

KURUMSAL YAPININ ÜLKELERİN VARLIK FONLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: DİNAMİK PANEL VERİ ANALİZİ

THE IMPACT OF INSTITUTIONAL STRUCTURE ON COUNTRIES' ASSET FUNDS: DYNAMIC PANEL DATA ANALYSIS

Yrd. Doç. Dr. Mehmet AKYOL

Gümüşhane Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü, makyol@gumushane.edu.tr,
Gümüşhane/TÜRKİYE

Doç. Dr. Pınar HAYALOĞLU

Gümüşhane Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü, pinarhayaloglu@gumushane.edu.tr,
Gümüşhane/TÜRKİYE

ÖZ

Ulusal Varlık Fonları, ülke hükümetleri tarafından kurulan ve kamu yararını gözeterek faaliyette bulunmayı amaçlayan yatırım kurumlarıdır. Dış ticaret fazlaları, özelleştirme gelirleri, doğal kaynak ve emtia satışları sonucunda elde edilen gelir fazlalıkları söz konusu fonların kaynağını oluşturmaktadır. Ulusal Varlık Fonları, sahip oldukları geniş sermaye yapıları ve geliştirdikleri yatırım stratejileri ile özellikle konjonktürel dalgalanmaların yaşandığı dönemlerde ekonominin daralmasını önleyici stabilizatör görevi üstlenmektedirler.

Ülkelerdeki iktisadi faaliyetlere yön veren temel faktörün kurumsal yapı olduğunu öne süren kurumsal iktisadi düşünce son yıllarda geniş bir yelpazede çalışma alanı bulmuştur. Bu çalışmada kurumsal iktisadi düşünceden hareketle, son yıllarda sayıları giderek artan varlık fonlarının kurumsal belirleyicileri Ulusal Varlık Fonuna sahip 5 ülke (Avustralya, Güney Kore, Singapur, Şili ve Yeni Zelanda) örneklemini için araştırılmıştır. 2006-2015 dönemini kapsayan çalışmada dinamik panel veri analiz tekniği kullanılmıştır. Kurumsal yapının göstergesi olarak iki farklı değişkenin kullanıldığı çalışmada elde edilen bulgular, kurumsal yapı ve ülkelerin varlık fonu büyüklüğü arasında anlamlı bir ilişki olduğunu ortaya koymaktadır. Bu kapsamda ülkelerdeki düzenleyici kalite ve demokratik sorumluluk göstergesindeki bir iyileşme varlık fonu miktarını olumlu etkilemektedir.

Anahtar Kelimeler: Ulusal Varlık Fonu, Kurumsal Yapı, Dinamik Panel Veri Analizi

ABSTRACT

Sovereign Wealth Funds are investment institutions established by the governments of the country and aiming to operate in the public interest. Foreign trade surplus, privatization revenues, income surpluses resulting from natural resource and commodity sales constitute the source of such funds. Sovereign Wealth Funds act as stabilizers to prevent the economy from shrinking, especially in periods of cyclical fluctuations, due to the large capital structures they have and the investment strategies they have developed.

Institutional economic thought, which suggests that the main factor driving the economic activities in the countries is the institutional structure, has found a wide field of work in the last years. In this study, institutional determinants of increasing sovereign wealth funds, which have moved in recent years to institutional economic considerations, have been searched for 5 countries with Sovereign Wealth Fund (Australia, South Korea, Singapore, Chile and New Zealand). In the study dynamic panel data analysis technique was used covering the period of 2006-2015. In the study where two different variables were used as indicators of institutional structure support that there is a meaningful relationship between institutional structure and the size of sovereign wealth funds of countries. In this context, an improvement in regulatory quality and democratic accountability in countries affects the amount of wealth funds positively.

Keywords: Sovereign Wealth Funds, Institutional Structure, Dynamic Panel Data Analysis

1. GİRİŞ

Ulusal varlık fonları hükümet sahipliğinde ve kontrolünde olup orta ve uzun vadeli varlıkların yönetildiği ve değerlendirildiği makroekonomik ve finansal araçlardır (Shabbir, 2009: 1). Ulusal Varlık Fonları özellikle 2008 finans krizi sonrasında Asya'dan Avrupa'ya ve hatta Ortadoğuyu da içine alacak şekilde küresel yatırım arenasında büyüyen bir güç olmaktadır (Gasparro ve Pagano, 2007: 92). Bu fonlar ülkelerin dış ticaret fazlaları, petrol ve emtia gibi doğal kaynak ihracından doğan gelirler, bütçe fazlaları ve özelleştirme gelirleri gibi alanlardan sağlanan likit kaynakların kamu yararı gözetilerek en karlı alanlarda değerlendirilmesini sağlamaktadır. Bu sayede ülkeler özellikle finansal volatilitenin yüksek olduğu dönemlerde kur artışı ve sıcak para çıkışı gibi nedenlerden dolayı olası muhtemel finansal daralmanın önüne geçmeyi hedeflemektedirler.

Ulusal Varlık Fonları ülke ekonomilerinin çeşitlendirilmesi amacını da gütmektedir. Örneğin ana gelir kaynağı petrol olan Bahreyn, Kuveyt Birleşik Arap Emirlikleri vb. gibi ülkeler farklı sektörlerin geliştirilmesi adına varlık fonları yatırımlarından yararlanmaktadır (Capape ve Blanco, 2014: 21). Bu doğrultuda Ulusal Varlık Fonları, temelde ülke ekonomisini konjonktürel dalgalanmalardan koruyarak istikrarı sağlama ve aynı zamanda refah artışını gelecek kuşaklara aktarabilme amacını gütmektedir. Son yıllarda ülkeler varlık fonu oluşturmak ve bu fonları geliştirmek amacıyla önemli girişimlerde bulunmaktadırlar. Bu bağlamda Sovereign Wealth Fund (SWF: Ulusal Varlık Fonu) Institute verilerine göre, dünya genelindeki 79 Ulusal Varlık Fonu'nun 47 tanesi küreselleşme eğilimlerinin hız kazandığı 2000 yılı sonrasında kurulmuştur. Günümüzde faaliyette bulunan Ulusal Varlık Fonları 7.5 Trilyon Amerikan doları fon büyüklüğüne ulaşmıştır (SWF Institute, 2017).

