

Ulusal Varlık Fonları ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki: Panel GMM Analizi

Relationship Between Sovereign Wealth Funds and Economic Growth: Panel GMM Analysis

Öz

Ülkeler ekonomik büyüme ve kalkınma sürecinin kesintisiz devamı için çeşitli iktisadi ve politik hedefler belirlemektedir. Ulusal varlık fonları, son yıllarda ülkelerin ekonomik ve toplumsal hedeflerinin gerçekleştirilmesinde önemli bir rol oynamaktadır. Birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ulusal kaynakların daha etkin kullanılması adına varlık fonu uygulamasına başlamıştır. Bu çalışmada 6 ülkede (Norveç, Singapur, Avustralya, Güney Kore, Yeni Zelanda ve Hong Kong) faaliyette bulunan ulusal varlık fonunun söz konusu ülkelerde ekonomik büyüme üzerindeki etkisi 2007-2018 yılları arası dönem için analiz edilmiştir. Analizde dinamik panel veri (GMM) yönteminden yararlanılmıştır. Analiz sonucunda elde edilen bulgular ulusal varlık fonlarının iktisadi büyüme üzerinde pozitif etki oluşturduğunu doğrulamaktadır.

Abstract

Countries set various economic and political goals for the uninterrupted continuation of the economic growth and development process. Sovereign wealth funds have played an important role in achieving the economic and social goals of countries in recent years. Many developed and developing countries apply for wealth funds in order to use national resources more effectively. In this study, the effect of the national wealth fund on economic growth was analyzed for the period between 2007-2018 in 6 countries (Norway, Singapore, Australia, South Korea, New Zealand and Hong Kong). Dynamic panel data (GMM) method was used in the analysis. The findings obtained from the analysis confirm that sovereign wealth funds have a positive effect on economic growth.

Giriş

Küreselleşme süreci ile birlikte liberal politikaların tüm dünyada kabul görmesi sermaye hareketlerinin hızlanmasına ve finansal engellerin ortadan kalkmasına imkan sağlamıştır. Rekabet şartlarının ve uluslararası pazarlardan pay elde edebilmenin her geçen gün zorlaştığı günümüzde gelişmiş ülkeler kadar gelişmekte olan ülkeler de pazardan daha fazla pay almak, döviz geliri elde ederek ödemeler bilançosu açıklarını kapatmak, ulusal tasarruf yetersizliklerini gidermek, ve gelecek kuşakların refahını bugünden tesis etmek gibi nedenlerle çeşitli politikalar geliştirmektedir (Kavcıoğlu,2018:88). Ülkeler yukarıda bahsi geçen iktisadi zorluklarla mücadele etmek ve geleceğe dair beklentileri hayata geçirebilmek adına finansal organizasyon kurma yolunu tercih etmektedirler. Ulusal varlık fonları söz konusu organizasyonlardan birini oluşturmaktadır.

Ulusal varlık fonu, devletin sahipliğinde kurulan ve ödemeler bilançosu fazlası, resmi döviz işlemlerinden elde edilen gelirler, hükümetlerin transfer ödemeleri, özelleştirme gelirleri ve bütçe fazlaları gibi gelirlerden finansman kaynağı sağlayan, fon veya varlık kuruluşu olarak tanımlanmaktadır (Güçlü,2018:40). Uzun bir geçmişe sahip olan UVF'lerin bir çoğu emtiaya dayalı ve ihracat fazlası kaynaklardan oluşurken, herhangi bir doğal kaynak veya ihracat fazlası olmayan ülkelerin oluşturdukları UVF'ler de bulunmaktadır. Kaynak bakımından çeşitlilik gösteren UVF'ler

Tuğba Albayrak

Gümüşhane Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü, Yüksek Lisans Öğrencisi
albayraktuba@outlook.com,
Orcid:0000-0002-9197-442X

Mehmet Akyol

Gümüşhane Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü, makyol@gumushane.edu.tr,
Orcid:0000-0002-1173-200X

Article Type / Makale Türü

Research Article / Araştırma Makalesi

Anahtar Kelimeler

ulusal varlık fonu, dinamik panel veri yöntemi, yatırımlar

Keywords

sovereign wealth fund, dynamic panel data method, investments

Bilgilendirme

Bu çalışma Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Yüksek Lisans Programında savunulan 'Ulusal Varlık Fonu Uygulamasının İktisadi Büyüme Üzerindeki Etkisi' isimli tezden türetilmiştir.

JEL: 04 05 024

Submitted: 13 / 09 / 2020

Accepted: 21 / 10 / 2020

aynı zamanda, hükümetlerin birbirinden farklı ekonomik ve siyasi politikalarını hayata geçirmek, istikrarlı bir ülke ekonomisi oluşturmak ve kaynakların nesiller arası aktarımını sağlamak gibi amaçları bünyesinde barındırmaktadır.

İçinde bulunduğumuz süreçte varlık büyüklükleri ilgi çekici bir boyuta ulaşan UVF'ler, yatırımlarını bu fonlar aracılığıyla gerçekleştiren ülkelerin iktisadi ve finansal yapılarında etkiler oluşturmaktadır. UVF'lerin finansal sistem üzerinde yararlı etkileri, UVF sahibi ülkeler ve UVF yatırımlarına ev sahipliği yapan ülkeler olmak üzere iki farklı şekilde değerlendirilmektedir.

➤ UVF sahibi ülkeler açısından;

Petrol kaynaklarına sahip ve ekonomik olarak petrole bağımlı Ortadoğu ülkeleri petrolden elde ettikleri finansal kaynakları çeşitli sahalara yönlendirerek ekonomik bağımlılığı azaltma yolunu tercih etmektedirler. Bu şekilde petrol kaynağının ileriki dönemlerde tükenmesi ihtimaline karşı önlem alınmaktadır. Ayrıca ulusal yatırımların haricinde dış piyasalarda güvenilir kuruluşlara UVF vasıtasıyla gerçekleştirilen yatırımlar, uzun dönemde hatırı sayılır kazançlar elde edilmesine imkan sağlamakta ve nispeten daha az risk barındırabilmektedir (Makhlouf, 2010: 39).

Varlık fonları elde ettikleri döviz rezervlerinin artan kısmını ve bütçe fazlalarını kazançlı yatırımlara çevirme konusunda ülkeye ekonomik katkı sağlamaktadır. Buna ek olarak varlık fonları, uluslararası yatırım gerçekleştirerek bulunduğu ülkenin prestijini yükseltebilmekte ve ulusal sektörlerin ilerlemesi açısından ihtiyaç duyulan kaynağa ve teknolojiye ulaşım imkanı sağlamaktadır (Surendranath vd., 2010: 592).

Dış ticaret yolu ile elde edilen ticari fazlalıklarının ulusal iktisadi faaliyetlere dahil edilmesi enflasyona neden olabilmekte, dolayısıyla mevcut fazlalıkların varlık fonlarında biriktirilerek diğer pazarlara yatırım yapılması yurtiçi makroekonomik iyileşmeye katkı sağlamaktadır (Yalçiner ve Sürekli, 2015: 4).

➤ UVF yatırımlarına ev sahipliği yapan ülkeler açısından;

Varlık fonları bir nevi girişimci özelliği sergileyerek fon fazlası olan ülkelerden fona ihtiyacı olan ülkeye gerekli sermayeyi sağlamaktadır. Ayrıca varlık fonları uzun dönemli yatırımlara odaklanarak yatırım gerçekleştirdikleri kuruluşların stabilizasyonuna fayda sağlamakta, kısa dönemli sermayedarların tersine, olası bir finansal risk durumunda yatırımlarını geri çekmemektedir. Kısa dönemli mali sorunlardan dolayı ilave kaynak bulma konusunda sorunlar yaşayan kuruluş veya bankaların devamlılığını sürdürebilmesi için katkıda bulunarak mevcut kuruluşların finansal stoklarının güçlenmesini sağlamaktadır (Makhlouf, 2010: 39).

