

Finansal Özgürlükler, Finansal Derinlik ve Yatırım Fonları Arasındaki İlişki: Panel Sınır Testi Yaklaşımı

*The Relationship between Financial Freedom, Financial Depth and Mutual
Funds: Panel Bounds Testing Approach*

Gönül YÜCE

Ordu Üniversitesi

Ünye İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi,

İşletme Bölümü

Ünye/Ordu, Türkiye

gyuce81@gmail.com

Özet

Bu çalışmanın amacı, panel ARDL sınır testi uygulayarak 54 ülkede 2000 – 2011 dönemi için yatırım fon varlıkları, finansal özgürlükler ve finansal derinlik arasındaki ilişkiyi incelemektir. Bu ilişkileri inceleyebilmek amacıyla iki aşamalı ARDL sınır testi modeli kullanılmıştır: İlk aşamada, değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkileri belirleyebilmek için ARDL eşbütünleşme testi uygulanmıştır. İkinci aşamada, değişkenler arasındaki kısa dönemli ilişkileri elde edebilmek amacıyla dinamik hata düzeltme modeli kullanılmıştır. Tüm sonuçlar, hem uzun ve hem de kısa dönemde yatırım fon varlıkları, finansal özgürlükler ve finansal derinlik arasında pozitif ve istatistiki bakımdan anlamlı ilişkilerin varlığını göstermiştir. Bunun yanı sıra, uzun dönem ampirik sonuçları cari dönem finansal özgürlükler ile finansal derinliğin yatırım fon varlıklarını belirleyen önemli faktörler olduğunu yansıtmıştır. Ayrıca, kısa dönem dinamiklerine ilişkin sonuçlar uzun dönem tahmin bulguları ile paralellik göstermiştir. Dahası, hata düzeltme teriminin negatif ve istatistiki bakımdan anlamlı bulunması nedeniyle değişkenlerin denge seviyesine ivedilikle yakınsayacağı ve kısa dönem dengesizliklerinin uzun dönemde giderileceğini söylenebilir.

Anahtar Kelimeler: Finansal Özgürlükler, Finansal Derinlik, Yatırım Fonları, Panel ARDL Sınır Testi Yaklaşımı

Abstract

The purpose of this study is to investigate the nexus between mutual fund assets, financial freedom, and financial depth in 54 countries from 2000 to 2011 by employing panel ARDL bounds testing approach. To examine this linkage, we use the two-step procedure from ARDL bounds testing model: In first step, we explore the long-term relationship between the variables by using ARDL test of cointegration. Secondly, we employ a dynamic error correction model to explore the short-term relationship

between the variables. All results suggest that there is a positive and statistically significant evidence between central bank independence, financial freedom, and economic growth in both long and short-term. Besides, long-term empirical results refer that current period central bank independence and financial freedom are the important factors for determining the national output level. In addition, the results of the short-term dynamics are parallel with the long-term estimation results. Furthermore, because the error correction term is found negative and statistically significant, it can be said that the variables converge to equilibrium quickly, and short-term imbalances will be overcome in the long-term.

Key Words: *Financial Freedom, Financial Depth, Mutual Funds, Panel ARDL Bounds Testing Approach*

Giriş

Dünya ekonomisinin 1980'li yıllarda karşılaştığı en önemli olguların başında gelen iktisadi küreselleşme sürecinin gerek gelişmiş ve gerekse de az gelişmiş olan tüm ülkelere sunduğu temel yenilik, finansal liberalizasyondur. Bilgi ve iletişim teknolojilerinde hızlı gelişimin sağlanması, sermaye piyasaları önündeki engellerin kaldırılması, yeni finansal araç çeşitliliğinin artırılması ve uluslararası sermaye akımlarının artan hacmine bağlı olarak küresel finansal piyasalar genişlemiş ve etkinliği yükselmiştir. Tüm bu faktörlerin neden olduğu finansal işlem kapasitesindeki artışlar, tasarruf mobilitesinin tam olarak sağlanması ve risk transferinin uluslararası piyasalara yönlendirilmesi ile güçlü bir yapıya kavuşturulmuştur. Finansal piyasalardaki bu yapısal dönüşüm; bir ekonomide yaratılan fon fazlalarının, fon açığı içerisinde bulunan ekonomilere kolaylıkla aktarılmasını sağlamıştır. Bunun yanı sıra, finansal hizmet düzeyinde meydana gelen ilerlemeler yeni türev ürünleri ile zenginleştirilen işlem düzeylerini artırarak, uluslararası sermaye piyasalarındaki menkul kıymetlere bağlı olan faaliyet kapasitesini genişletmiş ve uluslararası mali kuruluşlardan elde edilen fon düzeyini yükseltmiştir (Okina, Shirakawa ve Shiratuka, 1999: 1-10). Bu süreç içerisinde sağlanan finansal özgürlük ve liberalizasyon kanalı bir taraftan doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve uluslararası ticari krediler gibi sermaye akımlarını global platforma taşımış, diğer taraftan da bireysel yatırımcıların mali işlem hacimlerini artırmıştır (Knight, 1998: 1186). Küresel iktisadi sistem ile birlikte daha fazla getiri elde etmeyi amaçlayan bireysel yatırımcılar sahip oldukları tasarruf düzeylerini uluslararası alanda liberalize edilmiş finansal piyasalara aktararak sermaye birikim sürecini hızlandırmışlar ve sermaye üzerindeki tüm engellerin kaldırdığı mali yapılanmalar yardımıyla global bazda maksimum kârın elde edilebileceği piyasalara yönelmişlerdir. Artan sermaye kapasitesinin, finansal özgürlüklerin sağlandığı ülkelere yönelmesine bağlı olarak sermaye maliyetleri azalmış, yatırım hacmi genişlemiş ve finansal derinliğin artması ile birlikte çıktı miktarı da yükselmiştir. İktisadi küreselleşme ile başlayan ve finansal özgürlüklerin tetiklediği mali derinlik süreciyle devam eden bu dinamik yapı, sürdürülebilir hızlı iktisadi büyüme ile nihai aşamaya ulaşmıştır (Henry, 2003: 91).

Finansal özgürlüklerin dinamizm kazandırdığı finansal derinlik sürecinin en önemli etkisi tasarruf ve sermaye birikim kapasitesi üzerinde görülmektedir. Finansal derinliğin sağlandığı bir iktisadi yapıda özellikle verimli yatırım alanlarına kanalize edilen tasarruflar işgücü başına düşen sermaye ile çıktı miktarını artırmakta ve bu süreç uzun dönemli iktisadi ve finansal büyüme hızına ivme kazandırmaktadır (Mason, 1988:

114). Söz konusu sürece hizmet eden tasarruflar ise temel olarak iki faktörden kaynaklanmaktadır. Bunlardan birincisi, devlet eliyle gerçekleştirilen tasarruflar olup, bu tasarruflar kıt kaynakların daha etkin kullanılmasına, sermaye piyasalarının gelişmesine, toplumsal birikimlerin etkin alanlara yönlenmesine ve dolayısıyla finansal dinamiklerin harekete geçmesine yardımcı olmaktadır (Krieckhaus, 2002: 1698). İkincisi olan bireysel tasarruflar ise, finansal sistem gelişimini doğrudan etkileyen tasarruf yapısı olarak bilinmektedir. Bireyler, finansal özgürlüklerin güvence altına alındığı toplumlarda sahip oldukları gelirlerinin bir kısmını tasarruflara yönlendirmekte ve söz konusu bu tasarruflar çeşitlendirilmiş türev araçlar yardımıyla yapılmaktadır. Bireyleri tasarrufa yönlendiren ana unsur ise, gelecekte elde edilebilecek gelirleri garanti altına alabilme güdüsüdür. Karar birimleri; cari dönem gelir düzeylerinin, yaşam boyu beklenen ortalama gelir düzeylerini aşması durumunda daha fazla getiri elde edebilmek için tasarruf hacimlerini artırmaktadırlar (Beverly ve Sherraden, 1999: 459-460). Dolayısıyla, liberal bir finansal sistemin beraberinde getirdiği artan bireysel tasarruf hacmi, finansal derinliğin sağlanmasına paralel olarak sermaye birikim sürecini hızlandırmakta ve sermaye, üzerindeki tüm engellerin kaldırıldığı mali yapılanmalar ile birlikte küresel boyutta maksimum kârı elde edebileceği piyasalara yönelmektedir. Fon fazlasına sahip olan kesimin, fon açığı içerisinde bulunanlara ilave kaynak sağlaması sonucunda sermaye maliyetleri azalmakta, yatırım hacmi genişlemekte ve buna bağlı olarak da iktisadi dinamikler uyarılmaktadır. Sağlanan finansal liberalizasyonun tasarruf kanalıyla sermaye birikimini hızlandırdığı ve sermaye birikiminin de yapılan yatırımlar aracılığıyla ulusal hasılayı artırdığı bu döngü, finansal derinlikle bütünleşen iktisadi büyümeyi pozitif yönlü olarak etkilemektedir.

