

**GÜMÜŞHANE ÜNİVERSİTESİ \* SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**YÜKSEK LİSANS PROGRAMI**

**ULUSAL VARLIK FONU UYGULAMASININ İKTİSADİ BÜYÜME ÜZERİNDEKİ  
ETKİSİ**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**Tuğba ALBAYRAK**

**TEMMUZ – 2020**

**GÜMÜŞHANE**



**GÜMÜŞHANE ÜNİVERSİTESİ \* SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**YÜKSEK LİSANS PROGRAMI**

**ULUSAL VARLIK FONU UYGULAMASININ İKTİSADİ BÜYÜME ÜZERİNDEKİ  
ETKİSİ**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**Tuğba ALBAYRAK**

**TEMMUZ – 2020**

**GÜMÜŞHANE**



**GÜMÜŞHANE ÜNİVERSİTESİ \* SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**YÜKSEK LİSANS PROGRAMI**

**ULUSAL VARLIK FONU UYGULAMASININ İKTİSADİ BÜYÜME ÜZERİNDEKİ  
ETKİSİ**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**Tuğba ALBAYRAK**

**Tez Danışmanı: Dr. Öğr. Üyesi Mehmet AKYOL**

**TEMMUZ – 2020**

**GÜMÜŞHANE**

## KABUL VE ONAY

**Dr. Öğr. Üyesi Mehmet AKYOL** danışmanlığında, **Tuğba ALBAYRAK** tarafından hazırlanan “**Ulusal Varlık Fonu Uygulamasının İktisadi Büyüme Üzerindeki Etkisi**” isimli bu çalışma, 01/09/2020 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda Oy Birliği ile başarılı bulunarak jürimiz tarafından **Yüksek Lisans Tezi** olarak kabul edilmiştir.

.....

**Doç. Dr. Nuri BALTACI** ( Başkan )

.....

**Dr. Öğr. Üyesi Mehmet AKYOL** ( Danışman )

.....

**Dr. Öğr. Üyesi Selim DEMEZ** ( Üye )

Lisansüstü tez savunma sınavında başarılı bulunarak kabul edilen bu tezin ciltlenmiş hali, ..... /..... /..... tarihli ve ..... / ..... sayılı Enstitü Yönetim Kurulu toplantısında görüşülmüş ve Tez Yazım Kılavuzuna uygun bulunarak onaylanmıştır.

.. / .. / .....

**Prof. Dr. Ekrem CENGİZ**  
**Enstitü Müdürü**

## **BİLDİRİM**

Yüksek Lisans Tezi olarak hazırlamış olduğum “Ulusal Varlık Fonu Uygulamasının İktisadi Büyüme Üzerindeki Etkisi” isimli bu çalışmanın, tamamen kendi çalışmam olduğunu, her alıntıya kaynak gösterdiğimi ve alıntı yaptığım tüm çalışmaların kaynakçada yer aldığını taahhüt eder, tezimin kâğıt ve elektronik kopyalarının Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü arşivlerinde aşağıda belirttiğim koşullarda saklanmasına izin verdiğimi onaylarım.

Lisansüstü Eğitim-Öğretim yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca gereğinin yapılmasını arz ederim.

01/09/2020

**Tuğba ALBAYRAK**

## **ÖNSÖZ**

Küresel piyasalarda önemi giderek artan ulusal varlık fonları, özellikle kaynak oluşumlarının çeşitliliği ve faaliyetlerinin ekonomiye yansımaları bakımından merak uyandırmaktadır. Bu doğrultuda öncelikle konu seçiminde ve tezin her aşamasını titizlikle takip ederek çalışmanın şekillenmesinde bana yardımcı olan değerli danışman hocam Dr.Öğr.Üyesi Mehmet AKYOL’a sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

Ayrıca hayatımın her anında verdiğim kararları destekleyen ve her koşulda yanımda olan, bu süreçte de maddi ve manevi her türlü desteği üzerimden esirgemeyen sevgili annem Emine ALBAYRAK ve babam Ahmet ALBAYRAK’a teşekkürü bir borç bilirim.

**Gümüşhane – 2020**

**Tuğba ALBAYRAK**

## ÖZET

**ALBAYRAK, Tuğba. Ulusal Varlık Fonu Uygulamasının İktisadi Büyüme Üzerindeki Etkisi, Yüksek Lisans Tezi, 2020, (XIV + 102)**

Son yıllarda mali pazarlarda ortaya çıkabilecek dalgalanmaların etkilerinin en aza indirilmesi gibi kamu yararına faaliyette bulunmayı hedefleyen ulusal varlık fonlarının sayıları giderek artış göstermektedir. Artan bu varlık fonlarının çoğunlukla emtia kaynaklı oluşturulduğu gözlemlenirken, herhangi bir doğal kaynak veya ihracat fazlası olmayan ülkeler de oluşturdukları ulusal varlık fonları ile dikkat çekmektedir. Kaynak bakımından çeşitlilik gösteren ulusal varlık fonlarının, ekonomik buhranlara karşı stabilizasyonu sağlayarak istikrarsızlığı azaltma hedefi doğrultusunda, ülkelerin iktisadi büyümelerine ilişkin etkileri merak konusu olmaktadır. Bu çalışmada belirlenen 6 ülkeye (Norveç, Singapur, Avustralya, Güney Kore, Yeni Zelanda, Hong Kong) ait ulusal varlık fonunun 2007-2018 dönemi içerisinde ülkelerin iktisadi büyümeleri üzerindeki etkileri ortaya koyulmaya çalışılmıştır. Bu ilişkiyi analiz edebilmek için ekonometrik yöntem olarak dinamik panel veri yönteminden (sistem GMM) yararlanılmıştır. Çalışmanın sonucunda, ulusal varlık fonu ve ülkelerin iktisadi büyümeleri arasında pozitif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

**Anahtar Kelimeler:** Ulusal Varlık Fonu, Gayri Safi Yurtiçi Hasıla, Şeffaflık, Dinamik Panel Veri Yöntemi, Yatırımlar

## **ABSTRACT**

**ALBAYRAK, Tuğba. The Effect of Sovereign Wealth Fund Application on Economic Growth, Master's Thesis, 2020, (XIV + 102)**

The number of sovereign wealth funds that aim to operate in the public interest is increasing, such as minimizing the effects of fluctuations in financial markets in recent years. While it is observed that these increasing asset funds are mostly created from commodities, they attract attention with the national asset funds they have created in countries with no natural resources or export surplus. Resource-rich sovereign wealth funds, in line with the goal of reducing instability by ensuring stabilization against economic crises, the effects of countries on economic growth are a matter of curiosity. In this study, it has been tried to reveal the effects of the sovereign wealth funds of 6 countries (Norway, Singapore, Australia, South Korea, New Zeland, Hong Kong) on the economic growth of countries in 2007-2018 period. Dynamic panel data method (system GMM) was used as the econometric method to analyze this relationship. As a result of the study, it has been determined that there is a positive relationship between the sovereign wealth funds and the economic growth of the countries.

**Keywords:** National Asset Fund, Gross Domestic Product, Transparency, Dynamic Panel Data Method, Investments



## İÇİNDEKİLER

**DIŞ KAPAK**

**İÇ KAPAK**

<b>KABUL VE ONAY.....</b>	<b>III</b>
<b>BİLDİRİM.....</b>	<b>IV</b>
<b>ÖNSÖZ.....</b>	<b>V</b>
<b>ÖZET.....</b>	<b>VI</b>
<b>ABSTRACT.....</b>	<b>VII</b>
<b>İÇİNDEKİLER.....</b>	<b>VIII</b>
<b>TABLolar LİSTESİ.....</b>	<b>XII</b>
<b>GRAFİKLER LİSTESİ.....</b>	<b>XIII</b>
<b>KISALTMALAR LİSTESİ.....</b>	<b>XIV</b>

<b>GİRİŞ.....</b>	<b>1</b>
-------------------	----------

## BİRİNCİ BÖLÜM

<b>1. İKTİSADİ BÜYÜME SÜRECİNDE ULUSAL VARLIK FONLARI.....</b>	<b>2 - 27</b>
1.1. İktisadi Büyüme Kavramı.....	2
1.1.1. İktisadi Büyümenin Ülkeler Açısından Önemi .....	4
1.2. Fon Kavramı ve Dünyada Fon Uygulamalarına Genel Bir Bakış .....	4
1.3. Fon Uygulamalarının Büyüme İle İlişkisi .....	6
1.4. Ülkelerin Fon Uygulamalarına Başvurma Nedenleri.....	6
1.5. Ulusal Varlık Fonları ve Tarihsel Gelişimi .....	7
1.6. Ulusal Varlık Fonu Oluşturulma Amacı ve Varlık Fonlarının Hedefleri.....	15
1.7. Ulusal Varlık Fonlarının Benzer Fon ve Kuruluşlardan Farkı .....	17
1.8. Ulusal Varlık Fonu Türleri .....	20

1.8.1. Amaçlarına Göre Ulusal Varlık Fonları .....	21
1.8.1.1. Tasarruf Fonları .....	21
1.8.1.2. İstikrar Fonları .....	22
1.8.1.3. Emeklilik İhtiyat Fonları .....	23
1.8.1.4. Rezerv Yatırım Fonları .....	24
1.8.1.5. Kalkınma Fonları .....	24
1.8.2. Kaynağına Göre Ulusal Varlık Fonları .....	25
1.8.2.1. Emtia Kaynaklı Ulusal Varlık Fonları .....	26
1.8.2.2. Emtia Dışı Kaynaklı Ulusal Varlık Fonları .....	27

## İKİNCİ BÖLÜM

### **2.ULUSAL VARLIK FONLARININ İŞLEYİŞ PRENSİPLERİ VE TÜRKİYE VARLIK FONU.....28 - 85**

2.1. Ulusal Varlık Fonları Yönetim Yapısı .....	28
2.2. Ulusal Varlık Fonlarının Denetimi ve Ortak Özellikleri .....	31
2.3. Ulusal Varlık Fonlarının Şeffaflığına İlişkin Endeksler .....	37
2.3.1. Santiago İlkeleri.....	37
2.3.2. Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi.....	40
2.3.3. Truman-Dawson Puanlaması .....	42
2.3.4. Kaufmann, Kraayand Mastruzzi Endeksi .....	45
2.4. Ulusal Varlık Fonları Yatırımlarının Dağılımı ve Yatırımlara Yönelik Yaklaşımlar.....	48
2.5. Dünya’da Varlık Büyüklüğü Bakımından Seçilmiş Fonlar .....	54
2.5.1. Norveç–The Government Pension Fund Global (GPF) .....	56
2.5.2. Çin Halk Cumhuriyeti-China Investment Corporation (CIC) .....	58
2.5.3. Birleşik Arap Emirlikleri-Abu Dhabi Investment Authority (ADIA).....	61
2.5.4. Singapur-Temasek Holdings .....	62
2.5.5. Kuveyt-Kuwait Investment Authority (KIA).....	65
2.6. Varlık Fonlarının Finansal Sistem ve Büyüme Üzerine Etkileri .....	67
2.6.1. Ulusal Varlık Fonlarının Küresel Ekonomideki Önemi .....	67
2.6.2. Finansal Sisteme Etkileri .....	69

2.6.3. İktisadi Büyüme Üzerindeki Rolü.....	70
2.6.4. Ulusal Varlık Fonlarının Ekonomi Politikası .....	72
2.7. Türkiye Varlık Fonu .....	74
2.7.1. Türkiye Varlık Fonunun Kuruluşu ve Hedefleri.....	75
2.7.2. Finansman Kaynakları ve Portföyü .....	77
2.7.3. Organizasyon Yapısı, Denetimi ve Faaliyetleri .....	79
2.7.4. Türkiye Varlık Fonu ve Diğer Varlık Fonlarının Karşılaştırılması .....	81
2.7.4.1. Sahip Oldukları Varlık Miktarına Göre .....	81
2.7.4.2. Kaynak Bakımından .....	82
2.7.5. Türkiye Varlık Fonunun Finansal Sistem Üzerindeki Olası Etkileri .....	83
2.7.6. Türkiye Varlık Fonuna Yönelik Görüşler .....	84

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

<b>3. VARLIK FONU VE EKONOMİK BÜYÜME: AMPİRİK ANALİZ.....</b>	<b>86 - 100</b>
3.1. Literatür.....	86
3.2. Metodoloji ve Veri Seti.....	93
3.2.1. Panel Veri Analizi.....	93
3.2.1.1. Dinamik Panel Veri Analizi.....	94
3.2.1.2. Araştırmada Kullanılan Veriler ve Değişkenler.....	95
3.2.1.3. Analiz ve Bulgular.....	98
<b>SONUÇ VE DEĞERLENDİRME.....</b>	<b>101</b>
<b>KAYNAKÇA.....</b>	<b>103</b>
<b>ÖZGEÇMİŞ.....</b>	<b>120</b>