UVF'ler iktisadi hedeflere odaklanarak faaliyet gösterdiği takdirde, yatırım gerçekleştirilen ülkeye iktisadi açıdan faydalı olabilmekte ve önemli ölçüde stabilizasyonun korunmasına etki edebileceği görülmektedir. Bu çalışma, (UVF)larının ülkelerin iktisadi büyümeleri üzerindeki etkisini analiz etmeyi amaçlamaktadır. Bu çalışmada 6 ülkeye (Norveç, Singapur, Avustralya, Güney Kore, Yeni Zelanda, Hong Kong) ait (UVF)unun 2007-2018 arası dönemde ülkelerin iktisadi büyümeleri üzerindeki etkileri dinamik panel veri yöntemi (GMM) ile analiz edilmiştir. Çalışmanın bundan sonraki kısımlarında UVF oluşturma amacı, hedefler, kurulma nedenleri ve UVF'lerin küresel ekonomideki önemine değinilmekte, sonrasında mevcut literatürdeki çalışmalar gözden geçirilmekte, son olarak metodoloji ve veri seti hakkında bilgi verilerek ampirik çalışma sonuçları yorumlanmakta ve genel bir değerlendirme ile çalışma sonlandırılmaktadır.

1. Ulusal Varlık Fonu Oluşturulma Amacı ve Varlık Fonlarının Hedefleri

UVF'lerin kuruluş amaçları ülkelerin ekonomik düzeyi veya kaynakların çeşitliliği gibi ekonomik ve siyasi etkenler aracılığıyla belirlenmektedir (Yazıcı, 2017: 94). Hükümetlerin birbirinden farklı ekonomik ve siyasi politikalarını hayata geçirmek için kurulan varlık fonlarının temel amaçları şu şekilde sıralanmaktadır (European Commission, SWF, 2019);

I. Doğal kaynaklara bağlı olarak çıkan fiyat dalgalanmalarından korunmak ve ekonomik istikrarsızlık gibi durumlara karşı tedbirler alarak ülke ekonomisinin istikrarını sağlamak; Bu fonlara örnek olarak Rusya, Şili ve Meksika gösterilebilir.

II. Tasarruf fonları ile gelecek kuşaklar için yenilenemez varlıkları dönüştürmek ve gelecekte kamu kesiminin emeklilik yükümlülüklerini karşılayarak bu alanda meydana gelebilecek risklere karşı tedbirler almak; Libya ve Kuveyt bu fonlara örnek olarak gösterilebilmektedir.

III. Ülke rezervlerinin daha faydalı alanlarda kullanılması amacıyla kurulan fonlar ise zaman içinde örtüşen veya değişen olarak gerçekleşebilmektedir. Öyle ki, bazı ülkelerin ekonomide dengeyi gerçekleştirebilmek için rezerv biriktirmesi, bunun sonucunda rezervlerin ihtiyacı aşması ile ortaya çıkan rezerv fazlası tasarruf fonuna dönüştürülebilmektedir. Bu fonlara ise Rusya ve Botsvana örnek gösterilebilir.

UVF'ler buldukları ülkenin yenilenemez varlıklarını dönüştürerek, oluşturulan gelirlerin gelecek kuşaklar arası aktarımını kolaylaştırmanın yanında ihraç edilen emtia fiyatlarındaki farklılaşmanın neden olduğu ani sıçrama ve şokları hafifletmeye de katkıda bulunmaktadır. Bu sayede gereğinden fazla birikime neden olan emtiadan elde edilen gelirlerin, UVF'ler aracılığıyla daha etkin bir şekilde ülkeler arası dağıtımını gerçekleştirebilmekte, diğer taraftan UVF'ler global ve ulusal iktisadi daralma dönemlerinde ise piyasalarda likitidenin çoğalmasına yardımcı olmaktadır (Allen ve Caruana, 2008: 4).

Global ekonomik düzen içerisinde uzun yıllar varlığını geliştirerek devam ettirmekte olan UVF'ler, farklı misyonlar edinerek, farklı gayelere çeşitli stratejik planlar doğrultusunda erişebilmek amacıyla kurulmuştur. İstikrarlı bir ülke ekonomisi oluşturmak, iktisadi büyüme ve kalkınmaya teşvikte bulunmak, ulusal tasarrufların birikmesine katkı sağlamak gibi birden fazla amaçlar edinen UVF'ler için homojen bir yapıya sahip olduklarından söz etmek pek mümkün değildir (Raymond, 2010: 2).

2. Ülkelerin Fon Uygulamalarına Başvurma Nedenleri

Ülkelerin fonlara başvurmalarının bir çok nedeni bulunmaktadır. Bunlardan ilki sınırları çizili olan yıllık bütçe ilkesinin sınırlarını aşmak ve bütçe kaynaklarına bağlı kalmadan daha hızlı hareket edebilme isteğidir. Hız ve finansman bakımından esneklik, devletin özellikle beklenmedik bir durumla karşılaştığında ortaya çıkabilecek kötü sonuçları en düşük seviyeye indirebilmesi için gerekli görülmektedir (Saygılı, 2002: 6). Bütçe dışına çıkma isteğine neden olan durumun bütçe yönetimi anlayışı olduğu görülmektedir. Bu durumda bütçe yönetimindeki tedbirler, siyasi ve idari kesimi bütçe dışı alana iterek, önemli bir kapsama ulaşan fon sistemini ortaya çıkarmaktadır (Önder, 1995: 17).

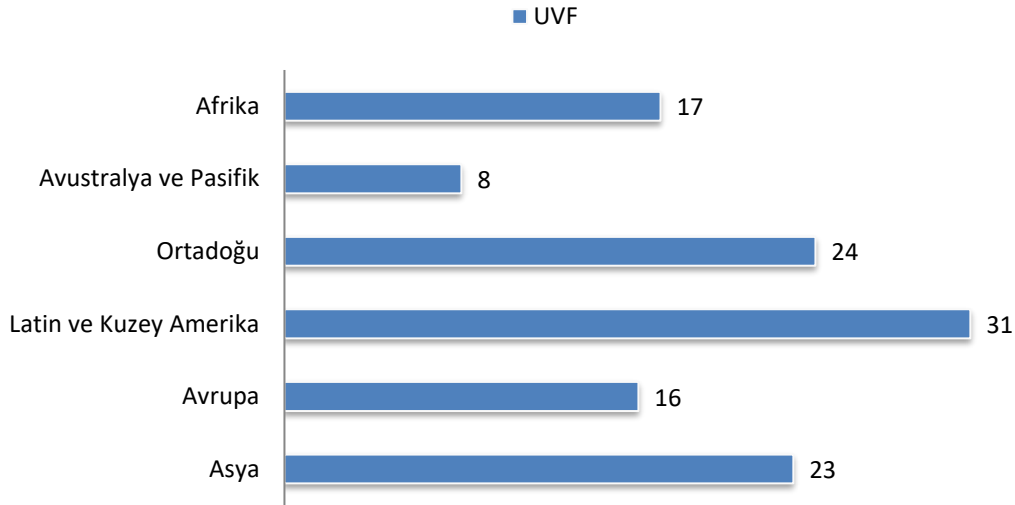
Diğer bir neden ise mevcut gelirin önemli bazı faaliyetler için ayrılması ve bu faaliyetlerin rekabet dışında kalmasını sağlamaktır. Sınırlı olan kamu kaynakları, bu sınırlı kaynakların pay edilmesini gerekli kılmakta ve bu paylaşım her zaman ölçülü bir şekilde gerçekleşmemektedir. Dolayısı ile gelirin öncelik verilen faaliyetlerin gerçekleşmesi için ayrılması izlenecek bir yol olarak görülmektedir (Saygılı, 2002: 9).

Fonların bir kısmı devletin sorumluluğunda olan afetlerin önlenmesi, gecekondulaşmanın önüne geçilmesi, sosyal hizmet, yardım ve iskan faaliyetlerini gerçekleştirmek amacıyla oluşturulan fonlar olarak hizmet vermektedir. Diğer bir kısmı ise iktisadi büyüme ve kalkınma hedeflerine katkı sağlayacak faaliyetlerde bulunmak üzere özel kanunlar, talimatlar veya kararnamele ile kurulmaktadır (Bulutoglu ve Kurtuluş, 1988: 429-430). Yine ülkeler afet fonu ve gecekondu fonu gibi uygulamalarla sosyal hizmet ve yardım faaliyetlerini gerçekleştirmeyi amaçlamakta ve bu doğrultuda fon kurulmasına yönelik alt yapı çalışmalarını yerine getirmektedir. Ayrıca iktisadi büyüme ve kalkınma hamlelerinin kesintisiz bir şekilde sürdürülmesi için bir takım özel talimatlar, kanunlar ve kararnamelerle fon kurma yoluna gidilmektedir.

