticisi karar vermektedir.

2.2.2 ABD’de Yatırım Şirketleri Sektörü

2004 yılı sonu itibariyle ABD’deki yatırım şirketlerinin yönettikleri toplam portföyün büyüklüğü 8.6 trilyon dolara ulaşmıştır. Bunun 8.1 trilyon dolarlık bölümü yatırım fonlarına aittir.¹⁸ ABD toplam 15,300 adet yatırım şirketi bulunmaktadır. Bunun 8,044 adedi yatırım fonudur. ABD’de yatırım şirketleri sektörüne giriş bariyerlerinin düşük tutulması neticesinde rekabet yüksektir. Yukarıda belirtilen tüm fonlar 600 adet Amerikalı ve yabancı finans kuruluşu tarafından sunulmaktadır.

ABD’de yatırım fonları sektörü sermaye piyasalarındaki en önemli yatırımcılardan biridir. Yatırım şirketleri 2004 yılı itibariyle Amerika’da tedavülde olan hisse senetlerinin dörtte birini ellerinde tutmaktadırlar. Öte yandan Amerikan yatırım fonları borçlanma piyasasında da en büyük yatırımcılardan biridir.

Bireysel yatırımcıların yatırım fonlarında bulunan 1.6 trilyon dolarlık yatırımları işyeri emeklilik planı¹⁹ dahilinde tutulmaktadır. Öte yandan bireysel yatırımcılar, işyeri emeklilik planlarına ek olarak emekliliğe yönelik yatırım fonlarına yatırım gerçekleştirmektedir.

Bireysel yatırımcılar doğrudan veya dolaylı olarak yatırım fonları varlıklarının yüzde 90’ına sahiptirler. Geri kalanı ise şirketler, belediyeler, eyalet hükümetleri ve diğer kurumsal yatırımcılara aittir. ABD’de 2004 itibariyle 92 milyon kişinin yatırım fonlarında yatırımı bulunmaktadır.

Bireysel yatırımcıların büyük bir çoğunluğu yatırım fonlarına emeklilik planları çerçevesinde yatırım yapmaktadır. 2004 sonu itibariyle yatırım fonlarındaki 3.1 trilyon dolarlık yatırım, emeklilik planları çerçevesinde gerçekleştirilmiştir. Bu da 12.9 trilyon dolarlık emeklilik sektörünün yüzde 24’üne denk gelmektedir. Emeklilik piyasasında geriye kalan 9.8 trilyon dolarlık fon ise emeklilik fonları, sigorta şirketleri, bankalar ve

¹⁸ Tüm dünya çapında ise yatırım fonlarının büyüklüğü 16 trilyon dolardır. Bunun 8.1 trilyon doları ABD’de, 5.6 trilyon doları Avrupa’da 1.6 trilyon doları ise Asya-Pasifik bölgesindeki kurulu fonlardır.

¹⁹ Örneğin 401(k) planı dahilinde.

aracı kurumlar tarafından yönetilmektedir. Emeklilik nedeniyle yatırım fonlarına yapılan 3.1 trilyon dolarlık yatırım, toplam varlıklarının yüzde 38'ine denk gelmektedir. Yatırım fonlarına emekliliğe yönelik yapılan yatırımlar IRA²⁰ ve 401(k) planları gibi şirketlerin çalışanları için yürüttükleri tanımlanmış katkı payı sistemi çerçevesinde gerçekleştirilmektedir. Her iki emeklilik planı çerçevesinde yapılan yatırımların miktarı birbirine yakındır. 2004 yılı itibariyle şirketlerin sponsor olduğu planlar çerçevesinde yatırım fonlarına yapılan yatırımlar 1.566 milyar dolar iken, IRA çerçevesinde yapılan yatırımlar ise 1.487 milyar dolardır. IRA piyasasında yatırım fonlarının payı 2004'te yüzde 43'e yükselmiştir. Yatırım fonlarının şirketlerin sponsor olduğu emeklilik planları piyasasındaki payı ise yüzde 50'ye yükselmiştir. Emeklilik çerçevesinde yatırım fonlarında tutulan 3.1 trilyon dolarlık fonların yüzde 70'i hisse senetlerine yatırılmıştır. Hisse senetlerine yatırılan toplam miktarın yüzde 16'sı ise yabancı hisse senetlerine yatırılmıştır.

ABD'de yatırım fonlarının ağırlığı hisse senedi fonlarındadır. Hisse senedi fonlarından sonra ikinci en büyük grup para piyasası fonlarıdır. Hisse senedi fonlarının 2004 yılında toplam yatırım fonlarının net varlıkları içindeki payı yüzde 54, para piyasası fonlarının yüzde 24, tahvil fonlarının payı yüzde 16 ve karışık fonların payı ise yüzde 6'dır. Toplam 4,384 milyar büyüklüğündeki hisse senedi fonlarının 689 milyar dolarlık bölümü ABD dışında yatırım yapan fonlardır. 1.290 milyar dolarlık tahvil fonlarının ise 37 milyar dolarlık kısmı ABD dışında yatırım yapmaktadır.

2.3 Emeklilik Fonları

Emeklilik fonları sponsor şirketler adına veya katılımcılar adına, bunlardan topladığı fonları katılımcı lehine emeklilikte kullanılmak üzere piyasalarda değerlendirmeyi hedefleyen kurumlardır. Bu çerçevede emeklilik fonları, çalışanlarından ve sponsorlardan çalışanların çalışma hayatları süresindeki topladıkları fonları piyasalardaki menkul kıymetlere yatırarak, çalışanlara emeklilik hayatları süresince gelir sağlamaya çalışırlar. Emeklilik fonları kamuya ait emeklilik sisteminden ayrıdır²¹.

²⁰ Individual Retirement Accounts.

²¹ ABD'de emeklilik sistemi 3 temel üzerine oturmuştur. Birincisi kamuya ait olan emeklilik sistemi, diğeri özel sektöre ait ve çalışanlardan kesilen ödentilerle oluşturulan emeklilik fonları. Üçüncüsü ise ABD'de IRA olarak bilinen ve vergisel açıdan özel konumu bulunan bireysel emeklilik hesapları. Zorunlu olmayan ve

Emeklilik fonlarından emeklilikten önce fon çekilmesi yasaklandığı için veya kısıtlandığı için emeklilik fonları uzun vadeli yatırımcılardır. Emeklilik fonları genellikle şirketler, kamu teşekkülleri veya endüstri grupları tarafından sponsor edilirler.

OECD ülkelerinin çoğunda, kamunun üzerinde aşırı bir sosyal güvenlik yükü oluşturmamaya yönelik olarak özel emekliliği teşvik eden bir trend bulunmaktadır. Buna ek olarak şirketlerin çalışanları için oluşturdukları ve emekli olduğunda belli bir ödemeyi garanti eden planlardan da uzaklaşma bulunmaktadır. Bunun yerine katılımcıların fonlarının piyasalarda değerlendirildiği türde planlara kayış eğilimi bulunmaktadır.

Buna göre hane halkı emekliliklerindeki gelirleri açısından ne kadar yaşayacaklarına bağlı olarak daha büyük bir risk almaları gerekmektedir. Bunun faydası risklerin finans kurumlarının üzerinden alınarak bireylere transfer edilmesidir. Bunun sistemik açıdan faydası aşikârdır. Finans kurumlarının ve şirketlerin ve bu doğrultuda finans piyasalarının riskleri azalmaktadır. Ancak bireylerin emekliliğe yönelik riskleri ise artmaktadır. Bireyler emekliliğe yönelik fonlarının yeterli olup olmayacağını iyi hesaplamak durumundadırlar. Öte yandan hane halkının finans konusundaki okuryazarlığı çok güçlü olmamasına rağmen, mali net varlıklarının miktarı son 10 yılda önemli ölçüde arttığından, mali şoklara olan dayanıklılıkları artmıştır. Ancak hane halkı özellikle de emeklilik gelirlerine ilişkin olanlar dahil, riskleri taşımakta çok da yeterli değildirler. Bir büyük risk, ABD’de yakında emekli olacak olan bir kuşağın, emekliliklerine yönelik gelir sağlamak amacıyla büyük miktarda fon satmaları durumudur.

Emeklilik fonları tanımlanmış katkı payı²², tanımlanmış ödeme miktarı²³ olmak üzere iki değişik kategoriye ayrılmaktadırlar. Tanımlanmış katkı payı sistemlerinde,

şirketler tarafından çalışanlarına önerilen emeklilik sisteminde iki çeşit sistem bulunmaktadır: tanımlanmış ödeme ve tanımlanmış katkı sistemleri. Tanımlanmış ödeme sistemlerinde sistem çalışanlarına emekli olduklarında belli bir ödeme yapmayı garanti etmektedir. Bu çerçevede şirket gelecekte yapılacak ödemeler açısından belirli bir risk üstlenmektedir. Toplanan fonlar nemalandırıldıktan sonra ödemeleri gerçekleştirmeye yetişmezse şirket eksik kalan kısmı tamamlamayı taahhüt etmektedir. Ancak şirketler de kendilerini bu riske karşı koruma altına almışlardır. Şirketleri tanımlanmış ödeme emeklilik sistemlerinde toplanan fonların yetmemesi riskine karşı Pension Benefit Guaranty Corporation (PBCG) sigorta etmektedir. Söz konusu şirkete ABD hükümetinin bir katkısı yoktur. Ancak PBCG’nin durumun son dönemde kötüleşmesi üzerine Bush Yönetimi bazı önlemler almıştır. Tanımlanmış katkı sistemlerinde ise çalışanların çalışırken yaptıkları katkı miktarları belli olup, emeklilikte ödenecek miktarlar, fonların yıllar içindeki nemalandırılmasına bağlı olmaktadır.

²² Defined contribution.

kişilerin yapacağı sabit ödemeler önceden belli olup, kişinin emeklilikte eline geçecek miktar ise önceden belli olmayıp tamamen portföyün getirisine bağlıdır. Bu çerçevede sponsor firma açısından riskler çok küçüktür. Portföyün oluşturulmasında sponsor firma ve portföy yöneticileri etkili olmaktadır. Ancak emeklilerin portföyün yöneticileri ve sponsor aleyhine kötü performans nedeniyle dava açma riski bulunmaktadır. Ancak emekliliğe yönelik fonların nasıl kullanılacağına bizzat çalışanlar da yatırım fonu seçimi yoluyla karar verici olabilmektedir²⁴. Sponsor açısından tek risk olarak katkı paylarının toplanması kalmaktadır.

Öte yandan tanımlanmış ödeme miktarı sistemlerinde ise, kişilere emeklilikte yapılacak olan ödemeler emekli olacağı tarihteki maaşının belirli bir oranına göre veya yıllar içindeki maaş ortalamasının belirli bir oranında taahhüt edilmekte; bu fonun yöneticileri ve sponsorları açısından büyük riskler yaratmaktadır. Bu açıdan sponsor açısından emeklilik fonundan kaynaklanan yükümlülükler bir borç gibidir. Bu çerçevede tanımlanmış ödeme sistemleri hayat sigortasına daha yakın bir yükümlülük yapısı çizmektedir. Öte yandan tanımlanmış katkı payı sistemleri ise yatırım fonlarına benzemektedir. Ancak hayat sigortası şirketleri tanımlanmış ödeme emeklilik fonlarına kıyasla daha değişik yatırım araçları sattıklarından risklerini daha rahat dağıtabilmektedirler. Öte yandan hayat sigortası şirketleri piyasada birbirleriyle rekabet ettiklerinden düşük prim önerme riski ile karşı karşıyadırlar. Bu çerçevede sigorta şirketleri prim hesabında hata yapabilirler. Bu risk emeklilik fonlarında yoktur. Öte yandan emeklilik şirketleri sigorta şirketlerine göre yatırım kararlarında sosyal baskılara daha açıktırlar.

Son dönemde gelişmiş ülkelerde şirketler risklerini azaltmak istedikleri için tanımlanmış katkı payı sistemleri yaygınlaşmaktadır. Özel emeklilik sistemlerini yeni kuran ülkeler de²⁵ tanımlanmış katkı sistemini seçmektedirler.

Öte yandan bir emeklilik fonunun yeni veya eski olması da önem taşımaktadır. Örneğin kapanmakta olan bir fonun yapacağı ödemeler yakın olduğu için kısa vadeli

²³ Defined benefit.

²⁴ ABD'deki 401(k) planları.

²⁵ Macaristan, İtalya, Meksika, Polonya, Portekiz, İspanya.

araçlara yatırım yapması daha uygun olacaktır. Tanımlanmış ödeme sisteminden tanımlanmış katkı sistemine geçişe rağmen, ABD’de özellikle eski şirketlerin emeklilik planları tanımlanmış ödeme sistemine dayanmaktadır. Almanya ve Hollanda gibi ülkelerde de tanımlanmış ödeme sistemleri ağırlıktadır. ABD’deki şirketlerin çoğunun tanımlanmış ödeme sistemine dayalı emeklilik fonlarının yükümlülüklerini karşılayamadıkları belirtilmektedir.²⁶

Emeklilik fonlarının yatırım yaparken gözettikleri kıstaslarda finansal olmayanlar da vardır. Örneğin bazı fonlar bazı sosyal kıstaslar²⁷ da gözetebilmektedirler. Öte yandan bazı kamusal kaynaklı emeklilik fonları yerel altyapı projelerine yatırım yapma yönünde baskılarla karşılaşabilmektedirler. Ancak bu emeklilik fonlarının yatırımları ve yükümlülükleri arasındaki denge açısından bozucu etki yaratabilmektedir.