Finansal özgürlük sürecinin mali piyasalara sunduğu yeni türev ürünlerinden birisi olan yatırım fonları; karar birimlerinin bireysel tasarruflarını toplayarak riski dağıtma ilkesi çerçevesinde hisse senedi, tahvil, bono, para piyasası araçları ya da bunların kombinasyonundan oluşan menkul kıymetlere ortaklaşa yatırım yapma amacını güden bir kuruluş olarak tanımlanabilmektedir. Elde edilen bu menkul kıymetler, yatırımcının portföy payı olarak da bilinmekte ve satın alınan her bir pay, yatırımcının ilgili portföy içindeki ağırlığını temsil etmek suretiyle elde edilebilecek geliri yansıtmaktadır. Sahip olduğu popülariteye her ne kadar 21. yüzyılda kavuşmuş olsa da, yatırım fonlarının oldukça eski bir tarihi geçmişi mevcuttur. Ortak bir yatırım havuzunun oluşturulması fikri ilk olarak Avrupa'da 1700'lü yılların son dönemlerinde gündeme gelmiş ve bu ortak yatırıma *unit trust* adı verilmiştir. Avrupa'daki öncü hareketleri takiben İngiliz ve İskoç yatırımcıları da 1800'lü yıllarda bu ortak yatırım hareketlerine katılmışlar ve gittikçe büyük bir ilgi odağı haline gelen yatırım fonunun son halkasını Amerikalı yatırımcılar oluşturmuşlardır. Amerika Birleşik Devletleri (ABD)'nden ilk olarak Atlantik'e ve oradan da tüm dünyaya yayılan yatırım fonları finansal piyasaların vazgeçilmez türev ürünlerinden birisi olmayı başarmıştır (Mobius, 2007: 1). Yatırım fonlarının finansal piyasalarda önemli bir türev ürün olmasını sağlayan temel unsurlar ise; likit bir varlık olan paranın fonlar arasında mobil şekilde hareketine imkan sağlaması, işlem maliyetinin düşük olması, çeşitlendirme olanaklarının yüksekliği ve profesyonel yönetim anlayışı ile işlerliğini devam ettirmesi şeklinde sıralanabilir (Gruber, 1996: 785). Söz konusu özelliklere haiz olan yatırım fonları; mali yapısal güç, açıklık ve şeffaflık gibi unsurları harekete geçirmek yoluyla sermaye piyasası istikrarının sağlanmasında önemli işlevler yüklenmektedir. Karar birimlerine sadece yatırım yapma aracı değil, aynı zamanda ihtiyatlı yatırım olanakları sunan *unit trust*lar, bireysel faydasını maksimize etme amacını güden yatırımcılar açısından büyük bir fırsat

sunmaktadırlar. Özellikle riskten kaçınan yatırımcılar için piyasaya giriş zamanlamasının önemli olduğu durumlarda çeşitli avantajları ile ön plana çıkan yatırım fonları, uzun vadeli planların gerçekleştirilmesinde temel bir araç konumunda olmaktadır (Bhole ve Mahakud, 2009: 473).

Yatırım fonları, özellikle küçük yatırımcıların sermaye piyasalarında yaşadıkları sınırlı kaynak, yetersiz profesyonel destek ve bilgi eksikliği gibi problemler nedeniyle karar birimlerine ilave bir destek sağlamakta ve çeşitli fon türleri ile yatırımcılara alternatif kaynaklar sunmaktadırlar. Riskini minimize eden, kendini güvenceye alan ve gelecekte sağlayacağı getirilerini stabilize eden iktisadi birimler, tasarruf hacminin artırılması ve elde edilen kârların yeniden ekonomiye yönlendirilmesi suretiyle finansal piyasalara artan oranlarda katılabilmektedirler. Finansal sektörün bir bakıma reformasyonu anlamına gelen bu süreç, yurtiçi kaynakların dış fonlara olan ihtiyacını azaltarak kendi kapasitesini genişletmesine ve mali derinliğin artmasına neden olmaktadır. Bu durum, yerel tasarruf potansiyelini daha etkin olarak kullanan piyasa temelli kurumların optimum şekilde çalışmasını hızlandırmakta ve elde edilen fonların kârlı yatırım alanlarına kanalize olmasını kolaylaştırmaktadır. Bu bağlamda yatırım fonları sadece ifade edilen amacı en iyi gerçekleştiren kurumlar değil, aynı zamanda ilgili iktisadi dönüşümü başarabilme yeteneğine sahip olan birimler olarak karşımıza çıkmaktadırlar. Ayrıca, firmalar tarafından gerçekleştirilen sermaye işlemlerine de aracılık eden yatırım fonları, firma hisselerinin tahsisinde etkin bir rol oynayarak sermaye piyasalarında bu hisselerin daha yüksek fiyatlara satılmasında aracılık etmektedirler. Dolayısıyla, profesyonel yönetim desteği sayesinde yatırım ortamının güvenliğini sağlayan yatırım fonları, finansal piyasalar üzerindeki baskıyı hafifletmek suretiyle mali derinliği artırmaktadırlar. Bunların yanı sıra, kâr payı ve sermaye kazançlarının otomatik olarak yeniden yatırıma dönüşmesini sağlayan yatırım fonları, bu özelliği sayesinde bir tür zorunlu tasarruf perspektifini bünyesinde barındırmakta ve uzun dönemli iktisadi gelişime öncülük etmektedirler. İlaveten, yabancı sermaye akımlarının ülkeye çekilmesinde öncü bir rol de üstlenen yatırım fonları, yabancı sermayenin yurtiçi tasarruflarla birleşerek kaynak verimliliğinin artmasını ve söz konusu kaynakların iktisadi sistem ile entegre olmasını sağlamaktadırlar (Tripathy, 1996: 86-87). Bu bağlamda, kaynak mobilitesini ve dolayısıyla da yatırımcıların satın alma gücünü artıran yatırım fonları, mal ve hizmetlere olan toplam talep düzeyinin yükselmesine neden olmakta ve bu süreç yatırımların, istihdamın, çıktı düzeyinin ve iktisadi büyümenin ivme kazanması ile sonuçlanmaktadır (Mishra, 2012: 124).

Bu çalışmada, verilerine ulaşılabilen 54 ülkede 2000 – 2011 dönemi için liberal sistemin yeni bir ürünü olan yatırım fonlarının finansal özgürlükler ile mali derinlik sürecinden ne ölçüde etkilendiği panel sınır testi yaklaşımı kullanılarak araştırılacaktır. Bu amaç doğrultusunda çalışma dört bölüme ayrılmıştır. Birinci bölümde, konu ile ilgili literatürde yer alan çalışmalara değinilmekte; “yöntem ve veriler” başlıklı ikinci bölümde, çalışmanın uygulama kısmına ait metodoloji ve veri seti tanıtılmakta; üçüncü bölümde ise uygulama bulgularına yer verilmektedir. Çalışma, genel bir değerlendirmenin yapıldığı sonuç bölümüyle bitmektedir.