## TABLÖLER LİSTESİ

Tablo 1. UVF'leri Tanımlamada Kullanılan Ortak Kavramlar .....	8
Tablo 2. Ulusal Varlık Fonları Nedir Ne Değildir .....	10
Tablo 3. Varlık Fonlarının Hedefleri ve Faaliyet Alanları .....	16
Tablo 4. UVF ve Kamu/Özel Emeklilik Fonları Farklılıkları.....	18
Tablo 5. UVF'lerin Benzer Kurum ve Fonlar İle Karşılaştırılması .....	19
Tablo 6. UVF'lerin Yönetim ve Denetim Yapısı.....	29
Tablo 7. Santiago İlkeleri.....	38
Tablo 8. Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi İlkeleri .....	41
Tablo 9. Truman-Dawson UVF Skorbordu (2007/2009/2012/2015) .....	43
Tablo 10. Ülkelerin İdaresindeki Varlık Değeri İle Kaufman, Kraay ve Mastruzzi Endeksine Göre Demokrasi&Şeffaflık Dereceleri (2005-2016) .....	45
Tablo 11. UVF'lerin 3 Şeffaflık Endeksinin Özeti.....	47
Tablo 12. Toplam Aktiflerine Göre İlk 15 Varlık Fonu Sıralaması.....	55
Tablo 13. GPFG'nin Sahip Olduğu En Büyük Özkaynaklar (Milyon Kroner) .....	57
Tablo 14. Modelde Kullanılan Değişkenler .....	96
Tablo 15. Tanımlayıcı İstatistikler .....	97
Tablo 16. Korelasyon Matrisi .....	98
Tablo 17. Model Sonuçları .....	99

## GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 1. Varlık Fonları Kuruluşlarının Yıllara Göre Dağılımı.....	13
Grafik 2. Ulusal Varlık Fonlarının 2008-06/2017 Tarihleri Arasındaki Varlık Büyüklükleri (Trilyon\$) .....	14
Grafik 3. UVF'lerin Kaynak Bakımından Sınıflandırılması.....	26
Grafik 4. UVF'lerin Ortaklı Doğrudan Yatırımları (Gayrimenkul ve Altyapı Dahil ....	50
Grafik 5. UVF'lerin Ortaksız Doğrudan Yatırımları (Gayrimenkul ve Altyapı Dahil).	51
Grafik 6. Alt Sektöre Göre UVF'lerin Doğrudan Teknolojiye Yatırımları (Milyon\$)..	52
Grafik 7. Alt Sektöre Göre UVF'lerin Doğrudan Sağlık Hizmetlerine Yatırımları (Milyon\$).....	53
Grafik 8. CIC Ülke Dışı Mevduat Portföyü Dağılımı (2018 .....	60
Grafik 9. ADIA Yatırımlarının Coğrafi Dağılımı (%).....	62
Grafik 10.2009 Yılı İtibariyle Temasek'in Coğrafyaya Göre Portföy Dağılımı.....	63
Grafik 11.Temasek Holding Yatırımlar ve Elden Çıkarmalar .....	64
Grafik 12.Bölgelere Göre UVF Dağılımı (Adet) .....	68
Grafik 13.ABD'nin Tasarruf ve Mevduat Dengesi.....	72
Grafik 14.Türkiye Varlık Fonu Portföyü .....	78

## KISALTMALAR LİSTESİ

TÜRKÇE		İNGİLİZCE	
ABD	Amerika Birleşik Devletleri	ADIA	Abu Dhabi Investment Authority
AB	Avrupa Birliği	CEO	Chief Executive Officer
A.Ş.	Anonim Şirket	CIC	China Investment Corporation
BAE	Birleşik Arap Emirlikleri	GPFG	The Government Pension Fund Global
GSYH	Gayri Safi Yurt İçi Harcama	KIA	Kuwait Investment Corporation
KİT	Kamu İktisadi Teşebbüsü	LMTI	Linaburg-Maduell Transparency Index
KKME	Kaufmann, Kraay ve Mastruzzi Endeks	OECD	Organisation For Economic Co-operation and Development
TCDD	Türkiye Cumhuriyeti Devlet Demiryolları	PSF	Permenet School Fund
TAO	Türk Anonim Ortaklığı	SWF	Sovereign Wealth Fund
TVF	Türkiye Varlık Fonu	SWFI	Sovereign Wealth Fund Institute
TBMM	Türkiye Büyük Millet Meclisi	IMF	International Monetary Fund
UVF	Ulusal Varlık Fonu	IFSWF	International Forum of Sovereign Wealth Funds
		IWG	International Working Group

## GİRİŞ

Uzun bir geçmişe sahip olan ulusal varlık fonlarının çoğunlukla emtia kaynaklı oluşturulduğu gözlemlenirken, herhangi bir doğal kaynak veya ihracat fazlası olmayan ülkelerin de oluşturdukları ulusal varlık fonları ile dikkat çektiği görülmektedir. Kaynak bakımından çeşitlilik gösteren ulusal varlık fonlarının, hükümetlerin birbirinden farklı ekonomik ve siyasi politikalarını hayata geçirmek, istikrarlı bir ülke ekonomisi oluşturmak, iktisadi büyüme ve kalkınmaya teşvikte bulunmak, ulusal tasarrufların birikmesine katkı sağlayarak nesiller arası aktarımın gerçekleştirilmesi gibi birden fazla amaçları bulunmaktadır.

Bu çalışmada 2007-2018 dönemi ele alınarak, 6 ülkenin (Norveç, Singapur, Avustralya, Güney Kore, Yeni Zelanda, Hong Kong) sahip olduğu ulusal varlık fonlarının ülkelerin iktisadi büyümesi üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Ulusal varlık fonlarının şeffaflık kriterlerinin büyük önem taşıması itibarıyla çalışmada şeffaflık dereceleri yüksek ülkeler analize dahil edilmiştir.

Toplam üç bölümden oluşan çalışmanın birinci bölümünde, iktisadi büyüme sürecinin ülkeler açısından önemine değinilmiş ve ulusal varlık fonları geniş bir yelpazede değerlendirilmiştir. Devamında ülkelerin bu fonlara olan gereksinimleri, türleri ve kaynak temini detaylı bir biçimde incelenmiştir.

İkinci bölümde, ulusal varlık fonlarının idari yapısı ele alınmış ve gerçekleştirdikleri yatırımlar sektör bazında ele alınarak, sahip oldukları meta bakımından seçilmiş ülkelere yer verilmiştir. Ulusal varlık fonlarının iktisadi büyüme üzerindeki etkilerine ve şeffaflığına ilişkin göstergelere bu bölümde değinilmiştir. Daha sonra bütün bu değerlendirmeler ışığında Türkiye varlık fonunun ulusal varlık fonları ile mukayesesi yapılarak iktisadi düzen içerisindeki payı incelenmiştir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde ise, ulusal varlık fonlarına ilişkin literatür sunulmuş ve devamında ekonometrik analize yer verilmiştir. Çalışmada dinamik panel veri (sistem GMM) yöntemi kullanılmış ve sonuç olarak, ulusal varlık fonları ile ülkelerin iktisadi büyümeleri arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir.

## **BİRİNCİ BÖLÜM**

### **1. İKTİSADİ BÜYÜME SÜRECİNDE ULUSAL VARLIK FONLARI**

Bu bölümde iktisadi büyüme kavramına değinilerek ülkeler açısından önemi incelenecektir. Daha sonra fon kavramı ele alınarak büyüme ve kalkınma ile ilişkisi değerlendirilecek ve son olarak ulusal varlık fonlarına yönelik tanımlayıcı açıklamalara yer verilerek oluşum süreci incelenecektir.

#### **1.1. İktisadi Büyüme Kavramı**

İktisadi büyümenin genel tanımı, üretim faktörlerinde meydana gelen artış sonucunda kişi başına düşen hasılanın da artması şeklindedir (Tanrıkulu, 1983: 3). Büyüme makroekonomik açıdan genellikle arz cephesinde yer almaktadır. Bunun nedeni, iktisadi büyümenin uzun vadede süreklilik gösteremeyeceği sorunudur (Kıraçlar, 2005).

Modern ekonomik büyümenin ortaya çıktığı 19. Yüzyıldan sonra gözlenen en önemli olgu, ülkeler zenginleştikçe tarım sektörünün toplam gelirdeki payının ve buna paralel olarak sektörde çalışan nüfusun azalmasıdır. Ekonomik büyümenin ilk aşamalarında sanayi sektörü hızlı bir gelişme gösterirken, ilerleyen aşamalarda hizmet sektörü ön plana çıkmaktadır (Yıldırım vd., 2016: 492). Sanayi sektörünün hız kazanmasında etkili olan sanayi teşviki politikası ise yalnız gelişmekte olan veya az gelişmiş ülkelerin değil gelişmiş ülkelerin iktisadi stratejilerinde de büyük önem arz etmektedir. Gelişmiş ülkeler, bilhassa teknolojik sektörlerde piyasa hisselerini çoğaltma veya mevcut piyasa hisselerini muhafaza etme niyetli özendirme uygulamalarını hayat geçirmiştir. Böylece ulusal kurumların dış pazarlarda rekabet gücünün çoğalmasının yanında ithal çıktılara mukabil iç piyasa da güvence altına alınmış olmaktadır (Akyol, 2016: 78). Hizmet sektörünün ön plana çıktığı sanayi ötesi dönem ise, multimedya teknolojisi, mali sektörler ve turizm gibi alanları kapsayarak dünya ekonomisinin omurgasını oluşturmaktadır. Bilgi teknolojisi ile hizmet sektöründe görülen önemli ilerleyiş, özellikle telekomünikasyon kesiminde önemli ölçüde bilgisayarların edinilmesiyle maliyetlerin ivedilikle azalmasını ve farklı hizmetlerin ticari bir nitelik elde etmesini sağlamaktadır (Kurtulmuş, 1996: 21).



Uzun vadede iktisadi büyüme katkı sağlayacak faktörler arasında doğal kaynaklar, fiziki ve beşeri sermaye birikimi, nüfus, istihdam ve teknolojik gelişmeler gibi çeşitli kavramlar bulunmaktadır. Bunun yanı sıra bir ekonomide veya bir bölgede iktisadi büyümeden bahsedebilmek ve miktar artışını ifade edebilmek için nominal bir artışın dışında reel bir artıştan bahsetmek gerekmektedir (Özgüven, 1988: 9). Bu bağlamda ülkelerin emek, toprak, doğal kaynaklar ve teşebbüs yeteneklerini bütünüyle kullanmaları halinde, mal ve hizmet çıktı miktarında bollaşma ve nihai olarak ulusal kazançta artış görülmektedir (Parasız, 2008: 10). Nüfus ve istihdam bağlamında, çağdaş dönemlerde sınai yapı çerçevesi dahilinde emeğin tarım kesiminden tarım harici kesimlere istihdamının yönelmesi, sanayileşme ile birlikte taşradaki nüfusun azalarak şehirleşmeye olan ilginin artması, ayrıca topluluğu meydana getiren bireylerin istihdam şekilleri ve kazançları dikkate alınarak statüko sağlamaları ve yeni endüstri dallarının ilave edilmesiyle kişi başına düşen kazanç miktarının çoğalması büyüme üzerine katkı sağlayan faktörler arasında bulunmaktadır (Kuznets, 1966: 1). Fiziki sermayede birikimler sonucunda oluşan bollaşmanın ise büyüme üzerinde muhtemel etkisi, çıktı sürecinde tüketilecek ek anamalin ne ölçüde teknolojik farklılaşma içerdiği ile yakından alakadar olmakla birlikte ekonomik büyümenin en etkili unsurlarından biri olmaktadır. Dolayısıyla fiziki sermaye tasarruflarından büyüme geçişte ülkeler arası yatırım miktarlarında büyük farklılıklara rastlanmaktadır (Bassanini ve Scarpetta, 2001: 13-14). Emeğin eğitim yoluyla gelişmesini temin eden beşeri sermaye ise bu yönüyle ekonomik büyüme güçlü katkılar sağlamaktadır. Diğer bir ifadeyle beşeri sermaye, bireylerde somutlaşan bilgi, yetenek ve çeşitli vasıfların hususi, toplumsal ve iktisadi refahın yükselmesi adına güçlüklerin ortadan kaldırılması için fayda sağlamakla beraber, kişilerin hissi, fiziki ve zihni sağlamlılıklarının dışında güdüleme ve hareketlerindeki açınımları da kapsamaktadır (OECD, 2001: 18). Teknolojik açıdan değerlendirildiğinde ise bu alandaki gelişimler, yeni çıktıların oluşturulması veya imalat prosedürlerinin yetkinleştirilmesi biçiminde ortaya çıkmaktadır. Teknik açınımlar imalat sermayesinin etkinliğinin artmasını sağlayarak kişi başına ürün miktarını çoğaltmaktadır. Yeni çıktıların imalatı iktisadi büyüme üzerinde talep doğrultusunda bir etki yaratırken imalat yöntemi biliminin ilerlemesi büyüme üzerinde arz doğrultusunda etki yaratmaktadır (Stonier ve Hague, 1953: 530-534).