2.3.1 Emeklilik Fonlarının Yatırımlarına İlişkin OECD Ülkelerindeki Düzenlemeler

OECD ülkelerinde emeklilik fonları hayat sigortası şirketlerine göre daha az yatırım kısıtlamasına tabidir. Ancak yine de bazı kısıtlamalar getirilmiştir. Almanya’da bir kısım²⁸ emeklilik fonlarına hiçbir sayısal yatırım kısıtlaması getirilmezken diğer bir kısmı için²⁹ hisse senetlerine en fazla yüzde 50 yatırım yapma tahvillere en fazla yüzde 50, emlake ise yüzde 25’e kadar yatırım yapma kısıtlaması getirilmiştir³⁰. İtalya’da ise menkul kıymetlere yatırım kısıtlaması bulunmamakla birlikte gayrimenkule yatırım izni verilmemiştir. Hollanda’da ve Japonya’da, ABD’de ve İngiltere’de emeklilik fonlarına hiçbir sayısal yatırım kısıtlaması getirilmemiştir.

2.3.2 Emeklilik Fonları ve Gelişmekte Olan Ülkeler

Emeklilik fonlarının gelişmekte olan ülkelere ilgisi artmakla birlikte yapılan yatırım bunların portföylerine oranla hala küçük boyutlardadır. Örneğin ABD’de büyük emeklilik şirketlerinin gelişmekte olan ülkelerin tahvillerine yatırım yapmadığı

²⁶ OECD (2005)

²⁷ Socially responsible investing.

²⁸ Pensionsfonds.

²⁹ Penionskassen.

³⁰ OECD (2005).

belirtilmektedir. Ayrıca gelişmekte olan ülkelere yapılan yatırım bu fonların portföylerinin yüzde 1'i olarak tahmin edilmektedir.³¹ Japonya'da ise emeklilik fonları yurtdışında sadece gelişmiş ülkelere yapılan yatırımlara yatırım yapabilmektedir. İngiltere'de gelişmekte olan ülkelerin menkul kıymetlerine yapılan yatırım bu fonların portföylerinin çok küçük bir kısmını oluşturmaktadır.

Emeklilik fonlarının gelişmekte olan ülkelere yatırım yapmamasında mevzuat önemli bir engel olarak görülmemektedir. Birçok ülkede yabancı varlıklara yapılabilecek yatırımlar açısından limitler bulunmakla birlikte, mevcut yatırım bu limitlerin altındadır. Emeklilik fonları hala gelişmekte olan ülkelere biraz çekingen davranmaktadırlar. Bunda da emeklilik fonlarının genel olarak daha muhafazakâr yapısı ve geçmişte yaşanan gelişmekte olan ülke krizleri rol oynamaktadır. Öte yandan bunun dışında bazı emeklilik fonlarının gelişmekte olan ülkelere yatırım yaparken ekonomik kriterler koyması da, bu fonların gelişmekte olan ülkelere olan pozisyonunu biraz daha kısıtlayan bir faktör olmaktadır³².

Son dönemde emeklilik fonları portföylerinin getirilerini artırmak için alternatif finansman araçları ile ilgilenmeye başlamışlardır. Bu çerçevede bazı emeklilik fonları değerlendirmek üzere fonlarının bir kısmını riskli fonların yönetimine vermektedirler. Ancak hala alternatif finansman araçlarına yatırılan fonlar emeklilik fonlarının portföylerinin çok küçük bir kısmını oluşturmaktadır.

2.4 Sigorta Şirketleri

Hayat sigortası şirketleri uzun vadeli tasarruf amaçlı kurumsal yatırımcılardır. Bu çerçevede uzun vadeli perspektifleri açısından finans piyasaları açısından istikrar sağlayıcı kurumlardır. Hayat sigortası şirketlerinin varlıkları genelde kaza sigortası ve reasürans şirketlerine göre daha büyüktür. Hayat sigortası şirketleri ile kaza ve mülk sigortası şirketlerinin yükümlülük yapıları değişiktir. Hayat sigortası şirketlerinin yükümlülükleri uzun vadedir. Kaza ve mülk sigortası şirketlerinin yükümlülükleri ise olabilecek bir olaya

³¹ Financial Stability Report IMF,2002.

³² Örneğin Calpers'in yatırım yapılabilir ülkeler listesi bulunmaktadır. Bu liste belirlenirken sermaye piyasasının işleyişine ilişkin likidite, kurumsal yönetim gibi teknik konular göz önüne alınmakla birlikte politik istikrar, şeffaflık, istihdam piyasasındaki uygulamalar gibi faktörler de göz önüne alınmaktadır.

bağlı olduğundan belirsizdir. Bunlar olabilecek bir kaza veya felaketi topladıkları primlerle ödemeye çalışırlar. Bu çerçevede kaza ve mülk sigortası şirketleri, portföylerinde büyük ölçüde kısa vadeli yatırımlar ve bir miktar da hisse senedi bulundurmaktadırlar.

Öte yandan hayat sigortası şirketlerinde, kişilerin ölmeleri durumunda bir ödeme yapılacağı için ortalama ömür tabloları gibi hesaplamalar önem taşımaktadır. Bu çerçevede bir poliçe sahibine ne kadar ödeme yapılacağı hesaplanmaya çalışılır. Vefat tahminlerinin doğruluğu ve portföyden elde edilecek getiriler en önemli risk unsurlarıdır.

Hayat sigortası şirketlerinin değişik poliçeleri ve yükümlülükleri bulunmaktadır. Bunlardan ilki poliçe sahibinin ölümü durumunda yakınlarına toplu para verilmesi, veya bu dahil olmak üzere ayrıca birikim de içeren poliçeler veya poliçe sahibine belli bir tarihten sonra sabit ödemeler³³ ödemeyi taahhüt eden poliçeler. Ancak sigorta şirketleri artan ölçüde değişken poliçeler de satmaktadırlar. Değişken poliçelerde örneğin ileride yapılacak sabit ödemelerin miktarı belli olmamaktadır.

Sigorta şirketlerinin yatırım kararlarının yükümlülükleri ile önemli bir bağlantısı bulunmaktadır. Birçok sigorta şirketinin yükümlülükleri sabit ödemeli olduğu için, sigorta şirketleri de portföylerinin önemli bir bölümünü sabit getirili kıymetlere yatırmaktadırlar³⁴. Örneğin sigorta şirketlerinin yükümlülüklerine uyacak varlıklara yatırım yapması gerekliliği, bu şirketlerin fonlarını yabancı menkul kıymetlere yatırmasını da ayrıca sınırlayan bir faktördür. Öte yandan uluslar arası çalışan sigorta şirketlerinin diğer ülkelerde de sigorta işi yapmakta olması, uluslar arası sigorta şirketlerinin yabancı menkul kıymetlere daha çok yatırım yapma gereğini ortaya çıkarmaktadır. Sigorta şirketleri yabancı bir ülkede poliçe satıyorsa bu yükümlülüğe karşılık olarak bu ülkenin menkul kıymetlerine yatırım yapmaktadır. Sigorta şirketlerinin varlıklarının yükümlülüklerinden fazla olması şirketin varlığını sürdürmesi açısından büyük önem taşımaktadır.

Orta ve küçük ölçekli sigorta şirketleri başka ülkelerde satışı olmadığı için gelişmekte olan ülkelere yapılan yatırımı sadece toplam portföylerinin getirisini artırmak

³³ Annuity.

³⁴ Ancak değişik ülkelerde farklı uygulamalar olabilmektedir. Örneğin ABD ve Japonya'daki sigorta şirketleri sabit getirili menkul kıymetleri tercih ederken, İngiltere'de hisse senetlerini, Kıta Avrupası'nda ise ikisinin bir karışımını tercih etmektedirler.

için kullanılmaktadırlar. Büyük sigorta şirketleriyle karşılaştırıldığında, orta ve küçük ölçekli olanlar yükümlülüklerini karşılamak için değil de sadece getiriye artırmak için gelişmekte olan ülkelere yatırım yaptıklarından, bunlar daha oynak bir yatırımcı grubudur. Sigorta şirketleri yatırım kararlarını genelde kendi şirketleri içinde oluşturmaktadırlar. Sigorta şirketlerinin yatırım yapmalarının önündeki bir engel de bu şirketlerin kendi derecelendirme notlarıdır.

Öte yandan Avrupa'daki hayat şirketlerinin bir özelliği bunların poliçe sahiplerine asgari bir getiriye garanti etmeleridir. Bu çerçevede 2000'li yılların başında borsalarda yaşanan düşüş, Arjantin krizi ve tahvil faizlerinin son yıllarda çok düşük seyretmesi Avrupalı hayat sigortası şirketlerinin bilançolarını olumsuz etkilemiştir. Bu çerçevede bu şirketler olabildiğince riskten kaçınmaktadır. Sadece getirilerini artırmak için gelişmekte olan ülkelere yatırım yapan sigorta şirketlerinin bir kısmı yapılandırılmış ürünlere³⁵ yönelmiştir.

2.5 Riskli Fonlar (Hedge Funds)

Bu raporda *riskli fonlar* olarak adlandırılacak olan “hedge funds”³⁶ yatırım fonlarından daha farklı bir fondur³⁷. Riskli fonlar herhangi mevzuata tabi olmayan veya esnek ve ayrıntılı olmayan bir mevzuata tabi olan, yüksek getiri elde etmek için aktif şekilde her türlü yatırım stratejisini esnek şekilde uygulayabilen ve kaldıraç kullanabilen fonlardır. Hedge Fund genel olarak kullanılan bir terim olmakla birlikte, Avrupa Birliği Komplike Alternatif Yatırım Araçları (Sophisticated Alternative Investment Vehicles) terimini kullanmıştır. Riskli fonlar piyasalarda uzun pozisyon alabildiği gibi kısa pozisyonlara da girebilmekte, arbitraj gerçekleştirebilmekte, riskli risksiz her türlü menkul

³⁵ Structured products.

³⁶ Hedge Fund genel olarak kullanılan bir terim olmakla birlikte, Avrupa Birliği Komplike Alternatif Yatırım Araçları (Sophisticated Alternative Investment Vehicles) terimini kullanmıştır. Basel Committee ve FSF ise “Highly Leveraged Institutions” terimini kullanmaktadır.

³⁷ “Hedge Fund” olarak adlandırılan fonlar, finans piyasalarında kendini koruma anlamına gelen “hedge” kelimesi kullanılarak tanımlanmışlardır. Ancak bu tanımlama, bu tip fonların ilk öncülerine ait olduğundan ve bu tip fonların kullandıkları yatırım stratejileri çok değiştiğinden çok anlamlı gözükmemektedir. Ancak bu tanım uluslararası piyasalarda kabul görmüş terminolojidir. Öte yandan genellikle resmi olan birçok uluslararası kuruluş bu fonları “yüksek derecede kaldıraç kullanan fonlar” olarak tanımlamışlardır. Türkçeye çeviride bu tanımlamanın kullanılması daha uygun olabilirdi. Ancak daha kolay bir ifade olan “riskli fonlar” tanımının kullanılması daha doğru bulunmuştur.

kıymete ve vadeli işlem araçlarına yatırım yapabilmekte ve piyasadaki fırsat olarak gördüğü her türlü yatırım aracına yatırım yapabilmektedir. Riskli fonlar bir grup olarak değerlendirilmekle birlikte, birbirlerinden oldukça farklı yatırım stratejileri izleyebilmektedirler.

Riskli fonları diğer kurumsal yatırımcılardan ayıran özellikleri şöyle sıralayabiliriz:

- Belli bir endeksi hedef almadan yüksek getiri sağlamayı hedeflerler,
- Çok çeşitli piyasalarda ve çok değişik türde yatırım tekniği kullanabilirler. Buna açığa satış, borçlanmak ve vadeli işlemler dahildir.
- Yönetim ücretinin yanında, performansa dayalı olarak yüzde 15-20 arasında bir performans ücreti de alınır. Riskli fon yöneticilerinin performansa dayalı bir ücret almaları için belli bir oranın üzerinde getiri sağlamaları gerekir.
- Genellikle gevşek mevzuata sahip offshore merkezler seçilir, ancak gelişmiş ülkelerde de faaliyet gösterirler
- Özel ortaklık şeklinde kurulurlar ve genellikle yöneticiler büyük ortaktır.
- Kurumsal yatırımcılar veya zengin bireysel yatırımcılar riskli fonlara yatırım yaparlar. Genel kamuya yatırım yapması için çağrı yapılmaz.
- Offshore merkezlerde işlem gerçekleştirenler mevzuata tabi değildir veya minimum derecede bir mevzuata tabidir. Gelişmiş ülkelerde hafif olarak tanımlanacak düzeyde düzenlemeye tabidirler.
- Yatırım fonları ile karşılaştırıldığında çok kısıtlı bir şekilde veya isteğe dayalı olarak kamuyu aydınlatırlar.