1. Literatür Özeti

Finans literatüründe yeni sayılabilecek konulardan birisi olan yatırım fonları, üzerinde yapılan teorik ve uygulamalı çalışmaların gittikçe arttığı bir alan olmaya başlamıştır. Özellikle dünya finansal piyasalarının entegre olması ile birlikte yüksek bir

popüleriteye kavuşan bu alanda yapılan çalışmalar nispeten yatırım fonlarının performans, etkinlik ve getirileri üzerine temellendirilmiş, liberal sürecin beraberinde getirdiği finansal derinliğin yatırım fonları üzerindeki etkileri ise genellikle teorik bazı olarak incelenmiştir. Finansal liberalizme bağlı olarak hacminin artacağı yönünde ortak bir konsensüsün sağlandığı yatırım fonları, ilgili değişkenler bazında kalitatif olarak ifade edilmiş ve kantitatif sonuçlar ihmal edilmiştir. Bununla birlikte, yatırım fonlarının iktisadi büyüme sürecine olan etkileri de üzerinde sıklıkla durulan konulardan birisi olmuştur. Sosyalist temelli birçok geçiş ülkesinde mali özgürlüklere ilişkin formların yetersizliğini vurgulayan Caprio ve Levine (1994), bu ülkelerde gerçekleştirilecek olan mobilize kaynak, sermaye tahsisi, işlem ve risk yönetimi, yatırım fonları gibi türev araç çeşitliliği ile etkin firma yönetimi gibi hizmetlerin iktisadi büyüme süreci için gerekli kaynaklar olduğunu belirtmişlerdir.

Yatırım fonlarının bir türü olan emeklilik fonlarına ilişkin 1981 yılında Şili’de gerçekleştirilen reform sürecinin ülkenin iktisadi performansı üzerindeki etkilerini çeşitli zaman serisi analizleri yardımıyla inceleyen Holzmann (1997); pozitif büyüme etkisinin, emeklilik fonlarının finansmanında bir öncül olduğu sonucuna ulaşmıştır. Dolayısıyla yazar, yapılan reformların tasarruflar ve iktisadi büyüme üzerindeki etkisinin düşük ve hatta ilk yıllarda negatif olduğunu göstermiştir.

Finansal özgürlüklerin tetiklediği yatırım fon akımlarının hisse ve tahvil getirileri üzerinde yarattığı etkileri Granger nedensellik analizi yardımıyla 1961 – 1991 dönemini dikkate alarak inceleyen Edwards ve Zhang (1998), bir istisnai alt dönem olan 1971 – 1981 yılları arasında hisse ve tahvil fonlarının hisse ve tahvil getirileri üzerinde bir etki yaratmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Bu durumun temel nedenini hisse fonlarının yüksek oranlı amortismanına bağlayan yazarlar, istisnai dönem hariç olmak üzere yatırım fonlarının çeşitli getiri kalemleri üzerinde pozitif yönlü etkiler ortaya çıkaracağını öne sürmüşlerdir.

Liberalizasyon sürecinin en önemli bileşenlerinden birisini oluşturan finansal özgürlüklerin, yatırım fonlarının da dahil olduğu sermaye piyasaları ile reel ekonomi üzerindeki etkilerini yükselen piyasa ekonomileri kapsamında inceleyen Bekaert vd. (2003), söz konusu bu liberal hareketlerin finansal derinliği artırmak suretiyle reel sektör üzerinde pozitif yönlü etkiler yarattığı sonucuna ulaşmışlardır.

Malezya’da gerçekleştirilen finansal özgürlük süreçlerine bağlı olarak gittikçe önem kazanmaya başlayan yatırım fonları ve bu fonlara yönelik harcamaları etkileyen faktörleri araştıran Ramasamy ve Yeung (2003); fonların geçmiş dönem performanslarının, büyüklüklerinin ve işlem hacimlerinin en önemli karar bileşenlerini oluşturduklarını ifade etmişlerdir.

Hagen ve Zhang (2006), dış dünyaya açık küçük bir ekonomide sağlanan finansal özgürlüklerin çeşitli türev araçlarının olduğu sermaye piyasalarında yaratacağı etkileri kısa dönemli ilişkiler kapsamında araştırdıkları çalışmalarında; bir sektörde gerçekleştirilen finansal liberalizasyonun diğer sektörlerde sağlanan mali regülasyonlara bağlı olabileceğini, söz konusu finansal liberalizasyonun uzun dönemdeki verimlilik etkilerinin yerel karar birimleri açısından farklılık gösterebileceğini ve uzun dönemde yaşanabilecek bazı getiri kayıplarına karşın genel itibariyle finansal regülasyon sürecinden birçok yatırımcının kazançlı çıkabileceğini öne sürmüşlerdir.

Yatırım fonlarının da bünyesinde bulunduğu sermaye hesabında gerçekleştirilen liberalizasyonun finansal derinlik ve iktisadi büyüme üzerindeki etkilerini 1976 – 1995

ve 1986 – 1995 alt dönemleri itibariyle çeşitli gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için panel veri analizleri yardımıyla inceleyen Klein ve Olivei (2008), sermaye hesaplarını liberalize eden ülkelerde finansal derinliğin arttığını, bunu destekleyen faktörlerden birinin yatırım fonlarındaki artışlardan kaynaklandığını ve ilgili sürecin hızlı iktisadi büyümeye neden olduğunu belirtmişlerdir. Bununla birlikte yazarlar, ilgili sürecin genellikle gelişmiş ülkeler için söz konusu olduğunu da vurgulamışlardır.

Kaminsky ve Schmukler (2008), 28 gelişmiş ve yükselen piyasa ekonomisinde gerçekleştirilen finansal liberalizasyonun sermaye piyasaları üzerindeki kısa ve uzun dönemli etkilerini panel veri analizleri yardımıyla inceledikleri çalışmalarında, özellikle kısa dönemde dip ve zirve dönemlerini takip eden liberal hareketlerin uzun dönem itibariyle daha istikrarlı bir sermaye piyasası sürecini oluşturacağını belirtmişlerdir.

Cajueiro, Gogas ve Tabak (2009), 1990'lı yılların başlarında Yunanistan'da gerçekleştirilen finansal liberalizasyonların mali piyasa yapısı üzerinde yarattığı etkileri inceleyebilmek amacıyla zaman serisi analizlerini kullanarak yaptıkları çalışmalarında; uygulamaya konan finansal özgürlük süreçlerinin, yatırım fonlarının da sistem içerisine dahil edildiği sermaye piyasalarının etkinliğini artırdığını göstermişlerdir.

Müller ve Weber (2010), finansal özgürlüklerin beraberinde getirdiği finansal bilinçlilik düzeyi ile yatırım fonlarına yönelme tutumu arasındaki ilişkileri inceledikleri çalışmalarında; finansal bilinç seviyesinin, düşük maliyetli fon alternatiflerine yönelme olasılığı üzerinde pozitif yönlü etkiler yarattığı sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca yazarlar, finansal piyasalar hakkında daha sofistike bilgiye sahip olan yatırımcıların aktif olarak yönetilebilen fonlara gittikçe artan oranlarda ilgi gösterdiklerini de ifade etmişlerdir.

Finansal liberalizasyon sürecinin tüm dünyada hızlanmasına bağlı olarak İslam temelli yatırım fonlarının finansal performanslarını inceleyen Hoepner, Rammal ve Rezac (2011), bu amaç doğrultusunda 20 ülkeden 265 hisse fonunu dikkate almışlardır. Performans değerlendirmesinde Carhart modelini kullanan yazarlar, nispeten daha fazla gelişmiş olan İslami finans piyasalarında söz konusu fonların üstün bir performans sergilediklerini ve bu piyasalardaki fonların uluslararası piyasalarda rekabetçi konumda bulduklarını, ancak Batı ülkelerindeki İslami varlıkların yeterli bir finansal performansa sahip olamadıklarını ortaya koymuşlardır.

Yabancı literatürün yanı sıra, Türk sermaye piyasalarında işlem gören yatırım fonları dikkate alınarak yapılan çalışmalar da mevcut olmakla birlikte, bu çalışmaların fon performansları ve getirileri üzerinde odaklandıkları görülmektedir¹. Teker, Karakum ve Tav (2008), B tipi fon kategorisindeki likit, tahvil – bono ve değişken fonlar ile A tipi fon kategorisindeki değişken fonlardan her bir türe ait beşer adet fonu dikkate alarak risk odaklı performans değerlendirmesi yaptıkları çalışmalarında, çeşitli şirketlere ait fonların farklı düzeylerde getiri performansı sergiledikleri sonucuna ulaşmışlardır.