3. Ulusal Varlık Fonlarının Küresel Ekonomideki Önemi

UVF'ler, bulunduğumuz zaman diliminde global mali sistem içinde önemli bir yer edinmeyi başarmıştır. Öyle ki hedge fonları ve girişimcilik gelirlerinden daha büyük bir hacme ulaşmış ve son durumda UVF'ler global mali sistemde etkili bir pozisyon elde etmiştir (Beck ve Fidora, 2008: 5). Geride bıraktığımız yarım asırlık süre ve bilhassa 2000'li yıllar, dünya iktisadi yapısında yıkımların meydana geldiği ve iktisadi buhranların etkisinin derinlemesine hissedildiği bir devir olmuştur.

Hükümetler bu iktisadi yıkımların önüne geçmek adına farklı tedbirler alabilmek için UVF'leri ekonomik pazarlarda aktif hale getirmişlerdir (Güzel vd., 2017: 167). Grafik-1'de UVF'lerin coğrafi bölgelere göre dağılımı gösterilmektedir.



Grafik 1. Bölgelere Göre UVF Dağılımı (Adet)

Geçtiğimiz son birkaç yılda UVF'lerin sahip olduğu finansal kaynaklarda görülen artışta bilhassa, ihracat odaklı Asya ekonomileri ve petrol kaynaklı Orta Doğu ülkelerinin önemli payı olduğu görülmektedir. Bu artışın önemli bir bölümünü petrol fiyatlarında görülen sürekli artışlar nedeniyle Kuveyt, BAE ve Norveç gibi petrol üreticisi ülkeler oluşturmaktadır. Bunun yanı sıra büyüme eğilimi gösterenler arasında kesintisiz ticaret fazlası elde eden ve döviz artışı olan Çin gibi benzer ülkeler de bulunmaktadır (Bernstein vd., 2013: 221).

Elde edilen verilere göre, UVF'ler 2007 senesinde küresel olarak 78 milyar dolar yatırım gerçekleştirmiştir. Bu rakam 2000 senesinde takriben 2 milyar dolar olarak gerçekleşmiş ve senelik büyüme yaklaşık %70 oranında olmuştur. Özetle bu yıllar arasında gerçekleşen yatırımların %85 kadarını ülke dışı varlıklara yapan UVF'lerin, yatırım büyüklüğünün toplam miktarının yanında yatırımların ortalama büyüklüklerinde de artış olduğu gözlemlenmiştir.

UVF'lerin yatırım büyüklüğünün bu denli artmasının sebebi ise, 2008 Finans Krizinden itibaren devletin tekrar ekonomide aktif bir rol oynaması gerektiğine dair görüşler güçlenmeye başlamıştır. Bu yönde atılan en bariz ana akım küresel politika adımlarının ilki tekrar yatırım bankacılığı ile ticaret bankacılığı arasına belli yasal düzenlemelerle net duvarlar koyulması şeklinde olmuştur (Dündar, 2017: 612-613). Bu da kriz sonrası dönemde finans piyasasındaki spekülasyon eğilimleri ciddi ölçüde engellediğinden 2007'nin sonu ve 2009 seneleri arasında Batı bankalarına 124 milyar dolar tutarında sermaye yatırımı gerçekleştiren UVF'lere ilgiyi arttırmıştır. UVF'ler, kriz belitelerinin yaşanmaya başladığı 2007 ve 2008 seneleri arasında uluslararası yatırımlardan ziyade ülke içindeki yatırımların en üst düzeye yükselmesine imkan sağlamıştır. 2014 yılının son yarısında ise, petrol fiyatlarında görülen çöküşler nedeniyle petrol üreticisi ülkelerin makroekonomik vizyonu endişe verici bir boyuta ulaşmıştır. Takip eden birkaç yılda UVF'lerde önlenemeyen büyüme neticesinde ise, global döviz rezervlerinde erimeler meydana gelmiş ve bu durum 2015-2017 seneleri arasında kaynağa bağımlı ülkeler için finansal sorunların ortaya çıkmasına neden olmuştur (IFSWF, 2017: 34-35). Şubat 2020 güncel verileri göz önüne alındığında toplam metaları 8,242,272 trilyon dolara ulaşan ve servet bakımından düzenli bir artış eğilimi gösteren UVF'lerin, doğal kaynakların fiyatlarındaki volatilité ve döviz rezervlerindeki hızlı artıştan ötürü ilerideki büyüklüklerinin tahmini zor olmaktadır.

4. Dünya'da Varlık Büyüklüğü Bakımından Seçilmiş Fonlar

Oluşum bakımından 1950'li yıllara uzanan UVF'lerin yükselişi, devlet teşebbüslerine güçlü bir model olarak global finansal sistemi içerisinde devlet hakimiyetinin tekrar inşasını mümkün

kılmıştır. Böylece UVF'ler ile yatırım gerçekleştirmek isteyen ülkeler sınırlı bir coğrafi bölgeye bağımlı kalmamakta, çeşitli devletlerin kuruluşlarına da yatırım gerçekleştirerek uluslararası arenada söz sahibi olmayı başarmaktadır. Bu durum devlet hakimiyetinin alansızlaşması şeklinde nitelendirilmekte ve devlet idareli kapitalizmi daha yaygın hale getirerek ülkelerin ulusal ekonomilerinin global üretim ağlarına daha hızlı şekilde dahil olabilmesine fırsat vermektedir (Haberly, 2011: 22-23). Aynı zamanda UVF'ler kuruluşunun ilk dönemlerinde yalnız petrol üretimine ve cari işlem fazlasına sahip ülkelere tercih edilirken, takip eden yıllarda cari işlem fazlasına sahip olmayan ülkeler, UVF'ye sahip olan ülkelerin rekabet ve iktisadi güç elde ettiklerini gözlemleyerek kendi ülkelerinde de UVF kurmaya başlayarak söz konusu varlık fonlarının yaygınlaşmasını sağlamışlardır (Kavcıoğlu, 2018: 91).

Tablo 1. Toplam Aktiflerine Göre ilk 15 UVF Sıralaması (2019)

| Ülke | Ulusal Varlık Fonu | Kuruluş | Kaynak | Toplam Varlık Değeri(Milyar\$)/2019 |
|-----------------|---------------------------------------------------|---------|-----------------|-------------------------------------|
| Norveç | Norway Government Pension Fund Global | 1990 | Petrol | 1,186,670 |
| Çin | China Investment Corporation | 2007 | Emtia Dışı | 940,604 |
| BAE | Abu Dhabi Investment Authority | 1976 | Petrol | 696,660 |
| Çin-Hong Kong | Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio | 1993 | Emtia Dışı | 539,865 |
| Kuveyt | Kuwait Investment Authority | 1953 | Petrol | 533,650 |
| Singapur | GIC Private Limited | 1981 | Ticaret Fazlası | 440,000 |
| Çin | SAFE Investment Company | 1997 | Emtia Dışı | 417,844 |
| Singapur | Temasek Holdings | 1974 | Emtia Dışı | 375,383 |
| Katar | Qatar Investment Authority | 2005 | Petrol/Gaz | 328,000 |
| Çin | National Council For Social Security Fund | 2000 | Emtia Dışı | 324,996 |
| Suudi Arabistan | Public Investment Fund | 2008 | Petrol | 320,000 |
| Dubai | Investment Corporation Of Dubai | 2006 | Emtia Dışı | 239,379 |
| BAE | Mubadala Investment Company | 2002 | Petrol | 228,934 |
| Türkiye | Turkey Wealth Fund | 2016 | Emtia Dışı | 222,151 |
| Kore | Korea Investment Corporation | 2005 | Emtia Dışı | 157,300 |

Kaynak: www.swfinstitute.org

İçinde bulunduğumuz zamanda varlık fonlarının sayısı 88'e, toplam aktifleri ise 8.24 trilyon dolara ulaşmıştır. Tablo-1'de toplam aktiflerine göre dünyada en büyük ilk 15 UVF 2020 yılı ilk çeyreği baz alınarak kuruluş ve kaynak yapısı itibariyle gösterilmektedir.