Ulusal Varlık Fonlarından beklentilerin giderek arttığı günümüz ekonomilerinde, bu fonları kurmak ve geliştirmek adına gerekli yasal ve ekonomik altyapının oluşturulması noktasında alınacak kararlar önem taşımaktadır. Bu konuda dikkate alınması gereken birçok husus bulunmakla birlikte çalışmada, ülkelerdeki iktisadi faaliyetlere yön veren temel faktörün kurumsal yapı olduğunu öne süren kurumsal iktisadi düşünce bağlamında bir yaklaşım izlenmiştir. Kurumsal yapı; ülkelerdeki temel hak ve özgürlükler, demokrasi düzeyi, mülkiyet hakları, hukukun üstünlüğü, yolsuzluk, düzenlemelerin kalitesi gibi unsurları kapsamaktadır. Kurumsal iktisadi düşünceye göre söz konusu faktörler ülkelerdeki ekonomik performansın önemli bir belirleyicisi olarak görülmektedir.

Bu bilgilerden hareketle çalışmada varlık fonlarının kurulması ve fon miktarının arttırılması aşamasında kurumsal yapının etkili olup olmadığının ortaya konulması amaçlanmıştır. Bu amaç doğrultusunda hazırlanan çalışma yedi bölüm olarak tasarlanmıştır. İkinci ve üçüncü bölümde varlık fonları ile ilgili genel bilgi vermek amacıyla Ulusal Varlık Fonlarının sınıflandırılması ve bu fonların avantaj ve dezavantajlarına değinilmiştir. Dördüncü bölümde çalışmada kullanılan ekonometrik yöntem ve veri seti tanıtılmış ardından analizde kullanılan değişkenlere ilişkin beşinci bölümde tanımlayıcı istatistiklere yer verilmiştir. Analiz sonuçlarının yer aldığı altıncı bölümü takiben yedinci bölümde çalışmanın sonuçlarına değinilmiştir.

2. ULUSAL VARLIK FONLARININ SINIFLANDIRILMASI

Ulusal Varlık Fonlarının kurulması aşamasında ülkelerin politika hedefleri ve varlığın tahsisi göz önünde bulundurulmaktadır. Çeşitli hedefleri hayata geçirmek adına birçok varlık fonu kurulmuş olsa da IMF ve Santiago İlkeleri (Santiago Principles)'ne göre Ulusal Varlık Fonları; i) istikrarı sağlamaya yönelik fonlar, ii) tasarruf fonları, iii) kalkınma fonları, iv) emeklilik ikraz fonları ve v) ihtiyati yatırım fonları olmak üzere 5 farklı şekilde sınıflandırılmıştır (Al-Hassan vd., 2013: 6). Bu doğrultuda, İstikrarı sağlamaya ve korumaya yönelik fonlar özellikle hammadde ve tarım ürünleri gibi emtia piyasalarındaki fiyat hareketlilikleri ve dışsal faktörlerden kaynaklı dalgalanmaları önlemek amacıyla kurulmuştur. Hammadde piyasalarında ortaya çıkan yüksek fiyat ve miktar dalgalanmaları, hammadde ihracat gelirlerinin ve ihraç edilen miktarın yıldan yıla belirsizlik göstermesine neden olmaktadır. Örneğin 1955-1981 yılları arasında gelişmekte olan ülkelerde tarımsal ürünlerin ihraç fiyatları yıllık %7 oranında değişim göstermiştir. Diğer yandan petrol fiyatları 1994 ve 2009 yılları arasında tarım ürünleri fiyatlarındaki dalgalanmaları da aşarak yıllık

bazda %35 oranında değişim göstermiştir (Schwartz, 2012: 521). Bahsi geçen dalgalanmaların giderilmesi, makroekonomik politikaların ve istikrarın sağlanması ile mümkün olmaktadır.

Tasarruf fonları; yenilenemez varlıkları çeşitlendirilmiş finansal varlıklara dönüştürerek nesiller boyu zenginliği paylaşma amacıyla kurulmuştur (Al-Hassan vd., 2013: 6). Doğal kaynak yönünden sınırlı rezerve sahip olan veya ileriki zamanlarda mevcut kaynakların ne kadarlık kısmının var olacağı konusunda büyük bir belirsizlik yaşayan ülkeler, sahip oldukları doğal kaynaklardan mevcut dönemde elde ettikleri gelirleri sonraki nesillere aktarma yoluyla refah seviyelerini gelecekte de korumayı amaçlamaktadır. Nesiller arası gelir eşitliği olarak da adlandırılan bu amaç, hem günün hem de gelecek nesillerin mümkün olduğunca eşit gelirden faydalanmalarına odaklanmaktadır. Bu bağlamda tasarruf fonları sonlu bir varlığı sonsuz bir dizi finansal nakit akışı ile dönüştüren bir nevi bağış fonu kurma yoluyla mevcut ve gelecek nesillere eşit şekilde fayda sağlamayı hedeflemektedir (Das vd., 2009: 9-10). Kalkınma fonları, genellikle altyapı öncelikli sosyo-ekonomik projelere kaynak tahsis etmeyi amaçlamaktadır (Al-Hassan vd., 2013: 6). Kalkınma fonlarının diğer bir kuruluş nedeni ülkenin potansiyel üretim çıktısının artırılması maksadıyla endüstriyel yatırım projelerinin hayata geçirilmesinin sağlanmasıdır (Allen ve Caruana, 2008: 5).