Türkiye'deki emeklilik fonları ile yatırım fonlarının 2004:1 – 2006:12 dönemindeki performansları karşılaştırmayı ve fon yöneticilerinin zamanlama yeteneklerini tespit etmeyi amaçlayan Korkmaz ve Uygurtürk (2008); emeklilik fonlarının yatırım fonlarına göre daha iyi bir performans sergilediği, yatırım fonlarının

¹ Bu çalışmalar hakkında daha fazla bilgi için bkz. Karacabey (1999), Gürsoy ve Erzurumlu (2001), Canbaş ve Kandır (2002), Doğanay (2004), Yıldız (2006), Altıntaş (2008), Atan, Atan ve Özdemir (2008) ve Yolsal (2012).

hiçbir zamanlama yeteneği gösteremediği, buna karşın emeklilik fonlarında ise bir adet fon zamanlama yeteneğinin söz konusu olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Türk sermaye piyasalarında mevcut olan 46 adet A tipi ve 49 adet B tipi yatırım fonunun performans ölçümlerini 2000 – 2006 dönemi için değerlendiren Eken ve Pehlivan (2009), piyasanın genelinde meydana gelen olumlu veya olumsuz bir değişikliğin hisse senetlerini etkilemek suretiyle bu hisselerden oluşan yatırım fonlarının performanslarını da aynı ölçüde değiştirebileceğini belirtmişler ve dolayısıyla değerlendirme ile sıralama metodlarının hepsinin paralellik gösterdiğini vurgulamışlardır.

Arslan ve Arslan (2010), 2006 – 2010 dönemini kapsayan A tipi değişken, hisse senedi ve borsa fonu ile B tipi değişken fonlarını kullanmak suretiyle dört farklı grupta oluşan yatırım fonlarının risk – getiri ilişkisi ve göreceli performans düzeylerini belirledikleri çalışmalarında, çeşitli göstergeleri kullanarak ortaya koymaya çalıştıkları yatırım fon performanslarının sıralama ölçütleri bağlamında birbirleri ile uyum içerisinde olmadıklarını tespit etmişlerdir. Ayrıca seçicilik ve zamanlama kabiliyetlerini de farklı regresyon analizleri ile belirlemeye çalışan yazarlar, fon yöneticilerinin tamamının pozitif α katsayısı gösterdiklerini, sadece bir fon yöneticisinin pozitif zamanlama kabiliyeti gösterdiğini belirtmişlerdir. İlave olarak, fonların getiri ortalamaları arasında anlamlı farklılıklar da bulunmuş ve getirilerin istikrarı ile *ex – ante* tahmin edilebilirlik düzeyleri ortaya konmuştur.

2006:11 – 2009:11 döneminde Türkiye’de işlem gören hisse senedi ağırlıklı yatırım fonlarının performanslarını karşılaştırmayı ve fon yöneticilerinin zamanlama yeteneklerini tespit etmeyi amaçlayan Korkmaz ve Uygurtürk (2010), A tipi hisse senedi yatırım fonları ile emeklilik yatırım fonlarının performanslarının birbirine yakın olduğunu hesaplamışlar ve her iki fon grubunun borsa yatırım fonlarından daha iyi performans ölçütü değerlerine sahip olduğunu göstermişlerdir. Ayrıca yazarlar, fon yöneticilerinin piyasa zamanlaması stratejilerinde başarı gösteremediklerini de ortaya koymuşlardır.

Yüce (2011), finansal liberalizasyon sürecinden etkilenen Türkiye ekonomisinde işlem gören çeşitli A ve B tipi yatırım fonlarının getirilerini etkileyebilecek makro ve mikro faktörleri 2000 – 2010 dönemi aylık verilerinden hareketle belirlediği çalışmada; Johansen eşbütünleşme testi, Granger nedensellik analizi ve Vektör Hata Düzeltme (VEC) modelini kullanmıştır. Döviz kuru, enflasyon oranı, İMKB endeksi, reel Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH), reel faiz düzeyi, risk faktörü, para arzı ve fon net varlık değeri gibi değişkenlerin yatırım fon getirilerini belirlemede en etkili faktörler olduğunu vurgulayan yazar, yatırımcılar için yatırım yapma kararı en zor olan fon türünün A tipi değişken ve karma fonu olduğunu vurgulayarak, B tipi yatırım fonlarına yatırım yapacak olan yatırımcıların ise likit ile tahvil-bono fonlarına yönelmelerinin daha uygun olacağı sonucuna ulaşmıştır.

2. Yöntem ve Veriler

Bu çalışmada, model kapsamında değerlendirilen değişkenler kapsamında verilerine ulaşılabilen 54 ülkede 2000 – 2011 dönemi için finansal özgürlükler, finansal derinlik ve yatırım fonları arasında bir ilişki olup olmadığı panel sınır testi (ARDL) yardımıyla araştırılmıştır. Hangi ülkelerin çalışma kapsamına dahil edileceği ise ulaşılması muhtemel veri kaynaklarına göre saptanmış ve bu ülkeler Ek – 1’de gösterilmiştir. Finansal özgürlükleri temsilen Heritage Foundation tarafından oluşturulan endeks değerleri kullanılmış, finansal derinliğe ilişkin olarak geniş

anlamdaki para arzının (M2) GSYİH'ya oranı dikkate alınmış ve yatırım fonlarına ait vekil değişken olarak da GSYİH içindeki payının kullanıldığı yatırım fon varlık oranları atanmıştır. Değişkenlere ilişkin veriler, Dünya Bankası ile Heritage Foundation'ın resmi internet sitelerinden derlenmiştir.

Çalışmada; finansal özgürlükler, finansal derinlik ve yatırım fonları arasında ilişkinin araştırılmasında aşağıdaki temel eşitlikten yararlanılmıştır:

$$MF_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 FF_{it} + \alpha_2 FD_{it} + e_{it} \quad (1)$$

(1) numaralı eşitlikte MF , yatırım fonlarının GSYİH içindeki payını; FF , finansal özgürlük düzeyini; FD , finansal derinliği ve e ise hata terimini temsil etmektedir.

Finansal özgürlükler, finansal derinlik ve yatırım fonları arasındaki ilişkinin araştırılabilmesi amacıyla Peseran vd. (2001) tarafından geliştirilen panel ARDL sınır testi yaklaşımından yararlanılmıştır. ARDL eşbütünleşme analizi; Engle ve Granger (1987), Johansen (1988) ve Johansen ve Juselius (1990) testlerine kıyasla bir takım avantajlara sahiptir. Bu avantajlardan birincisi; ARDL yaklaşımının, değişkenlerin $I(0)$ ve $I(1)$ gibi entegre derecelerine bakmaksızın uygulanabileceğidir. Dolayısıyla, ARDL yaklaşımında değişkenlerin genel bir form itibarıyla $I(d)$ şeklinde herhangi bir sınıflandırmaya tabi tutulmaması birim kök testlerine olan ihtiyacı ortadan kaldırmaktadır. İkincisi, Johansen eşbütünleşme tekniğinin uygulanabilmesi için gerekli olan geniş kapsamlı veri setine ARDL testinde ihtiyaç duyulmamakta ve az sayıdan oluşan gözlem setine uygulanabilmektedir (Akıncı ve Yılmaz, 2012, s. 12). Üçüncüsü, ARDL yaklaşımında değişkenlerin farklı düzeylerdeki optimal gecikme düzeyleri dikkate alınabilirken, diğer geleneksel testlerde böylesi bir durum söz konusu olamamaktadır. Son olarak, ARDL yaklaşımı tek denklemlili sistemlere uygulanabilmesine karşın, geleneksel eşbütünleşme tekniklerinde uzun dönemli ilişkiler ancak sistem denklemleri yardımıyla hesaplanabilmektedir (Öztürk ve Acaravcı, 2010, s. 1939).