5. Literatür

Literatürde UVF'lere yönelik, tasarrufları doğrudan uluslararası yatırıma yönlendirerek gittikleri ülke ekonomilerine katkı yaptıkları gerekçesi ile destekleyici çalışmalara rastlamak mümkündür. Diğer yandan bazı çalışmalarda ise UVF'lere yönelik olumsuz çalışmalara da rastlamak mümkündür.

Deventer vd. (2009), ABD ve ABD dışındaki bir takım firmalarda 1996-2008 dönemi için hisse senedi piyasalarında 47 hisse senedi satışı ve 196 hisse senedi alımını gözden geçirerek UVF'ler tarafından satın alımdan sonra tahvil fiyatındaki değişimi ampirik olarak analiz etmiştir. Çalışmada, UVF'lerin hisse senedi alımlarının yatırım yaptıkları firmalara olumlu etkileri olduğu, tersine hisseleri satılan firmalar için ise önemli oranda olumsuz etkilerinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Candelon vd. (2011), UVF yatırımlarının makroekonomik belirleyicilerini ampirik olarak analiz etmiştir. Yönetişim ve demokrasi gibi yapısal makroekonomik faktörlerin etkisinin analizine odaklanan çalışma, 1989-2011 döneminde 73 ülkedeki UVF'nin yatırım sırasında bu faktörleri dikkate alıp almadığını araştırmaktadır. Çalışma, Avrupa ve Kuzey Amerika ülkelerinde döviz kuru istikrarının demokrasi ve yönetim için önemli görüldüğünü gözler önüne sermektedir

Heaney vd. (2011) tarafından yapılan çalışmada Singapur hükümeti tarafından UVF olarak kurulan Temasek Holding'in yatırım davranışları incelenmiştir. Çalışmada, ortalama farklar, logit ve tobit analizleri için t testi uygulanmış ve 2000-2004 dönemi için 150 halka açık şirket ele alınmıştır. Çalışmada Temasek Holding'in yatırımlarının, nispeten düşük risk barındıran firmalarda artış gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır.

Bertoni ve Lugo (2013: 95-119) tarafından yapılan çalışmada optimum portföy dağılımı, üç farklı istatistiksel testle Gintschel ve Scherer yöntemine dayanarak, stratejik varlık dağılımının küresel ve yerel olarak en uygun olacağı durum arasındaki fark tespit edilmeye çalışılmıştır. Bu çalışma, 2002-2005 dönemini kapsamakta ve dünyanın en büyük varlık fonu olan Norveç Devlet Emeklilik Fonu'nu bir vaka çalışması olarak ele almaktadır. Norveç Devlet Emeklilik Fonu, varlık dağıtım stratejisinin belirlenmesinde, petrol gelirleriyle bağlantılı risk çeşitliğine dayanmaktadır. Ampirik sonuçlar Norveç Devlet Emeklilik Fonu'nun stratejik varlık dağılımını, Norveç'in petrol rezervlerine bağlı risk çeşitliliğini dikkate alarak gerçekleştirdiğini göstermektedir.

Johan vd. (2013: 155-172), 1991-2010 arası dönem için dünya genelinde 424 şirkette 19 UVF yatırımlarını probit modeliyle analiz etmişlerdir. Sonuçlar, diğer kurumsal yatırımcılar gibi UVF'lerin de özel şirket yatırımlarından ziyade, kamu kurumsal yatırımlarına daha fazla önem verdiğini göstermektedir. Ancak bu davranışın ekonomik etkileri sınırlı kalmaktadır. Öyle ki UVF'ler ile hedef ülke arasındaki ikili siyasi ilişkilerin zayıf olması durumunda, UVF'lerin kamu sektörü yerine özel sektör araçlarını tercih ettiği görülmektedir. Ayrıca, UVF'ler tarafından diğer ülkelere yönelik yatırım planlamalarında kültürel farklılıklar önemli bir rol oynamaktadır.

Megginson vd. (2013: 539-572) tarafından yapılan çalışmada 1985-2011 döneminde 78 ülkede varlık fonları tarafından satın alınan 1590 tahvil ile yapılan ulusötesi yatırımların ulusal belirleyicileri analiz edilmiştir. Sermaye piyasalarının tam olarak gelişmediği ülkelerde aktif olan UVF'ler, daha fazla ulusötesi yatırımlar yapmaktadır. Yatırımcıları uygun politikalarla koruyan gelişmiş sermaye piyasası bulunan ülkelerin ise, UVF yatırımlarını çekmede daha başarılı oldukları sonucuna varılmıştır. Son olarak, çalışmadan elde edilen bulgular UVF'lerin ulus ötesi kurumsal yatırımların kolaylaştırılmasında rol aldığı fikrini desteklemektedir.

Chioma vd. (2014: 3-20), 2011-2013 döneminde Nijerya Varlık Fonu'nun Nijerya ekonomisi üzerindeki etkisini kalkınma ve büyümeye istinaden analiz etmişlerdir. Nijerya UVF otoritesinden 30 işçi örnekleme dahil edilmiştir. Araştırma sorularına verilen cevaplar, ortalama puanlar ve standart hatalar ile yeniden düzenlenmiştir. Analizde varyans analizi (ANOVA) formunda parametrik istatistikler, korelasyon katsayısı ve basit doğrusal regresyon kullanılmıştır. Analiz, ekonomik büyüme ile UVF'ler arasında istatistiksel bir ilişki tespit etmektedir. Ancak, Nijerya Ulusal Fonu nispeten yeni olduğu ve GSYH'ye katkısı, yaptığı yatırımlarla ilgili zorluklarla sınırlı olduğu için bu ilişki olumlu olarak değerlendirilmemiştir.

Fernandes (2014: 76-84), panel veri analizine dayanan ampirik çalışmada, UVF'lerin şirket değerleri ve performansları üzerindeki etkilerini analiz etmiştir. 2002-2007 dönemini kapsayan bu çalışmada, 58 ülkede 8,000'den fazla firmadaki UVF'lerin yatırımları gözden geçirilmektedir. Çalışma, varlık fonlarına yapılan yatırımların firmaların değerlerini artırdığını ve operasyonel performanslarına katkıda bulunduğunu ortaya koymaktadır. Ayrıca, UVF yatırımlarını çekebilen firmaların sermayeye erişebildikleri ve yabancı ürün pazarlarına girebildikleri gözlemlenmiştir.

Murtinu ve Scalera (2016: 249-264) tarafından yapılan çalışmada yatırım fonlarının sınır ötesi yatırımlarda kullandığı stratejiler incelenmektedir. Çalışmada, UVF yatırımına yeni bir veri seti eklenerek hipotez ampirik olarak test edilmiştir. Sonuçta coğrafi konumlarına göre, şeffaflık derecesinin UVF'leri kullanma olasılığını yükselttiği, stratejik endüstrilere yatırım hedeflerinin ise kurumsal bir araç kullanma olasılığını yükselttiği tespit edilmiştir.

Ciarlone ve Miceli (2016: 169-196), UVF yatırımlarının makro belirleyicilerini hedef firmaların faaliyette bulunduğu ülkeler açısından analiz etmişlerdir. Analiz 1995-2010 dönemini kapsamaktadır. Üç aşamalı modelleme yaklaşımına göre, bu yatırımcı sınıfının daha yüksek derecede ekonomik kalkınmaya sahip bir ülkeye, daha büyük ve daha likit finansal piyasalara, yasal hakların daha iyi korunmasını sağlayan kurumlara ve daha istikrarlı bir makroekonomik ülkeye yatırım yapmayı tercih ettiği görülmektedir. Çalışmanın temel bulgusu, UVF'lerin kriz durumlarında ne kadar yatırım yaptığı üzerinedir. Ekonometrik analiz, finansal kriz yaşayan bir ülkenin UVF'ler aracılığı ile sermaye çekmesinin daha olası olduğunu açıkça göstermektedir. UVF'nin satın alma faaliyetlerinden kaynaklanan sermaye akımları, finansal kriz dönemlerinde yerel pazarlar üzerinde dengeleyici bir etkiye sahip olabilmekte ve ülkeleri yabancı şoklardan koruyabilmektedir.