Emeklilik ihtiyat fonları bilançoda emeklilik şartlı yükümlülüklerle ilgili olarak gelecekte gündeme gelecek çıkışları karşılamak üzere kurulmuştur. Diğer yandan Devlet tahvilleri üzerindeki şarta bağlı olmayan emeklilik yükümlülükleri için (bireysel emeklilik katkısı dışındaki kaynaklardan) teminat sağlayan şarta bağlı emeklilik fonları da emeklilik ihtiyat fonları arasında gösterilmektedir (Murtinu ve Scalera, 2016: 251). Ulusal Varlık Fonları kapsamındaki emeklilik ihtiyat fonları diğer emeklilik fonlarından yapısı itibari ile ayrılmaktadır. Bilinen haliyle emeklilik fonları işçi ve işveren prim katkıları ile varlığını sürdürmekte ve söz konusu fonlar bağımsız şirketler veya sosyal güvenlik kurumları tarafından yönetilmektedir. Emeklilik ihtiyat fonları ise doğrudan hükümetler tarafından kurulmakta ve nakit girişleri hükümetler tarafından sağlanan mali transferler aracılığı ile gerçekleştirilmektedir (Blundell-Wignall vd., 2008: 5). Son olarak ihtiyati yatırım fonları ise genellikle Merkez Bankalarının döviz rezervlerini yönetmektedir. Sıkı risk kısıtlamaları çerçevesinde optimal likidite yönetimi gerçekleştirilmeye çalışılmakta ve finansal varlıklara temkinli bir şekilde yatırım yapılmaktadır. İhtiyati yatırım fonları rezervlerin uzun vadeli değerlerini muhafaza etmeyi amaçladıklarından çeşitlendirilmiş yatırım stratejisi benimseme yolunu tercih etmektedirler. Bu bağlamda portföyün bir kısmı likit ve güvenli kamu bonolarında değerlendirilmektedir. Diğer yandan ihtiyati yatırım fonları birçok Merkez Bankası'nın aşırı dalgalı olması nedeniyle yatırım yapmadığı çeşitli şirketlerin hisse senedi ve tahvillerine de yatırım yapmaktadırlar (Castelli ve Scacciavillani, 2012: 74).

3. ULUSAL VARLIK FONLARININ AVANTAJ VE DEZAVANTAJLARI

2008 Finansal Krizi süresince likidite zorlukları ile karşı karşıya kalan City Group, Morgan Stanley, Bear Stearns, Merrill Lynch ve Fortis gibi bankalara varlık fonları aracılığı ile uygun koşullar altında müdahale edilerek likidite ihtiyaçlarının giderilmesine katkı sağlanmıştır (Betbéze, 2009: 160). Diğer yandan yine söz konusu fonlar kuruluş felsefesi ve geleneksel olarak uzun dönemli yatırım felsefesini benimsedikleri için kısa dönemli dalgalanmaların absorbe edilmesinde önemli bir rol üstlenmektedir (Keller, 2008: 341).

Dış ticaret gelirleri genellikle bir emtia üzerinde yoğunlaşan ülkeler (örneğin Kuveyt, Birleşik Arap Emirlikleri gibi Ortadoğu ve Körfez ülkeleri) gelir kaynaklarının çeşitlendirilmesinde Ulusal Varlık Fonlarından önemli ölçüde yararlanmaktadırlar. Yine söz konusu ülkelerin iç pazarlarındaki talep yetersizlikleri elde edilen gelirin tamamının ülke içerisinde absorbe edilemediği durumlarda varlık fonları aracılığı ile gelir fazlalıklarının diğer ülkelere çeşitli yatırımlara dönüştürülmesi mümkün kılınmaktadır. Ayrıca dış âlemde iyi organize olmuş ve sağlam temeller üzerine inşa edilmiş şirketlere yatırım yapılması uzun vadede riskin azaltılmasına ve yüksek gelir elde edilmesine imkân sağlamaktadır (Makhlouf, 2010: 39).

Ülkeler önceleri geleneksel olarak düşük riskli fakat yüksek kalitedeki hazine kâğıtları gibi araçlara yatırım yapma yolunu tercih ederken Ulusal Varlık Fonlarının ortaya çıkması ile beraber küresel

finans piyasalarındaki likiditeyi arttıran süreçle birlikte özel sektör hisseleri ve şirket fonları gibi daha riskli enstrümanlara yatırım yapmayı tercih etmişlerdir. Bu anlamda Ulusal Varlık Fonlarının ülkelerin yatırım yapma tercih ve yaklaşımlarını değiştirerek portföyün çeşitlenmesine katkı yaptığı ileri sürülebilir (Das, 2009: 91). Geleneksel yatırım fonları sermayelerini ödünç alınan fonlardan sağladıkları için sermayenin maliyeti borcu vadesinde ödeyememe riskini de içermektedir. Diğer bir ifade ile temerrüt riski ne kadar yüksek ise varsayılan risk primi de o kadar yüksek olmakta ve fonun sermaye maliyetine de o derece etki etmektedir. Ulusal Varlık Fonları ödünç fonlardan oluşmadığı ve devlet tarafından desteklendiği için sermayelerinin maliyeti herhangi bir risk primi içermemektedir. Ulusal Varlık Fonlarının sermaye maliyetlerinin düşük olması diğer fonlardan daha düşük geri dönüş oranı ile fon arz edilmesine ve borç/özsermaye oranı ile finanse edilen yatırımlardan daha avantajlı olmasına imkân sunmaktadır (Jory vd., 2010: 591).