Sınır testi, En Küçük Kareler (EKK) tahmincisi ile kısıtsız hata düzeltme modelinin tahminine dayanmaktadır. (1) numaralı denklemin eşbütünleşme ilişkisi, kısıtsız hata düzeltme modelinin sınır testi yaklaşımı ile tahmin edilmesi sonucunda tespit edilebilmektedir. Bu bağlamda, (1) numaralı eşitlik ARDL formunda aşağıdaki gibi ifade edilebilmektedir:

$$\Delta MF_{it} = \alpha_0 + \sum_{j=1}^m \alpha_{1j} \Delta MF_{it-j} + \sum_{j=0}^m \alpha_{2j} \Delta FF_{it-j} + \sum_{j=0}^m \alpha_{3j} \Delta FD_{it-j} + \alpha_4 MF_{it-1} + \alpha_5 FF_{it-1} + \alpha_6 FD_{it-1} + e_{it} \quad (2)$$

(2) numaralı model önce EKK yöntemiyle tahmin edilmekte ve "m" olarak gösterilen gecikme uzunluğu belirlenmektedir. Gecikme uzunlukları belirlenirken AIC, SIC, FPE ve HQ gibi bilgi kriterlerinden yararlanılmakta ve en küçük kritik değeri sağlayan gecikme uzunluğu, model için en uygun gecikme değeri olarak seçilmektedir. F testinin sağlıklı sonuç vermesi için hata terimlerinde otokorelasyon olmaması gerekmektedir.

Bu işlemlerden sonra uzun dönemli ilişkinin bulunmadığını ifade eden sıfır hipotezi, (2) numaralı modeldeki MF_{it-1} , FF_{it-1} ve FD_{it-1} gecikmeli değişkenlerinin katsayılarına sıfır kısıtı getirilerek test edilmektedir. (2) numaralı denklemdeki değişkenlerin seviye değerlerine ait katsayılar, F testi ile ($H_0 : \alpha_4 = \alpha_5 = \alpha_6 = 0$)

hipotezi dikkate alınarak test edilmektedir. Hesaplanan F istatistik değeri, Pesaran, Shin ve Smith'in (2001) çalışmasında verilen alt ve üst kritik değerlerle karşılaştırılır. Hesaplanan F istatistiği üst kritik değer üzerindeyse seriler arasında bir eşbütünlük ilişkisinin olduğuna, alt değerlerin altında kalması durumunda ise eşbütünlük ilişkisinin olmadığına karar verilmektedir. Hesaplanan F istatistiğinin alt ve üst kritik değerlerinin arasına düşmesi durumunda eşbütünlük hakkında kesin bir yorum yapılamamaktadır.

Değişkenler arasında eşbütünlük ilişkisinin bulunması durumunda (3) ve (4) numaralı eşitlikler kullanılarak sırasıyla uzun ve kısa dönem katsayıları da elde edilebilmektedir:

$$MF_{it} = \alpha_0 + \sum_{j=1}^m \alpha_{1j} MF_{it-j} + \sum_{j=0}^m \alpha_{2j} FF_{it-j} + \sum_{j=0}^m \alpha_{3j} FD_{it-j} + e_{it} \quad (3)$$

$$\Delta MF_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 EC_{it-1} + \sum_{j=1}^m \alpha_{2j} \Delta MF_{it-j} + \sum_{j=0}^m \alpha_{3j} \Delta FF_{it-j} + \sum_{j=0}^m \alpha_{4j} \Delta FD_{it-j} + e_{it} \quad (4)$$

(4) numaralı modelde yer alan EC_{it-1} değişkeni, uzun dönem ilişkisinden elde edilen hata terimleri serisinin bir dönem gecikmeli değerini temsil etmektedir. Bu değişkenin istatistiki bakımdan anlamlı olan negatif değer alması, değişkenlerin denge değerine daha çabuk yakınsayacağı anlamına gelmektedir.

ARDL modelinde gecikme uzunluklarının tespitinde SIC kullanılmış ve maksimum gecikme uzunluğu 5 alınarak her gecikme için SIC hesaplanmıştır. Gecikme uzunluklarının belirlenmesinde Kamas ve Joyce (1993) tarafından belirtilen yöntem esas alınmıştır. Buna göre, ilk önce belirlenen en büyük gecikme uzunluğu üzerinden bağımlı değişkenin sadece kendi gecikmeli değerlerine göre regresyonu gerçekleştirilmiş ve en küçük SIC değerine sahip olan gecikme sayısı seçilmiştir. Daha sonra bağımlı değişkenin seçilen gecikme sayısı sabit tutulup, birinci bağımsız değişkenin tüm gecikmeleri ile regresyon oluşturularak en küçük AIC değeri bu bağımsız değişkenin gecikme sayısı olarak atanmıştır. Aynı süreç, diğer değişkenler için de yapılmıştır.

3. Uygulama Bulguları

Bu çalışmada, 54 ülkede 2000 – 2011 dönemi için finansal özgürlükler, finansal derinlik ve yatırım fonları arasında bir ilişki olup olmadığı panel ARDL testi yardımıyla araştırılmıştır. Bu amaç doğrultusunda ilk aşamada, model için uygun gecikme uzunluğu belirlenmiş ve söz konusu gecikme uzunluğunda otokorelasyonun olup olmadığı araştırılmıştır. Uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesi esnasında, diğer bilgi kriterlerine kıyasla daha sağlıklı bilgiler sunduğu için SIC kriteri kullanılmış ve çalışmanın veri seti yıllık olduğu için maksimum gecikme uzunluğu 5 olarak alınmıştır. Tablo 1, uygun gecikme uzunluklarının tespiti için hesaplanan SIC değerleri ile otokorelasyon test sonuçlarını göstermektedir.

Tablo 1: Optimum Gecikme Uzunluğunun Seçimi

Gecikme Sayısı (m)	SIC	Otokorelasyon Testi
0	12.205	0.799
1	12.192	0.667
2	12.313	0.531
3	12.494	0.778
4	12.613	0.889
5	12.718	0.317

Tablo 1'e göre; bir gecikme uzunluğu, SIC değerinin minimum olması ve otokorelasyon problemini bünyesinde barındırmaması nedeniyle optimum gecikme sayısı olarak seçilmiştir.

Uygun gecikme sayısı belirlendikten sonra sınır testi yaklaşımıyla seriler arasında eşbütünleşme ilişkisinin araştırılmasına geçilmiştir. Tablo 2, sınır testi sonuçlarını göstermektedir.

Tablo 2: Sınır Testi Analiz Sonuçları

k*	F-İstatistiği	%1 Kritik Değer		%5 Kritik Değer	
		Alt Sınır	Üst Sınır	Alt Sınır	Üst Sınır
2	5.06	5.15	6.36	3.79	4.85

*k, (2) numaralı denklemdaki bağımsız değişken sayısını temsil etmektedir. Kritik değerler Pesaran vd. (2001)'deki Tablo CI(iii)'den alınmıştır.

Tablo 2, (2) numaralı denklemin 1 gecikme ile tahmin edilmesinden sonra hesaplanan F istatistiği değeri ile Pesaran vd. (2001)'den alınan kritik değerleri göstermektedir. Bu kritik değerler, iki bağımsız değişken ile %1 ve %5 anlamlılık düzeyi için geçerlidir. Hesaplanan F istatistiğinin (5.06), %5 anlamlılık düzeyindeki üst sınırdan (4.85) büyük olması dolayısıyla değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin olduğunu söylemek mümkündür. Bu bağlamda, seriler arasındaki uzun ve kısa dönem ilişkilerinin belirlenmesinde ARDL modeli kullanılabilir.

Çalışmada kullanılan değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkisinin incelenebilmesi için (3) numaralı ARDL modelindeki gecikme uzunlukları SIC yardımıyla belirlenmiştir. Maksimum gecikme uzunluğunun 5 olarak alındığı bu analizin sonucunda, ARDL (1, 1, 0) modelinin tahmin edilmesine karar verilmiştir. Tablo 3, ARDL (1, 1, 0) modelinin tahmin sonuçlarını ve bu sonuçlardan hareket edilerek hesaplanan uzun dönem katsayılarını göstermektedir.