### **1.1.1. İktisadi Büyümenin Ülkeler Açısından Önemi**

Ekonomik büyüme ülkelerin maddi refahını belirlemekle birlikte genelde gelişmiş ülkeler için kullanılan bir kavramdır. Ülkelerin üretimlerindeki rakamsal artış büyümeyi ifade etmektedir. Ancak bu rakamsal artış insanların sosyal, kültürel, sağlık, beslenme gibi manevi ihtiyaçlarını karşılamada yetersiz olabilmekte ve bu noktada ekonomik kalkınmanın da önemi ortaya çıkmaktadır. Genellikle az gelişmiş ülkeleri ilgilendiren kalkınma, toplum hayatının maddi ve manevi olarak gelişmesini kapsamaktadır (Yavilioğlu, 2002: 66).

Bir ülkede ekonomik büyümenin gerçekleşebilmesi için, önemli ölçüde yatırımların artırılması gerekmektedir. Bu ise yatırımların kaynağı olan tasarrufların artırılmasıyla gerçekleşmektedir. Bir ülkede tasarruf oranı ne denli büyükse yatırım oranları da o kadar artış göstermekte ve dolayısı ile büyüme hızı da artmaktadır (Dinler, 1997: 512).

Benzer şekilde ülkelerin gelişmişliğini gösteren en önemli faktörlerden biri sermaye birikimidir. Az gelişmiş bir ülkede faktör tüketim miktarındaki artış, sermaye birikimindeki artışı engellemekte bu da toplumda gelirin önemli bir bölümünün tüketime, az bir miktarının ise tasarrufa ayrıldığını göstermektedir. Yeterli sermaye birikimi ve yatırımı olmayan bir ülke bu eksikliğini giderebilmek için tasarruf fazlası ülkelere kaynak aramaya başlamakta ve ülke cari açık sorunuyla karşılaşmaktadır. Bu nedenle tasarruf ve yatırım arasındaki dengenin sağlanması ülkelerin ekonomik büyümelerini sağlayabilmeleri açısından önemlidir (Çakmak, 1992: 85-87).

### **1.2. Fon Kavramı ve Dünyada Fon Uygulamalarına Genel Bir Bakış**

1980 sonrası dönemde kamu fonları, günlük yaşamı fazlaca etkileyecek şekilde kamu maliyesinde yer edinmiştir. Dolayısı ile kamu fonu, kamu özel fonu gibi kavramlarla aynı anlamda kullanılmaktadır. Türk Dil Kurumu tarafından fon, belli bir işlem için gerekli oldukça harcanmak üzere ayrılan ve kullanılan para olarak tanımlanmıştır. Bir diğer tanım ise, bir kuruluşun mali kaynaklarının bütününe göstergesi şeklindedir (www.sozluk.gov.tr, 2019). Başka bir tanıma göre fon, bütçe ile ilişkili veya tümüyle bütçe dışı bir hesap olmakla birlikte aynı zamanda bir takım amaçlar doğrultusunda belirli kaynakların toplandığı ve harcandığı kamusal nitelikte bir hesaptır (Oyan ve Aydın, 1987: 3). Bütün bu tanımlardan hareketle genel anlamda bir mal topluluğu olarak nitelendirilmekte olan fonlar, bir hizmetin gerçekleştirilmesi, bir programın uygulanabilmesi gibi belirli hedeflere ulaşmak için ayrılan ve ihtiyaç

duyulduğunda kullanılmak üzere işletilen mali kaynaklar şeklinde tanımlanabilmektedir.

Fon uygulamalarının örnek olarak Fransa gösterilebilmektedir. Fransa’da, iki dünya savaşı arasındaki dönemde fon uygulamasına başvurulmuş ve meclis denetiminin olmadığı bir ortamda yüksek miktarda harcamalarda bulunulmasına olanak sağlayan Hazine Özel Hesapları kullanılmıştır. Ancak 1940’lı yılların sonuna doğru, yeni açılacak hesaplar için Meclis’ten onay alınması şartı getirilmiş, 1959 yılında ise özel hesapların hangi alanda çalışma gösterecekleri belirlenmiştir. Buna göre bir çok konuyla ilgili borç verme işlemini gerçekleştirecek olan özel hesaplar açılabilmiştir (Oyan ve Aydın, 1987: 20). Bununla birlikte özel hesaplara yönelik eleştirilerin artması fonların bir çoğunun tasfiye edilmesine neden olmuş, ancak daha sonra yeniden şekillenerek devam ettirildiği görülmüştür.

ABD’ de ise ilk fon uygulamasının 1895 yılında kurulduğu görülmektedir. Ekonomik Buhran’ın ortaya çıkışı kamu geliri ve kamu harcamaları arasında dengesizliğe neden olmuş, mevcut gelirin kamu harcamalarını karşılayamayacak duruma gelmesi mahalli idarelerin fon oluşturmasını gerekli kılmıştır. Bu durum fon sayılarında hızlı bir artışa neden olmuştur (Türkarşlan, 1994: 59).

Arjantin’de 1989 yılında yaşanan hiperenflasyon nedeniyle kamu maliyesinde dengesizlikler meydana gelmiş ve bu durum mevcut özel bütçe hesaplarının bazılarının kapatılmasıyla sonuçlanmıştır. nitekim İktisadi Acil Durum Kanunu’nun çıkarılması ile 1990 yılında sistemde yeniliklere gidilmiş ve çok sayıdaki özel bütçe hesabı 22’ye indirilmiştir. Ancak yapılan düzenlemeler ile faydalı sonuçlar elde edilmesine rağmen bu yenilikleri hayata geçirmede karşılaşılan engeller ve düzenlemelerin uygulanamaması nedeniyle tam anlamıyla başarı sağlanamamıştır (Saygılı, 2002: 22).

Japonya’da 1875 yılında halkın tasarruflarından meydana gelen Yokinbu isminde özel bir hesap açılmış ve 1929 yılından itibaren hesapta biriken fonlar hızlı bir şekilde artmıştır. Devam eden yıllarda ise toplanan fonlar artış gösterirken birçok yeni fon kurulmaya başlamıştır (Aktan, 1993: 34).

Türkiye’de fon uygulamasının ilk örneği, 1936 yılında Türk parasının yabancı paralar karşısındaki değerini korumak amacıyla kurulan İstikrar Fonu’dur. İstikrar Fonu’nu çeşitli yıllarda bir çok fon takip etmiş ve 1980 dönemi öncesine kadar toplamda 35 fon kurulmuştur. Türkiye’de fon kurulma sayısı ve sıklığına bakıldığında, 1980 öncesi fon kurulma sıklığı yılda 1’den az gerçekleşirken, 1980 sonrası dönemde fonlarda önemli artışlar meydana gelmiştir (Türkarşlan, 1994: 101). 1980 dönemi

sonrasında sayısı artarak uygulanmaya devam eden fonların neredeyse tamamı bütçe dışında yer almıştır. Bütçe Kanunu'nun uygulanmaya konulması ile fon gelirlerinin tamamının tek hesapta toplanmasına karar verilmiş ve 1993 yılında bütçe dışında olan bir kısım fonlar bütçe içine dahil edilmiştir. Devam eden yıllarda bütçede meydana gelen dengesizlikler bütçenin daha sağlam ve güvenilir bir hale getirilmesini gerekli kılmış ve fonlarda azalmaya gidilmiştir (Oyan ve Aydın, 1991: 114).

### **1.3. Fon Uygulamalarının Büyüme İle İlişkisi**

Fonlar, ihtiyaç duyulan kaynak tahsisatının sağlanması konusunda hızlı hareket ederek belirli bir hizmeti gerçekleştirmekte ve tahmin edilemeyen olumsuz durumlarda gerekli harcamalara yardım sağlayarak bürokrasinin sahip olduğu ağır yapının önüne geçmektedir (Saygılı, 2002: 12). Bu açıdan ekonomik büyüme katkı sağlama konusunda kamu fonlarının asıl hedefi, karı maksimum yapmak olmayacağı gibi yapılan hizmetler vatandaş daha istekli hale getirici, koruyucu ve yol gösterici olma gibi nitelikler taşımaktadır. Ayrıca bu fonlar kullanılarak belirli hedefler yönünde fahri yardımların yürütülebilmesinin yanında asgari faiz oranında ve uzun dönemli krediler de edinilebilmektedir (Öztürk, 1983: 1).

Fon kullanılarak, belirli amaçlar doğrultusunda ihtiyaç duyulan alt yapı hizmetleri, kredi ödemeleri için kolaylıklar ve çeşitli yardımlar için hukuki imkanlar sağlanabilmektedir (Öztürk, 1983: 1). Yine gelirlerin harcanmayan kısmının devam eden yıla devredilebilmesi ve hizmetlerin yalnızca 1 mali yılı değil daha fazla mali yılı kapsayacak şekilde uygulanabilir olmaları fon kullanımının faydaları arasında görülmektedir (Akad ve Dinçkol ,1998: 664).

Fon kullanımının ekonomik büyümeye olumlu etkilerinin yanı sıra bazı olumsuz etkileri de olabilmektedir. Öyleki hesapsız uygulamalar sonucunda mali düzenin bozulması, yasalara uygun hareket etmeyerek denetim dışı olma eğilimi, kamu kaynaklarının verimli bir şekilde kullanılmaması ve buna bağlı olarak fonlarda biriken paranın ölçüsüz bir şekilde harcanması gibi faaliyetler hükümetin mali yapısını tehdit etmektedir (Saygılı, 2002: 13).

### **1.4. Ülkelerin Fon Uygulamalarına Başvurma Nedenleri**

Ülkelerin fonlara başvurmalarının bir çok nedeni bulunmaktadır. Bunlardan ilki belirli bir sınıra sahip 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).

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 -Afetler Fonu, Gecekondu Önleme Fonu- sosyal hizmet, yardım ve iskan faaliyetlerini gerçekleştirmek amacıyla, bir kısmı ise iktisadi büyüme ve kalkınma hedeflerine katkı sağlayacak faaliyetlerde bulunmak üzere özel kanunlar, talimatlar veya kararnameler ile kurulmaktadır (Bulutoğlu 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.

### **1.5. Ulusal Varlık Fonları ve Tarihsel Gelişimi**

‘Sovereign Wealth Fund (SWF)’ çevirisi tam olarak bir tanıma karşılık gelmemekle birlikte farklı kaynaklarda ‘Egemen Varlık Fonları’, ‘Ulusal Kalkınma Fonları’, ‘Ulusal Refah Fonları’, ‘Hazine Varlık Fonları’, ‘Devlet Yatırım Fonları’ gibi çeşitli adlandırmalara rastlanılmaktadır. Türkiye’de ise ‘Ulusal Varlık Fonu’ olarak adlandırılmıştır.

Finans ve küresel ekonomi sisteminde giderek daha fazla değer kazanmaya başlayan Ulusal Varlık Fonu (Sovereign Wealth Funds) terimi ilk olarak State Street Bank ekonomisti olan Andrew Rozanov tarafından, uzun yıllar süregelen olumlu makroekonomik uygulamalar, ticari ve mali durumlar yoluyla bütçe ve döviz fazlasına sahip ülkelerin rezerv fazlalarını ve doğal kaynak gelirlerini uzun vadeli bütçe planlaması ve harcama kısıtıyla birlikte yönetmek için kurulmuş özel yatırım kuruluşları olarak tanımlanmıştır (Rozanov, 2005: 1).

Kavram olarak net bir görüş olmamakla birlikte Ulusal Varlık Fonu’nu bir çok yazar ve kurum farklı bakış açısı ile tanımlama yolunu seçmiştir. Truman (2009: 429);

UVF'leri, uluslararası varlıkları da içinde bulunduran devlet kontrolündeki finansal varlık havuzu olarak tanımlamıştır. Balding (2008: 10); UVF'leri, risksiz getiri oranından daha büyük bir getiriyi amaçlayan varlıklara yatırım yapan, devlete bağlı bir kuruluş veya devlet tarafından kontrol edilen sermaye havuzu şeklinde tanımlarken, Atkinson (2015: 176); kavrama farklı bir açıdan yaklaşarak UVF'leri eşitlik bağlamında değerlendirmiş, kuşaklar arası varlıkların aktarıldığı ve böylece devletin net değerini artırarak eşitliğe katkıda bulunan bir araç olarak tanımlamıştır.