Riskli fonlar temelde 14 farklı değişik yatırım stratejisi izleyebilmektedir. Her bir yatırım stratejisinin risk getiri profili değişiktir. Bu riskli fonların getirileri, volatiliteleri ve riskleri fondan fona çok büyük farklılıklar göstermektedir. Bazı fonlar düşük riskle çalışmakla birlikte bazı fonlar yatırım fonlarına göre daha büyük risklere girmektedirler.

Emeklilik fonları, yardım sandıkları, sigorta şirketleri, bankalar ve zengin bireyler riskli fonlara yatırım gerçekleştirmektedirler. Ancak son dönemde riskli fonlara yatırım

yapan yatırım fonları çıktığı için küçük yatırımcılar da dolaylı olarak bu fonlara yatırım yapma imkanına kavuşmuşlardır.

Riskli fon yöneticileri genellikle uzman oldukları yatırım alanına konsantre olarak bu alanda yatırım yapmayı tercih etmektedirler. Öte yandan riskli fon yöneticilerinin ücretlerinin performansına bağlı olması, bu endüstriye rekabetçi ve başarılı yöneticileri çekmektedir. Ayrıca bazı fon yöneticileri kendi birikimlerini de yönettikleri fona yatırabilmektedirler. Tüm bunlar fon yöneticilerinin başarılı olmaya teşvik eden unsurlardır.

Riskli fon endüstrisinin büyüklüğünün şu anda 1 trilyon doları geçtiği tahmin edilmekle birlikte hala dünyada yönetilen fonlar içindeki payı çok küçüktür. Sektörde faaliyet gösteren riskli fon sayısı ise 8350 adettir.

Riskli fonlar mevzuatın elverişli olması ve vergi teşvikleri nedeniyle off-shore merkezleri seçmektedirler. Çoğu riskli fonun portföyü küçük olup, yönettikleri portföyün büyüklüğü 100 milyon doların altındadır. Avrupa Birliği'nde kurulan veya işlem yapan riskli fonlar genellikle Lüksemburg ve İrlanda'da kurulmakta olup, yöneticileri Londra'dan işlem gerçekleştirmektedir.

Riskli fonların finansal istikrarsızlığa yol açtığı görüşü genelde dile getirilse de, bu üzerinde uzlaşmış bir konu değildir.

Finansal İstikrar Forumu (Financial Stability Forum, FSF), Asya krizlerinden ve Long Term Capital Management adlı kuruluşun batmasından sonra, 2000 yılının Mart ayında riskli fonlardan kaynaklanan risklere yönelik olarak bazı tavsiyeler yayınlamıştır. Raporda düzenlemeye tabi olmayan bir endüstri olan riskli fonların bir düzenlemeye tabi tutulması önerilmemiştir. Ancak riskli fonlarla çalışan kuruluşlara yönelik tavsiyelerde bulunulmuştur. FSF 2001'in Martında çalışmaları gözden geçirmiş ve 2002 Martında tekrar bir değerlendirmede bulunmuştur. FSF raporunda, büyük fonların sayısının azaldığı, riskli fonlara yatırım yapan yatırım fonlarının sayısının arttığı, riskli fonların çoğunlukla ABD ve İngiltere'de faaliyet göstermekle birlikte, Avrupa'da ve daha az oranda Asya'da faaliyet gösteren fonların da arttığına dikkat çekilmiştir. Raporda riskli fon yöneticilerinin fonların belli bir büyüklüğün üzerine çıkmasını bilerek engellediğine, bunda da fon

büyükliğünün azalan getirilere yol açmasının ve riskli fonların işlem gerçekleştirdikleri bazı piyasalardaki likiditenin az olmasının rol oynadığına dikkat çekilmiştir. FSF'in 2002 raporunda son dönemde riskli fonların, piyasaların işleyişine riske edecek şekilde agresif işlem gerçekleştirdiklerine ve büyük pozisyonlar aldıklarına ilişkin bir bilgi olmadığına ve riskli fonların boyutlarının küçülmesinin ve gelişmekte olan ülkeler arasında ayırım yapmasının endişelerin azalmasına katkıda bulunduğu dikkat çekilmiştir.

Öte yandan riskli fonların risklerinden söz edilmekle birlikte, bu fonların piyasalara büyük katkıları da olmaktadır. Agresif oyuncular oldukları için piyasa katılımcılarındaki genel görüşün aksine pozisyonlar alarak piyasadaki likiditeye katkıda bulunmaktadırlar. Bu çerçevede piyasada alternatif pozisyonların oluşmasını sağlayarak bir ölçüde de yoğunlaşma riskini azaltmaktadırlar. Bu çerçevede riskli fonların piyasaları tamamlayıcı özellikleri vardır. Riskli fonlar ayrıca nispeten daha az gelişmiş ve daha az likit olan gelişmekte olan ülkelere yatırım yaparak, bu ülkelerin sermaye piyasalarına da katkıları olduğu söylenebilir. Riskli fonların yarattığı ek likidite daha muhafazakâr yabancı yatırımcıları da çeken bir unsur olabilir.

Ancak geçmişte riskli fonlar global piyasalar açısından risk de oluşturmuştur. 1998'de meydana gelen LTCM (Long Term Capital Management) olayı³⁸, piyasaların riskli fonların hareketlerinden olumsuz da etkilenebildiğine işaret etmektedir.

³⁸ 1994 yılında Salomon Brothers adlı uluslararası yatırım bankasının ünlü tahvil uzmanı John Meriwether, hem ünlü akademisyenlerden (Myron Scholes, Robert Merton) hem de ünlü piyasa uzmanlarından oluşan Long-Term Capital Management adlı riskli fonu kurmuşlardır. Kurumsal yatırımcılar ve zengin bireysel yatırımcılar bu fonun ilk yatırımcıları olarak başta 1.3 milyar dolar yatırmışlardır. Ancak 1998 yılının Eylül ayına gelindiğinde, LTCM yatırımcıların yatırdıkları fonların büyük bir kısmını yitirerek iflasın eşiğine gelmiştir. Global finans sisteminde bir kriz oluşmasını engellemek isteyen ABD Merkez Bankası en büyük Amerikan yatırım bankalarından ve ticaret bankalarından 3.5 milyar dolarlık bir kurtarma paketi organize etmiştir. Bunun karşılığında bankalar LTCM'nin yüzde 90'ına sahip olmuşlardır.

LTCM'nin ana işlem stratejisi birbirine yakın olan fakat, fiyatları arasında küçük farklılıklar olan menkul kıymetlerin alım satımından kazanç elde etmek olmuştur. Fon ucuz olanlarda uzun pozisyon alıyor, pahalı olanlarda da kısa pozisyon alıyordu. Fon hem ABD, Japonya ve Avrupa ülkelerinin tahvillerinde, hem de gelişmekte olan ülke tahvillerinde işlem gerçekleştiriyordu. Birbirine benzer menkul kıymetler arasındaki fiyat farklılıkları az olduğundan fon çok büyük meblağlarla işlem gerçekleştiriyordu. LTCM bunu da borçlanarak yapıyordu. 1998 yılının başında fonun özkaynakları 5 milyar dolarken, borcu 125 milyar dolardı. LTCM yetkilileri kompleks bilgisayar modellerine dayanarak, uzun ve kısa pozisyonların birbiriyle yüksek derecede korele olduğunu bu çerçevede de riskin az olduğunu savunuyordu.

1998'in başında LTCM'nin portföyü 100 milyar doların üzerinde, ancak net portföy değeri 4 milyar dolardı. Fonun "swap" pozisyonları global finans piyasalarının yüzde 5'ine denk gelen 1.25 trilyon dolara ulaşmıştı.

Peki, riskli fonlar krize nasıl yol açabilir. Burada LTCM’de de olduğu gibi riskli fonların ticari bankalardan kredi alarak portföylerinin getirilerini artırmaya çalışmaları önemli bir rol oynuyor. Bu çerçevede bankaların riskli fonlara yönelik pozisyonlarını yakından takip etmeleri gerekiyor. Öte yandan riskli fonlar kendileri gibi olan fonlar ve diğer yatırımcılarla aynı tip pozisyonları taşıyorlar. Riskli fonların genelde kaldıraçlı pozisyona sahip olmaları nedeniyle, ellerinde tuttıkları menkul değerlerin fiyatının düşmesi durumunda satışa geçmelerine yol açarak, söz konusu menkul kıymetlerin değerinin daha da düşmesine yol açmaktadır. Bu da diğer piyasa katılımcılarının da zarar etmesine yol açmaktadır. Tabii ki en büyük zarar bir veya daha fazla riskli fonun piyasada yol açtığı kriz piyasalarda genel psikolojiyi olumsuz etkilerse, tüm yatırımcılar riskli pozisyonlardan çıkarak, en az riskli Amerikan Hazinesi gibi menkul kıymetlere yönelmesine yol açarak, birçok piyasada likiditenin yok olmasına yol açmaktadır.

2.5.1 Riskli Fonların Yatırım Stratejileri

Riskli fonlar genellikle yatırım stratejileri ile adlandırılmaktadırlar. Temel olarak riskli fonlar 4 gruba ayrılmaktadır: *Piyasanın yönünü tahmin eden (directional) fonlar*. Bu fonlar genellikle piyasadaki hareketlerin yönünü tahmin etmeye çalışmakta ve yüksek kaldıraç kullanarak ve yüksek risk alarak yüksek getiri elde etmeye çalışan fonlardır. Örneğin *Makro fonlar* olarak adlandırılan riskli fonlar bu kategoriye girmektedir. Bu fonlar genelden-özele (top-down approach) yöntemini kullanarak büyük ekonomik eğilimlerden kar elde etmeye çalışırlar. Gelişmekte olan ülkelere yatırım yapan ve bölgesel yaklaşımı olan diğer *piyasanın yönüne yönelik* fonlar ise genelde özelden-genele yaklaşımını (bottom-up approach) benimserler. Bu fonlar belli piyasalarda özelleşerek gelişmekte olan ülkelerdeki fiyat verimsizliklerinden faydalanmaya çalışırlar. Öte yandan

LTCM ipoteğe dayalı menkul kıymetlerde ve aynı zamanda Rusya gibi gelişmekte olan ülkelerin menkul kıymetlerinde aktifti.

17 Ağustos’ta Rusya rubleyi devalüe ederek 13.5 milyar dolarlık hazine tahviline ilişkin olarak moratoryum ilan etti. Bunun üzerine uluslararası yatırımcılar riskli menkul kıymetlerden en sağlam gözüken enstrümanlara kaymaya başladılar. Bu da bir likidite krizi yaratarak LTCM’nin de batışını başlatmış oldu. LTCM, batmasından korkan bankaların da katkısıyla 22 Eylül’e kadar batmadan idare etmekle birlikte ve özel şirketlerin kurtarma paketlerini reddetmiş, ancak global piyasalarda sistemik bir riskin oluşmasından endişe eden ABD Merkez Bankası özel sektörün fonlarıyla bir kurtarma paketi organize etmiştir. LTCM krizi bir çok bankanın büyük zararlar yazmasına yol açmıştır.

piyasanın yönüne duysız (Market neutral) olan fonlar ise genel piyasa hareketlerini tahmin etmek yerine ve hatta böyle hareketlere maruz kalmaktan kaçınacak şekilde, piyasalardaki arbitraj fırsatlarından, mukayeseli fiyatlardan faydalanmaya çalışırlar. Bu fonlar arbitraj fonları olarak da adlandırılmaktadırlar. Ancak bu fonlar her zaman arbitrajı kullanmadıklarından, belli bir risk de almaktadırlar. Öte yandan bu tip fonlar özellikle tahvil piyasalarında işlem yaptıklarından ve küçük fiyat hareketliliklerinden kar elde etmeye çalıştıkları için yüksek düzeyde kaldıraç kullanılmaktadırlar. *Olaya bağlı (event driven) fonlar* ise volatilité açısından yukarıda belirtilen iki tip fonun arasında ortada yer almaktadır. Bu tip fonlar genellikle şirketlere ilişkin birleşmeler, satın almalar, reorganizasyonlar ve iflas gibi özel durumlardan kar elde etmeye çalışılmaktadırlar. Örneğin şirket birleşmelerine yönelik bir arbitraj; satın alınan şirketin hisse senetleri satın alınarak, satın alan şirketin hisse senetleri de satılarak gerçekleştirilmektedir. Zora düşmüş şirketlerin menkul kıymetlerini alan riskli fonlar ise, yatırım fonlarının bu tip şirketlere yatırım yapmaması ve bu tip menkul kıymetleri değerlemesinin zorluğundan kaynaklanan fırsatlardan yararlanmaya çalışırlar. *Riskli fonlara yatırım yapan fonlar* ise birçok riskli fona yatırım yaptığı için riskli fonlara göre daha düşük risk sağlamaktadır.

Yatırım stillerine göre riskli fonların daha ayrıntılı sınıflaması aşağıda verilmektedir.