Tablo 3: ARDL (1, 1, 0) Modeli Sonuçları ve Hesaplanan Uzun Dönem Katsayıları

Değişken	Katsayı	t-İstatistiği	p-Değeri
C	-19.625	-1.287	0.198
MF(-1)	0.960***	72.098	0.000
FF	0.168*	1.796	0.081
FF(-1)	0.067	0.104	0.916
FD	0.349***	3.666	0.000
Tanımlayıcı İstatistikler			
$R^2 = 0.967$	$F(p) = 4431.854^{***} (0.000)$	$\chi_{LM}^2 = 0.098 (0.378)$	
	$\bar{R}^2 = 0.966$	$DW = 2.183$	

Not: * ve *** işaretleri ilgili değişkenin sırasıyla %10 ve %1 önem düzeyinde anlamlı olduğunu yansıtmaktadır.

Tablo 3’de uzun dönem dinamiklerini yansıtan sonuçlar, MF ve $MF(-1)$ değişkenleri arasında pozitif ve istatistiki bakımdan anlamlı bir ilişkinin olduğunu yansıtmaktadır. Bu kapsamda, yatırım fon varlıkları cari dönem değerlerinin tahmin edilmesinde bu değişkenin bir önceki dönem değerlerinin dikkate alınması gerektiği söylenebilir. Dahası; MF , FF ve FD değişkenleri arasında pozitif ve istatistiki bakımdan anlamlı ilişkiler elde edilmiş, ancak MF ile $FF(-1)$ değişkenleri arasında ise anlamlı bir ilişki yakalanamamıştır. Bu sonuçlar, yatırım fon varlıklarının cari dönem değerlerinin tahmin edilmesinde bir önceki dönem yatırım fon varlıklarının değeri ile cari dönem finansal özgürlük düzeyinin ve finansal derinliğin önemli faktörler olduğunu yansıtmaktadır. Dolayısıyla, sağlanan finansal liberalizasyona bağlı olarak finansal derinliğin arttığını, bu sürecin de yerli ve yabancı sermayedarları yatırım fonlarına yönlendirmek suretiyle GSYİH içindeki yatırım fon varlık değerini yükselttiği belirtilebilir. Bu kapsamda, finansal özgürlükler ile finansal derinliğin dikkate alınan 54 ülke için 2000 – 2011 döneminde yatırım fon kapasitesinin genişlemesine yol açan temel tetikleyicilerden birisi olduğunu söylemek mümkündür.

Değişkenler arasındaki kısa dönem ilişkisi ise (4) numaralı ARDL yaklaşımına dayalı bir hata düzeltme modeli ile araştırılmıştır. Modelde, maksimum gecikme uzunluğu yine 5 olarak dikkate alınmış ve kısa dönem ilişkisinin ARDL (1, 1, 1) modeli ile araştırılması uygun görülmüştür. Modele ait tahmin sonuçları Tablo 4’de sunulmuştur.

Tablo 4: ARDL (1, 1, 1) Yaklaşımına Dayalı Kısa Dönem Dinamiklerini Gösteren Hata Düzeltme Modeli Sonuçları

Değişken	Katsayı	t-İstatistiği	p-Değeri
C	3.875	0.819	0.413
$\Delta MF(-1)$	0.697**	2.439	0.015
ΔFF	0.352*	1.773	0.067
$\Delta FF(-1)$	0.614	0.964	0.335
ΔFD	1.509***	2.947	0.003
$\Delta FD(-1)$	0.475	0.832	0.405
$EC(-1)$	-1.002***	-3.462	0.000
Tanımlayıcı İstatistikler			
$R^2 = 0.516$	$F(p) = 11.729^{***} (0.000)$	$\chi_{LM}^2 = 0.037 (0.683)$	
	$\bar{R}^2 = 0.506$	$DW = 2.167$	

Not: *, ** ve *** işaretleri ilgili değişkenin sırasıyla %10, %5 ve %1 önem düzeyinde anlamlı olduğunu yansıtmaktadır.

Tablo 4’de gösterilen kısa dönem dinamiklerine ilişkin sonuçlar, ΔMF ile $\Delta MF(-1)$ arasında pozitif ve istatistiki bakımdan anlamlı ilişkilerin varlığını ortaya koymuştur. Tablo 3 ile benzer sonuçları gösteren bu bulgular, yatırım fon varlıkları cari dönem değerlerinin tahmin edilmesinde bu değişkenin bir önceki dönem değerlerinin dikkate alınması gerektiğini vurgulamaktadır. İlaveten; ΔMF , ΔFF ve ΔFD değişkenleri arasında pozitif ve istatistiki bakımdan anlamlı ilişkiler elde edilmesine karşın; böylesi bir anlamlı ilişkiye ΔMF , $\Delta FF(-1)$ ve $\Delta FD(-1)$ değişkenleri arasında ulaşılamamıştır. Tablo 3’de elde edilen bulguları teyit eder nitelikteki bu sonuçlar, yatırım fon varlıkları cari dönem değerlerinin tahmin edilebilmesi için sadece yatırım fon varlıklarının bir

önceki dönem değeri ile finansal özgürlükler ve finansal derinliğin cari dönem değerlerinin dikkate alınması gerektiğini vurgulamaktadır. Bunun yanı sıra, hata düzeltme terimine ait katsayının negatif ve istatistiki bakımdan anlamlı bulunması, değişkenlerin denge değerine kolaylıkla yakınsayacağını ve kısa dönemde ortaya çıkabilecek olan dengesizliklerin tamamının uzun dönemde düzeltileceğini yansıtmaktadır.

4. Sonuç

Bu çalışmada, 54 ülkede 2000 – 2011 dönemi için finansal özgürlükler, finansal derinlik ve yatırım fonları arasındaki ilişkiler incelenmiştir. Bu amaç doğrultusunda, Pesaran vd. (2001) tarafından geliştirilen iki aşamalı panel ARDL sınır testi kullanılmıştır: İlk aşamada, panel ARDL sınır testi yaklaşımı kullanılarak değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkiler incelenmiş, ikinci aşamada ise değişkenler arasındaki kısa dönemli ilişkilerin elde edilebilmesi amacıyla dinamik hata düzeltme modelinden yararlanılmıştır.

Yapılan analizlerin tümü birlikte değerlendirildiğinde, hem uzun ve hem de kısa dönem için yatırım fon varlıkları, finansal özgürlükler ve finansal derinlik arasında istatistiki bakımdan anlamlı bir pozitif ilişkinin varlığından bahsedilebilir. Bunun yanı sıra uzun dönemli ilişkiler, cari dönem finansal özgürlükler ile finansal derinliğin dikkate alınan 54 ülke için yatırım fon kapasitesinin genişlemesine yol açan temel tetikleyicilerden birisi olduğunu göstermektedir. Uzun dönem dinamikleri ile benzer sonuçların elde edildiği kısa dönem sonuçları, yatırım fon varlıkları cari dönem değerinin tahmin edilebilmesi için sadece yatırım fon varlıklarının bir önceki dönem değeri ile finansal özgürlükler ve finansal derinliğin cari dönem değerlerinin dikkate alınması gerektiğini vurgulamaktadır. Dolayısıyla, sağlanan finansal liberalizasyona bağlı olarak finansal derinliğin arttığını, bu sürecin de yerli ve yabancı sermayedarları yatırım fonlarına yönlendirmek suretiyle GSYİH içindeki yatırım fon varlık değerini yükselttiği belirtilebilir. Dahası, kısa dönem dinamiklerinden sağlanan hata düzeltme terimine ait katsayının negatif ve istatistiki bakımdan anlamlı bulunması, değişkenlerin denge değerine kolaylıkla yakınsayacağını ve kısa dönemde ortaya çıkabilecek olan dengesizliklerin tamamının uzun dönemde düzeltileceğini yansıtmaktadır. Genel olarak belirtmek gerekirse, bu sonuçlar hem finansal özgürlüklerin ve hem de finansal derinliğin dikkate alınan ülkeler için yatırım fonlarına olan talebi pozitif yönlü olarak uyardıklarını ve buna bağlı olarak da yatırım fon varlıklarının GSYİH içindeki payını artırdıklarını ortaya koymaktadır. Dolayısıyla, işleyişi önündeki her türlü engelin kaldırıldığı ve politik çıkarların bir aracı olmaktan kurtarıldığı finansal yapının serbestleştirilmesi ile birlikte finansal işlem hacminin artacağı ve dolayısıyla da önemli bir türev ürünü olan yatırım fon kapasitesini genişleyeceği söylenebilir.