Ulusal Varlık Fonuna ev sahipliği yapan ülkeler de çeşitli yollarla varlık fonlarından avantaj elde etmektedirler. Varlık fonları uzun vadeli yatırımları tercih ettiklerinden yatırım yaptıkları firmanın istikrarına katkıda bulunmaktadırlar. Sermaye piyasalarında faaliyette bulunan spekülörlerin veya kısa vadeli yatırımcıların aksine hisse senedi fiyatlarındaki kısa vadeli dalgalanmalar veya üçer aylık bilançolardaki bozulmalar neticesinde varlık fonları yatırımlarını geri çekmezler. Varlık fonları, kısa vadeli finansal sıkıntılardan dolayı ek sermaye bulamayan sermayedar şirketler ve bankaların faaliyetlerini sürdürmelerinde de etkili olmaktadır. Diğer yandan varlık fonları tarafından yatırım yapılan şirketlerin hisse senetleri, varlık fonlarının uzun dönemli yatırım stratejisi benimsediğinin bir göstergesi olarak piyasada değer kazanmaktadır (Makhlouf, 2010: 39).

Ulusal Varlık Fonları, avantajlarının yanı sıra çeşitli dezavantajları da bünyelerinde barındırmaktadır. Bunlardan en önemlisi şeffaflık ilkesinin göz ardı edilmesidir. Şeffaflık ilkesinin göz ardı edilmesi bu yatırım araçlarının büyüklüğü ve ulusallığı ile bir bütün olarak değerlendirildiğinde önemli bir sorun olarak karşımıza çıkmaktadır (Drezner, 2008: 3). Kurumsal yapıları, benimsenen hedefleri, fon büyüklükleri ve yönetim şekli ile ilgili şeffaflığın yeteri kadar yansıtılamaması ve ulusal düzenlemelerden yoksun oluşu bir takım endişeleri beraberinde getirmektedir (Keller, 2008: 342).

Ulusal Varlık Fonları diğer özel sermayeli fonların aksine fon performansı ve yatırım stratejileri gibi bilgileri açıklamak zorunluluğu içerisinde değildirler. Fakat bu durum yatırım faaliyetlerinin, yönetim ve risk yönetimi sorunlarının gizlenmesine neden olmaktadır. Örneğin Ulusal Varlık Fonunun etkinliğine ilişkin bilgiden yoksun olma fonların sistemik risklerinin belirlenmesini, ticari veya ticari olmayan yatırım stratejilerinin hangisine yatırım yapıldığının tespit edilmesini zorlaştırmaktadır. Sınırlı şeffaflık fonların yönetiminin denetlenmesini güçleştirdiğinden yönetim eksiklikleri ve olası yolsuzlukların önlenmesi güçleşmektedir. Etkin olmayan yönetimden kaynaklı aksaklıklar özellikle çeşitli sektörlerde yoğunlaşmış ise ulusal ve küresel pazarların etkilenmesinin yanı sıra aynı zamanda politika yapıcılar açısından da endişe verici bir durum ortaya koymaktadır (Weiss, 2008: 13). Diğer yandan şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkesinden yoksun olma Ulusal Varlık Fonlarının performanslarının değerlendirilmesinde önemli aksaklıklara yol açmaktadır. Söz konusu aksaklıklar fonların yatırım yaptıkları ülkelerde şüpheye kapılmalarına, özellikle ticari ve finansal korumacılığın teşvik edilerek küresel ekonomi için potansiyel olumsuz etkilerin doğmasına neden olmaktadır (Bahgat, 2008: 1191).

Bir başka dezavantaj ise varlık fonlarının ulusal güvenliği tehlikeye attığı düşüncesidir. Ulusal Varlık Fonları yatırım yaptıkları ülkedeki özel firmaların aktif kontrolünü sağlama imkânına sahip olabilmektedir (Kimmitt, 2008: 120). Ulusal Varlık Fonuna sahip ülkeler yatırım yaptıkları ülkelerde stratejik varlıklara sahip olmak ve onları bir kaynak olarak kullanmak yoluyla fonlardan yararlanan ev sahibi ülkeye potansiyel tehdit oluşturabilirler (Jory vd., 2010: 592). Söz konusu tehdit sadece yatırım yapılan şirketin yönetimini elde edecek oranda pay sahibi olmakla değil aynı zamanda yönetim kurulunda oylama hakkı elde ederek söz sahibi olma yoluyla da kendisini gösterebilmektedir. Bu bağlamda Ulusal Varlık Fonu yatırımlarından faydalanan ülkelerin (ev sahibi ülkelerin) milli güvenlikle ilgili kaygılarının giderilmesi gerekmektedir (Kimmitt, 2008: 120).

Bilindiği üzere Ulusal Varlık Fonları genellikle petrol ve doğalgaz gibi emtialardan elde edilen gelir fazlalıklarının değerlendirilmesi adına kurulmuştur. Petrol ve doğalgaz fiyatlarındaki aşağı yönlü bir dalgalanma varlık fonlarının yatırımlarını da etkilemektedir. Emtia fiyatlarındaki söz konusu düşüş bazı fonların küçülmesini beraberinde getirmekte ve tıpkı diğer yatırımcıların yatırımlarını geri çekme veya askıya alma eğilimlerinde olduğu gibi Ulusal Varlık Fonlarını da ilave borçlanmaya veya yatırımlarını azaltmaya teşvik ederek küresel piyasalarda baskı unsuru oluşturmaktadır. Örneğin Suudi Arabistan Merkez Bankası ki çeşitli yatırımları dolayısı ile Ulusal Varlık Fonu gibi işlemektedir, 2015 yılında petrol fiyatlarındaki düşüş dolayısı ile milyarlarca dolarlık varlık satışı gerçekleştirmiştir (Clark vd., 2015: 1).