1. Piyasanın yönünü tahmin eden (directional) fonlar.

- a. ***Uzun/Kısa Hisse Senedi Pozisyonları (Long/Short Equity Hedge)*** : Bu fonlar hisse senetlerine yönelik olarak hem uzun hem de kısa pozisyon alabilmektedirler. Bu fonların aldıkları pozisyonlar piyasanın gidebileceği yönden bağımsız değildir. Bu tip riskli fonlar hem büyük hem küçük şirketlere, hem büyümekte olan hem de olgunlaşmış şirketlere yatırım yapabilmekte ve net olarak uzun bir pozisyondan net olarak kısa bir pozisyona kayabilmektedirler. Fon yöneticileri koruma amaçlı olarak vadeli işlemleri kullanabilmektedirler. Fonlar ABD, Avrupa'daki hisse senetleri gibi belli bölgelerde veya teknoloji şirketleri sağlık sektörü gibi sektörlerde yoğunlaşabilmektedirler. Bu tip riskli fonların portföyleri geleneksel hisse senedi yatırım fonlarına göre daha yoğun olmaktadır.

- b. **Devamlı Olarak Kısa Pozisyona Adanmış (Dedicated Short Bias):** 1990’larda görülen ve uzun yıllar çıkan borsa döneminden yalnız sadece kısa pozisyon alan fonlar yaygındı. Ancak 1990’lardan sonra değişen strateji tamamen kısa pozisyon tutmaktan net olarak kısa pozisyon tutmaya dönüşmüştür. Bu tip fonların yöneticileri genellikle hisse senetlerinde ve vadeli işlemlerde kısa pozisyon almaktadırlar. Bu sınıflandırmada yer alabilmek için fonların portföyünün net olarak hep kısa pozisyonda olması gerekmektedir.
- c. **Global Makro:** Bu tip fonlar genellikle dünyanın belli başlı menkul kıymetler ve vadeli işlemler piyasalarında uzun ve kısa pozisyonlar taşımaktadırlar. Global makro fonların aldıkları bu pozisyonlar, temel makroekonomik eğilimlere ve/veya olaylara dayalı olarak piyasaların hangi yöne gideceğine ilişkin görüşlere göre oluşturulmaktadır. Makro fonların portföylerinde hisse senetleri, tahviller, döviz ve emtia (vadeli işlemler veya nakit enstrümanlar yoluyla) bulunabilmektedir. Makro fonların çoğunluğu hem gelişmiş ülkelerde hem de gelişmekte olan ülkelerde yatırım yapabilmektedir.
- d. **Gelişmekte Olan Ülkeler (Emerging Markets):** Bu fonlar dünyadaki tüm gelişmekte olan ülkelerin hisse senetlerine ve tahvillerine yatırım yapabilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin çoğunluğunda açığa satışı izin olmadığı ve iyi işleyen vadeli işlemler piyasaları olmadığı için bu fonlar genellikle uzun pozisyon taşırlar.
- e. **Vadeli İşlemler (Managed Futures):** Bu fonlar dünya çapında vadeli işlemler borsalarında işlem gören finansal ve emtiaya dayalı araçlara yatırım yapmaktadır. Fonların yatırım stratejileri sistematik veya takdire dayalı olabilmektedir. Sistematik yatırımcılar fiyat ve teknik analize dayalı olarak yatırım yapmaktadır. Diğer fonlarda ise yöneticilerin piyasaya ilişkin değerlendirmelerine göre yatırım yapılmaktadır.

2. Olaya bağlı (event driven) fonlar

- a. ***Birleşmelere Yönelik Arbitraj (Risk {Merger} Arbitrage)***: Bu fonlar *iki* şirketin birleştiği veya birinin diğerini satın aldığı durumlardan faydalanarak kar etmeyi amaçlamaktadır. Örneğin bir satın almada, satın alınan şirketin hisse senedi satın alınırken satın alınan şirketin hisse senedinde ise kısa pozisyon alınmaktadır. Satın alan şirketin hisse senedi açığa satılarak piyasa riski elimine edilmekte ve pozisyon sadece olaya bağlı hale gelmektedir. Bu fonlar şirketlere ilişkin bölünme gibi diğer olaylara da dayanarak yatırım gerçekleştirebilmektedirler.
- b. ***Zordaki şirketlerin tahvilleri ve düşük notlu tahviller (Distressed/High Yield Securities)***: Bu fonlar hâlihazırda iflas etmiş veya zora düşmüş şirketlerin tahvillerine, hisse senetlerine ve diğer ticari yükümlülüklerine yatırım yaparlar. Batmış veya zorda olan şirketlerin menkul kıymetlerini doğru fiyatlamak çok güç olduğundan ve geleneksel kurumsal yatırımcılar bu şirketlere yatırım yapamadığından, bu şirketlerin menkul kıymetleri nominal değerlerinin çok altında işlem görmektedir. Bu strateji de genellikle uzun pozisyon alınmakla birlikte korunmuş pozisyonlar veya doğrudan kısa pozisyonlar da alınabilmektedir. Bu tip fonlar ayrıca belli bir şirketin menkul kıymetlerinin değişik sınıfları arasında arbitraj pozisyonu da alabilmektedir.
- c. ***Regulation D***: Bu fonlar ABD'deki mevzuat çerçevesinde halka arz edilmeden kurumsal yatırımcılara arz edilen küçük şirketlerin menkul kıymetlerine yatırım yapmaktadır. Yatırım yapılan araç genelde değiştirilebilir bir menkul kıymet olmaktadır.

3. Piyasanın Yönüne Duyarsız (Market Neutral)

- a. ***Tahvil Arbitraji (Market Neutral Fixed Income Arbitrage)***: Bu fonlar benzer tahviller (ve diğer sabit vadeli menkul kıymetler) arasındaki fiyat anomalilerinden faydalanarak kar elde etmeyi amaçlar. Fonların çoğunluğu tüm dünyada işlem yaparken, düşük volatiliteye dayanarak devamlı getiri

elde etmeyi amaçlarlar. Bu çerçevede yapılan işlemler faiz swap'ı arbitrajı, faiz eğrisi arbitrajı, ipoteye dayalı menkul kıymet arbitrajı.

b. Değişirilebilir Menkul Kıymet Arbitrajı (Convertible Arbitrage): Bu yöntemde ise bir şirketin değistirilebilir menkul kıymetlerine yatırım yaparak bunu garanti altına alacak pozisyon alır. Örneğin en tipik yatırım bir şirketin değistirilebilir tahvilinde uzun pozisyon, aynı şirketin hisse senetlerinde ise kısa pozisyon alınmasıdır. Pozisyon sabit getirili menkul kıymetten ve hisse senedinin açığa satılmasından ana parayı koruyarak kar elde etmeyi amaçlar.

c. Hisse Senedi Piyasasına Duyarsız (Equity Market Neutral): Bu yatırım stratejisinde ise hisse senedi piyasasındaki verimsizliklerden faydalanmaya çalışılır. Bir ülke içinde hem bir portföyü satın alarak aynı zamanda diğer bir hisse senedi portföyünde ise kısa pozisyon alınarak, piyasadaki fiyat anormalliklerinden kar elde edilmeye çalışılır. Getirileri artırmak için genelde kaldıraç kullanılır.

4. Çok Yönlü Strateji (Multi Strategy): Çok yönlü strateji uygulayan riskli fonlar portföylerini yukarıda belirtilen değişik yatırım stratejilerinin birden fazlasını kullanarak oluştururlar. Birden fazla stratejinin kullanılması ve değişen piyasa koşullarına göre başka stratejiler kullanılmaya başlaması nedeniyle bu fonlar yukarıda belirtilen herhangi bir başlık altında değerlendirilmemektedir. Çok yönlü strateji ayrıca yukarıda belirtilen diğer stratejiler dışındaki stratejileri kullanan fonları da kapsamaktadır.

5. Fonlara Yatırım Yapan Fonlar (Funds of Funds): Bu fonlar yatırımcılardan topladıkları fonları değişik riskli fonlara yönetmeleri için dağıtır. Bireysel yatırımcıların, yüksek risk alarak ve geleneksel yatırım fonlarının kullanmadıkları yatırım stratejilerini kullanan riskli fonlara yatırım yapabilmelerini sağlayabilmek amacıyla bu yatırım enstrümanı ortaya çıkmıştır.

2.5.2 Riskli Fonlar Nasıl Çalışıyorlar

Riskli fonlar portföylerini yönetirken tam bağımsızlık içinde çalışmak isteyen kuruluşlardır. Bu kuruluşlar birbirleriyle rekabet ettikleri için de portföylerinde ne gibi enstrümanlar bulunduğunu hiçbir şekilde açıklamak istemezler. Rekabet yatırım fonu sektöründe de bulunmakla birlikte riskli fonların aldıkları pozisyonlar çok riskli olabildiği ve daha az likit piyasalarda olabildiği için rakiplerin etkisi daha büyük olabilmektedir. Riskli fonlar kamu denetiminden olabildiğince uzak çalışma isteği yanında vergi cennetlerini de tercih etmektedirler. Örneğin Cayman, British Virgin Islands, Bermuda ve Bahamalar gibi offshore merkezlerde riskli fon kurmak hem çok kolaydır, hem de kurulduktan sonra minimum kamu gözetimi altında fonlar yönetilebilmektedir. Offshore merkezlerde kurulan riskli fonların yüzde 58 gibi yüksek bir kısmı Cayman adalarında bulunmaktadır.

Bazı riskli fonlar Lüksemburg, İrlanda, Fransa, İtalya, Almanya gibi riskli fonlar konusunda mevzuatı kısıtlı tutan gelişmiş ülkelerde de tutmaktadırlar. Ancak riskli fonlar genelde offshore merkezlerde kurulmakla birlikte yöneticileri New York, Londra gibi büyük finans merkezlerinde çalışmaktadırlar. Bu yöneticilere bazı ülkelerde ilgili sermaye piyasası kuruluna kayıt koşulu bulunmakla birlikte, bazı ülkelerde bu koşul da yoktur.

Riskli fonlar genelde büyük yatırım fonlarında yatırım bankacılığı yapmış veya portföy yönetimi alanında çalışmış kişiler tarafından kurulmaktadır. Riskli fon yöneticilerine verilen ücretin şekli de riskli fonların başarılı olmasında rol oynamaktadır. Riskli fon yöneticilerine performansa dayalı bir ücret ödenmektedir. Belli bir hedef oranın (*hurdle rate*) üzerinde performans sağlanması durumunda yöneticiler bu hedef oranın üzerindeki getiriden pay almaktadırlar. Öte yandan negatif bir getiri olması durumunda bir ceza bulunmamaktadır. Diğer taraftan hedef oran dışında performans ücretinin ödenmeye başlanabilmesi için belli bir fon büyüklüğüne ulaşılması hedefi de (*watermark*) bulunabilmektedir. Ancak birçok riskli fonda fon yöneticileri kendi birikimlerini de fona koyduklarından, pozitif getiri sağlama saiki yönetici açısından da önem kazanabilmektedir. Sonuç olarak performansa dayalı ücret politikası, riskli fon yöneticilerinin ellerinden

geldiği kadar yüksek getiri aramalarına yol açmaktadır. Bu da bu fonların oldukça agresif bir şekilde yönetilmesine yol açabilmektedir.

Birçok sayıda riskli fon kurulmakla birlikte bunların birçoğu daha sonra kapanmaktadır. Örneğin kurulan orta büyüklükteki riskli fonların yüzde 3.8'i ilk yılda kapanmakta, faaliyetleri durdurma oranı 7. yılda yüzde 66'ya ulaşmaktadır. Makro fonlar ve vadeli işlemler fonları, tahvil arbitrajı fonları en çok kapanan fon türleri olmaktadır. Ancak riskli fonların kapanma nedenleri sadece başarısızlık olamamaktadır. Aynı zamanda fonların birleşmesi, yeniden yapılanması veya fon yöneticilerinin transfer olması da rol oynamaktadır.

Riskli fonlardan büyük olmayanlar fon yönetimine ilişkin idari işlemleri³⁹ başka şirketlere devrederek, tamamen fon yönetimine konsantre olmaktadır. Genellikle bunu offshore merkezlerde çalışan riskli fonlar tercih etmektedir.

Riskli fonların alım satım, takas, risk yönetimi ve diğer işlemleri genellikle bankalar, yatırım bankaları tarafından yapılmakta ve bunlar “prime broker” olarak adlandırılmaktadır. Riskli fonlar yatırımcıların güvenliğini artırmak amacıyla saklamayı başka kuruluşlara verebilmektedir.

Riskli fonların portföy büyüklükleri gelişmiş ülkelerdeki yatırım fonları ile karşılaştırıldığında genelde küçüktür. Riskli fonların yüzde 70'inin büyüklüğünün 100 milyon doların altında olduğu tahmin edilmektedir. Büyüklüğü 500 milyon doların üzerinde olan riskli fonları ise toplamdaki oranının yüzde 4 olduğu tahmin edilmektedir. Bu LTCM gibi büyük bir fonun batmasından kaynaklanan kriz olasılığının azaldığını göstermektedir. Genellikle küçük fonların büyük olanlara göre daha iyi performans gösterdiği düşünülmektedir.