Ayrıca küresel piyasalarda söz sahibi olan birkaç kurum da bu fonlar için tanımlamalarda bulunmuştur. Örneğin, Ulusal Varlık Fonları Enstitüsü (SWFI) UVF'leri, genel olarak bütçe fazlalarından elde edilen gelirler, devlet transfer ödemeleri, ödemeler dengesi fazlası ve özelleştirmeler yoluyla sağlanan gelirlerden oluşan, yönetimi devlet tarafından gerçekleştirilen bir kuruluş olarak tanımlamaktadır (www.swfinstitute.org, 2020). Uluslararası Para Fonu (IMF), bu fonları, uzun vadeli hedefler için varlıkları elinde bulunduran ve devlete ait özel yatırım fonları şeklinde tanımlamıştır (IMF, 2008 :122). Uluslararası Varlık Fonu Forumu (IFSFW) ise, devlet tarafından oluşturulan UVF'lerin makroekonomik hedefler ile mevcut varlığın korunması, yönetilmesi ve yabancı finansal kaynaklara yatırım yapılması şeklinde finansal amaçlar doğrultusunda yatırım stratejileri geliştirebilen ve hükümetin sahip olduğu özel amaçlı yatırım fonları şeklinde tanımlamıştır (IFSFW, 2017: 4).

Görüldüğü üzere literatürde UVF'ler hakkında birçok farklı tanımlamalar mevcuttur. Bunların dışında, Capape ve Guello UVF için makalelerde yapılan tanımlamalarda ortak kullanılan kavramları tespit etmek amacıyla 2013 yılında yaptıkları çalışma ile Tablo 1'de bulunan sonuçlara ulaşmışlardır:

**Tablo 1. UVF'leri Tanımlamada Kullanılan Ortak Kavramlar**

Özellik	Açıklama	Belgeler (%)
Yatırım Amacı	İşletmeden Farklı	100
Sahiplik	Devlet Kuruluşları Tarafından Sahip Olma	100
Uluslararası	Portföyü Yabancı Yatırımcıyı İçerir	68
Yükümlülük	Emeklilik Yükümlülükler Yoktur	58

**Tablo 1. (Devamı)**

Fon Kaynakları	Emtia ve Emtia Dışı Kaynaklarla Finanse Edilir	53
Risk	Genelde Risksiz Varlık Grubu Haricine Yatırım Yaparlar	42
Uzun Dönem	Uzun Vadeli Yatırım Yaparlar	42
Amaç	UVF'lerin 4/5'i IMF'nin Kategorisine Uygun	37
Finansal Hedefler	Finansal Maksimizasyon Hedeflerler	32
Yönetim Sahipliği	Hükümetlerden Bağımsızdırlar	16
Bağımsız Yapı	Parasal Otoriteden Bağımsız Olarak Yönetilirler	16

Kaynak: Capape ve Guerrero, 2013: 5

Mevcut UVF'ler incelendiğinde bu kadar farklı tanımlamalara neden olarak, birbirinden farklı yatırım faaliyetleri, bulundukları ülkenin konjonktürel yapısı ve gelecekteki ihtiyaçlara yönelik hareket etmeleri, farklı vizyon ve misyona sahip olmaları gibi birbirinden ayrı sergiledikleri davranış şekilleri etkili olmaktadır (Jory vd., 2010: 590).

IWG raporunda, varlık fonlarının tanımı ile ilgili üç önemli özelliğin vurgulandığı görülmektedir. Vurgulanan bu özellikler varlık fonlarının sahipliği, yatırımları ile bu fonların vizyon ve misyonu şeklinde sıralanmaktadır. Sırasıyla, varlık fonlarının sahipliği konusunda genel yönetime ait olduğu dolayısıyla merkezi ve yerel yönetimleri içerdiğinden söz edilmektedir (IWG, 2008: 27). Bunun yanında genel yönetime sahip olan varlık fonlarının aşırı siyasi etkiye maruz kalmaması için varlık fonlarının merkez bankası veya maliye bakanlığının dışında hareket edebildiği belirtilmektedir (Fotak vd., 2016: 4).

Yatırımların bulunduğu ikinci özellikte ise yatırımların yalnızca yurtiçi varlıklara yönelik olmadığı aynı zamanda dış finansal varlıkları da kapsadığı belirtilmektedir. Varlık fonlarının makroekonomik amaçlar doğrultusunda kurulduğu, mevcut rezerv varlıkların geleneksel ödemeler dengesi amaçlarını sağlamak için tutulmasının yanı sıra farklı hedefler için oluşturulduğunu belirten üçüncü özellikte ise aynı zamanda varlık fonlarının rezerv varlıklar bulundurabileceğini fakat rezerv varlıkların tamamının varlık fonu olarak değerlendirilemeyeceği belirtilmektedir (IWG, 2008: 27).

UVF kavramı için yapılan birbirinden ayrı birçok tanımlamadan da anlaşıldığı gibi tam olarak ne olduğuna veya ne olmadığına dair net bir tanım olmamakla birlikte, görevi genel makroekonomik düzeni sağlamak amacıyla ulusal rezervleri kontrol etmek olan merkez bankaları ile UVF'ler arasında ise geçişken ve mat bir çizgi bulunmaktadır (Braunstein, 2009: 63). UVF'lerin ne olup ne olmadığıyla ilgili tartışmaların ortaya çıkması, araştırmacıların ve kurumların neden fikir birliği sağlayamadığı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir:

**Tablo 2. Ulusal Varlık Fonları Nedir Ne Değildir?**

UVF'ler	UVF'ler Değildir	Fikir Ayrılığı
Devlete Ait	Özel Yatırımcılar	Bazı devlet kurumları kamu ve özel parayı aynı anda yönetir.
Yatırım Fonlarıdır	Faaliyet Şirketleri	Özel şirketler UVF'lere dahil edilmiştir.(Temasek,CIC)
Uluslararası Portföyleri Vardır	Yerel Fonlar	Şili PRF, uluslararası menkul kıymetlere doğru kapsamı genişletiyor; Bahreyn Mumtalakat'ın sadece bir yabancı şirketi var.
Emeklilik Yükümlülükleri Yoktur	Kamu Emeklilik Fonları	Avustralya FF veya Yeni Zelanda emeklilik fonu gelecek emeklilik yükümlülükleri için bir tampon görevi görür.Ancak emekli maaşları düzenli olarak karşılanmazlar.
Finansman Kaynağı Tarafından Belirlenir	N/A	
Risksiz Oranlı Yatırımcıların Üzerinde	İstikrar Fonları	Stabilizasyon fonları,kurum içi yetenekleri geliştirdikçe ve daha karmaşık varlık sınıflarına yatırım yaptıkları için UVF'lere dönüşebilir
Uzun Vadeli Yatırımcılar	Para Piyasası Araçları	Düşük kısa dönem sonuçlarından sonra CIC hala bütçe altındadır.
Tanımlanmış Bir Amacımız Var		IMF kategorileri zamanla örtüşür ve değişir.



**Tablo 2. (Devamı)**

Açık Finansal Amaç	Sosyal, Bölgesel ve Kültürel Hedeflere Sahip Kalkınma Fonları	Birçok Afrika UVF'si finans ve kalkınma hedeflerinin el ele yürüdüğü 'ikili model'i tercih edecektir.
--------------------	---	---

Kaynak: Capape ve Guerrero, 2013: 10

Tablo 2'de de anlaşılabacağı üzere UVF'lerin standart bir kavram olmadığı, değişen çevre ve ekonomik düzenin zamanla fonların yapısında da değişime neden olduğu buna bağlı olarak fonların farklı ve birden çok görev ile amaçlar edindiği görülmektedir. Dolayısıyla fon yapısının değişmez olduğunu iddia etmek gerçeğe uygun bir yaklaşım olmayacağı gibi fon yönetiminin de illegal bir takım faaliyetlerde bulunmasına neden olabilmektedir (Truman, 2009: 437).

21. yüzyıldan itibaren dünyada önemli bir finansal konu haline gelen varlık fonlarının tarihi ise daha eskilere dayanmaktadır. UVF'lerin başlangıcı 1854 yılında devlet okullarının yararına 2 milyon dolarlık bir varlık ile Texas'da Permenet School Fund(PSF) kuruluşuna dayanmaktadır. Okul, dönemin makroekonomik ve siyasi şartları nedeniyle 1861 yılına kadar etkin bir şekilde faaliyet gösterememiş olsa da 1876 yılında anayasanın kabulü ile varlığını ve haklarını güvence altına alabilmeyi başarmıştır (PSF,2017:66). Başka bir görüşe göre ise ilk varlık fonu, 1816 yılında kurulan ve gerçekten varlık fonu özelliklerini yansıtarak kendi sahip olduğu malvarlığı ile kamu adına yatırımlar yapmakta ve bu çalışmalar ile de devletten ayrı faaliyetlerde bulunarak bağımsızlığı kabul edilmekte olan Fransa Yatırım ve Konsinye Fonudur (www.caissedesdepots.fr, 2018).

İlk çağdaş veya günümüz manasında kurulan varlık fonu ise 1953 yılında petrolden elde edilen gelir fazlasını yönetmek amacıyla Kuveyt'te kurulmuştur. Bahsi geçen fon resmi olarak 1983 yılında adını Kuveyt Yatırım Otoritesi (Kuwait Investment Authority) olarak almıştır (Bader, 2015: 2).

1960'lı yıllarda Hollanda'da doğalgazın bulunmasıyla ortaya çıkan ve 'Hollanda Hastalığı' olarak adlandırılan bu dönemde varlık fonlarına olan ihtiyacın arttığı görülmektedir. Öyle ki servetin kaynağına hızlı bir şekilde ulaşan ülkeler mevcut üretim faktörlerini de bu alana taşıyarak diğer üretim alanlarında resesyon yaşanmasına ve bunun sonucunda toplam üretim ve istihdamda azalmalara neden olmuşlardır. Hızlı bir

şekilde zenginleşen ülkeler ise yatırım yapmak için yurt dışı pazarlarını tercih ederek ulusal varlık fonlarına olan ilgiyi de artırmışlardır (Jones ve Ocampo, 2009: 249).

Kurulduğundan bu yana bünyesinde çeşitli kaynaklar barındırdığı gözlenen varlık fonlarının oluşumu Schena vd.(2017: 4-5) tarafından dört aşama üzerinden değerlendirilmiştir. Kuveyt ve Norveç Yatırım Fonlarının örnek verilebileceği doğal kaynaklardan sağlanan gelirler ile oluşturulan fonlar ilk aşamayı oluşturmaktadır. İkinci aşama, dış ticaretten sağlanan fazla rezevler yoluyla oluşturulan varlık fonlarıdır. Bu fonlara örnek olarak gelişmekte olan Asya bölgesi varlık fonları gösterilmektedir. Üçüncü aşama, Singapur Varlık Fonu Temasek ve Malezya Varlık Fonu'nda görüldüğü gibi, KİT ve benzeri devlete ait ekonomik varlıkların özelleştirme gelirleri yoluyla yeniden yapılandırıldığı fonlardan meydana gelmektedir. Dördüncü aşama ise, ülkelerin kalkınma ve diğer makroekonomik hedefleri doğrultusunda yabancı sermayeyi stratejik yatırımlar ile kendilerine çekmek istemesi ve yurt dışı finansmanı sağlayan fonları kapsamaktadır. Dördüncü aşamaya örnek olarak, Türkiye, Endonezya, Romanya, İrlanda ve Bangladeş gibi ülkeler gösterilmektedir.

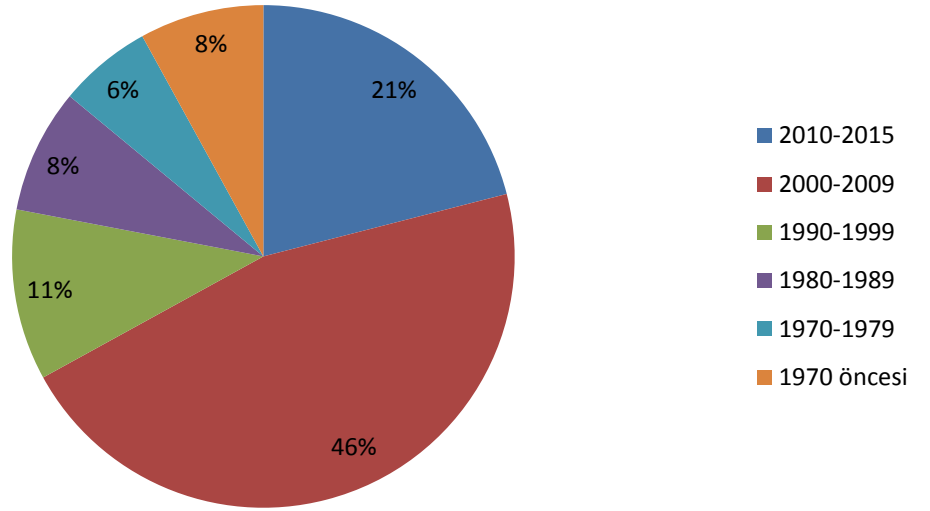
1950 yıllarında varlık fonlarının gelişme göstermesi ülkelerin petrolden elde edilen gelirler üzerinde etkin bir şekilde faaliyet göstermek istemesine dayanmaktadır. Örneğin, 1945'te Venezuela'da ortaya çıkan darbe ile birlikte darbe idaresi, devletten bağımsız özel kuruluşların petrol faaliyetlerine %50 vergi koymuş dolayısıyla bunun sonucunda petrolden sağlanan gelir %920 artış meydana getirmiştir. İlk kurulan varlık fonu Venezuela'ya ait olmasa bile gelir kaynağı petrol olan diğer ülkeler için petrolden daha fazla gelir sağlama noktasında ön ayak olmuştur (Braunstein, 2009: 64).