KAYNAKÇA

- Akıncı, M. and Yılmaz, Ö., (2012). “Validity of the Triple Deficit Hypothesis in Turkey: Bounds Test Approach”, *ISE Review*, Vol. 13, No: 50, 1-27.
- Altıntaş, K. M., (2008). “Türk Özel Emeklilik Fonlarının Risk Odaklı Yönetim Performansı: 2004-2006 Dönemine İlişkin Bir Analiz”, *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt. 8, Sayı: 1, 85-110.

- Arslan, M. ve Arslan, S. (2010). “Yatırım Fonu Performans Ölçütleri, Regresyon Analizleri ve MANOVA Yöntemine Göre A, B ve Borsa Yatırım Fonlarının Karşılaştırmalı Analizi”, *İşletme Araştırmaları Dergisi*, Cilt. 2, Sayı: 2, 3-20.
- Atan, M., Atan, S. ve Özdemir, Z. A., (2008). “Türkiye’deki Bazı Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi”, *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt. 10, Sayı: 2, 47-67.
- Bekaert, G., Harvey, C. R. and Lundblad, C. T., (2003). “Equity Market Liberalization in Emerging Markets”, *Journal of Financial Research*, Vol. 26, No: 3, , 275-299.
- Beverly, S. and Sherraden, M. (1999). “Institutional Determinants of Saving: Implications for Low-Income Households and Public Policy”, *Journal of Socio-Economics*, Vol. 28, No: 4, 457-473.
- Bhole, L. M. and Mahakud, J. (2009). *Financial Institutions and Markets: Structure, Growth and Innovations*, 5th Edition, McGraw Hill, New Delhi.
- Cajueiro, D. O., Gogas, P. and Tabak, B. M. (2009). “Does Financial Market Liberalization Increase the Degree of Market Efficiency? The Case of the Athens Stock Exchange”, *International Review of Financial Analysis*, Vol. 18, No: 1-2, 50-57.
- Canbaş, S. ve Kandır, Y., (2002). “Türkiye’deki Yatırım Fonlarının Performans Değerlendirmesi”, *İktisat İşletme ve Finans*, Cilt. 17, Sayı: 201, 13-19.
- Caprio, G. and Levine, R. (1994). “Reforming Finance in Transitional Socialist Economies”, *World Bank Research Observer*, Vol. 9, No: 1, 1-24.
- Doğanay, M. M., (2004). “Hisse Senedi Yatırım Fonlarının Şartlı Performans Değerlendirmesi”, *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt. 6, Sayı: 1, 165-179.
- Edwards, F. R. and Zhang, X. (1998). “Mutual Funds and Stock and Bond Market Stability”, *Journal of Financial Services Research*, Vol. 13, No: 3, 257-282.
- Eken, M. H. ve Pehlivan, E. (2009). “Yatırım Fonları Performansı, Klasik Performans Ölçümleri ve VZA Analizi”, *Maliye Finans Yazıları*, Yıl: 23, Sayı:83, 85-114.
- Engle, R. F. and Granger, C. W. J. (1987). “Co-Integration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing”, *Econometrica*, Vol. 55, No: 2, 251-276.
- Gruber, M. J., (1996). “Another Puzzle: The Growth in Actively Managed Mutual Funds”, *The Journal of Finance*, Vol. 51, No: 3, 783-810.
- Gürsoy, C. T. and Erzurumlu, Y. Ö. (2001). “Evaluation of Portfolio Performance of Turkish Investment Funds”, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, Sayı: 4, 43-58.
- Hagen, J. V. and Zhang, H. (2006). “Financial Liberalization in a Small Open Economy”, *Open Economies Review*, Vol. 17, No: 4-5 , 373-398.
- Henry, P. B., (2003). “Capital-Account Liberalization, the Cost of the Capital and Economic Growth”, *The American Economic Review*, Vol. 93, No: 2, 91-96.
- Hoepner, A. G. F., Rammal, H. G. and Rezac, M. (2011). “Islamic Mutual Funds’ Financial Performance and International Investment Style: Evidence from 20 Countries”, *The European Journal of Finance*, Vol. 17, No: 9-10, 829-850.

- Holzmann, R., (1997). "Pension Reform, Financial Market Development and Economic Growth: Preliminary Evidence from Chile", IMF Staff Papers, Vol. 44, No: 2, 149-178.
- Johansen, S., (1988). "Statistical Analysis of Cointegration Vectors", Journal of Economic Dynamics and Control, Vol. 12, No: 2-3, 231-254.
- Johansen, S. and Juselius, K., (1990). "Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration with Applications to the Demand for Money", Oxford Bulletin of Economics and Statistics, Vol. 52, No: 2, 169-210.
- Kamas, L. and Joyce, J. P., (1993). "Money, Income and Prices Under Fixed Exchange Rates: Evidence from Causality Tests and VARs", Journal of Macroeconomics, Vol. 15, No: 4, 747-768.
- Kaminsky, G. L. and Schmukler, S. L. (2008). "Short-Run Pain, Long-Run Gain: Financial Liberalization and Stock Market Cycles", Review of Finance, Vol. 12, No: 2, 253-292.
- Karacabey, A. A., (1999). "A Tipi Hisse Senedi Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi", Kara Harp Okulu Bilim Dergisi, Cilt. 9, Sayı: 2, 84-99.
- Klein, M. W. and Olivei, G. P., (2008). "Capital Account Liberalization, Financial Depth and Economic Growth", Journal of International Money and Finance, Vol: 27, No: 6, 861-875.
- Knight, M., (1998). "Developing Countries and Globalization of Financial Markets", World Development, Vol: 26, No: 7, 1185-1200.
- Korkmaz, T. ve Uygurtürk, H., (2008). "Türkiye'deki Emeklilik Fonları İle Yatırım Fonlarının Performans Karşılaştırması ve Fon Yöneticilerinin Zamanlama Yetenekleri", Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt. 15, Sayı: 1, 114-147.
- Korkmaz, T. ve Uygurtürk, H., (2010). "Türkiye'de İşlem Gören Hisse Senedi Ağırlıklı Yatırım Fonlarının Performans Karşılaştırması", Kilis Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt. 1, Sayı: 1, 1-15.
- Kriekhaus, J., (2002). "Reconceptualizing the Developmental State: Public Savings and Economic Growth", World Development, Vol. 30, No: 10, 1697-1712.
- Mason, A., (1988). "Saving, Economic Growth and Demographic Change", Population and Development Review, Vol. 14, No: 1, 113-144.
- Mishra, P. K., (2012). "The Nexus Between Resource Mobilization by Mutual Funds and Economic Growth in India", Global Business Review, Vol. 13, No: 1, 123-136.
- Mobius, M., (2007). Mutual Funds: An Introduction to the Core Concepts, John Wiley & Sons, USA.
- Müller, S. and Weber, M., (2010). "Financial Literacy and Mutual Fund Investments: Who Buys Actively Managed Funds?", SBR, Vol. 62, 126-153.
- Okina K., Shirakawa, M. and Shiratsuka, S., (1999). "Financial Market Globalization: Present and Future", Monetary and Economic Studies, Vol. 17, No: 3, 1-40.