³⁹ Portföy değeri hesaplanması, muhasebe ve kayıt, hukuki işler, yatırımcılara yönelik raporlama ve kayıt işlemleri vb.

Öte yandan sadece gelişmekte olan ülkelere yönelik olarak çalışan riskli fon sayısı 99 olarak tahmin ediliyor Bu fonlarından 61 tanesinin büyüklüğü 100 milyon dolardan küçüktür.

3. Global Portföy Yönetimi

Portföy yöneticilerinin amacı en yüksek getiri/risk profiline ulaşmaktır. Global piyasalarda değişik varlık dağıtımı⁴⁰ yöntemleri bulunmaktadır. Belli bir göstergeye bağlı varlık dağıtımı⁴¹ yönetiminde portföy yöneticileri başka bir kuruluş tarafından hazırlanan bir endeksi⁴² kopyalamaya çalışırlar. Bu aynı zamanda endeksleme olarak da anılmaktadır.

Kurumsal yatırımcılar genel bir grup olarak anılmakla birlikte homojen bir grup değildir. Çünkü değişik kurumsal yatırımcıların değişik hedefleri vardır. Her kurumsal yatırımcı getiri\risk profilini maksimize etmek istemekle birlikte, örneğin sigorta şirketlerinin portföylerini ileride doğabilecek yükümlülüklerini karşılayabilecek şekilde oluşturmaları gerekir. Bu yükümlülükler kurumdan kuruma da değişmektedir. Bu tip kuruluşlar portföylerinden yeterli bir getiri elde etmenin ötesinde, varlıklarının yükümlülüklerinin üzerinde olmasını hedeflerler. Bu çerçevede alınan risk yeterli getiri elde edecek kadar olmalı, ancak yükümlülüklerini karşılayamayacak düzeyde olmamalıdır. Yükümlülüklerin nitelikleri değişik kurumsal yatırımcıların likidite ihtiyaçlarını da belirler. Öte yandan bu kurumsal yatırımcıların karar verme süreçleri de birbirlerinden farklıdır.

Kurumsal yatırımcıların portföy kararları değişik varlık sınıfları, hatta gelişmekte olan ülkeler açısından büyük önem taşıyacaktır. Aslında bu kurumların portföylerinde çok küçük değişiklikler bile yapmaları global piyasalarda büyük değişikliklere yol açabilmektedir. Önümüzdeki yıllarda kurumsal yatırımcılarla ilgili temel değişiklikler de olması beklenmektedir. Örneğin bazı ülkelerdeki demografik yapıdaki değişim ve sosyal sigorta konusundaki reformların, kurumsal yatırımcıların daha da büyümesine yol açması beklenmektedir.

Global portföy yöneticilerinin portföylerinde yaptıkları değişiklikler, hem global piyasalar hem de gelişmekte olan ülkeler açısından büyük bir önem taşımaktadır. Bu çerçevede portföy yöneticilerinin portföylerini hangi kriterleri göz önüne alarak yönettikleri büyük önem taşımaktadır.

⁴⁰ Asset allocation.

Endekse bağılı portföy yatırımı pasif bir portföy yönetimi stilidir. Burada sadece belli bir endeks taklit edilmeye çalışılır. Endekste değişiklik yapıldığı zaman portföyde de paralel bir değişim gerçekleştirilir.

İkinci bir seviye yatırım kararı ise stratejik yatırım kararıdır. Bu varlık dağıtım kararı 5 sene gibi uzun vadeli bir plandır. Burada portföy yöneticisi ilgili benchmark endeksten farklı bir yatırım stratejisi izler. Bunu da sayısal bir modele veya değerlendirmeye bağılı olarak gerçekleştirir. Portföy yöneticisi 5 seneliğine belirlediği ağırlıkları her sene değiştirmez.

Üçüncü bir seviye portföy yönetim kararı ise taktik varlık dağıtımıdır. Burada ise portföy yöneticisi 1 aydan, yılın bir çeyreğine kadarlık bir dönem olan kısa vadeli yatırım kararı alırlar. Portföy yöneticisi taktik kararlarla stratejik ağırlıklardan uzaklaşabilir. Böylelikle stratejik ağırlıklarla taktik ağırlıklar arasında bir taktik izleme hatası⁴³ oluşur. İlgili endekste ki ağırlıklar ile taktik ağırlıklar arasındaki fark ise “toplam izleme hatasını”⁴⁴ oluşturur.

Bir endeksi replike eden fonun ağırlıklarında nadiren değişiklik olmaktadır. Bununla kıyaslandığında stratejik kararlarda daha sık değişiklik yapılır; ancak bu genelde 1 yıldan daha uzun bir sürede gerçekleştirilir. Taktik seviyede ise çok daha sık değişiklik gerçekleştirilir.

OECD ülkelerindeki kurumsal yatırımcıların⁴⁵ yönetiminde olan fonların büyüklüğü 2003 yılında 46.8 trilyon dolara ulaşmıştır. 2003 yılına bakıldığında sigorta şirketlerinin, emeklilik fonlarının ve yatırım şirketlerinin⁴⁶ en önemli üç büyük yatırımcı grubu olduğunu görüyoruz. Kurumsal yatırımcılar olarak adlandırılan yatırımcıların toplam portföyünün bu üç grup arasında yaklaşık olarak eşit olarak paylaşıldığını görüyoruz. Riskli fonlar 1 trilyon doları aşan büyüklükleri ile hızlı bir büyüme trendi göstermekle birlikte hala toplam portföy içerisinde çok küçük bir paya sahip olduğunu

⁴¹ Benchmark asset allocation.

⁴² MSCI, EMBI+ gibi.

⁴³ Tactical tracking error.

⁴⁴ Total tracking error.

⁴⁵ Emeklilik fonları, yatırım fonları sigorta şirketleri, riskli fonlar.

⁴⁶ Yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları.

görüyoruz. Genel kompozisyondaki yapı ABD’de de bulunmaktadır. Ancak Japonya, Almanya, ve İngiltere’de sigorta şirketlerinin, Fransa ve İtalya’da yatırım şirketlerinin, Hollanda’da ise emeklilik şirketlerinin ön plana çıktığı görülmektedir.

Değişik kurumsal yatırımcıların değişik portföyler oluşturdukları görülmektedir⁴⁷. Emeklilik fonlarının portföy yapılarına bakıldığında büyük ölçüde hisse senetlerine yatırım yaptıkları görülmektedir. Emeklilik fonları portföylerinin yüzde 48’ini hisse senetlerine yüzde 33’ünü ise tahvillere yatırmış bulunmaktadır. Öte yandan halka açık olmayan şirketlerin hisse senetlerine, emtiaya ve artan derecede riskli fonlara yatırım gibi alternatif yatırım araçları ise emeklilik fonlarının portföylerinde yüzde 15 yer tutmaktadır. Emeklilik fonları portföylerinin yüzde 17’sini diğer ülkelerdeki tahvillere ve hisse senetlerine yatırmıştır.

Öte yandan sigorta şirketlerine bakıldığında, en çok bu şirketlerin tahvil yatırımına yöneldiği görülmektedir. Sigorta şirketlerinin portföylerinin yüzde 58’i tahvile ayrılmıştır. Öte yandan sigorta şirketlerinin portföylerinin yüzde 25’i hisse senetlerine, yüzde 17’si ise diğer yatırım araçlarına yatırılmıştır. Sigorta şirketleri portföylerinin yüzde 14’ünü diğer ülkelerdeki tahvillere ve hisse senetlerine yatırmıştır.

Emeklilik fonlarında hisse senetleri, sigorta şirketlerinde ise tahviller ön plana çıkarken, yatırım şirketlerinde daha dengeli bir portföy dağılımı görülmektedir. Yatırım şirketleri portföylerinin yüzde 47’sini hisse senetlerine, yüzde 43’ünü ise tahvillere ayırmışlardır. Yatırım şirketleri portföylerinin yüzde 15’ini diğer ülkelerdeki tahvillere ve hisse senetlerine yatırmıştır.

Görüldüğü gibi üç büyük kurumsal yatırımcı yaklaşık portföylerinin yüzde 14 ile yüzde 17’sini kendi ülkeleri dışındaki menkul kıymetlere yatırmaktadır.

Son yıllarda kurumsal yatırımcılar yatırım stratejilerinde değişikliğe giderek alternatif yatırım araçlarına daha çok yönelmeye başlamışlardır. 2000 yılında borsaların değer kaybetmesi ve izleyen yıllarda gelişmiş ülkelerde faiz oranlarının düşmesi kurumsal yatırımcıları alternatif yatırım araçlarına yatırım yapmaya yöneltmiştir. Ayrıca varlıklar arası korelasyon ve risklerin dağıtılması prensibi çerçevesinde gelişmekte olan ülkelere ve

riskli fonlar emtia gibi alternatif yatırım araçlarına olan ilgi artmıştır. Emeklilik fonları gibi en muhafazakar kurumsal yatırımcılar bile alternatif yatırım araçlarına yönelmiştir. Öte yandan kendi ülkesine yatırım yapma eğiliminde⁴⁸ de düşüş yaşanmıştır. Örneğin 1997 yılından 2003 yılına gelindiğinde yabancı hisse senetleri ve tahvillerin toplam portföylerine olan oranı; emeklilik fonlarında yüzde 14'ten yüzde 17'ye, sigorta şirketlerinde yüzde 8'den yüzde 14'e yatırım şirketlerinde ise yüzde 12'den yüzde 15'e yükselmiştir. En yüksek artışın sigorta şirketlerinde olduğu görülmektedir. Sigorta şirketlerinde yerli menkul kıymetlerin daha çok tercih edilmesinde mevzuatın da etkisi vardır.

3.1 Kurumsal Yatırımcıların Yatırım Kararlarında Etkili Olan Diğer Hususlar

Kurumsal yatırımcıların portföy yöneticilerinin performansları belli bir endekse veya mukayeseli fonların ortalama performansına göre ölçüldüğü için performans riski önemli olmaktadır. Örneğin emeklilik fonları için tahvil faizlerinin üzerinde belirli getiri sağlamak bu fonlar açısından en büyük risk olan enflasyon ve ömrün uzaması⁴⁹ risklerini karşılamada yeterli olmaktadır.

Kurumsal yatırımcılar açısından muhasebe standartları da büyük önem taşımaktadır. Örneğin muhasebe kurallarındaki değişiklikler sigorta ve emeklilik şirketlerinin portföylerini yükümlülükleri çerçevesinde yönetmekten alıkoyarak, piyasadaki dalgalanmalara maruz bırakabilir. Özellikle “fair value” muhasebesi, kurumsal yatırımcıları uzun vadeli istikrarlı yatırımcı profili ile finans piyasalarında istikrar sağlayıcı etkiyi ortadan kaldırabilir.

Vergi uygulamaları da kurumsal yatırımcıların faaliyetlerini etkileyen bir unsurdur. Örneğin bireysel yatırımcıları uzun vadeli tasarruf yapmaya iten basit ve anlaşılır vergi uygulamaları uzun vadeli kurumsal yatırımcıları destekleyen bir politikadır. Öte yandan

⁴⁷ 2003 itibarıyla.

⁴⁸ Home bias

⁴⁹ Longevity risk.

vergi politikaları kurumsal yatırımcıların uzun vadeli portföy stratejileri uygulamalarını desteklemelidir.

Öte yandan derecelendirme kuruluşları da bazı sektörlerin portföy yatırım kararlarında etkili olabilmektedir. Örneğin 2000-2002 döneminde derecelendirme notu baskısı birçok Avrupa kökenli sigorta şirketinin portföylerindeki hisse senetlerini satmasına yol açmıştır.

3.2 Portföy yönetim kararları

Kurumsal yatırımcıların verdikleri portföy kararları içinde buldukları kurumsal altyapıdan önemli ölçüde etkilenmektedir. Örneğin bazı kurumsal yatırımcıların uymak zorunda oldukları bazı portföy kısıtlaması kuralları, portföy yöneticilerinin maaş ve prim ödemelerinin bağlı olduğu kurallar ve yatırım felsefeleri portföy yatırım kararlarını önemli ölçüde etkilemektedir. Bu çerçevede değişik yatırımcıların portföy yatırımları birbirinden oldukça farklılaşmaktadır.

1. Bankaların ve yatırım bankalarının kendi namlarına yaptıkları işlemleri yürüten portföy yönetim masaları⁵⁰ ve riskli fonların portföy yönetiminde kısa vadeli bir perspektif bulunmaktadır. Bu yatırımcılar borçlanmayı da içeren ve gün içinde bile alım satım yaparak getiri elde etmeye çalışan aktif yatırımcılardır⁵¹. Bu çerçevede riskli fonlar ve bankaların portföy yönetim masaları piyasalar hakkındaki kararlarını çok kısa sürede değiştirebilmekte ve pozisyonlarını tersine çevirebilmektedirler. Portföy yönetim masaları ve riskli fonlar en son sistem raporlama ve risk yönetim sistemleri kullanmaktadırlar. Bu kuruluşların otomatik emir sistemleri⁵² de kısa vadeli portföy yönetimini teşvik eden bir unsurdur.
2. Öte yandan sigorta şirketlerinin orta ve uzun vadeli bir yatırım perspektifleri bulunmaktadır. Bu çerçevede stratejik varlık yatırımı kararları verirler. Sigorta şirketleri yıllık bazda stratejik varlık dağıtım kararlarını gözden geçirirler ve genellikle dış danışman kullanmazlar. Büyük sigorta şirketlerinde portföy

⁵⁰ Proprietary trading units.