Braunstein (2009: 36), 1970 ve 2000 yılları arasındaki dönemde ise petrol sahibi ülkelerin bilinçli olarak petrol fiyatlarında artış meydana getirdiklerini ve bu fiyat artışından sağlanan cari fazlalar ile ciddi rezervler biriktiğini belirtmiştir. Aynı zamanda bu dönemde ADIA (Birleşik Arap Emirlikleri), GIC (Singapur Varlık Fonları) ve Temasek, GPF (Norveç Varlık Fonu) gibi varlık fonları da kurulmuştur.

Varlık fonlarının önemli ölçüde değer kazandığı yıllar ise 2000'li yıllar olmuştur. Öncesinde, 1997-1998 yıllarında yaşanan Asya krizi ile Doğu Asya Ülkeleri olası bir yeni kriz için tedbirler planlamaya başlamış ve bu ülkeler mali açıdan IMF ve diğer ülkelere bağımlı olmayı güçsüzlük olarak değerlendirerek rezerv birikimi yapılmasına karar vermişlerdir. Bu birikim sonrasında ise elde edilen rezervleri kıymetlendirmek adına yeni yatırım araçlarına ihtiyaç duyulmuş ve bunun sonucunda varlık fonları tercih edilmeye başlanmış ve giderek yaygınlaşmıştır (Aykın, 2011: 9).

2000’li yıllarda varlık fonlarının giderek yaygınlaşmasının ve değer kazanmasının nedenlerinden biri, petrol fiyatlarının normalin üstünde artış sergilemesi, petrol sahibi ülkelerin ciddi anlamda döviz elde etmelerine neden olmuş ve elde edilen döviz fazlasının uzun vadeli ekonomik amaçlar doğrultusunda tasarruf edilmesi varlık fonlarının kurulmasını ve yaygınlaşmasını hızlandırmıştır (Reinsberg, 2009: 2). Grafik-1’de görüldüğü üzere 2000’li yıllarda kurulan varlık fonlarının tüm varlık fonlarına oranı %67’lere ulaşmaktadır.

**Grafik 1. Varlık Fonları Kuruluşlarının Yıllara Göre Dağılımı**



Kaynak: <https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>, 2018

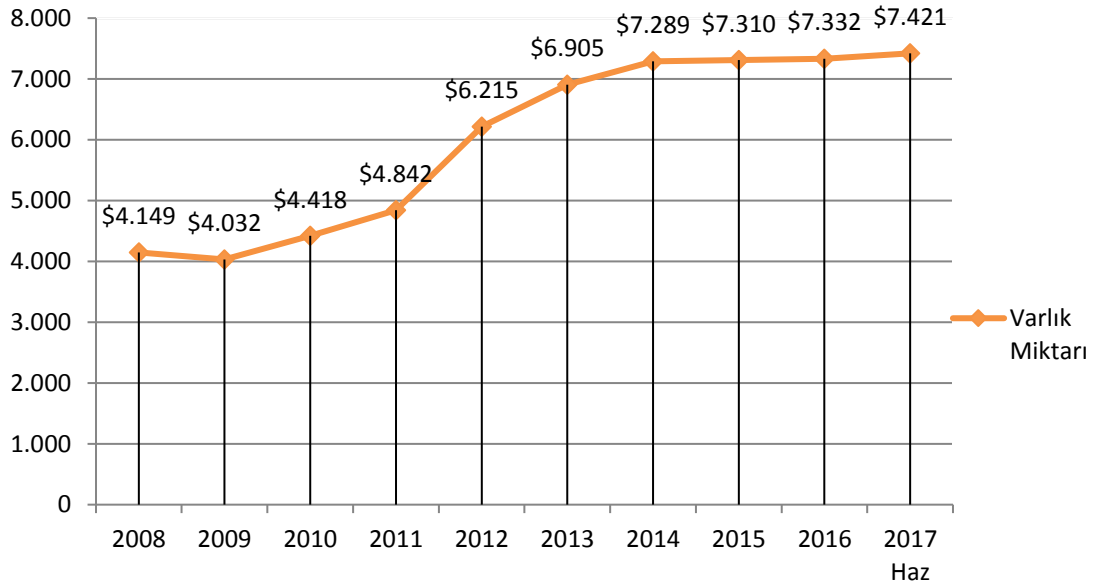
Diğer bir neden ise 2008 yılında yaşanan krizin etkileridir. Yaşanan kriz bazı büyük şirketlerin (Morgan Stanley, Citigroup, Barclay’s gibi) hisse değerlerinde düşüşlere neden olmuş ve Çin, Katar, Birleşik Arap Emirlikleri gibi ülkeler bu hisseleri kendi varlık fonu aracılığıyla satın alarak mevcut varlık fonu aktiflerinin değerlerini artırmışlardır (Kayıran, 2016: 62).

Başka bir görüşe göre, 2008 krizi özel sektörün, gelişmekte olan ülkeleri risk grubunda değerlendirerek yatırımlarını gelişmiş ülke tahvillerine yönlendirmesi bu ülkelerin borç alma faizlerini düşürmüş, bu durum ise gelişmekte olan ülkeleri negatif etkileyerek varlık fonlarının büyümesinin önünü kesmiştir (Artus, 2009: 138). Daha sonra piyasalarda meydana gelen iyileşmeler sonucunda 2012-2014 yılları arasında

varlık fonları büyümeyi devam ettirmeyi başaramamış ve o tarihten günümüze kısmen sabit bir gidişat izlemektedir (Fotak vd., 2016: 3).

Netice itibariyle doğal kaynaklarda meydana gelen hızlı yükselme ve ülke ekonomisinin ticaret fazlası vermesiyle süratli gelişme gösteren ulusal varlık fonları, son yirmi beş yılda takribi on kat büyüme göstermiş ve günümüzde varlık miktarı 7 trilyon doları aşmış bulunmaktadır (Bernstein vd., 2013: 221). Grafik-2’de, Sovereign Wealth Fund Institute adlı kuruluşun web adresinde belirtilen verilerden yararlanılarak varlık fonlarının mevcut yıllardaki yaklaşık varlık büyüklükleri gösterilmektedir.

**Grafik 2. Ulusal Varlık Fonlarının 2008-06/2017 Tarihleri Arasındaki Varlık Büyüklükleri (Trilyon \$)**



Kaynak: www.swfinstitute.org, 2018

Grafikte 2’de görüldüğü gibi kriz dönemleri varlık fonlarının büyüme hızında hafif duraklamalara neden olsa da büyüme trendi ekseriyetle artış eğilimindedir. 2018 yılı Mayıs ayı itibariyle mevcut varlık fonu sayısı 79 adet olmakla birlikte toplam varlık büyüklükleri 8 trilyon dolara ulaşmıştır (Antepli ve Alpay, 2019: 165).

Birçok finansal yatırım kurumunun önüne geçerek tedricen önemini artıran ulusal varlık fonlarının Haziran 2018 yılı verilerine göre varlık miktarlarının 7,8 trilyon Amerikan dolarını aştığı görülmektedir (www.swfinstitute.org, 2018). Ülkelerin yatırım kurumları tercihinde ilk sıralarda yerini alan ve 2019 yılı itibariyle 8,4 trilyon dolarlık varlık miktarına sahip ulusal varlık fonlarının, 2020 yılında ise mevcut varlık hacmini

artırarak 8,9 trilyon Amerika dolarına erişeceği tahmin edilmektedir (www.pwc.com, 2014: 9).

### **1.6. Ulusal Varlık Fonu Oluşturulma Amacı ve Varlık Fonlarının Hedefleri**

Aktif olarak varlığını devam ettiren ulusal varlık fonlarının kuruluş amaçları da ülkelerin ekonomik düzeyi veya mevcut 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 Comission, SWF, 2019);

- I. Doğal kaynaklardan ortaya çıkan fiyat dalgalanmalarından ve ekonomik istikrarsızlık gibi durumlara karşı tedbirler alarak ülke ekonomisinin istikrarını sağlamak için kurulan fonlardır. Bu fonlara model 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 rizikolara karşı tedbirler alınması amaçlanmıştır. Libya ve Kuveyt bu fonlara model olarak gösterilebilmektedir.
- III. Ülke rezervlerinin daha faydalı alanlarda kullanılması amacıyla kurulan bu fonlar 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 bulundukları ülkenin yenilenemez varlıklarını dönüştürerek, oluşturulan gelirlerin gelecekte 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 stres dönemlerinde ise piyasalarda likitidenin çoğalmasına yardımcı olmaktadır (Allen ve Caruana, 2008: 4).

Global ekonomik düzen içerisinde uzun yıllar varlığını geliştirerek devam etmekte olan UVF'ler, farklı misyonlar edinerek, farklı gayelere çeşitli stratejik planlar doğrultusunda erişebilmek maksadıyla 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 ise mümkün değildir (Raymond, 2010: 2). Tablo-3'te varlık fonlarının iktisadi ve özel etkinlik alanları ile hedefleri ülke modelleri de kullanılarak detaylı bir şekilde gösterilmektedir.

**Tablo 3. Varlık Fonlarının Hedefleri ve Faaliyet Alanları**

<b>Ekonomik Hedef</b>	<b>Özel Hedef</b>	<b>Açıklama</b>	<b>Fon</b>
<b>Tasarruf</b> Ekonomik gelişme ve halkın refahının devam ettirilmesi.	Kuşaklar arası refahın dengelenmesi.	Tükenilebilen ve tekrar kullanılamayan varlıkların çeşitlendirilmiş finansal varlıklara çevirerek gelecek kuşaklara aktarılması.	Norveç, Kuveyt
	Gelecek yükümlülüklerin fonlanması.	Sermayenin ana değerinin korunması ve büyütülmesi.	Avustralya, Yeni Zelanda
	Rezerv yatırımları.	Fazla olan kaynakların, getirisi fazla olan uzun süreli yatırımlarda kullanılarak bu kaynakları elde tutma maliyetinden kaçınılması.	Çin, Güney Kore
<b>İstikrar</b> Makroekonomik politikalar ve ekonomik istikrarın devam ettirilmesi.	Mali istikrarın sağlanması.	Ülkenin oluşacak ekonomik krizlere karşı korunması ve fiyat istikrarının devamını sağlamak.	Şili
	Faiz oranlarının istikrarının sağlanması.	Kısa süreli yapılan yatırımların ülkeden çıktığında oluşturacakları olumsuz etkilerine karşı bu varlık fonlarının kullanımı.	Rusya
		Uzun dönemde oluşacak faiz oranlarının artması yada azalması gibi düzensizliklerin azaltılması.	Meksika

**Tablo 3. (Devamı)**

<b>Ekonomik Kalkınma</b> Ekonominin uzun dönemli üretkenliğinin artırılması için yatırım sağlama.	Altyapı yatırımları.	Ulaşım, enerji, iletişim ve su(baraj) yatırımları.	Nijerya
	Sosyal yapının iyileştirilmesi.	İnsan sermayesinin ve kurumların güçlendirilmesi; sağlık, eğitim, sosyoekonomik projeler.	BAE
	Sanayi politikaları.	Tek bir kaynağa veya sektöre bağımlılığın azaltılması için ekonomik çeşitlenmenin sağlanması; stratejik sektörlerde üretimin artırılması.	Singapur Fransa

Kaynak: Karagöl ve Koç, 2016: 10

### **1.7. Ulusal Varlık Fonlarının Benzer Fon ve Kuruluşlardan Farkı**

UVF kapsamı dahilinde, geleneksel ödemeler dengesi veya para politikası araçlarına özgü bulundurulmuş döviz rezervleri, kamu ekonomik girişimlerinin piyasa hareketleri, devletin emeklilik fonları ve fertlerin yararı maksadıyla idare edilen varlıkların yer almadığı gözlemlenmiştir (IWG, 2008: 27).