Ulusal Varlık Fonlarının devlet kontrolünde olması dezavantajlardan bir diğeridir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde hükümetler uluslararası yatırım kararı alma sürecine gelişmiş ülke hükümetlerine nazaran çok daha fazla müdahil olmaktadır. Her ne kadar son yıllarda söz konusu müdahale azalmış olsa da hala etkinliğini sürdürmektedir. Kaynak dağılımına müdahale eden bu yaklaşım sanayileşmelerini tamamlamış ülke hükümetlerini, kendileri tarafından sağlanan uluslararası kontrolün kısmen kaybedilmesi adına endişelendirmektedir. Diğer yandan gelişmekte olan ülke hükümetlerinin, varlık fonu aracılığı ile büyük firmaların kurumsal varlıklarına sahip olması günümüzün Pazar esaslı küresel ekonomi ve finansal sistemiyle çelişerek sanayileşmesini tamamlamış ülkeleri endişelendiren bir diğer boyutu oluşturmaktadır (Das, 2009: 97-98).

Politikacıların, özellikle stratejik amaçlar doğrultusunda operasyonel anlamda Ulusal Varlık Fonlarının yönetim ve hedeflerinin belirlenmesinde müdahaleci şekilde rol oynama çabası, bir başka önemli risk olarak dile getirilmektedir. Adı geçen müdahale olgusu ulusal yatırımlara duyulan güven eksikliği, yabancı fon yöneticilerine bağımlılığı azaltma ve daha fazla siyasi çıkar elde etme arzusundan ileri gelmektedir. Ayrıca Ulusal Varlık Fonuna siyasi bağlantılı ve fakat deneyimden yoksun yöneticilerin atanması ulusal ve uluslararası piyasalarda varlık fonu tarafından sağlanan sermayenin etkin dağılımını bozmakla kalmayıp fonun dış piyasalarda portföy toplama kabiliyetini de olumsuz şekilde etkileyerek yatırımların verimliliğini düşürmektedir (Bernstein vd., 2013: 223).

4. METODOLOJİ VE VERİ SETİ

Çalışmada kurumsal yapının Ulusal Varlık Fonuna sahip 5 ülkenin (Avustralya, Güney Kore, Singapur, Şili ve Yeni Zelanda) fon büyüklükleri üzerindeki etkisi 2006-2015 yıllarını kapsayan dönemde dinamik panel veri analiz yöntemi ile incelenmiştir. Bu kapsamda dinamik panel veri analiz yöntemlerinden olan Arellano-Bond (1991) tarafından geliştirilen Fark GMM tahminci yöntemi kullanılmıştır.

Söz konusu yöntemde öncelikle birinci fark modeli araç değişken matrisi kullanılarak dönüştürülmekte ve sonrasında dönüştürülmüş model genelleştirilmiş en küçük kareler yöntemiyle tahminlenmektedir. Bu doğrultuda Genelleştirilmiş Momentler Tahmincisi İki Aşamalı Araç Değişkenler Tahmincisi olarak da isimlendirilmektedir (Tatoğlu, 2013: 80). Dinamik panel yaklaşımı çerçevesinde fark GMM yaklaşımına göre, kurumsal yapının ülkelerin varlık fonları üzerindeki etkisini analiz etme üzere aşağıdaki modeller oluşturulmuştur:

Model 1:

$$LSWF_{it} = \alpha_t + \beta_1 LSWF_{it-1} + \beta_2 REQ_{it} + \beta_3 LGDP_{it} + \beta_4 LEXP_{it} + \beta_5 REAL_{it} + \beta_6 EXC_{it} + \eta_i + \gamma_t + \varepsilon_{it}$$

Model 2:

$$LSWF_{it} = \alpha_t + \beta_1 LSWF_{it-1} + \beta_2 DEA_{it} + \beta_3 LGDP_{it} + \beta_4 LEXP_{it} + \beta_5 REAL_{it} + \beta_6 EXC_{it} + \eta_i + \gamma_t + \varepsilon_{it}$$

Model 3:

$$LSWF_{it} = \alpha_t + \beta_1 LSWF_{it-1} + \beta_2 REQ_{it} + \beta_3 DEA_{it} + \beta_4 LGDP_{it} + \beta_5 LEXP_{it} + \beta_6 REAL_{it} + \beta_7 EXC_{it} + \eta_i + \gamma_t + \varepsilon_{it}$$

Modellerde, η_i , gözlenemeyen bireysel etkileri; γ_t , gözlenemeyen zamana özgü etkileri; ε_{it} hata terimi bileşenlerini; L, ilgili değişkenin logaritmasının alındığını ifade etmektedir. Ayrıca η_i ile γ_t 'nin sabit olduğu varsayılmaktadır. Modellerde kullanılan değişkenler, elde edildikleri kaynaklar ve beklenti işaretleri ise Tablo 1'de sunulmuştur.

Tablo 1: Modelde Kullanılan Değişkenler

Değişkenin Adı	Değişkenin Tanımlanması	Elde Edildiği kaynak	Beklenen İşaret
LSWF	Ulusal Varlık Fonu	Ülke Varlık Fonları Faaliyet Raporları	
REQ	Düzenleyici Kalite	World Bank, WGI	+
DEA	Demokratik Sorumluluk	PRS, ICRG	-
LGDP	GSYH (2010 US\$)	World Bank, WDI	+
REAL	Reel Faiz Oranı (%)	World Bank, WDI	+
EXC	Resmi Döviz Kuru	World Bank, WDI	+
LEXP	İhracat Değer Endeksi (2000 = 100)	World Bank, WDI	+

Ülkelere (Avustralya, Güney Kore, Singapur, Şili ve Yeni Zelanda) ait Ulusal Varlık Fonlarını ifade eden SWF değişkeni tüm modellerde bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Her bir fonun yıllık faaliyet raporlarından elde edilen ve ulusal para cinsinden kayıt altına alınan söz konusu fonlar, ABD doları cinsinden yeniden hesap edilerek modelde kullanılmıştır.