⁵¹ Ancak riskli fonlar bölümünde de anlatıldığı gibi bu fonlar içinde yatırım stratejileri açısından büyük farklılıklar bulunabilmektedir. Bu çerçevede uzun vadeli yatırım yapan riskli fonlar da mevcuttur.

⁵² Örneğin stop-loss emirleri.

yöneticilerinin, baş yatırım yöneticilerinin ve diğer yetkililerinin 6 ayda bir ve veya yılda bir grup ve ülke yöneticilerinin bir araya geldikleri toplantılarda performans değerlendirilir. Öte yandan bu yöneticiler performansı ve riske açıklığı çok daha sık gözleyerek üst yönetime aylık veya haftalık raporlar verirler. Yıllık ve altı aylık yatırım stratejisi toplantılarında şirket varlık dağıtım stratejisi vergi, mevzuat ve piyasa yapısı gibi konular ışığında gözden geçirilir. Öte yandan grup seviyesinde piyasada önemli bir değişiklik meydana gelmesi durumunda 2001–2002 yıllarında hisse senedi pozisyonlarının düşürülmesinde olduğu gibi stratejik kararlar hızlı bir şekilde de uygulanabilir.

3. Emeklilik fonlarından tanımlanmış ödeme miktarı⁵³ olarak tanımlanan ve emekli olacakların emekliliklerinde alacakları maaşın tutarını garanti eden fonlarda emeklilik hakkı sahiplerine karşı yükümlülükleri olduğu için, portföy yatırım kararlarının gelecekte bu yükümlülükleri karşılamayı hedeflemesi gerekir. Fonu yönetenler bu riski, yükümlülükleri en iyi karşılayacak varlıklara yatırım yaparak azaltabilir. Emeklilik fonu bu yükümlülükleri karşılama riski ile karşı karşıyadır. Bu fonların varlık dağıtımını genellikle yılda bir gözden geçirilir. Tam bir varlık ve yükümlülük gözden geçirmesi ise genellikle üç yılda bir ve dış danışmanların eşliğinde gerçekleştirilir. Yatırım planları piyasadaki gelişmelere göre her sene yeniden gözden geçirilmekle birlikte, varlık dağıtımlarında nadiren büyük değişiklikler yapılır. Öte yandan emeklilik fonları genellikle dış portföy yatırımcıları kullandığından, bunlar belli bir limit dahilinde varlık dağıtımında daha sıklıkla değişiklikler yapabilmektedir. Yatırım danışmanları ile her çeyrekte bir toplantılar yapılarak mevcut stratejiler gözden geçirilir. Karar verme sürecinde temel adımlar emeklilere yapılacak ödemelere ilişkin artı getiriye tespit etmek için

⁵³ ABD’de defined benefit fonlarının ağırlığı azalmaktadır. Örneğin 1975’te bu fonların emeklilik fonu katılımcılarının yüzde 87’sini dahil ederken, bu oran 1999’da yüzde 20’ye düşmüştür. Bu emeklilik ödemelerine ilişkin finans sisteminde bulunan riskin azaldığını göstermektedir. Ancak bu sefer de risk emekli olacak bireysel tasarruf sahiplerinin omuzuna yüklenmiştir. Öte yandan bireysel yatırımcıların bu riskleri ne kadar değerlendirdikleri konusunda soru işaretleri bulunmaktadır. ABD’deki durum böyleyken İngiltere’de “defined benefit” planları ağırlıktadır.

varlık\yükümlülük çalışması yapılması, risk\getiri hedeflerinin belirlenmesi ve bu hedeflerle uyumlu bir varlık dağıtım stratejisinin belirlenmesidir⁵⁴.

4. Emeklilikte ödenecek maaşın değil de, çalışırken yapılan katkının belirli olduğu emeklilik fonlarında⁵⁵ varlık dağıtım kararını portföy yöneticisi değil, bireysel yatırımcı verir. Portföyün performansı ne olursa olsun portföyün performans riski tamamen bireysel yatırımcı üzerinde kalmaktadır. Bu tip fonların yönetiminde diğer tip emeklilik fonlarının aksine belirli bir riske göre getiriye maksimize etme hedefi bulunmaktadır. Bu doğrultuda “defined contribution” olarak adlandırılan emeklilik fonları “defined benefit” fonlara göre daha çok risk alabilmekte ve hisse senetlerine ve yabancı menkul kıymetlere ve gelişmekte olan ülkelere daha çok yatırım yapabilmektedir. Burada yatırımcı, planda ne tür yatırım yapılacağına ve otomatik ödeme koşullarına karar verir. Fonlar oluştuktan sonra yatırım fonu yöneticileri taktik düzeyde yatırım kararları alırlar.
5. Yatırım fonlarında ise yatırım şirketleri çok değişik sayıda yatırım fonu oluştururlar. Bu fonlar tüm dünyadaki menkul kıymetlere yatırım yapanlardan, sadece ülke içi hisse senetlerine yatırım yapanlara, sadece yerel tahvillere yatırım yapanlardan sadece gelişmekte olan ülke tahvillerine yatırım yapan fonlara kadar çok çeşitlidir. Bu çerçevede değişik çeşitteki fonlar değişik yatırım felsefelerini uygularlar: genelden özele, özelden genele, aktif veya pasif vb. Bu çerçevede bireysel yatırımcılar kendi tasarruf ihtiyaçları açısından hangi fona yatırım yapacaklarına kendileri karar verirler. Kısa vadeli fonlarını para piyasası fonlarına, uzun vadeli fonlarını ise hisse senedi fonlarına yatırmak gibi. Öte yandan yatırım fonu yöneticileri fonlarının yatırım hedefi ve alanı çerçevesinde hangi ülkeye hangi sektöre hangi menkul kıymete yatırım yapacaklarına karar verirler. Genellikle yatırım şirketleri şemsiyelerinin altında birden çok fazla çeşitte ve sayıda fon bulundurulur. Bu şirketler kendilerinin altında bulunan bu fonların özel yatırım kararlarına ışık tutacak şekilde global yatırım ve ekonomi hakkında genel görüşler oluşturabilirler.

⁵⁴ Örneğin ne derecede aktif yönetim gerçekleştirileceği veya ne kadar kompleks varlık sınıflarına yatırım yapılacağı.

Emeklilik fonları, vakıflar gibi kurumsal yatırımcıların varlık yönetim kararlarında dışarıdan tutulan danışmanlar büyük önem taşımaktadır. Yatırım danışmanları varlık dağıtımı, portföy yöneticisi seçimi konusunda danışmanlık yapar. Yine de son karar kurumsal yatırımcıların yönetim kurulundadır. Yine de bu tip kurumsal yatırımcıların büyük olanları kendi içlerinde varlık dağıtım kararlarını verme uygulama ve izleme kabiliyetleri olmakla birlikte, dış danışmanları kullanmaya devam ederler.

Öte yandan dış danışmanlarla kurumsal yatırımcıların çıkarları çakışabilmektedir. Dış danışmanlar portföyün sık değiştirilmesi çerçevesinde aldıkları komisyonu arttırmaya çalışırlar. Öte yandan dış danışmanların performansı aylık bazda belirli endekslerle karşılaştırılır. Bu da dış danışmanların kısa vadeli bir performansı hedeflemelerine ve sürü psikolojisine yol açar.

⁵⁵ Defined contribution pension schemes.

4. Uluslar arası Kurumsal Yatırımcıların Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerindeki Etkisi

Yabancı portföy yatırımcılarının özellikle 90'lı yıllardan artan derecede gelişmekte olan ülkelere yatırım yapması gelişmekte olan ülkelerin sermaye teminini kolaylaştırırken bu ülkelerin global finansal sisteme entegre olmasını sağlamış, ancak aynı zamanda bu dönemde Meksika, Asya, Rusya krizlerinin yaşanması sıcak para eleştirilerini de beraberinde getirmiştir.

Araştırmalar global portföy akımlarının gelişmekte olan ülkelerde sermaye maliyetlerini aşağıya çekmede katkısı olduğunu göstermektedir. Ayrıca yabancı yatırımcılar araştırmaya dayalı yatırım gerçekleştirdikleri için borsalardaki fiyatların daha iyi belirlenmesine de katkıda bulunmaktadır. Diğer taraftan yabancı yatırımcılar da gelişmekte olan ülkelere yatırım yaparak portföylerinin risk/getiri profilini iyileştirmektedirler. Öte yandan yabancı portföy yatırımcıları tüm gelişmekte olan ülkeleri, Amerikan hazine tahvilleri ve gelişmiş ülke hisse senetleri gibi ayrı bir varlık sınıfı olarak değerlendirmektedir. Söz konusu yabancı yatırımcılar herhangi bir gelişmekte olan ülkeye ilişkin fazla bilgisi olmamakla birlikte, gelişmekte olan ülke hisse senetlerini birlikte değerlendirdiğinden, bu varlık sınıfına ilişkin genel bir görüşleri bulunmaktadır.⁵⁶ Bu çerçevede global yatırımcılar ilk önce, portföylerinin ne kadarını gelişmekte olan ülke menkul kıymetlerine ayıracıklarına karar vermekte, daha sonra ise bu ayrılan kısmın gelişmekte olan ülkeler arasında nasıl paylaşılacağına karar vermektedirler.

Öte yandan global yatırımcılar gelişmekte olan ülkelerin cari işlemlerini finanse etmesine katkıda bulunurken ve borçlanma maliyetlerini düşürmelerine yardımcı olurken, aynı zamanda bu ülkelerde bazı krizlerin çıkmasından ve gelişmekte olan ülkelerin sermaye ve döviz piyasalarında volatilitenin artmasından sorumlu da tutulmuşlardır. Gelişmiş ülkelerdeki yönetilen fonların gelişmiş ülkelerde tüm finansal enstrümanlarla kıyaslandığında çok daha büyük olması, global portföy yöneticilerinin gelişmekte olan

⁵⁶ Aitken (1998)

ülkelere olan yaklaşımlarında küçük bir değişimin bile gelişmekte olan ülke varlık fiyatlarında büyük bir değişimin meydana gelmesine yol açmaktadır.

Aitken (1998) yabancı yatırımcıların gelişmekte olan ülkelerdeki ağırlıklarının arttığı 1992-1995 döneminde, bu ülkelerin piyasalarında destabilize edici etkileri olduğu sonucuna varmıştır. Aitken yabancı yatırımcıların gelişmekte olan ülke menkul kıymetlerini bir varlık sınıfı olarak algılaması çerçevesinde, yabancı yatırımcıların bu varlık sınıfına olan görüşlerinde değişiklik gerçekleşmesinin, bu ülkelerdeki piyasalarda ani çıkışlar veya krizler yaşanmasında etkili olduğu sonucuna varmıştır. Böylelikle örneğin yabancı yatırımcıların Meksika’da yaşanan bir probleme verdikleri bir tepki yayılarak tüm gelişmekte olan ülke piyasalarında bir kriz yaşanmasına yol açabilmektedir. Yani yabancı yatırımcılar bir gelişmekte olan ülkede kriz çıktığında, bu piyasadan çıkıp başka bir gelişmekte olan ülkeye yatıracaklarına, gelişmekte olan ülkelere tamamen çıkmaktadırlar.

Öte yandan gelişmekte olan ülkelerin menkul kıymet fiyatlarında yaşanan bir artış yabancı yatırımcıların dikkatini çekerek bu piyasalara girmeyen başka yabancı yatırımcıların girmesine yol açmakta; bu da gelişmekte olan ülke menkul kıymetlerinin fiyatlarının yükselmesine yol açmakta, bu da yabancı kurumsal yatırımcıların bu ülkelere daha fazla yatırım yapmalarını haklı kılmaktadır. Aitken’e göre yabancı yatırımcıların portföy kararlarında gelişmiş ülke menkul kıymetlerinin geçmiş performansını göz önüne almaları durumunda, bu karar süreci kendi kendini besleyen bir hale dönüşmekte ve bu da sürü psikolojisi görüntüsü oluşturmaktadır. Yatırımcıların trende⁵⁷ göre hareket etmesi de balonların veya çöküşlerin oluşmasına yol açarak destabilize edici etki ortaya çıkmaktadır. Bununla birlikte, Aitken yabancı yatırımcıların bu piyasalardan uzak tutulması gerektiği sonucuna ulaşamayacağına ve yabancı yatırımcıların belki de varlık fiyatlarının daha iyi fiyatlanmasına yol açtığı görüşünü savunmuştur. Öte yandan Aitken ayrıca gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizlerin yabancı yatırımcılar açısından da öğretici olduğu ve bu çerçevede bunların artık gelişmekte olan ülkeler arasında seçim yapmaya başladıklarına dikkat çekmiştir.