Diallo vd. (2016: 1-29) tarafından yapılan çalışmada UVF'lerin Sahra-Altı Afrika'da uzun vadeli yatırımlarının görünümü, katkıları ve belirleyicileri analiz edilmiştir. Çalışmada, 1985-2013 dönemini kapsayan ve 26 bağımsız UVF yatırımını içeren bir veri tabanı kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda Afrika'ya yatırım yapan UVF'lerin büyük bir kısmının emtia dışı kaynaklardan oluştuğu tespit edilmiştir. Ayrıca ampirik sonuçlar Afrika fonlarının daha az yerli yatırım yaptığını da göstermektedir.

Akyol ve Çiçen (2017: 334-342), UVF'lerin hisse senedi piyasasına yatırım yaparken dikkate aldığı faktörleri analiz etmiştir. UVF'lerin yatırım stratejilerini açıklamak amacıyla borsaları inceleyen bu çalışma, 2010-2015 dönemini kapsamakta ve 42 farklı ülke borsalarındaki Yeni Zelanda UVF yatırımlarını analiz etmektedir. Analiz sonuçlarına göre, GSYH büyümesi ve UVF yatırımları arasında pozitif ve güçlü bir ilişki vardır. Ayrıca, bir ülke borsaya UVF yatırımlarını çekmek istiyorsa öncelikle yüksek bir büyümeye sahip olması gerekmektedir.

Akyol ve Yıldız (2017: 194-205), bu çalışmada UVF'ye sahip 6 ülkenin UVF büyüklüğünün ekonomik büyüme üzerindeki etkisini analiz etmişlerdir. Modelde GSYH bağımlı değişken olup, 2006-2015 dönemi için Güney Kore, Avustralya, Yeni Zelanda, Singapur, Azerbaycan ve Şili'deki UVF'lerin büyüklüğü bağımsız değişkendir. Modelden elde edilen sonuçlar, UVF'lerin bu ülkelerde 2006-2015 dönemi için ekonomik büyümeye katkıda bulunma açısından başarılı olduğunu göstermektedir. UVF büyüklüğü ile ekonomik büyüme arasındaki pozitif korelasyon, bu fonları kendi ülkelerinin özelliklerine göre tasarlanması gereken çok önemli araçlar haline getirmektedir.

Akyol ve Hayaloğlu (2017: 270-279), kurumsal iktisadi düşünceden hareketle, son yıllarda sayıları hızla artan varlık fonlarının kurumsal belirleyicilerini sınamak adına UVF'ye sahip 5 ülke (Avustralya, Güney Kore, Singapur, Şili ve Yeni Zelanda)yi analiz etmiştir. 2006-2015 arası dönemi kapsayan çalışmada dinamik panel veri tekniği kullanılmıştır. Ampirik analizlerden elde edilen bulgularda kurumsal yapının göstergesi olarak iki farklı değişkenin kullanıldığı çalışmada, kurumsal yapı ve ülkelerin varlık fon büyüklüğü arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Bu kapsamda ülkelerdeki düzenleyici kalite ve demokratik sorumluluk göstergesindeki bir iyileşme UVF miktarını olumlu etkilemektedir.

Amar vd. (2019: 34-48) çalışmalarında, UVF'lerin yatırım alanı seçimlerinde oluşan karışıklık sürecini iki katmanlı bir dinamik Tobit panel modeli kullanarak incelemiştir. Sonuç olarak UVF'lerin buldukları ülkelerde daha yoğun ve yüksek tutarlı yatırım gerçekleştirme eğiliminde oldukları görülmektedir. Cari açık veren ve siyasi istikrarın sağlanamadığı ülkelerde ise yatırım gerçekleştirmeyi tercih etmedikleri görülmektedir.

Yayla (2019: 116-128), 1816 yılında oluşturulan Crédit Mobilier'den günümüze UVF'lerin iktisadi ve siyasi açılımını, kuruluş amaçları, işlevleri, kaynakları ve denetimini incelemiştir. Neticede UVF'lerin, büyüme ve kalkınmanın hayata geçirilmesi bakımından yüksek teknoloji üreten, insan sermayesine yatırım yapan bir politika uygulaması gerektiği savunulmuştur.

Beken ve Baltacı (2019: 333-352), çalışmalarında UVF'lerin tanımlamasını yapmış ve hangi amaçlarla kurulduğunu incelemiştir. Neticede sosyal refahın sağlanması ve sonraki nesillere aktarılması konusunda UVF'lerin önemli bir işlev yerine getirdiği savunulmuştur. Ayrıca UVF'ler altyapı yatırımlarının gerçekleştirilmesi, istihdam yaratma, uzun vadeli destekler sunabilmeleri bağlamında gelişmekte olan ülkelerde iktisadi kalkınma için etkili bir kaynak sağlamaktadır. Bunun yanı sıra çalışmada, neo-liberal politikalar altında, UVF'lerin devlet ve piyasa arasındaki güç ilişkisinin nasıl biçimlendiğinin incelenmesi bakımından önemli bir analiz unsuru olarak görüldüğü sonucuna ulaşılmıştır.

Bahoo vd. (2020: 13-14) çalışmalarında, UVF'ye ait meta-literatür değerlendirmesi yapmak amacıyla nitel (içerik analizi) ve nicel (bibliometrik atıf analizi) metodlarını kullanmış ve son 14 yıl içinde yazılan 18'i kurumsal bildiri olmak üzere toplamda 184 makaleyi analiz etmişlerdir. Böylece UVF'lerin, kökeni ve kategorileri hakkında daha geniş bilgi sağlanması, büyümeye ilişkin etkilerinin gözden geçirilmesi, neden oldukları idari ve politik kaygular ve yatırım stratejileri bakımından benzer çalışmalara fayda sağlaması amaçlanmıştır. Yapılan çalışma sonucunda, UVF'lerin siyasi gündemi takip etmek yerine portföylerinin getirilerini çoğaltarak gerçek aktif yatırımcılar olması gerektiği, iktisadi ve politik hedeflerin stabilizasyonu ve bu durumun korunmasını sağlayabilmek için denetim organlarının oluşturulması tavsiye edilmekte ve politika yapıcılara UVF'lerin daha fazla yatırım gerçekleştirmeleri için teşvik edilmeleri gerektiği vurgulanmaktadır.

Gouett(2020: 1-12), bir ülkeyi ilk UVF oluşturmaya yönelten makroekonomik koşulları analiz etmiştir. Panel regresyon testi uygulanan çalışmada, 1970-2017 yılları arasında 214 ülke analize dahil edilmiştir. Bu ülkelerin 46'sı UVF sahibi, 168'i ise UVF sahibi olmayan şekilde seçilmiştir. Sonuç olarak, yakıt, maden cevheri ve maden ihracatının büyük bir kısmını oluşturan ülkeler, UVF oluşturma olasılığının en yüksek olduğu ülkelerdir. Ayrıca, GSYH büyümesi ile UVF oluşturulması arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir ilişki vardır. Bunun dışında çalışmada, uluslararası rezerv büyüklüğünün UVF oluşturmada istatistiksel olarak anlamlı bir açıklamasının olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

6. Metodoloji ve Veri Seti

Çalışmada UVF'ler ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki 2007-2018 döneminde yıllık veriler kullanılarak Norveç, Singapur, Avustralya, Güney Kore, Yeni Zelanda ve Hong Kong ülkeleri için analiz edilmiştir. Mevcut ülkelerin seçilmesinde sahip oldukları UVF'lerin, uygulanan şeffaflık testlerinde yüksek puanlara sahip olması ve bünyesinde bulundurduğu varlık miktarları etkili olmuştur. Söz konusu ilişkiyi analiz etmek üzere dinamik panel veri analiz yöntemlerinden olan ve Arellona ve Bond (1995) tarafından geliştirilen sistem GMM(Genelleştirilmiş Momentler Metodu) tahminci metodundan yararlanılmıştır.