Modellerde kurumsal yapının bir göstergesi olarak kullanılan Düzenleyici Kalite (REQ) değişkeni, hükümetin özel sektörün gelişimine izin veren ve destekleyen sağlam politikalar ve düzenlemeler hazırlama ve uygulama kabiliyetine ilişkin bir ölçüm olup Dünya Bankası (World Bank)'nın Dünya Yönetişim Endeksi (WGI: Worldwide Governance Indicators) veri tabanından elde edilmiştir. Değişken 0 ile 100 arasında değerler almakta olup değerlendirmede yüksek değerler daha iyi sonuçlara karşılık gelmektedir.

Kurumsal yapının bir diğer göstergesi olarak kullanılan Demokratik Sorumluluk (DEA) değişkeni, 0-6 arasında değerler almakta olup düşük değerler demokratik sorumluluk açısından daha yüksek riski ifade ederken yüksek değerler daha düşük riski ifade etmektedir. İlgili değişken Politik Risk Servisi (PRS: Political Risk Services) tarafından hazırlanan ICRG endeksi verilerinden elde edilmiştir.

Çalışmada kullanılan kontrol değişkenlerinden LGDP, Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYH)'nın 2010 yılı baz alınmak suretiyle dolar cinsinden elde edilen reel değeri olup logaritması alınarak modele ilave edilmiştir. Reel faiz oranı (REAL), GSYH deflatörü tarafından ölçülen enflasyon için ayarlanan borç verme faiz oranını ifade etmektedir. Resmi döviz kuru (EXC), ulusal makamlar tarafından belirlenen döviz kuru veya yasal olarak onaylı döviz piyasasında belirlenen orana karşılık gelmektedir. İhracat değer endeksi (LEXP), ABD doları cinsinden çevrilen ve baz periyodunun (2000) ortalama yüzdesi olarak ifade edilen ihracatın (F.O.B.) mevcut değerini ifade etmektedir. Söz konusu kontrol değişkenleri Dünya Bankası'nın World Development Indicators (WDI) veri tabanından elde edilmiştir.

5. TANIMLAYICI İSTATİSTİKLER

Çalışmada kullanılan değişkenlere ait temel tanımlayıcı istatistikler Tablo 2'de sunulmuştur. Buna göre, 2006-2015 yılları arasında 291313711400 dolarlık varlık fonu miktarı en büyük varlık fonuna sahip ülke Singapur iken 605000000 dolarlık fon miktarı ile Şili en düşük fon miktarına sahip ülke olmuştur. Kurumsal yapının göstergesi olarak kullanılan REQ değişkeninin ele alınan ülkelerde en düşük ve en yüksek değeri ise 72.5 (Güney Kore) ve 100 (Singapur) olarak gerçekleşirken DEA değişkeninin en düşük ve yüksek değerleri 2 (Singapur) ve 6 (Güney Kore ve Avustralya) olarak gerçekleşmiştir.

Kontrol değişkenlerinden olan GDP'nin, 2006-2015 yılları arasında, en düşük değeri 143000000000 dolar iken en yüksek değeri 1300000000000 dolar olarak gerçekleşmiştir. REAL değişkeninin en düşük ve en yüksek değerleri Şili'de gerçekleşmiş olup sırasıyla -4.27 ve 12.72'dir.

EXC değişkeninin en düşük değeri 0.96 (Avustralya) iken en yüksek değeri 1276.93 (Güney Kore) olarak gerçekleşmiştir. Son olarak EXP'nin ilgili yıllar arasında en düşük ve en yüksek değerleri sırasıyla 168.52 (Yeni Zelanda) ve 425.44 (Avustralya) iken ortalama olarak 290.56 düzeyinde gerçekleştiği görülmektedir.

Tablo 2: Tanımlayıcı İstatistikler

Değişken	Gözlem	Ortalama	Std. Sapma	Min	Max
SWF	50	94100000	87500000	605000000	291313711400
REQ	50	92.82109	8.026484	72.54902	100
DEA	50	4.953333	1.54084	2	6
GDP	50	578000000000	466000000000	143000000000	1300000000000
REAL	50	3.948166	2.761422	-4.26399	12.72854
EXC	50	326.158	442.4668	0.965801	1276.93
EXP	50	290.5674	69.13028	168.5227	425.4443

Tablo 3'te çalışmada kullanılan değişkenlere ait korelasyon matrisi yer almaktadır. Tablodan takip edileceği gibi ülkelerin varlık fonu düzeyi ile kurumsal yapı göstergeleri (REQ ve DEA) arasında negatif bir korelasyon söz konusu iken varlık fonu düzeyi ile kontrol değişkenleri (LGDP, REAL, EXC ve LEXP) pozitif bir korelasyon olduğu dikkati çekmektedir.

Tablo 3: Korelasyon Matrisi

	LSWF	REQ	DEA	LGDP	REAL	EXC	LEXP
LSWF	1.0000						
REQ	-0.2149	1.0000					
DEA	-0.4772	-0.3239	1.0000				
LGDP	0.4808	-0.5231	0.3682	1.0000			
REAL	0.1897	0.0863	-0.0123	-0.0283	1.0000		
EXC	0.1639	-0.9520	0.2726	0.4226	-0.1199	1.0000	
LEXP	0.0268	0.0145	0.1010	0.1758	0.1199	0.1351	1.0000

6. ANALİZ SONUÇLARI

Çalışmada varlık fonuna sahip 5 ülkede kurumsal yapının fon miktarı üzerindeki etkisini analiz etmek üzere 3 farklı model kullanılmıştır. Model 1'de kurumsal yapıyı temsilen düzenleyici kalite değişkeni kullanılmış, Model 2'de demokratik sorumluluk değişkeni kullanılmış ve Model 3'te her iki değişkene birden yer verilmiştir.