UVF'ler ile bu yapı ve kurumları birbirinden ayıran başlıklar gözardı edilmemelidir. Örneğin, KİT'ler ve UVF'ler değerlendirilecek olursa, KİT'lerin devlet teşvikleri ve girişimlerden sağlanan kazançlarla finanse edildiği, UVF'lerin ise, döviz ve ihracattan sağlanan kazançlarla finanse edildiği görülmektedir. Aynı zamanda KİT'ler kanuni bakımdan şirketler hukukuna göre faaliyet sergileyen kamu tüzel yapılardır. Varlık fonları ise kuruluş bakımından, servet havuzu olarak, kamu hukuku tüzel kişilik ve özel hukuk(şirketler hukuku) tüzel kişilik özelliği sergiyerek üç farklı biçimde oluşturulabilmektedir. Varlık fonlarının başlık gösterdiği bir diğer alan ise kamu emeklilik fonlarıdır. Finansal açıdan varlık fonlarından ayrılan kamu emeklilik fonları, topluluktaki üyelerin desteği dahilinde sosyal güvenlik vergi kazançları ile finansmanı temin etmektedir. Yaşlıları göz önünde bulundurarak yatırımlarını gerçekleştiren bu fon,

kamuya açık veriler dahilinde emekliliği ve daha kollayıcı bir hayatı garantiye almayı hedeflemektedir. Varlık fonlarında ise veri paylaşımının, Norveç ve Yeni Zelanda dışında ender olduğu görülmektedir (Ping ve Chao, 2009: 6). Tablo 4’de Kamu ve özel emeklilik fonlarını varlık fonlarından ayıran farklılıklar detaylı bir biçimde gösterilmiştir.

**Tablo 4. UVF ve Kamu/Özel Emeklilik Fonları Farklılıkları**

	<b>Varlık Fonları</b>	<b>Kamu Emeklilik Fonları</b>	<b>Özel Emeklilik Fonları</b>
<b>Mülkiyet</b>	Devlet	Devlet	Şirket
<b>Yönetim</b>	Devlet	Bağımsız Yönetim	Bağımsız Yönetim
<b>Kazanç Sahibi</b>	Devlet	İşçiler/Emekliler	İşçiler/Emekliler
<b>Mükellefiyet</b>	Devlet/Yok	Emekliler	Emekliler
<b>Örnek</b>	China Investment Corporation	CalPERS	General Motors

Kaynak: Monk, 2008: 4

Varlık fonlarının merkez bankaları ile de hedefleri ve portföyleri bağlamında farklılıklar bulunduğu görülmektedir. Merkez bankaları para ve döviz kuru politikalarında sağlam bir idare yapısı ve istikrarı gerçekleştirme hedefine sahipken varlık fonları, çoğunlukla servet fazlaları ile ülke dışında makroekonomik dengenin sağlanması ve kuşaklar arası refahın temin edilmesi gayesine sahiptir. Merkez bankaları, döviz kurunda meydana gelen sansasyonları engellemek maksadıyla belli ölçülerde döviz likiditesini eksik etmeyerek rezervlerinin büyük bir bölümünü tahvil olarak elde bulundurmaktadır (Demarolle, 2009: 6). Varlık fonları ise, elindeki mevcut servetleri kullanmak için tahvil ve hisse senetlerinin dışında hedge fonlar ve özel sermayeli fonlar gibi risk barındıran diğer yatırım portföylerini de elinde bulundurmaktadır (Ping ve Chao, 2009: 6).

Bahsi geçen hedge fonlar ise, uzman yatırım idarecileri tarafından yönetilen, ciddi riskler barındırarak önemli kazançlar elde etmeyi planlayan, çoğunlukla kanuni düzenlemelere tabi olmayan yatırım havuzlarıdır (Anbar, 2009: 100-101). Bunun tersine varlık fonları, mevcut reel servete doğrudan değil, finansal varlıklara yatırım yaparak faaliyetlerini gerçekleştiren bir varlık havuzudur. Aynı zamanda hedge fonlar kaldıraç içerikli tehlikeli yatırım stratejileri tatbik ederken, varlık fonları kaldıraçsız ve



çoğunlukla hiçbir mükellefiyeti bulunmayan veya bu duruma nadir rastlanan fonlardır (Gomes, 2008: 4).

**Tablo 5. UVF’lerin Benzer Kurum ve Fonlar ile Karşılaştırması**

<b>Kuruluş Cinsi</b>	<b>Varlık Fonları</b>	<b>Tradisyonel Devlet Emeklilik Fonları</b>	<b>Merkez Bankaları</b>	<b>Kamu İktisadi Teşebbüsleri</b>	<b>Özel Sermayeli Fonlar</b>	<b>Hedge Fonlar</b>
<b>Mülkiyet</b>	Genel hükümetler(Merkezi, Yerel, Kraliyet Aileleri)	Emeklilik sahibi	Merkezi hükümet	Merkezi hükümet veya lokal kamu kuruluşları	Özel	Özel
<b>Fon Kaynağı</b>	Döviz rezervi, emtiadan sağlanan kazançlar gibi türlü kaynaklar	Emeklilik sahibinin tediyelele	Döviz rezervlele	Devlet transferlele, kendi kazançları	Özel (Enternasyonel)	Özel (Enternasyonel)
<b>Parasal Mükellefiyetlele</b>	Belirsiz	Var (Emeklilik tediyelele)	Yok	Yok	Belirsiz	Belirsiz
<b>Yatırım Amacı ve Davranışları</b>	Ekonomik istikrar, kuşaklar arası servet paylaşımı, emeklilik rezervlele ve kalkınma	Yaşlılık sarfiyatları	Emniyet ve enflasyon karşıtı uygulamalar	Kıymet arttırma, stratejik ve siyasi yatırım	Maksimal kar oranı	Maksimal kar oranı
<b>Yatırım Portföyü</b>	Finansal portföylele, farklı varlıklar ve aracısız yatırımlar	Finansal portföylele	Finansal portföylele	Genellikle reel varlıklara yatırım	Belirlenen yatırım hedeflele	Finansal portföylele
<b>Yatırım Ufku</b>	Orta-uzun dönem	Orta-uzun dönem	Kısa-orta dönem	Uzun dönem	Orta-uzun dönem	Kısa-orta dönem

**Tablo 5. (Devamı)**

<b>Devlet Denetimi</b>	Tamamen	Belirsiz	Tamamen	Tamamen-Az-çok	Yok	Yok
<b>Şeffaflık</b>	Sınırlı	Şeffaf	Minimum	Sınırlı	Sınırlı	Sınırlı

Kaynak: Meng, 2015: 212

Bu kuruluşlar ve varlık fonları özellikleri bakımından ayrıntılı bir biçimde karşılaştırılmış ve elde edilen başlıklar Tablo-5’de gösterilmiştir. Netice itibariyle UVF’ler, mükellefiyetleri açık bir biçimde ifade edilen devlet sahipliğindeki emeklilik fonları ve ana hedefi üretim veya görev paylaşımı olarak ülke dışı yatırımlara eğilimli devlet sahipli kuruluşlardan farklılık göstermektedir.

### **1.8. Ulusal Varlık Fonu Türleri**

Netice olarak UVF’lerin ana amaçları, tasarrufların verimli bir şekilde değerlendirilmesi, ülkelerin ekonomik buhranlara karşı stabilizasyonu sağlayarak istikrarsızlığı hafifletmek, ülkenin enternasyonal faaliyetlerinin etkinliğini artırarak gelecek nesillere refah bir ülke ekonomisi temin edebilmek şeklinde ifade edilebilmektedir. Ödemeler dengesi, resmi döviz prosedürleri, özelleştirme gelirleri, emtialardan kaynaklanan gelirler veya parasal fazlalıklar UVF’lerin tabanını meydana getirmektedir. Varlık fonu oluşumunda, elde edilen gelir fazlası kaynak seçiminden daha önemli olup, kaynağın kalitesine göre de fonlar, temeli emtia gelirlerinden oluşan veya emtia dışı gelirlerden oluşan fonlar şeklinde bölümlendirilebilmektedir. Temeli emtia kaynaklı olan fonlar, ülkelerin ihraç edilen varlıklardan sağladığı gelirlerdir. Bu fonların kaynaklarına örnek olarak, doğal gaz, petrol, bakır veya mineraller gösterilebilmektedir. Emtia dışı oluşan varlık fonları gelirleri ise emeklilik fonları veya dış ticaret fazlası vb. şekilde sağlanmaktadır (Güzel vd., 2017: 166).

Varlık fonlarının her biri kendine has farklı özellikler barındırarak heterojen bir yapı sergilemektedir. Dolayısıyla bu fonları belli bir gruptandırmaya dahil etmek çok kolay görülmemektedir (Murray, 2011: 4). Ancak literatürde amaçlarına göre ve kaynağına göre olmak üzere UVF’lerin gruptandırıldığını görebilmek mümkündür.

### **1.8.1. Amaçlarına Göre Ulusal Varlık Fonları**

Amaçlarına göre türlü kategorilere ayrılabilen UVF'ler, IMF referanslı bazı kaynaklarda temel olarak beş gruba ayrılmaktadır (S.Das vd., 2009: 9);

- Tasarruf Fonları,
- İstikrar Fonları,
- Emeklilik İhtiyat Fonları,
- Rezerv Yatırım Fonları,
- Kalkınma Fonları.

Kunzel vd. (2011: 4-5) ise, IMF kaynaklı yaptıkları çalışmalarında UVF gruplandırılmasına 'Kalkınma Fonları'nı dahil etmeyerek dörtlü bir küme oluşturmayı tercih etmişlerdir.

#### **1.8.1.1. Tasarruf Fonları**

1997-1998 yıllarında yaşanan Asya mali krizi ile beraber döviz kurunun değer kaybetmesi sonucunda birçok ülkede meydana gelen cari işlemler fazlası ve yatırımlar üzerindeki artan tasarruflar önemli döviz rezervlerinin birikmesine neden olmuştur. Bu durum UVF'lerin tasarruf fonksiyonunun sadece kaynak bakımından servet sahibi ülkeler ile sınırlı kalmadığını göstermektedir (Griffith-Jones ve Ocampo, 2009: 9). Bu fonlar devlet eliyle uzun vadede servet oluşturmak adına, gelecekte ortaya çıkan gereksinimlerin karşılanması üzerine kurulmaktadır. Emtialardan sağlanan gelirler veya parasal fazlalıklar fonların kuruluşundaki asıl neden olup, emtia kaynaklı ülkeler için tasarruf fonları petrol, doğal gaz gibi tekrar edilemeyen kıymetlerin günümüz ve sonraki nesiller için mali kaynaklara dönüştürülmesine olanak sağlamaktadır (Singh, 2008: 3).

IFSWF ise, günümüz kaynaklardan sağlanan gelirleri sona ermeyen kaynaklara dönüştürmek için varlık fonlarından faydalandığını ve bu şekilde sonraki kuşaklar ile pay edildiğini vurgulamaktadır. Dolayısıyla varlık fonları ile ülkeler arası yatırımların gerçekleştirilerek bu yatırımlardan temin edilen gelirler ile tasarruf fonlarının oluşturulduğunu belirtmektedir (IFSWF, 2018).

Tasarruf fonları uzun periyotta çeşitli birçok misyonu bünyesinde barındırmaktadır. Bunlardan birkaçı Butt vd. (2007: 78) tarafından şu şekilde ifade edilmektedir:

- I. Ekonomik kalkınmanın lokal veya genel olarak teşvik edilmesi,
- II. Sınai politika aracı olarak kullanılması,

- III. Tükenebilen doğal kaynakların bağış için kullanılması sonraki yıllarda ülke refahının devamlılığına etki edebilmekte dolayısıyla eksilen doğal kaynakların yerini alan bağış önem kazanmaktadır.
- IV. Farklı jenerasyonlar arası tasarrufların gerçekleşmesi,
- V. Ülkelerin dış politikada ortaya koymak istedikleri amaçlar,
- VI. Ülkelerin gerçekleştirmek istedikleri makroekonomik gayeler için uzun vadeli politikalar geliştirebilmek,
- VII. Son olarak toplumsal bir takım hedefler de uzun periyotta tasarruf fonlarının amaçları arasında bulunmaktadır.

Tasarruf fonuna sahip olan Kuveyt, bu tür fonlardan yarar sağlayan önemli bir örnek olarak karşımıza çıkmaktadır. Öyle ki, Irak savaşı esnasında ülke toplumsal ve ekonomik her açıdan büyük felaketlerle karşılaşmış, savaş sonrasında ise kısa bir sürede varlık fonunun finansörlüğü gölgesinde ülkenin tekrar inşası gerçekleşerek ülke toparlanmayı başaramıştır (Rozanov, 2005: 1-4). Diğer örnekler arasında, başta ABD'nin Alaska eyaletinde bulunan ve kazancını petrolden sağlayan Alaska Permanent Fund olmak üzere, Abu Dhabi Investment Authority, China Investment Corporation, Government of Singapore Investment Corporation, Libyan Investment Authority ve Russia National Welfare Fund bulunmaktadır.