Zaman boyutunu barındıran yatay kesit veriler diğer bir ifade ile panel veriler uygulanarak oluşturulan panel veri modellerinden faydalanarak iktisadi ilişkilerin değerlendirilmesi metoduna panel veri analizi denilmektedir. Bahsi geçen analiz, N sayıda birim ve mevcut birimlerin herbirine karşılık gelen T sayıda gözlemden meydana gelmektedir. Ekonometrik analizlerde farklı sebeplerden dolayı, yatay kesit ve zaman serisi verilerinin birbirinden bağımsız olarak kullanılma eğilimi görülmekte ve analizlerde, yalnız kesit boyut veya yalnız zaman boyutu ile ilgilenilmektedir. Dolayısıyla bazı ekonomik ve mali ilişkilerde salt bir boyutun kısıtlılığı, yatay kesit ve zaman serisi verilerinin beraber kullanımına olanak sağlayan panel verileri ortaya çıkarmıştır (Tatoğlu, 2018: 3-4).

Dinamik panel veri modelleri ise, bağımlı değişkenin bir periyottaki gecikmeli değerini modele bağımsız değişken şeklinde dahil etmektedir. Böylece özdeş verinin bir periyottaki gecikmeli değerinin, ilgili periyotta bulunan değişken üzerindeki etkisi test edilmektedir. Ayrıca bağımlı değişkenin gecikmeli değerinin açıklayıcı değişken biçiminde modele ilave edildiği dinamik modellerde sabit panel veri modellerdeki değişken kalıntı sorunu da çözülmektedir (Zeren ve Ergun, 2010: 76-77).

Dinamik panel veri modelleri, dağıtılmış gecikmeli panel veri modelleri ile otoregresif panel veri modelleri olmak üzere iki şekilde sınıflandırılmıştır. Dağıtılmış gecikmeli panel veri

modellerinde, bağımsız değişkenin gecikmeli değerleri modelde bağımsız değişken olarak bulunmaktadır. Oto regresif panel veri modellerinde ise bağımlı değişkenin gecikmeli değerleri modelde bağımsız değişken olarak bulunmaktadır. Ekonomik unsurlar iktisadi kararları belirleme evresinde önceki dönemlerde sağlanan tecrübeler ve tutum biçimlerinin etkisinde kalmaktadırlar. Bu nedenle iktisadi bir model belirtilirken değişkenlerin gecikmeli değerlerinin de modele ilave edilmesi modelin aydınlatma amacıyla açıklama etkisini çoğaltmaktadır. Dolayısıyla dinamik panel veri modelleri, bağımlı ve bağımsız değişkenlerin gecikmeli değerlerini içerisinde bulunduran modeller şeklinde tanımlanabilmektedir (Tatoğlu, 2012: 65).

Dinamik modellerde bağımlı değişkenin gecikmeli değeri ve hata teriminin bağlantılı olması, bir takım tutarsız ve çelişik sonuçlara sebep olabilmektedir (Baltagi, 2005:135). Sözü edilen problemleri ortadan kaldırmak amacıyla dinamik panel tahminlerinde GMM (Generalized Methods of Moments) metodu ileri sürülmüştür. Bu metot rahat uygulanabilirliği ve tahmin için ihtiyaç duyulan araç değişkenlere ait net varsayımlara dayalı olduğundan dinamik modellerin tahminleri için yoğun bir biçimde uygulanmaktadır. GMM metoduna dayalı tahmin ediciler arasında Arellano ve Bond (1991) tarafından geliştirilen tahminci kapsamlı olarak kullanılmaktadır. Fark GMM olarak bilinen bu metot, spesifik etkiye bileşenlerini izole etmek için modeli değişkenlerin birinci farkları dahilinde değerlendirmekte ve bağımsız değişkenlerin gecikmeli değerini araç değişken biçiminde kullanmaktadır (Soto, 2007: 2).

İlgili metot son yıllarda bilhassa iktisadi büyüme üzerinde kurulan regresyonlarda yoğun bir şekilde kullanılmaktadır. Zaman sabiti ve ülke sabit etkilerinin aynı anda modele ilave edilmesi, büyüme ve belirleyicilerinin zaman endeksli varyasyonuna ilişkin ilave bilgi göstermekte ve böylece daha gerçekçi sonuçların ortaya çıkarılmasında katkıda bulunmaktadır (Mhadhbi, 2014: 48). Aşağıdaki tabloda modelde kullanılan değişkenler ve değişkenlerin elde edildiği kaynaklar gösterilmektedir.

Tablo 2. Modelde Kullanılan Değişkenler

| Değişkenin Adı | Değişkenin Tanımlanması | Elde Edildiği Kaynak |
|----------------|------------------------------------------------|----------------------------------------|
| LGDP | GSYH (2010 US\$-Sabit) | World Bank, WDI |
| LSWF | Ulusal Varlık Fonu | Ülke Varlık Fonları Faaliyet Raporları |
| LREER | Reel Efektif Döviz Kuru (2010=100-Sabit) | World Bank, WDI |
| LGDS | Gayrisafi Yurtiçi Tasarruflar (% of GDP-Sabit) | World Bank, WDI |

Çalışmada kullanılan UVF büyüklüğünü gösteren verilere her bir kuruluşun yıllık faaliyet raporlarından ulaşılmıştır. Diğer verilere ise Dünya Bankası'nın internet sayfasında yer alan istatistikî dâtarlar kısmından ulaşılmış ve her bir veri doğal logaritması alınarak analize dahil edilmiştir.

Dinamik panel veri analizi çerçevesinde GMM yaklaşımına göre UVF'lerin iktisadi büyüme üzerindeki etkisini incelemek üzere çalışmada kullanılan değişkenler aşağıdaki gibi modellenmiştir:

Model :

$$LGDP_{it} = \alpha + \beta_1 LGDP_{it-1} + \beta_2 LSWF_{it} + \beta_3 LREER_{it} + \beta_4 LGDS_{it} + (\eta_i + \gamma_t) + \epsilon_{it}$$

Modelde η_i , gözlenemeyen bireysel etkileri; γ_t , gözlenemeyen zamana özgü etkileri; ϵ_{it} , hata terimi bileşenlerini; β , bağımsız değişkenlerin katsayısını; α , sabit katsayıyı ifade etmektedir.

Tablo 3. Model Sonuçları

| LGDP | Kat Sayı | Test İstatistiği | P-Olasılık Değeri |
|---------------------|----------|------------------|-------------------|
| LGDP _{t-1} | 0.646* | 6.74 | 0.000 |
| LSWF | 0.068* | 4.35 | 0.000 |

| | | | |
|-------------------------|----------|--------|-------|
| LREER | 0.074** | 2.32 | 0.021 |
| LGDS | 0.070*** | 1.82 | 0.069 |
| Wald Testi (χ^2) | | 764.66 | 0.000 |
| Sargan Testi | | 38.87 | 0.691 |
| Arellano-Bond (AR1) | | -2.067 | 0.039 |
| Arellano-Bond (AR2) | | -1.018 | 0.309 |

Not: *%1, ** %5, *** %10 anlamlılık seviyesini göstermektedir.

Tablo-3'te yer alan model sonuçlarına göre, GSYH ile gecikmeli değeri arasında pozitif ve istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlı bir ilişki görülmektedir. UVF ve gayri safi yurt içi hasıla arasında %1 düzeyinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. UVF değişkeninde meydana gelen %1'lik artış gayri safi yurt içi hasıla değişkeninde %0.07 birimlik bir artış sağlamaktadır. Dolayısıyla ülkelerin sahip olduğu UVF'ler iktisadi büyüme üzerinde olumlu bir etki yaratmaktadır. Reel efektif döviz kuru ve gayri safi yurt içi hasıla arasında pozitif ve istatistiksel olarak %5 düzeyinde anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Reel efektif döviz kurunda meydana gelen %1'lik artış gayri safi yurt içi hasılda %0.07 birimlik bir artışa neden olmaktadır. Son olarak gayri safi yurt içi tasarruflar ve gayri safi yurt içi hasıla arasında pozitif ve istatistiksel olarak %10 düzeyinde anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Buna göre gayri safi yurt içi tasarruflarda görülen %1'lik bir artış gayri safi yurt içi hasılda %0.07 birimlik bir artış sağlamaktadır.