Tablo 4'te yer alan model 1, 2 ve 3'e ait sonuçlara göre; modellerin bir bütün olarak anlamlılığını test eden Wald testi, üç modelin de bir bütün olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Modellerde kullanılan araç değişkenlerin uygun olup olmadığını gösteren Sargan testi sonuçlarına göre, yine tüm modellerde uygun araç değişkenlerinin kullanıldığı tespit edilmiştir. Son olarak Arellano ve Bond'un otokorelasyon testi kullanılarak modellerde otokorelasyon sorunu olup olmadığını gösteren test sonuçlarına göre AR(1) ve AR(2) sürecinde otokorelasyon sorunu olmadığına karar verilmiştir.

Tablo 4'te yer alan model 1, 2 ve 3'e ait sonuçlara göre, bağımlı değişken ile gecikmeli değeri arasında herhangi bir ilişki tespit edilememiştir. Bu bulgu, bağımlı değişken olan ülke varlık fonu miktarının bir gecikmeli değerinden etkilenmediğini göstermektedir. Model 1'de kurumsal yapıyı temsilen kullanılan düzenleyici kalite değişkeni ile bağımlı değişken arasında pozitif ve istatistiksel olarak %1 seviyesinde anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Yani ülkelerde düzenleyici kalite göstergesindeki bir iyileşme ülkelerin varlık fonu miktarını olumlu etkilemektedir. Model 2'de kurumsal yapıyı temsilen kullanılan demokratik sorumluluk endeksi ile Ulusal Varlık Fonu arasında negatif ve istatistiksel olarak %1 seviyesinde anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Demokratik sorumluluk endeksinin değerinin sayısal olarak yükselmesi ülkeler için demokratik sorumluluk bakımından daha düşük bir riski gösterdiğinden elde edilen bu bulgu, demokratik sorumluluk düzeyindeki bir iyileşmenin varlık fonu miktarını olumlu yönde etkilediği şeklinde yorumlanmaktadır. Kurumsal yapı değişkenlerine ilişkin bu bulgular hem düzenleyici kalite hem de demokratik sorumluluk değişkenlerinin birlikte kullanıldığı 3. Model itibarıyla de değişmemektedir.

Tablo 4: Model Sonuçları

<i>LSWF</i>	<i>Model 1</i>	<i>Model 2</i>	<i>Model 3</i>
LSWF_{t-1}	-0.027 (0.050)	0.041 (0.049)	0.019 (0.046)
REQ	0.048*** (0.013)		0.030** (0.013)
DEA		-0.574*** (0.210)	-0.382* (0.214)
LGDP	1.557*** (0.341)	1.302*** (0.339)	1.236*** (0.320)
REAL	0.019*** (0.007)	0.017** (0.007)	0.018*** (0.007)
EXC	0.001*** (0.0004)	0.0009** (0.0004)	0.001*** (0.0004)
LEXP	0.509*** (0.144)	0.534*** (0.151)	0.530*** (0.142)
Wald χ^2	235.91 [0.000]	209.35 [0.000]	241.11 [0.000]
Sargan χ^2	33.504 [0.257]	38.604 [0.109]	39.058 [0.100]
AR(1)	-1.996 [0.045]	-1.918 [0.055]	-2.041 [0.041]
AR(2)	0.363 [0.716]	-7.791 [0.428]	-0.087 [0.930]
Ülke Sayısı	5	5	5
Gözlem	40	40	40

Not: *, **, *** sırasıyla %10, %5, %1 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlılığı göstermektedir. Parantez içindeki değerler katsayı standart hataları, köşeli parantez içindeki değerler ise anlamlılık düzeylerini göstermektedir.

Kontrol değişkenlerine ait bulgular tüm modellerde benzer olup şu şekilde özetlenebilir: LGDP, REAL, EXC ve LEXP ile bağımlı değişken arasında pozitif ve istatistiki olarak anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Buna göre söz konusu değişkenlerdeki bir yükselme ülke varlık fonu miktarını olumlu etkilemektedir.

7. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Ulusal Varlık Fonları hükümet sahipliğinde ve kontrolünde kurulup dış ticaret fazlaları, özelleştirme gelirleri, doğal kaynak ve emtia satışları sonucunda elde edilen gelir fazlalıklarının değerlendirildiği makroekonomik ve finansal araçlardır. Bütçe fazlalıkları, dış ticaret gelirleri, özelleştirme gelirleri ve doğal kaynak satış gelirleri gibi çok çeşitli kaynaklardan elde edilen gelirler varlık fonlarının sermaye yapılarını oluşturmaktadır. Fonda biriken likit kaynaklarla ülke içi ve dışında yapılan yatırımlar aracılığı ile fon sahibi ülkede ekonomik istikrarın sağlanması ve yaratılan refahın gelecek kuşaklara aktarılması hedeflenmektedir. Bunun dışında ülke ekonomisine birçok alanda katkı yapması beklenen varlık fonlarının kurulması yanında fon miktarının artırılması ve bu fonların devamlılığının sağlanması iktisadi refahın sürdürülebilirliği açısından oldukça önemlidir. Bu doğrultuda Ulusal Varlık Fonlarından beklenen katkıların sağlanması aynı zamanda uygun yasal ve ekonomik altyapının varlığına bağlıdır. Bu noktadan hareketle gelişmiş bir kurumsal yapının ülkelere bu fonların gelişmesinde katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