⁵⁷ Yatırımcıların fiyat arttıkça alıma geçmesi literatürde “positive feedback trading” olarak anılmaktadır.

Öte yandan gelişmekte olan ülkelere artan derecede yabancı portföy yatırımcısının girmesi bu ülkelerdeki ekonomik gelişmelerin ABD ekonomi politikasına özellikle de para politikasına bağımlı hale gelmesine yol açmaktadır. Yabancı yatırımcılar, fonlarını gelişmekte olan ülkelere yönlendirirken, bu ülkelerdeki cazip getiriler, olumlu makroekonomik gelişmelerin yanı sıra, gelişmiş ülkelerdeki para politikasına bağlı olarak da yönlendirmektedirler. Bu çerçevede gelişmekte olan ülkelere 1990'lı yıllarda yapılan yatırımlar bu ülkelerin ödedikleri faizlerin düşmesine yol açmakla birlikte, bu ülkeleri yabancı yatırımcıların güvenindeki ve gelişmiş ülkelerdeki para politikasındaki değişime de açık hale getirmiştir. Örneğin geçmişte, gelişmekte olan ülkelerde meydana gelen krizlerin bazıları örneğin -1994'te ve 1998'te gerçekleşen- ABD para politikasındaki büyük değişimden kaynaklanmıştır. 1994'te gerçekleşen krizde ABD Merkez Bankası faiz oranını 125 baz puan artırmış ve uluslararası yatırım fonlarının, riskli fonların ve yatırım bankalarının gelişmiş ülkelerde kısa vadeli borçlanarak gelişmekte olan ülkelerin uzun vadeli menkul kıymetlerine yaptıkları yatırımları satmalarına yol açmıştır. Global piyasalarda fon bulmanın zorlaşması ve kolaylaşması gelişmekte olan ülkeleri de etkilemektedir. Ayrıca gelişmiş ülkelerdeki faizin artması, gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkelerin ödedikleri faiz farkının⁵⁸ da artmasına yol açmaktadır⁵⁹. Arora ve Cerisola ikinci el piyasada işlem gören gelişmekte olan ülke tahvil faizlerinin özellikle Fed faiz oranlarından⁶⁰ etkilendiğine dikkat çekmişlerdir.

Öte yandan bazı araştırmacılar büyük bir kurumsal yatırımcının döviz piyasalarında kriz çıkarmaya öncülük yapıp yapmadığını araştırmışlardır. Soros gibi büyük yatırımcıların zayıflayan bir döviz kurunu daha da zayıflatmak için döviz kuruna bir saldırı organize etmeleri geçmiş dönemlerde yaşanmış bir gerçektir. Corsetti, Dasgupta, Morris (2001) büyük bir oyuncunun varlığının bir ülkenin sabit kur rejimine yönelik yapılan saldırıların olasılığını artırdığı sonucuna varmıştır. Buna göre büyük bir oyuncunun bulunması küçük oyuncuların da daha agresif davranmasına yol açmaktadır. Ayrıca büyük oyuncunun

⁵⁸ Faiz farkı, uluslar arası literatürde "spread" olarak nitelendirilen ve gelişmekte olan ülkelere yönelik olarak kullanıldığında, herhangi bir gelişmekte olan ülkenin dolar üzerinden ihraç edilmiş uluslararası tahvili ile aynı vadeli Amerikan tahvilinin faizi arasındaki fark anlamına gelmektedir.

⁵⁹ Arora, Cerisola (2001)

⁶⁰ Örneğin diğer bir kısım araştırmacı Amerikan tahvil faizleri ile yeni ihraç edilen gelişmekte olan ülke tahvil faizi arasındaki ilişkiye bakmıştır.

pozisyonunun küçük oyunculara açıklanması, büyük oyuncunun saldırı gücünü artıran bir faktör olmaktadır. Öte yandan büyük oyuncunun bilgisi küçük oyunculara göre daha fazla ise döviz kuruna bir saldırı olasılığı artmaktadır.

Öte yandan bazılarınca riskli fonların manipülatif işlemlere girişebildiği savunulmakla birlikte, Finansal İstikrar Fonu'nun (Financial Stability Forum) 2000 yılında riskli fonlara ilişkin gerçekleştirdiği çalışmada büyük oyuncuların manipülatif işlemlerinin 1997'deki Asya krizine yol açtığı sonucuna varılamamıştır. Ancak çalışmada böyle durumlarda büyük oyuncuların etkisinin olduğu savunulmuştur.

Öte yandan Brown, Goetzmann, Park (1998), 1997'deki Asya krizinden riskli fonların sorumlu olup olmadıklarını test etmişler ve krizden riskli fonların sorumlu olduğu sonucuna varamamışlardır. Ancak araştırmada büyük yatırımcıların pozisyonlarının birbirlerine yakın olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Buna göre özellikle en büyük fonlar birbirine yakın pozisyonlar alarak herhangi bir döviz kurunda aldıkları toplam pozisyonun artmasına yol açmaktadır.

1997 yılında Asya krizinin gerçekleşmesinden sonra çeşitli Asya ülkelerinin hükümet yetkilileri riskli fonları ve diğer kurumları krizden sorumlu tutmuşlardır. Özellikle Malezya Başbakanı Mahathir Quantum adlı fonun yöneticisi olan Soros arasında kamuya mal olan bir tartışma da yapılmıştır. IMF bunun üzerine bir araştırma yaptırmıştır. Bu araştırmada, Eichengreen Mathieson (1998) bir büyük fonun pozisyonunun krize önyak olup olmadığını, sürü psikolojisinin krize yol açıp açmadığını araştırmışlar ve Asya döviz krizinde riskli fonların merkezi bir rol oynamadığı kararına varmışlardır.

Fung, Hsieh, Tsatsaronis (1999), ise 1997'deki Asya krizinde yabancı yatırımcıların spekülative Baht pozisyonlarının ve daha sonra bu pozisyonlarını terk etmelerinin ve Tayland Merkez Bankası'nın bazı politikalarının etkili olduğunu, ancak birçok yatırımcı grubunun bu krizde rol oynamakla birlikte tam olarak bir grubun krizi tetiklediği sonucuna ulaşamamıştır. Sonuç olarak riskli fonlar krizde rol oynamakla birlikte, sürü psikolojisi yaratarak krize yol açmamışlardır. Riskli fonların spekülative pozisyonları diğer kurumsal yatırımcılarınki ile karşılaştırıldığında küçüktür.

Kim, Shang-Jin (2000) özellikle offshore fonların gelişmiş ülkelerdekiler⁶¹ ile karşılaştırıldığında daha tehlikeli olmadığı sonucuna varmışlardır. Off-shore fonlar⁶² daha sık ve agresif işlem yapmakla birlikte momentum işlemleri gerçekleştirmemektedir. Ancak bu agresiflik farkı birçok ülkede yatırım fonlarının menkul kıymet alım satımından doğan gelirin vergilendirilmesine bağlanmaktadır. Offshore fonlar da sürü halinde hareket etmekle birlikte, gelişmiş ülkelerde merkezli fonlarda sürü psikolojisi daha çok görülmektedir. Diğer taraftan riskli fonlar momentum stratejisi izlediğine ilişkin bir kanıt bulunamamakla birlikte, ABD ve İngiltere kaynaklı yatırım fonlarının bu stratejiyi kriz dönemlerinde benimsedikleri görülmektedir. Çoğunlukla offshore merkezlerde işlem yapan riskli fonlar değişik varlıklar arasında daha fazla ağırlık değişimi gerçekleştirmektedirler. Kim, Wei riskli fonların gelişmekte olan ülkeler açısından korkulduğu kadar stabilize etkisi olmadığı sonucuna varmışlardır. Ancak Kim,Wei çalışmalarını Güney Kore ile kısıtlı tutmuşlardır.

Fung,Hsieh (2000), bazı olaylarda⁶³ riskli fonların aktivitelerinin ön plana çıktığını ve piyasada etkili olduğu ancak krizlerde⁶⁴ ise riskli fonların piyasalar üzerinde etkili olmadığı sonucuna varmışlardır. Buna göre riskli fonların, piyasaları ekonomik gerçeklerin gerektirdiği bir yönden alıkoyacak bir şekilde manipülasyon yapmamışlardır ve riskli fonlar tek bir grup olarak hareket etmemişlerdir. Değişik fonlar değişik stratejiler izlemişlerdir. Ayrıca riskli fonlar bilinçli olarak diğer yatırımcıları aynı yöne sürüklememişlerdir.

Öte yandan Bikhchandani, Sharma (2001) gelişmiş ülkelerde sürü psikolojisinin çok yaygın olmadığını ancak özellikle “momentum”⁶⁵ stratejisi izleyen yatırımcılarda sürü psikolojisinin yaygın olduğu sonucuna varmışlardır. Ancak söz konusu araştırmacılar gelişmekte olan ülkelerde daha düşük düzenleme, kamuyu aydınlatma nedeniyle sürü psikolojisine daha fazla eğilim bulunduğunu düşünmektedirler. Ayrıca gelişmekte olan

⁶¹ “onshore funds” olarak tanımlanan ve gelişmiş ülkelerdeki yatırım fonları vd.

⁶² Bunların nerdeyse tümü riskli fonlardır.

⁶³ 1992 ERM krizi, 1993’te Avrupa tahvil piyasasındaki çıkış ve 1994’teki düşüş.

⁶⁴ 1987’de ABD hisse senedi piyasasında yaşanan kriz, 1994 Meksika krizi, 1997 Asya krizi.

⁶⁵ Momentum stratejisi izleyen yatırımcılar fiyat hareketlerine göre yatırım yaparlar. Örneğin bir hisse senedinin fiyatı artıyorsa alıma geçerler. Bu yatırımcılar fiyatın zirveye ulaştığını düşündüklerinde de satışa geçerler.

ülkelerde yeni bilginin açıklanması ve piyasa tarafından hazmedilmesi daha uzun süre aldığından momentum stratejileri daha başarılı olmaktadır.

Riskli fonlara kurumsal yatırımcılar ve yüksek malvarlığı olan yatırımcılar yatırım yaptığından dolayı bu fonlardan çıkışlar daha istikrarlı olabilmektedir. Öte yandan riskli fonların tersine, gelişmekte olan ülkelere yatırım yapan yatırım fonlara bireysel yatırımcılar yatırım yapmaktadır. Bu çerçevede, yatırım fonu yöneticilerinin portföy kararlarından bağımsız olarak bireysel yatırımcıların bu fonlardaki paylarını satmaya başlaması da, yatırım fonu yöneticilerini istemeseler de gelişmekte olan ülke menkul kıymetlerini satmaya başlamasına yol açabilmektedir.

Guillermo, Mendoza (2000) yabancı kurumsal yatırımcılar açısından her gelişmekte ülkeye ilişkin bilgi oluşturmanın maliyetinin rasyonel yatırımcıları sürü psikolojisine ittiği sonucuna varmıştır. Guillermo (1998) daha az bilgili yatırımcıların⁶⁶, bilgili yatırımcıların⁶⁷ likidite sorunları nedeniyle yaptıkları satışları, yanlışlıkla makroekonomik veya diğer temel göstergelerdeki bozulma nedeniyle gerçekleştirdiklerini sanarak bilinçli bir şekilde satışa geçtikleri sonucuna varmıştır. Örneğin 1997'deki Asya krizinde yatırım fonları ve diğer fonlar sadece Asya ülkelerinden değil Güney Amerika ve diğer gelişmekte olan ülkelere de çıkmışlardır. Böylelikle bir ülke veya bölgedeki kriz diğer ülkelere de sıçrayarak genel bir kriz havasına bürünmektedir. Öte yandan 1994'teki Meksika krizi sadece Güney Amerika bölgesiyle sınırlı kalmıştır. Ancak 1998 Rusya krizinde de gelişmekte olan ülkelere genel bir çıkış gerçekleşmiştir.

Diğer taraftan Yatırım Şirketi Enstitüsü⁶⁸ tarafından yapılan bir çalışmada⁶⁹ gelişmekte olan ülke yatırım fonlarına yatırım yapan yatırımcılar 1997'deki krizde aşırı panik satışlar yapmamışlardır. Ayrıca portföy yöneticilerinin de tepkileri ölçülü olmuştur. Aynı enstitünün bir başka çalışmasında da⁷⁰ Meksika krizinin dahil edildiği 1990'lı yılların ilk yarısında gelişmekte olan ülkelere yatırım yapan fonların ne yöneticilerinin ne de

⁶⁶ Uninformed investors.

⁶⁷ Informed investors.

⁶⁸ Investment Company Institute.

⁶⁹ Post, Millar (1998).

⁷⁰ Rea (1996)

yatırımcılarının piyasalarda volatilitiyi yükseltecek şekilde davranmadıkları sonucuna varılmıştır.