#### **1.8.1.2. İstikrar Fonları**

İstikrar fonunun ilk olarak ortaya çıkışı, 1973 yılında Arap Petrol Ambargosu ile sonrasında 1979 yılında enerji krizinin patlak verdiği İran Devrimi sırasında gerçekleşmiştir (Smith, 2010: 31). Emtia kaynakları bakımından servet sahibi olan ve bu kaynaklara önemli ölçüde tabi olan ülkelerde iktisadi refah ve devletin elde edeceği gelirler bakımından istikrar fonksiyonu büyük önem teşkil etmektedir. Bu kaynaklara tabi olan ülkelerde emtia fiyatlarındaki parametreyi, imal düzeylerini ve mevcut kaynak rezervlerinin kıymetini orta ve uzun vadede oranlamak kolay olmadığından dolayı iktisadi belirsizlikler ortaya çıkabilmekte ve akabinde ekonomik şoklar yaşanmaktadır. Bu şoklar ile mücadele kapsamında, kısa bir zamanda değerlendirilebilecek, emniyetli aynı zamanda likit olarak kullanılabilecek varlıklara istikrar fonları sayesinde ulaşılabilmektedir (Alsweilem vd., 2015: 14-15).

Netice itibariyle istikrar fonları, ilk olarak petrol gibi emtia kaynakları olmak üzere ana ürünlerin fiyatlarında meydana gelen veya bu ürünlerden temin edilen gelirler

üzerinde yaşanacak aşağı ve yukarı yönlü hareketlenmelerin ortaya çıkardığı problemlerin önüne geçmek amacıyla kurulmaktadır (Akbulak, 2008: 4).

Ekonomik buhranın yaşandığı dönemlerde istikrar fonlarından piyasadaki dalgalanmaların yönüne karşı aykırı bir tutum sergilemesi umulmaktadır. Dolayısıyla bu fonlar kısa ve orta vadeli, daha az getirili olmakla beraber sabit kazanç sağlayan araçlara yatırım yapmayı tercih etmektedir (Kayıran, 2016: 63). Bu fonlara sahip olan ülkeler arasında, Meksika’da Oil Revenues Stabilization Fund of Mexico ve Revenues Stabilization Fund of Mexico, Şili’de Social and Economic Stabilization Fund, Cezayir’de Revenue Regulation Fund, Peru’da Fiscal Stabilization Fund, Nijerya’da Sovereign Investment Authority, Moğolistan’da Fiscal Stability Fund ve son olarak Türkmenistan’da ise Turkmenistan Stabilization Fund bulunmaktadır.

#### **1.8.1.3. Emeklilik İhtiyat Fonları**

Birtakım ülkeler, nüfusun yaşlanması ile emeklilik düzeneğinde aksaklıkların oluşabileceği ve yükün giderek ağırlaşmasına neden olabileceği gerekçesiyle bu varlık fonlarını kurmuşlardır. Bu fonlara sahip olan ülkeler emeklilik sistemindeki nakiti veya bütçeden belirli zaman aralıklarıyla iletilen miktarları varlık fonunda tasarruf ederek yatırımlarını gerçekleştirmekte, böylece gerek duyulduğunda veya beklenmeyen bir dönemde emeklilerden kaynaklanan nedenlerden dolayı devletin ani bir iktisadi yüküyle karşılaşması durumunda bu yatırımlardan faydalanılması tasavvur edilmektedir. Bununla birlikte bu fonlar ekseriyetle uzun vadeli yatırımlar gerçekleştirmektedir (S.Das vd., 2009: 9-14).

Yeni Zelanda Fonu (The New Zeland Superannuation Fund), hükümet tarafından gelecek yıllar için bazı aritmetik hesaplar yapılarak, 50 yıl içinde emeklilik sistemi masraflarının iki katı olacağı şeklindeki tahminler sonucunda 2001 yılında kurulmasına karar verilmiştir. Hükümet her yıl düzenli olarak bu fona 1.5 milyar dolar ileterek sağlanan bu birikimi, emeklilik sisteminin hükümet üzerinde herhangi bir pürüz oluşturması durumunda değerlendirerek bu varlık fonu üzerinden emeklilik sisteminin sübvansiyonunu planlamaktadır (IWG, 2008: 40).

Bu fonlara örnek gösterilebilecek diğer fonlar arasında, Norveç’te Government Pension Fund-Global, Avustralya’da Australian Future Fund ve İrlanda’da Ireland Strategic Investment Fun yer almaktadır.

#### **1.8.1.4. Rezerv Yatırım Fonları**

Ülkelerin makroekonomik idaresinde önemli bir yere sahip olan UVF'ler bu bağlamda küresel olarak diğer devlet kuruluşlarıyla da iletişim halinde olmaktadır (Al-Hassan vd., 2013: 7). Dolayısıyla ülkelerin gösterdikleri küresel ekonomik faaliyetler sonucunda, dövizden elde ettikleri getirileri daha iyi idare edebilmek ve bu getirilerden yüksek faydalar sağlayabilmek amacıyla rezerv yatırım fonları kurulmaktadır (Weiss, 2009: 4). Bu fonların esas amacı, yatırımlarda mevcut ihtiyat kaynakları değerlendirilerek karlılığı güçlendirmek ve bütçenin eksik verdiği devrede gerçekleşen getirilerin, bütçenin fazla verdiği dönemdeki yatırım getirileriyle dengelenerek istikrarın sağlanmasıdır (Allen ve Caruana, 2008: 5).

Singapur'da Temasek Holdings, Katar'da Qatar Investment Authority, Birleşik Arap Emirlikleri (BAE) Abu Dabi'nin Mubadala Investment Company ve Güney Kore'de Korea Investment Corporation rezerv yatırım fonlarına model olarak gösterilmektedir.

#### **1.8.1.5. Kalkınma Fonları**

Ülkede büyüme üzerinde gözlemlenen yavaşlamalar, bütçede meydana gelen sınırlamalar ve altyapıda ortaya çıkan problemlerin yol açtığı ivedili durumlar nedeniyle devletlerin, önemli gördükleri sektörlerle yatırımın gerçekleştirilmesi gerekliliği ortaya çıkmakta ve bunun sonucunda kalkınma fonları kurulmaktadır (Konukman ve Şimşek, 2017: 1930). Bu fonlar ülkenin büyüme hızını arttırarak sınai politikaların uygulanmasını özendirmekte aynı zamanda toplumsal ve iktisadi tasarıları finanse etmektedir (Allen ve Caruana, 2008: 5).

Şimşek ve Eren (2018: 35), kalkınma fonlarının yukarıda bahsedilen diğer dört varlık fonundan farklı olduğunu, yatırımlarını çoğunlukla yerel ekonomide gerçekleştirerek genel varlık fonu tanımından uzaklaştığı için bu fonların UVF'lere dahil edilmediğini belirtmektedir. Hentov (2015: 3) ise, bu varlık fonlarının bütünüyle lokal yatırımlarda bulunmadığını, yalnızca yurtdışına kıyasla yurtiçinde daha fazla yatırım yaptığını belirtmektedir. Kalkınma fonlarının yurtiçi yatırımını gerçekleştirirken ekonomik istikrarı da göz önünde bulundurması gerekmektedir. Öyle ki, bu varlık fonları önemli büyüklüklere sahip yatırımlar gerçekleştirebilmekte ve bu yatırımlar bölgesel talebi çoğaltarak piyasada fiyatların şişkinliğe uğramasına veya döviz kurlarında yükselmelere neden olabilmektedir (S.Das vd., 2009: 17).

Afrika kıtası ekonomik büyüme ve kalkınma bakımından diğer bölgelere nispeten daha eksik kalmakta ve bu gibi varlık fonları mevcut bölgeler için gelişmeye olanak sağlayacak önemli kuruluşlar olarak görülmektedir. Bu fonlar ülkenin gelişimine iki farklı şekilde katkı sağlayabilmektedir. Birincisi, yurtdışında bulunan varlık fonlarının yatırım için Afrika kıtasını tercih etmesi. İkinci olarak ise, kıta içerisindeki hükümetlerin sahip olduğu varlık fonlarının, ulusal kalkınmanın gerçekleşmesi adına faaliyetlerde bulunması bölgesel kalkınmayı da olumlu yönde etkilemektedir. Bu duruma Libya doğru bir örnek olarak gösterilmektedir. Libya Varlık Fonu (Libyan Investment Authority) yatırımlarının %75'i yurtiçi pazarlarında gerçekleşmektedir (Stuckelberger vd., 2015: 39).

Öte yandan bu fonlara gösterilebilecek önemli örnekler arasında, Singapur Temasek Holding, Malezya Khazanah Nasional Berhad bulunmakta bunlara ek olarak, BAE Abu Dhabi Mubadala Investment Company ve Venezüella Macroeconomic Stabilization Fund bulunmaktadır (Singh, 2008: 3).

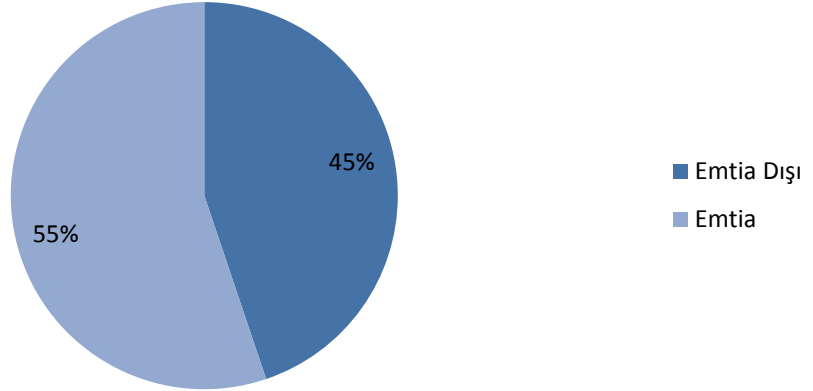
Suudi Arabistan'da kurulması tasavvur edilen ve 2 trilyon dolarlık kaynağı ile dünyada en büyük varlık fonu olması hedeflenen yeni varlık fonu, yakın zamanda kalkınma fonlarına verilebilecek güzel bir örnek olmaktadır. Bu fonun öncelikli amacı ise, güneş enerjisi sahasında Suudi Arabistan'ı dünyada önder bir konuma getirmek şeklinde planlanmıştır (Vick, 2018).

### **1.8.2. Kaynağına Göre Ulusal Varlık Fonları**

Kuruluş amaçları ve hedeflerinin dışında UVF'ler kaynak yapısı olarak emtia ve emtia dışı olmak üzere iki şekilde gruplandırılmaktadır (DoT,2007:1). Sahip oldukları parasal varlıkların kaynağı bu iki fon arasındaki temel ayrımı ifade etmektedir. Bununla birlikte her iki fon da parasal gelirlerde stabilizasyonu ve farklı jenerasyonlar arası tasarrufun sağlanması gibi birbirine yakın nedenlerle oluşturulmaktadır (Bazoobandi, 2011: 34).

Grafik-3'te 2018 Nisan verilerine dayanarak UVF'lerin emtia ve emtia dışı kaynaklarının dağılımı gösterilmiştir. Buna göre emtia kaynaklı UVF'lerin büyüklüğü 4.320,07 milyar dolar olarak toplam varlık fonları içindeki oranı %55.18 olurken, emtia dışı kaynakların büyüklüğü 3.509,48 milyar dolar olup bütün varlık fonları içindeki oranı %44.82 olarak tahakkuk etmiştir (SWFI, 2018).

**Grafik 3. UVF'lerin Kaynak Bakımından Sınıflandırılması**



Kaynak: <https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>, 2018

#### **1.8.2.1. Emtia Kaynaklı Ulusal Varlık Fonları**

Petrol ve doğal gaz fiyatlarındaki oynamalar, bu kaynaklara sahip olan ülke ekonomilerinde istikrarsızlık ortaya çıkarmaktadır. Bu sebeple petrol fiyatlarının arttığı dönemlerde elde edilen gelirleri tasarruf etmek istemekte, fiyatların düşüşe geçmesiyle de bu tasarrufları tüketmeyi tercih etmektedirler. Bu tür ülkeler için varlık fonları, fiyatlarda meydana gelen artışlarda tasarruf etmek amacıyla gelirlerini kıymetlendirebilecekleri bir vasıta görevi üstlenmiştir (Amar vd., 2017: 3). Bu bağlamda emtia gelirlerine sahip UVF'ler, öncelikli olarak petrol ve doğal gaz olmak üzere dış satışlardan elde edilen gelirlerin bir kısmının belli bir kümede toplanmasıyla meydana gelmektedir. Ayrıca hidrokarbon gelirleri dışında, metaller ve mineraller ile sağlanan gelirlerle oluşturulmuş varlık fonları da mevcut bulunmaktadır (Aykın, 2011: 6).

Emtia kaynaklı UVF'lerin amacı, doğal kaynak fiyatlarında yaşanan istikrarsızlığın ekonominin bütününe yansımaları en aza indirmek ve sonraki nesiller için mevcut kaynaklardan pay ayırabilmektir. Bununla birlikte fiyatların üst seviyelerde seyretmesinin neden olacağı kamu harcamalarındaki artışın ve enflasyonist baskının önüne geçmek bu fonların diğer amaçları arasında bulunmaktadır (Hacıhasanoğlu ve Soytaş, 2010: 7).

Bir diğer çalışmaya göre bu tür fonların başka bir amacına daha değinilmiş ve halkın üzerinden elde edilen saklı bir vergi olabileceği üzerinde durulmuştur.