Bu çalışmada kurumsal iktisadi düşünce bağlamında ülke kurumsal yapısının varlık fonu büyüklüğü üzerindeki etkisi Avustralya, Güney Kore, Singapur, Şili ve Yeni Zelanda'dan oluşan ülke örneklemi için araştırılmıştır. 2006-2015 dönemini kapsayan çalışmada dinamik panel veri analiz tekniği kullanılmıştır. Bu doğrultuda söz konusu ilişkiyi analiz etmek üzere üç farklı model oluşturulmuştur. İlk modelde kurumsal yapının göstergesi olarak düzenleyici kalite değişkeni kullanılmış, ikinci modelde kurumsal yapının bir diğer göstergesi olan demokratik sorumluluk değişkeni kullanılmıştır. Üçüncü modelde ise her iki değişken birlikte modellenmiştir. Ampirik analizlerden elde edilen bulgular, kurumsal yapı ve ülkelerin varlık fonu büyüklüğü arasında anlamlı bir ilişki olduğunu desteklemektedir. Bu kapsamda ülkelerdeki düzenleyici kalite ve demokratik sorumluluk göstergesindeki bir iyileşme varlık fonu miktarını olumlu etkilemektedir.

KAYNAKÇA

- Al-Hassan, A.; Papaioannou, M. M. G.; Skancke, M. & Sung, C. C. (2013). Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structures and Investment Management. *International Monetary Fund*, No. 13-231.
- Allen, M. & Caruana, J. (2008). Sovereign Wealth Funds: A Work Agenda. *International Monetary Fund*, No. 29.
- Arellano, M. & Bond, S. (1991). Some Tests Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations. *The Review of Economic Studies*. 58(2): 277-297.
- Bahgat, G. (2008). Sovereign Wealth Funds: Dangers and Opportunities. *International Affairs*, 84(6): 1189-1204.
- Bernstein, S.; Lerner, J. & Schoar, A. (2013). The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds. *The Journal of Economic Perspectives*, 27(2): 219-238.
- Betbèze, J. P. (2009). Sovereign Wealth Funds: a Solution to the Crisis?. *Revue d'Économie Financière*, Special Issue, 9(1): 157-162.
- Blundell-Wignall, A.; Hu, Y. W. & Yermo, J. (2008). Sovereign Wealth and Pension Fund Issues. *OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions*, No. 14.
- Capapé, Javier & Blanco, Tomás Guerrero (2014). More Layers than an Onion: Looking For a Definition of Sovereign Wealth Funds. *ESADEgeo Working Paper*, 21: 1-38.
- Castelli, M. & Scacciavillani, F. (2012). *The New Economics of Sovereign Wealth Funds*. WILEY, A John Wiley and Sons, Ltd, Publication
- Clark, S.; Hope, B. & Lamar, M. (2015). The Trouble With Sovereign-Wealth Funds: Government Funds Proliferated with Oil's Rise. Now Some are Troubled. *Wall Street Journal Online*, <https://www.wsj.com/articles/the-trouble-with-sovereign-wealth-funds-1450836278> (Erişim Tarihi: 29.06.2017)
- Das, D. K. (2009). Sovereign-wealth Funds: The Institutional Dimension. *International Review of Economics*, 56(1): 85-104.
- Das, U. S.; Lu, Y.; Mulder, C. B. & Sy, A. N. (2009). Setting up a Sovereign Wealth Fund: Some Policy and Operational Considerations. *International Monetary Fund*, No. 9-179.
- Drezner, D. W. (2008). Sovereign Wealth Funds and the (in) Security of Global Finance. *Journal of International Affairs*, 62(1): 115-130.
- Gasparro, Vincent & Pagano, Michael S. (2010). Sovereign Wealth Funds' Impact on Debt and Equity Markets during the 2007-09 Financial Crisis. *Financial Analysts Journal*, 66(3): 92-103.
- Jory, S. R.; Perry, M. J. & Hemphill, T. A. (2010). The Role of Sovereign Wealth Funds in Global Financial Intermediatio. *Thunderbird International Business Review*, 52(6): 589-604.
- Keller, A. D. (2008). Sovereign Wealth Funds: Trustworthy Investors or Vehicles of Strategic Ambition? An Assessment of the Benefits, Risks and Possible Regulation of Sovereign Wealth Funds. *Georgetown Journal of Law&Public Policy*, 7(1): 332-372.
- Kimmitt, R. M. (2008). Public Footprints in Private Markets: Sovereign Wealth Funds and the World Economy. *Foreign Affairs*, 119-130.
- Makhlouf, H. H. (2010). Sovereign Wealth Funds. *International Journal of Government Financial Management*, 10(1): 35.
- Murtinu, S. & Scalera, V. G. (2016). Sovereign Wealth Funds' Internationalization Strategies: The Use of Investment Vehicles. *Journal of International Management*, 22(3): 249-264.
- PRS (2016), ICRG Data Base.

Schwartz, H. (2012). Political Capitalism and the Rise of Sovereign Wealth Funds. *Globalizations*, 9(4): 517-530.

Shabbir, Tayyeb (2009). Role of the Middle Eastern Sovereign Wealth Funds in the Current Global Financial Crisis. *Topics in Middle Eastern and African Economies*, 11: 1-19.

SWF Institute, <https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/> Erişim Tarihi: 01.11.2017

Tatoğlu, F.Y., (2013). İleri Panel Veri Analizi: Stata Uygulamalı, Beta Basım, 2. Baskı, İstanbul.

Weiss, M. A. (2008). Sovereign Wealth Funds: Background and Policy Issues for Congress. Congressional Research Service, Library of Congress.

World Bank (2017). World Development Indicators Data Base.

World Bank (2017). Worldwide Governance Indicators Data Base.