Tablonun alt kısmında otokorelasyonun varlığını analiz etmek için Arellano ve Bond tarafından tavsiye edilen otokorelasyon analiz sonuçları bulunmaktadır. Daha önce de bahsedildiği üzere birinci ve ikinci aşamadan otokorelasyonun analiz edilmesi gerekmekte, birinci aşamada otokorelasyonun varlığı önem teşkil etmezken ikinci aşamadan otokorelasyon olmaması önem arz etmektedir. P-olasılık değerlerine bakıldığında birinci aşamadan otokorelasyon sonucu istenilen değerde olmamakla birlikte, ikinci aşamadan otokorelasyon barındırmadığı gözlemlenmiş ve sonuç olarak modelde otokorelasyon sorunu olmadığına karar verilmiştir.

Modelin bir bütün olarak anlamlılığını test eden Wald testi çalışmada kullanılan modelin anlamlı olduğunu göstermektedir. Araç değişkenlerinin aşırı tanımlama kısıtlarının test edilmesi, bir başka ifadeyle kullanılan araçların geçerliliğinin test edilmesi için uygulanan Sargan testi sonuçlarına göre modelde uygun araç değişkenlerinin kullanıldığı görülmektedir.

Sonuç ve Değerlendirme

UVF'ler bulunduğumuz zaman diliminde global mali sistem içerisinde önemli bir yer edinmektedir. Öyle ki, dünya iktisadi yapısında yıkımların yaşandığı ve iktisadi buhranların etkisinin derinlemesine hissedildiği 2000'li yıllarda, hükümetler mevcut iktisadi yıkımların önüne geçmek adına farklı tedbirler almak için UVF'leri ekonomik pazarlarda aktif hale getirmişlerdir. Ayrıca UVF'ler, birikimlerin uluslararası alanda dolaşımına ve yatırım gerçekleştirdikleri ülkelerin gelişimine özgü yararları bağlamında pozitif bir intiba sergilemektedir. İktisadi büyüme ve kalkınma üzerine etkisi yok sayılamayacak ölçüde olan UVF'ler, global mali düzen içinde gerilemenin yaşandığı periyotlarda, bu durumun önüne geçilmesi ve gerilemenin neden olacağı etkileri en aza indirmek adına ülke ekonomilerine dayanak olarak kabul edilmektedir.

Bu çalışmada UVF'lerin iktisadi büyüme ve kalkınma üzerindeki etkisi Norveç, Singapur, Avustralya, Güney Kore, Yeni Zelanda ve Hong Kong'dan oluşan ülke örneklemini için araştırılmıştır. 2007-2018 dönemini kapsayan çalışmada dinamik panel veri analiz yöntemi (sistem GMM) kullanılmıştır. GSYH'nin bağımlı değişken olarak alındığı model sonuçlarına göre, GSYH'nin gecikmeli değeri ve GSYH arasında %1 düzeyinde, UVF ve GSYH arasında %1 düzeyinde, reel efektif döviz kuru ve GSYH arasında %5 düzeyinde ve gayri safi yurt içi tasarruflar ile GSYH arasında %10 düzeyinde istatistiki olarak pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Ampirik analizlerden elde edilen bulgular, UVF ile iktisadi büyüme arasında anlamlı bir ilişkinin varlığını desteklemektedir.

Sonuçlara göre UVF'lerin GSYH'da pozitif bir etki yaratabileceği görülmektedir. Çalışma sonuçlarından elde edilen bulgularda, yatırımın önemli bir kaynağı olan ve çalışmada kontrol değişkeni olarak bulunan gayri safi yurt içi tasarruflarda meydana gelen artışın, bağımlı değişken

GSYH üzerinde pozitif ve güçlü bir etki yarattığı görülmektedir. Diğer bir kontrol değişkeni olan reel efektif döviz kurunun ise, GSYH'da pozitif etki uyandırarak ekonomik büyümeye katkı sağladığı görülmektedir. Bu değerlendirmeler ışığında analiz sonuçlarının, literatürde bulunan Megginson vd. (2013), Fernandes (2014), Akyol ve Çiçen (2017), Akyol ve Yıldız (2017), Beken ve Baltacı (2019), Gouett (2020) gibi isimlerin çalışmalarını desteklediği görülmektedir. Bunun dışında literatürde Chioma vd., (2014) gibi UVF ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi olumlu değerlendiremeyen bazı çalışmalar da bulunmaktadır. Bunun nedeni olarak, varlık fonlarının ortaya çıkarabileceği iktisadi risklerin finansal himayeciliği artırması, bazı ülkelerde varlık fonlarının politik amaçlı faaliyetlerde bulunması, denetim ve şeffaflık kriterlerinin düzenli bir biçimde uygulanmamasından dolayı iktisadi pazarlarda belirsizlik ve düzensizliğin hakim olması gösterilebilmektedir. Bu gibi olumsuzlukların yaşanmaması adına, varlık fonlarının kötü yönetim, yolsuzluk ve bir takım politik hedeflerinin önüne geçebilmek için şeffaflık ilkesinin benimsenmesi ve denetim faaliyetlerinin sistemli bir şekilde gerçekleştirilmesi, güven ortamının sağlanması açısından son derece önem teşkil etmektedir.

Kaynakça

- Allen, M. & Caruana, J. (2008). *Sovereign Wealth Funds: A Work Agenda*, IMF, <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf>. (09.01.2019)
- Akyol, M. & Hayaloğlu, P. (2017). Kurumsal yapının ülkelerin varlık fonları üzerindeki etkisi: dinamik panel veri analizi. *International Journal of Disciplines Economics & Administrative Sciences Studies*, 3(4), 270-279.
- Akyol, M. & Çiçen Y.B. (2017). The role of institutional factors when determining investment strategies of sovereign wealth funds in stock market. *Turkish Economic Review*, 4(3), 334-342.
- Akyol, M & Yıldız B. (2017). Impact of size of the national asset funds on economic development: panel data analysis on select nations. *Journal of Economic Library*, 4(2), 194-205.
- Amar, J., Candelon, B., Lecourt, C. & Xun, A. (2019). Country Factors and the Investment Decision-Making Process of Sovereign Wealth Fund. *Economic Modelling*, 80, 34-48.
- Bahoo, S., Alon, I. & Paltrinieri, A. (2020). Sovereign Wealth Funds: Past, Present and Future. *International Review of Financial Analysis*, 67, 13-14.
- Baltagi, B.H. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data*. Wiltshire, John Wiley & Sons, 135.
- Beken, H.G. & Baltacı, N. (2019). Ulusal Varlık Fonlarına İlişkin Bir Değerlendirme. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 17(1), 333-352.
- Bertoni, F. & Lugo, S. (2013). Testing the Strategic Asset Allocation of Stabilization Sovereign Wealth Funds. *International Finance*, 16(1), 95-119.
- Bulutoğlu, K. & Kurtuluş, E. (1988). *Bütçe ve Kamu Harcamaları*, Filiz Kitabevi, İstanbul, 429-430.
- Beck, R. & Fidora, M. (2008). The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets. *European Central Bank Occasional Paper Series, Frankfurt*, 91, 5.
- Bernstein, S., Lerner, J. & Schoar, A. (2013). The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds. *Journal of Economics Perspectives*, 27(2), 219-238.
- Candelon, B., Kerkour, M. & Lecourt, C. (2011). Are Sovereign Wealth Funds Investments Determined by Macroeconomic Factors?. *University Maastricht Working Paper*.
- Chioma, D.O., Uche, U.B. & Basse, E.E. (2014). Sovereign Wealth Fund and Economic Growth in Nigeria: An Empirical Analysis. *IOSR Journal of Economics and Finance*, 4(5), 3-20.
- Carlone, A. & Miceli, V. (2016). Escaping Financial Crises? Makro Evidence From Sovereign Wealth Funds Investment Behaviour. *Emerging Markets Review*, 27, 169-196.
- Deventer, K.L., Han, X. & Malatesta, P. (2009). Firm Values and Sovereign Wealth Fund Investment. *Working Paper, University of Washington*, 98, 1-28.
- Diallo, B., Tchana, F.T. & Zeufack, A.G. (2016). Sovereign Wealth Funds and Long-Term Investments in Sub-Saharan Africa. *Policy Research Working Paper, WPS7903*, 1-29.
- Dündar, O., (2017). Bir Anayasal İktisat Örneği Olarak Glass-Steagall Yasası. *The Journal of Social Sciences*, 4,17.