Sürü psikolojisi rasyonel olabileceği gibi irrasyonel de olabilir irrasyonel sürü psikolojisi panik olduğu zaman veya yatırımcı psikolojisinde ani değişimler yapıldığında ortaya çıkmaktadır. Böyle durumlarda gelişmekte olan bir ülke krize girebilmektedir. Sürü psikolojisi ayrıca, kendi başına çok büyük bir önemi olmamakla birlikte bir olayın veya verinin yatırımcılarda geçmiş olayları hatırlamalarına yol açarak ani reaksiyon vermelerine yol açmaktadır. Sürü psikolojisi ayrıca rasyonel de olabilmektedir. Örneğin bilgisiz yatırımcıların daha bilgili yatırımcıları izlemesi buna örnek olarak verilebilir. Öte yandan kurumsal yatırımcıların birbirlerinin alım satımları konusunda bireysel yatırımcılara göre daha bilgili olması da sürü psikolojisine yatkın olmalarına yol açmaktadır. Öte yandan portföy yöneticilerinin relatif değil de mutlak performanslarına göre değerlendirilmeleri de sürü halinde hareket etmeye katkıda bulunmaktadır. Öte yandan yatırımcıların momentum stratejileri uygulamaları da sürü psikolojisine katkıda bulunmaktadır. Kurumsal yatırımcılar fiyatları artan varlıkları alırken düşenleri satmaktadır. Bu fiyat beklentilerinden olduğu kadar, marjin ve teminat çağrılarında, kendini korumaya yönelik alınan pozisyonların piyasadaki değişime göre değiştirilmesinden⁷¹ ve fiyat hareketlerine göre otomatik alım satım emri veren stratejilerden kaynaklanmaktadır. Öte yandan sürü psikolojisi yatırımcıların açıklanan bir makroekonomik veriye aynı tepkiyi vermelerinden de kaynaklanabilmektedir.

Borensztein, Gelos (2003), global çapta yatırım fonlarının hareketine ilişkin yaptıkları çalışmada gelişmekte olan ülke yatırım fonlarının krizden 1 ay önce etkilenen ülkeden büyük miktarda fon çektikleri, ancak krizden etkilenen diğer ülkelere yatırım yapabildikleri, global veya uluslar arası fonların bölgesel ve tek ülkeye yatırım yapan fonların bir ülkeye yatırım yapmaya başladıktan sonra yatırım yapmaya başladığı, belli bir ölçüde sürü hareketi olmakla birlikte bunun dramatik seviyelerde olmadığı sonucuna varmışlardır. Sonuç olarak yazarlar gelişmekte olan ülkelere yatırım yapan yatırımcılar arasında sürü hareketi bulunmakla birlikte, bu fonların hareketlerinin ani ve irrasyonel

⁷¹ Dynamic hedging.

paniklerden ve sadece birbirlerinin hareketini taklit etmek şeklinde olmadığını düşünmektedirler.

4. GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Yabancı kurumsal yatırımcılar yatırım yaptıkları gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasalarının gelişmesine katkıda bulunurken aynı zamanda izledikleri sürü psikolojisi nedeniyle zaman zaman toplu çıkış yapmaları neticesinde gelişmekte olan ülkelere krizlere yol açmaları nedeniyle de eleştirilmişlerdir. 90'lı yıllarda gelişmiş ülkelerdeki kurumsal yatırımcıların artan ölçüde gelişmekte olan ülkelere yatırım yapmalarında portföy teorisi çerçevesinde risklerin azaltılması saiki rol oynamıştır. Yapılan çalışmalar gelişmiş ülkelerdeki kurumsal yatırımcıların kendi ülkeleri dışında yatırım yapmalarının büyük faydaları olduğunu ortaya koymuştur.

Dikkati çeken konulardan biri gelişmiş ülkelerdeki kurumsal yatırımcıların yönettikleri fonların toplam miktarının gelişmekte olan ülkelerin büyüklüğüne göre çok büyük olmasıdır. Bu çerçevede gelişmiş ülke kurumsal yatırımcılarının portföylerinin çok küçük bir kısmını bile gelişmekte olan ülkelere yöneltmesi bu ülkelere önemli miktarda fon girmesine yol açmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelere yatırım yapan yabancı kurumsal yatırımcıların kompozisyonu ve yatırım kararları gelişmekte olan ülkelerin piyasaları üzerinde ciddi etkiler yaratan bir faktördür. Uluslararası kurumsal yatırımcıların yatırım kararlarında gelişmiş ülkelerdeki demografik eğilimlerden mevzuattaki ve muhasebe kurallarındaki değişimlere kadar birçok faktör rol oynamaktadır.

Değişik kurumsal yatırımcıların farklı yatırım stratejileri bulunmaktadır. Hayat sigortası şirketleri ve emeklilik fonlarının bir kısmı (tanımlanmış ödeme miktarı) yükümlülükleri çerçevesinde yatırım yapmak zorundadır. Çünkü bu kurumlar ileride yatırımcılara yapacakları ödemelerin sorumluluğunu üzerlerine almaktadırlar. Bu çerçevede bu tip kurumlarda portföy yöneticilerinin ve danışmanlarının kararlar üzerinde daha büyük etkisi bulunmaktadır. Öte yandan yatırım fonları, riskli fonlar ve bir kısım emeklilik fonunda ise risk tamamen yatırımcının üzerindedir. Burada portföy yöneticisinin yükümlülüklerini karşılayamamak gibi bir endişesi bulunmamaktadır. Ancak bu fonların yöneticilerinin performansları da birbirleriyle karşılaştırıldığından bir performans riski bulunmaktadır. Öte yandan özellikle yatırım şirketlerinde yatırımcılar hangi tip fonlara

yatırım yapılacağına karar verdiğiinden, bir ölçüde fonların hangi varlıklara yöneleceğine yatırımcılar karar vermektedir. Yatırım fonu yöneticileri sadece yönetmekle sorumlu oldukları ve hangi varlıklara yatırım yapacağı belli olan fona ilişkin taktik portföy kararları almaktadırlar.

Uluslar arası kurumsal yatırımcıların gelişmekte olan ülkelere artan ölçüde yatırım yapması bu ülkelere açısından çok olumlu bir gelişme olmuştur. Gelişmekte olan ülkeler bu çerçevede global piyasalardan önemli miktarda fon temin etme imkanına kavuşmuşlardır. Bu da bu ülkelerin ekonomik büyümeleri açısından önemli bir katkı sağlamaktadır. Öte yandan global yatırımcıların gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasalarına yatırım yapması, bu ülkelerin yerel sermaye piyasalarını geliştirmeleri açısından önemli bir rol oynamaktadır. Global kurumsal yatırımcıların bir çok gelişmekte olan ülke sermaye piyasasındaki önemli ağırlığı bu ülkelerin sermaye piyasasına ilişkin hem mevzuat hem de fiziksel altyapının gelişmesine katkıda bulunmuştur.

Öte yandan gelişmiş ülke kurumsal yatırımcılarının gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasalarında artan varlıkları, gelişmekte olan ülkeleri hem gelişmiş ülkelerdeki ekonomik gelişmelere, hem de kurumsal yatırımcıların davranış biçimlerine karşı açık hale getirmiştir. Bu çerçevede Asya krizi başta olmak üzere bazı krizlerden global kurumsal yatırımcılar sorumlu tutulmuştur. Ancak akademik araştırmalar özellikle riskli fonlar başta olmak üzere yabancı yatırımcıların manipülasyon gerçekleştirerek bir krize yol açtığı sonucuna varmamışlardır. Öte yandan yabancı kurumsal yatırımcılar sürü halinde hareket edebilmektedirler.

Sonuç olarak, gelişmiş ülke kurumsal yatırımcıları gelişmekte olan ülke sermaye piyasalarının ayrılmaz bir parçası haline gelmiştir. Gelişmekte olan ülke sermaye piyasalarında, gelişmiş ülke kurumsal yatırımcılarının özelliklerinin ve davranış biçimlerinin daha iyi anlaşılması, özellikle politika belirleyicilerin strateji oluşturma sürecinde büyük önem taşımaktadır.

KAYNAKÇA

1. Aitken B., 1998, “Have Institutional Investors Destabilized Emerging Markets?” *Contemporary Economic Policy*, Vol. 16, pp. 173–84.
2. Arora V., Cerisola M. 2001, “How Does U.S. Monetary Policy Influence Sovereign Spreads in Emerging Markets?”, *IMF Staff Papers*, Vol. 48, No:3.
3. Bekaert G. , C. Harvey, 2002, “Research in Emerging Market Finance: Looking to the Future”.
4. Bikhchandani S., S. Sharma, 2001, “Herd Behaviour in Financial Markets”, *IMF Staff Papers*, Vol 47, No:3.
5. Borensztein E., R.G. Gelos, 2003a, “A Panic-Prone Pack? The Behavior of Emerging Market Mutual Funds,” *IMF Staff Papers*, International Monetary Fund, Vol. 50, pp. 43–63.
6. Borensztein E., R. G. Gelos, 2003b, “Leaders and Followers: Emerging Market Fund Behavior During Tranquil and Turbulent Times,” *Emerging Markets*.
7. Brown S., W. N. Goetzmann, J. Park, 1998, “Hedge Funds and the Asian Currency Crisis of 1997,” *NBER Working Paper No. 6427* (Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research).
8. Guillermo C.,1998, “Capital Market Contagion and Recession: An explanation of the Russian Virus”, *Working Paper*. University of Maryland, College Park.
9. Guillermo C., E. Mendoza, 2000, “Rational Herd Behavior and the Globalization of Securities Markets.”, *Journal of International Economics* 51(1):79-113.
10. Corsetti G., A.Dasgupta , S. Morris, “Does One Soros Make a Difference? A theory of Currency Crises with Large and Small Traders”, September 2001.
11. Dahlquist M., C. Harvey, “Global Tactical Asset Allocation”, *Institutional Investor*, Spring 2001.
12. Davis P. 1995, “Institutional Investors, Unstable Financial Markets and Monetary policy” *Franfurt*, European Monetary Institute.

13. Dornbusch R., Y. C. Park, S. Claessens, 2000, “Contagion: Understanding How It Spreads”, The World Bank Research Observer, Vol: 15, No:2 August 2000.
14. Eichengreen B., D. Mathieson, 1998, “Hedge Funds and Financial Market Dynamics,” Occasional Paper No. 166 (Washington: International Monetary Fund).
15. Financial Stability Forum (2000), “Report of the Working Group on Highly Leveraged Institutions”, April.
16. Financial Stability Forum (2002), “Recommendations and Concerns Raised by Highly Leveraged Institutions: An Assessment”, March.
17. Fung W., D. A. Hsieh, 2000, “Measuring the Market Impact of Hedge Funds,” Journal of Empirical Finance, Vol. 7, pp. 1–36.
18. Fung W., D. A. Hsieh, K. Tsatsaronis, 1999, “Do Hedge Funds Disrupt Emerging Markets?” Brookings-Wharton Papers on Financial Services, Brookings Institution Press.
19. International Monetary Fund, 2002, Global Financial Stability Report, World Economic and Financial Surveys (Washington: IMF, September).
20. International Monetary Fund, 2003, Global Financial Stability Report, World Economic and Financial Surveys, (Washington: IMF, September).
21. International Monetary Fund, 2004, Global Financial Stability Report, World Economic and Financial Surveys, (Washington: IMF, April).
22. International Monetary Fund (1998), “Hedge Funds and Financial Market Dynamics”, IMF Occasional Paper No.166.
23. Kaminsky G., R. Lyons, and S. Schmukler, 2001, “Mutual Fund Investment in Emerging Markets: An Overview,” The World Bank Economic Review, Vol. 15, No. 2.
24. Kim W., W. Shang-Jin , 1999, “Foreign Portfolio Investors Before and During a Crisis,” OECD Economics Department Working Papers No. 210.

25. Kim, W.,W. Shang-Jin, 2000 “Offshore Investment Funds: Monsters in Emerging Markets?”, *Journal of Development Economics*, Vol. 68 (2000) 205-224.
26. Kodres L., M. Pritsker, 1999, “A Rational Expectations Model of Financial Contagion.”, *International Monetary Fund*, Washington D.C.
27. Li K., A. Sarkar, Z. Wang, 2003, “Diversification Benefits of Emerging Markets, Subject to Portfolio Constraints”, *Journal of Empirical Finance*,10 (2003) 57-80.
28. Li Lian Ong, Amadou Sy, 2004, “The Role of Mature Market Mutual Funds in Emerging Markets:Myth or Mayhem?”, *IMF Working Paper WP/04/133*.
29. Mathieson, D., J. E. Roldos, R. Ramaswamy, A. Ilyina, 2004, *Emerging Local Securities and Derivatives Markets*, *World Economic and Financial Surveys* (Washington: International Monetary Fund).
30. OECD, “Survey of Quantitative Investment Regulation of Pension Funds”, May 2005.
31. Post M., K. Millar 1998, “U.S. Emerging Market Equity Funds and the 1997 Crisis in Asian Financial Markets,” *Investment Company Institute, Perspective*, Vol. 4.
32. Rea J., 1996, “US Emerging Market Funds: Hot Money or Stable Source of Investment Capital?”, *Investment Company Institute, Perspective*, Vol. 2.
33. Stulz R., 1999, “International Portfolio Flows and Security Markets”