- Öztürk, İlhan and Acaravcı, A., (2010). “The Causal Relationship Between Energy Consumption and GDP in Albania, Bulgaria, Hungary and Romania: Evidence from ARDL Bounds Testing Approach”, *Applied Energy*, Vol. 87, No: 6, 1938-1943.
- Pesaran, M. H., Shin, Y. and Smith, R. J. (2001). “Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships”, *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 16, No: 3, 289-326.
- Ramasamy, B. and Yeung, M. C. H. (2003). “Evaluating Mutual Funds in an Emerging Market: Factors that Matter to Financial Advisors”, *International Journal of Bank Marketing*, Vol. 21, No: 3, 122-136.
- Teker, S., Karakurum E. ve Tav, O., (2008). “Yatırım Fonlarının Risk Odaklı Performans Değerlemesi”, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, Cilt. 9, No: 1, 89-105.
- Tripathy, N. P., (1996). “Mutual Fund in India: A Financial Service in Capital Market”, *Finance India*, Vol. 10, No: 1, 85-91.
- Yıldız, A., (2006). “Aktif Portföy Yönetim Stratejilerinin Değerlendirilmesi: A Tipi Yatırım Fonları Üzerine Uygulama”, *Marmara Üniversitesi Muhasebe-Finansman Araştırma ve Uygulama Dergisi*, Cilt. 6, Sayı: 15, 117-130.
- Yolsal, H., (2012). “A Tipi Yatırım Fonlarının Performansı: Banka ve Aracı Kurum Fonları Üzerine Bir İnceleme”, *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt. 32, Sayı: 1, 343-364.
- Yüce, G., (2011). *Yatırım Fonları Getirilerinin Makro ve Mikro Belirleyicileri: Türkiye Uygulaması*, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı (Yayımlanmamış Doktora Tezi), Isparta.

EK – 1: Çalışma Kapsamına Dâhil Edilen Ülkeler

ÜLKELER

Arjantin, Avustralya, Avusturya, Belçika, Brezilya, Bulgaristan, Kanada, Şili, Kosta Rika, Hırvatistan, Çek Cumhuriyeti, Danimarka, Ekvador, Mısır, Finlandiya, Fransa, Almanya, Yunanistan, Hong-Kong, Macaristan, İzlanda, Hindistan, İrlanda, İtalya, Japonya, Kore Cumhuriyeti, Kuveyt, Letonya, Lüksemburg, Malezya, Meksika, Fas, Hollanda, Yeni Zelanda, Norveç, Pakistan, Peru, Filipinler, Polonya, Portekiz, Romanya, Rusya, Suudi Arabistan, Slovakya, Güney Afrika, İspanya, İsveç, İsviçre, Tayland, Tunus, Türkiye, İngiltere, ABD, Uruguay

The Relationship between Financial Freedom, Financial Depth and Mutual Funds: Panel Bounds Testing Approach

Gönül YÜCE

Ordu University

Ünye Faculty of Economics and Administrative Sciences

Business Management

Ünye/ Ordu, Turkey

gyuce81@gmail.com

Extensive Summary

Introduction

It is widely believed that high levels of financial freedom and financial depth are important factors to assure financial market stability and diversity of financial devices, due to the fact that one of the most important duties of financial market is to carry out the market deepening is thought. Therefore, there seems to be a close connection between financial freedom and financial depth, such that development in financial globalization induces globalization of markets for goods and services and *vice versa*. The process of financial globalization and financial freedom increase both capital inflows such as foreign direct investment, portfolio investment, international trade credits and rise the financial transactions of individual investors. With the help of the financial freedom, financial resources are permitted to flow from capital-abundant countries, where expected returns were low, to capital-scarce countries, where expected returns were high. The flow of resources into the liberalizing countries reduce their cost of capital, increase investment, deepen the financial markets and raise output. This dynamic structure beginning with the financial liberalization and triggered by the financial freedom continues in financial depth and contributes to sustainable economic growth.

In conjunction with the financial freedom, mutual funds have become an invaluable tool for a wide range of investors, from individuals seeking to save for retirement to sophisticated socialites focused on preserving their assets and businessmen determined to create wealth. A mutual fund is a company that pools money from a group of people with common investment goals to buy securities such as stocks, bonds, money market instruments, a combination of these investments or even other funds. The collected holdings of these securities is known as its portfolio. Each share or unit represents an investor's proportionate holding of the portfolio and their proportionate entitlement to the income generated by those holdings. There have been a number of reasons for holding mutual funds: Advanced customer services, low transaction costs, diversification and professional management are some of them. Mutual funds help ensure financial depth by providing structure, clarity and transparency. Increase in financial freedom and depth and reduction in transaction costs would attract small potential investors to invest their surplus income in the mutual fund industry. Such investment over time shall increase the purchasing power of those investors. Increase in purchasing power would necessarily stimulate the aggregate demand for goods and

services thereby augmenting employment, output and income. Hence, the role of mutual funds is not just to provide people with a vehicle to invest but a vehicle to invest wisely.

Method

In this study, in order to examine the relationship between financial freedom, financial depth and mutual fund assets in 54 countries in the period 2000 – 2011 the panel bounds testing analysis (ARDL) is applied. Because the ARDL cointegration approach has numerous advantages in comparison with other cointegration methods such as Engle and Granger (1987), Johansen (1988), and Johansen and Juselius (1990) procedures, it is appropriate to use the ARDL model. Thanks to bounds test approach which is based on the Wald or F-statistic and developed by Pesaran et al. (2001), it is possible to test whether there is the cointegration relationship between the variables regardless the integration level of series.

The ARDL bounds testing approach is based on the estimation of Ordinary Least Squares (OLS) estimator and unrestricted error correction model. The cointegration relationship among the variables in the main model is determined by applying bounds test to the unrestricted error correction model. Therefore, it can be said that the bounds testing procedure is based on the joint *F-statistic* or *Wald statistic* that is tested the null of no cointegration. The value of the calculated *F-statistic* is compared with two sets of critical values, the lower and the upper. If the calculated *F-statistics* lies above the upper level of the band, the null is rejected, implying cointegration. If the calculated *F-statistics* is below the lower critical value, we cannot reject the null hypothesis of no cointegration. Finally, if it lies between the bounds, a clear comment on the cointegration cannot be made. The lower and the upper critical values can be obtained from Pesaran et al. (2001).

If a cointegration relationship is found among the variables, both long and short-term models can also be estimated with the help of appropriate equations. The long term coefficients are obtained as follows: The sum of the lagged values of the coefficients of the independent variables which are multiplied by the negative mark is divided to the value that is obtained by subtracting 1 from the sum of the coefficient of the dependent variable. The coefficients of the current period lags of the independent variables represent the short term coefficients. In this context, the short term relationship among the variables is investigated with the help of the error correction model based on the ARDL approach. Hence, the error correction term called as *EC* which is obtained from long-term dynamic is included into the short term dynamic equation to obtain the robust results. The error correction term shows how quickly variables converge to equilibrium and it is expected to have a statistically significant coefficient with a negative sign.

Conclusion

This paper investigates the nexus between financial freedom, financial depth and mutual fund assets for 54 countries from 2000 to 2011. To examine this linkage, we use the two-step procedure from panel ARDL bounds testing model introduced by Pesaran et al. (2001): In first step, we explore the long-run relationship among the variables by using panel ARDL bounds testing approach of cointegration. Secondly, we employ a dynamic error correction model to explore the short-term relationship between the variables.

All results suggest that there is a positive and statistically significant evidence between financial freedom, financial depth and mutual fund assets in both long and short-term. Besides, long-term empirical results refer that current period financial freedom and financial depth are the important factors for determining the mutual fund assets. Therefore, it can be said that liberalising the financial markets and financial depth would enhance the mutual fund assets. In addition, the results of the short-term dynamics are parallel with the long-term estimation results. In order to estimate the current period mutual fund assets; the value of the previous mutual fund assets, the value of current financial freedom and financial depth need to be taken into account. Therefore, it can be said that the financial depth enlarges in conjunction with the process of the financial liberalisation and this process contributes to increase in the value of mutual fund assets. Furthermore, because the error correction term is found negative and statistically significant, it can be said that the variables converge to equilibrium quickly, and short-term imbalances will be wholly overcome in the long-term. In general, these results suggest that both financial freedom and financial depth associated with globalisation process increase the value of mutual fund assets as a percent of Gross Domestic Product. Therefore, the findings here refer that it is possible for 54 countries to achieve better mutual fund assets without setting a monetary rule by insulating financial freedom from political control and liberalising their financial markets.