- European Comission, SWF. (2019). https://ec.europa.eu/finance/capital/thirdcountries/sovereign_wealth_funds/index_en.htm (09.01.2019)
- Fernandes, N. (2014). The Impact of Sovereign Wealth Funds on Corporate Value and Performance. *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(1), 76-84.
- Gelb, A., Tordo, S., Halland, H., Arfaa, N. & Smith, G. (2014). *Sovereign Wealth Funds and Long-Term Development Finance Risks and Opportunities*. Policy Research Working Paper, 6776, <https://documents.worldbank.org/curated/en/788391468155724377/pdf/WPS6776.pdf>. (23.01.2020)
- Güçlü, M. (2018). Ulusal Varlık Fonları: Türkiye Ekonomisi İçin Bir Değerlendirme, *Ege Stratejik Araştırmalar Dergisi*, 9(1),39-53.
- Güzel, F., Acar, M. & Şekeroğlu, G. (2017). Sovereign Wealth Funds: A Comparison of the Turkish Sovereign Wealth Fund With the World Samples. *Periodicals of Engineering and Natural Sciences*, 5(2), 165-175.
- Gouett, M. (2020). New Wealth, New Wisdom: Updating the Narrative of Sovereign Wealth Fund Creation. *Resorces Policy, Article:101534*, 65, 1-12.
- Haberly, D. (2011). *Strategic Sovereign Wealth Fund Investment and the New Alliance Capitalism: A Network Mapping Investigation*, https://papers.ssrn.com/so13/papers.cfm?abstract_id=1751590 (15.02.2020)
- Heaney, R., Larry, L. ve Vicar, V. (2011). Sovereign Wealth Fund Investment Decisions: Temasek Holdings. *Australian Journal of Management*, 36(1), 109-120.
- IFSWF. (2017). *Dealing With Disruption: IFSWF Annual Review 2017*. 'Çevrimiçi', [https://www.ifswf.org/sites/default/files/IFSWF ANNUAL REVIEW 2018.pdf](https://www.ifswf.org/sites/default/files/IFSWF%20ANNUAL%20REVIEW%202018.pdf), (02.01.2020)
- Johan, S.A., Knill, A. & Mauck, N. (2013). Determinants of Sovereign Wealth Fund Investment in Private Equity vs Public Equity. *Journal of International Business Studies*, 44(2), 155-172.
- Kavcıoğlu, Ş. (2018). Ulusal Varlık Fonları ve Türkiye. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 10(18), 91-107.
- Makhlouf, H.H. (2010). Sovereign Wealth Funds. *International Journal on Governmental Financial Management*, 10(1), 39.
- Megginson, W.L., You, M. & Han, L. (2013). Determinants of Sovereign Wealth Fund Cross-Border Investments. *Financial Review*, 48(4), 539-572.
- Murtinu, S. ve Scalera, V.G. (2016). Sovereign Wealth Funds Internationalization Strategies: The Use of Investment Vehicles. *Journal of International Management, Fox School of Business, Temple University*, 22, 246-264.
- Mhadhbi, K. (2014). Financial Development And Economic Growth: A Dynamic Panel Data Analysis. *International Journal of Econometrics And Financial Management*, 2(2), 48.
- Raymond, H. (2009). *Les Fonds Souverains*. https://www2.cepii.fr/PDF_PUB/em/2010/em2010-05.pdf. (10.01.2020)
- Saygılı, M.K. (2002). Türkiye'de Kamu Fonu Uygulaması. Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü, *Finansman Dairesi, Yayın No: DPT: 2631*, <https://www.sbb.gov.tr/wp-content/uploads/2018/11/MehmetKaGanSAYGILI.pdf> (01.06.2019)
- Soto, M. (2007). System GMM Estimation With a Small Number of Individuals. *Institute For Economic Analysis, Barcelona*, 2.
- Surendranath R. J., Perry, M. J. & Hemphill, T.A. (2010). The Role of Sovereign Wealth Funds in Global Financial Intermediation. *Thunderbird International Business Review, November/December*, 52(6) 592.
- Tatoğlu, F.Y. (2012). *İleri Panel Veri Analizi: Stata Uygulamalı*, Beta Yayınları, İstanbul, 65.
- Tatoğlu, F.Y. (2018). *Panel Veri Ekonometrisi Stata Uygulamalı*, Beta Yayınları, İstanbul, 3-14.
- Ulusal Varlık Fonu Enstitüsü (SWFI), (2020). 'Çevrimiçi'. <https://www.swfinstitute.org/>, (05.01.2020)
- Yayla, Y. (2019). Ulusal Varlık Fonları: Süreklileşme ve Yaygınlaşma. *Fiscaoeconomia*, 3(1), 116-128.

- Yazıcı, R. (2017). An Overview of Wealth Fund Establishment From the Privatization Experiences of the SEEs in Turkey. *Journal of Strategic Research in Social Science (JoSReSS)*, 3(3), 89-100.
- Yalçın, K. & Sürekli, A.M. (2015). Ekonominin Çeşitlendirilmesinin Bir Aracı Olarak Ulusal Refah Fonu Modelinin Türkiye Ekonomisi Açısından Uygulanabilirliği. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 17(3), 4-27.
- Zeren, F. & Ergun, S. (2010). AB'ye Doğrudan Yabancı Yatırım Girişlerini Belirleyen Faktörler: Dinamik Panel Veri Analizi. *İşletme ve Ekonomi Araştırma Dergisi*, 1(4), 76-77.

Extended Abstract

Aim and Scope

Sovereign wealth funds, which are increasingly important in global markets, are particularly intriguing in terms of the diversity of resource formations and the reflections of their activities on the economy. Accordingly, the study aimed to analyze the effects of sovereign wealth funds on the economic growth of countries.

Methods

In the study, the relationship between SWF's and economic growth was analyzed for the countries of Norway, Singapore, Australia, South Korea, New Zealand and Hong Kong using annual data for the period 2007-2018. In the selection of the existing countries, their SWF's having high scores in the transparency tests applied and the amount of assets they hold were effective. In order to analyze this relationship, the system GMM (Generalized Moments Method) estimator method, which is one of the dynamic panel data analysis methods and developed by Arellona and Bond, was used.

Findings

In the study, there is a positive and statistically significant relationship at the level of %1 between GDP and lagged value. There is a %1 positive and statistically significant relationship between the national wealth fund and the gross domestic product. A %1 increase in the national wealth fund variable provides a %0.07 increase in the gross domestic product variable. Therefore, national wealth funds owned by countries have a positive effect on economic growth. A positive and statistically significant relationship at the level of %5 was determined between the real effective exchange rate and the gross domestic product. The %1 increase in the real effective exchange rate causes an increase of %0.07 in the gross domestic product. Finally, a positive and statistically significant and strong relationship at the level of %10 was found between gross domestic savings and gross domestic product. Accordingly, a %1 increase in gross domestic savings provides a %0.07 increase in gross domestic product.

Conclusion

According to the results, it is seen that national wealth funds can have a positive effect on GDP. In the findings obtained from the study results, it is seen that the increase in gross domestic savings, which is an important source of investment and is the control variable in the study, has a positive and strong effect on the dependent variable GDP. Real effective exchange rate, another control variable, is seen to contribute to economic growth by creating a positive effect on GDP. In the light of these evaluations, the analysis results were found in the literature by Megginson et al. (2013), Fernandes (2014), Akyol and Çiçen (2017), Akyol and Yıldız (2017), Beken and Baltacı (2019), Gouett (2020) seem to support their work. Apart from this, there are some studies in the literature such as Chioma et al. (2014) that cannot evaluate the relationship between UVF and economic growth positively. The reason for this can be shown as the economic risks that wealth funds may arise increase financial protectionism, the political activities of wealth funds in some countries, and the uncertainty and disorder prevailing in economic markets due to the lack of regular application of audit and transparency criteria. In order to avoid such adversities, regular application of transparency indices and systematic performance of audit activities in order to prevent mismanagement, corruption and some political targets of wealth funds are of utmost importance in terms of creating an atmosphere of trust.