Hükümetler, elde ettikleri fazla gelirleri vergi indirimi şeklinde özel kesim veya kişilere uygulamaktansa, artan gelirleri varlık fonunda değerlendirerek, sonraki nesillerin de faydasını gözetmek maksadıyla uzun vadeli karı misyon edinmektedir (Blackburn vd., 2008: 15). Bu fonlara, Norveç, Suudi Arabistan, BAE, Kuveyt, İran, Katar, Bostwana, Rusya, Libya, Alaska ve Azerbaycan gibi ülkeler dahil edilmektedir.

#### **1.8.2.2. Emtia Dışı Kaynaklı Ulusal Varlık Fonları**

Emtia dışındaki UVF'lerin, merkez bankasında artan ihtiyat fazlalıkları ile oluşturulduğu gözlemlenmektedir (Kimmit, 2008: 121). Petrol servetine sahip olan ülkelere ayrı olarak, ticari etkinliklerden elde ettikleri yüksek miktarlarda döviz gelirinin sağladığı döviz fazlasının bir bölümünü varlık fonunda değerlendirerek oluşturulan fonlardır (Dewenter vd., 2009: 1).

Emtia dışı fonların amacı, ithalat ve ihracattan elde edilen ticari metallerdeki istikrardan sağlanan gelir fazlasının, ekonomik dalgalanmalar sırasında ortaya çıkabilecek risklere karşı önlem olarak kullanılmasıdır. Bu fonlar bir bakıma emtiaya dayalı varlık fonlarını andırırsa da, gelir akışları bakımından daha bariz faaliyetlerde bulunmaktadır. Buna ek olarak emtia dışı fonlar etkin yönetimi açısından diğer fonlardan ayrılmaktadır. Dışarıdan gelen sermaye akışları ülkenin kendi para birimi üzerinde olumsuz etkiler yaratabilmekte, bu etkileri hafifletebilmek için ise merkez bankaları bazı sterilizasyon çalışmaları yapmaktadır. Bu çalışmaların neden olduğu maliyetleri en aza indirmek adına yüksek karı hedefleyerek dinamik bir yönetim sergilemektedir. Ayrıca varlık fonu kuruluş aşamasında döviz rezervlerindeki mevcut fazlalıkların kullanılması durumunda, Merkez Bankasının sorumlu olduğu vazifeleri yerine getirebilmesi için bünyesinde bulundurduğu dövizleri muhafaza etmesi gerekmektedir. Merkez Bankası için hangi miktarda dövizin kafi gelebileceği hakkında kesin bir bilgi bulunmamasıyla birlikte, bu durum ülkeden ülkeye veya bulunduğu ekonomik vaziyete göre değişiklik göstermektedir (Hacıhasanoğlu ve Soytaş, 2010: 8-16).

Netice itibarıyla merkez bankası daimi döviz fazlalığını hedeflemekte ve gerekli olan kadarının dışında devamlı bir döviz fazlalığının saptanması durumunda ise hükümetlerin bu tip varlık fonları tesis etmesi muhtemel olabilmektedir (Amar vd., 2017: 3-6). Bu fonlar için, Malezya, Çin, Singapur, Güney Kore, Avustralya ve Kazakistan gibi ülkeler örnek teşkil etmektedir.

## İKİNCİ BÖLÜM

### 2.ULUSAL VARLIK FONLARININ İŞLEYİŞ PRENSİPLERİ

Bu bölümde UVF'lerin idari yapısı, güvenilirliklerine yönelik denetimler ve şeffaflığına ilişkin uygulanan başlıca endeksler ile yatırımlarının sektör bazında oransal dağılımı ele alınacak, ardından dünyada servet miktarı bakımından seçilmiş önemli ülke örneklerine yer verilerek mevcut fonların finansal etkileri ve iktisadi büyüme açısından önemi değerlendirilerek TVF için zemin hazırlanacaktır. Bütün bu değerlendirmeler ışığında TVF'nin gelişim süreci, hedefleri ve portföyü incelenecek ve finansman kaynakları bakımından diğer UVF'ler ile mukayesesi yapılarak iktisadi düzen içindeki payı tahlil edilecektir.

#### 2.1. Ulusal Varlık Fonları Yönetim Yapısı

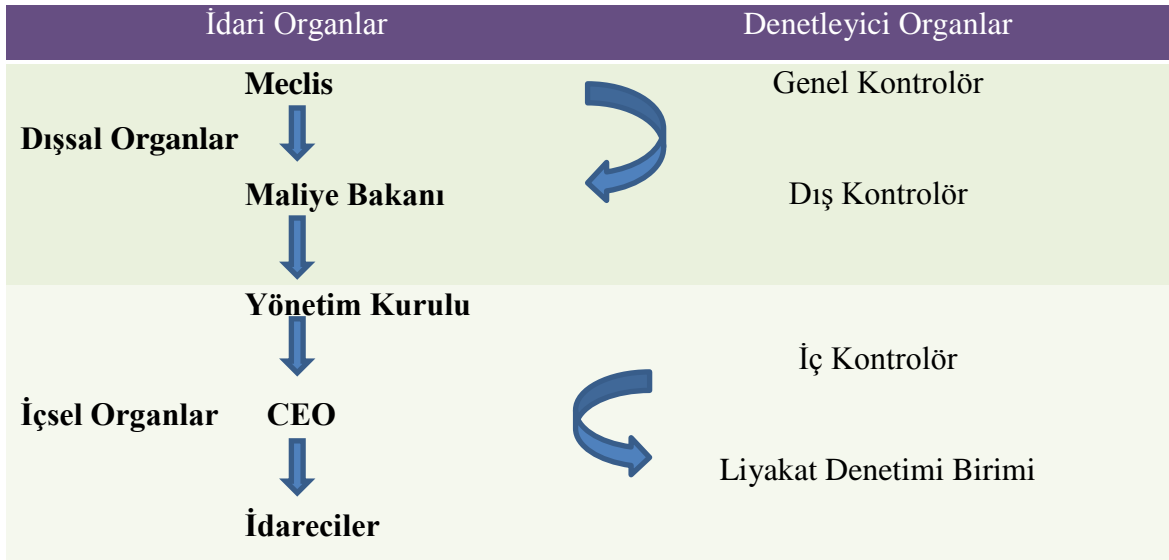
Varlık fonlarının kuruluşunu tamamladıktan sonra değişik biçimlerde örgütlendiği görülmektedir. Bazı varlık fonları tüzel kişiliğe sahip etkiler barındırırken, bazıları ise bu etkilerden uzak bir yönetim şekli benimsemektedir. Tüzel kişilik özelliği gösteren varlık fonları, şirketler hukuku gereğince şirket olarak kurulan varlık fonları ve yasal bir temeli olup kamu hukuku nizamına göre faaliyet gösteren varlık fonları şeklinde kendi içinde iki gruba ayrılmaktadır. Bünyesinde tüzel kişilik özelliği barındırmayan varlık fonları ise, elde edilen gelirlerin daha sonra değerlendirilmesi için toplandığı varlık havuzu oluşumunu ifade etmektedir. Bu varlık fonlarının yönetimini, maliye bakanlıkları, merkez bankaları veya bu eyleme has özelliklere sahip kamu kuruluşları üstlenmektedir (Hammer vd., 2008: 5).

IMF (2013:10-12) ise, varlık fonlarının örgütlenme şeklini yönetici modeli ve yatırım şirketi modeli olarak iki grup şeklinde izah etmektedir. Yönetici şekli modelinde, UVF'yi meydana getiren servetin tamamının kanuni olarak sahibi olan varlık idarecisine (örneğin Maliye Bakanlığı'na) yatırım yönergesi verdiği görülmektedir. Yatırım şirketi modelinde ise, hükümetin sahipliğinde bir yatırım şirketi oluşturulmaktadır. Aynı zamanda bu şirket fona ilişkin varlıkların da sahibi pozisyonundadır. Her iki model de, bütün siyasal hedefler, istekler veya siyasi

müdahalelerin sebep olabileceği kısıtlamalara ve zorlamalara karşı serbest bir yönetimi benimsemektedir.

Kurumsallaşmanın temin edildiği demokratik ve gelişmiş devletlerde siyasetçilerin varlık fonu üzerindeki tesirinin düşük olduğu görülmektedir (Akyol ve Hayaloğlu, 2017: 274). Bununla birlikte, varlık fonlarının çoğunun yönetim şekli ülkeden ülkeye farklılık göstermekle beraber asıl önemli kararlar konusunda hükümetin etkisi altında kalabildikleri görülmektedir. Hükümetler tayin edecekleri yöneticiler aracılığıyla veya teftiş yoluyla varlık fonlarına müdahil olabilmektedir (Zee, 2017: 50).

**Tablo 6. UVF'lerin Yönetim ve Denetim Yapısı**



Kaynak: IMF, 2003: 12

UVF'lerin iç ve dış idari ve denetleyici organları, yönetim ve denetim sürecini uygulamakla birlikte, UVF'lerin idari yapısının genel olarak beş farklı bünyeden oluştuğu ele alınmaktadır. Yasama ve yürütme organı ilk sırada yerini almaktadır. Bu anlamda meclis, UVF'lerin meşru yapısını ve uyguladıkları prosedürlerin meşru tabanını kuran yasaları tasdik etmekle görevlidir. Aynı zamanda UVF'lerin toplam makul risk seviyelerini tespit etmede de etkili olmaktadır. Genellikle meclisin ortaya koyduğu genel sınırlar içerisinde, bakanlar kurulu veya maliye bakanı, yatırımı gerçekleştirecek kuruluşa yönergeler göndermektedir. İdari teşkilatlanmanın kanuni yapısı dahilinde en üst makam ise yönetim kurulu organıdır. Bu organ, fon sahibi vasıtasıyla ortaya konulan kanuni limitler ve direktifler dikkate alınarak kurum içi nizamı ve organizasyonları gerçekleştirmekte, aynı zamanda kurumun CEO'sunu tayin

etmekle görevlidir. CEO yatırım kurumunun idarecisi olmakla birlikte yönetim kurulunun çizdiği sınırlar doğrultusunda günlük prosedürlerden mesul olmaktadır. Son olarak ferdi yöneticiler ise, CEO ve personellerin ortaya koyduğu riziko limiti çerçevesinde işlemleri uygulamakla görevlidir (Kayıran, 2016: 69).

Varlık fonlarının iyi bir şekilde yönetilmesi idari kurula, yatırımlara ve şeffaflık ilkesine bağlı olmakla birlikte, aşağıdaki kriterler de varlık fonunun etkili yönetilmesinde önem arz etmektedir (Bauer vd., 2014: 4);

- Fonla ilgili taban veriler metodik bir şekilde ve geniş yelpazade belirtilmelidir.
- Fonun ne gibi amaçlara sahip olduğu net bir şekilde ifade edilmelidir.
- Fonun yapmış olduğu icraatlerde, etkili denetim yapıları meydana getirilmelidir.
- Nakit yatırma ve çekme hususunda hedefleri ile uyumlu ilkeler barındırmalıdır.
- Hedefleriyle uyumlu yatırımlar gerçekleştirilmelidir. (Hisse senetlerinin en fazla %20’lik bir yatırım payına sahip olması gibi)
- Fon idarecileri arasında etkin bir işlevsel paylaşım gerçekleştirilmeli ve limitler açıkça belirtilmelidir.
- Kamunun parasal idari düzenini herhangi bir hasara karşı güvende tutabilmek adına, ülkenin bütçe dengesinin gerçekleştiği süreç dahilinde tutum sergilenmelidir.

Yetersiz bir fon yönetimi, ülkenin makroekonomik istikrarında tehlikeli neticelerin yaşanmasına ve fonlarda önemli ölçüde meta kayıplarına sebep olmaktadır. Bu duruma Libya Yatırım Otoritesi iyi bir örnek teşkil etmektedir. 2008’de yaşanan küresel kriz sonrasında, kontrollerde meydana gelen aksaklık ve çokça risk barındıran kararların alınması sonucunda, hisse senedi ve türev gelirlerde 1,2 milyar dolar zarara uğranmıştır. Diğer bir örnek olarak Kuveyt Yatırım Otoritesi, 1980 yılının ikinci yarısından 1992 yılına kadar olan periyotta İspanyol firmaları ile görüşmelerin düzenli yapılamaması sonucunda yatırımlardan kaynaklı 5 milyar dolar kaybetmiştir. Aynı şekilde Türkiye-Gürcistan Demiryolu Projesi gibi önem arz eden birçok tasarının gerçekleşmesi için gerekli kredinin Azerbaycan Varlık Fonu (SOFAZ) üzerinden sağlanması, fonun elde ettiği gelirlerin maksadının haricinde değerlendirilmesi sonucunda mali düzen zarar görmüş, aynı zamanda bu durum SOFAZ’ın sahip olduğu servet miktarının da daralmasına neden olmuştur. Bütçe dengesinin sağlanamaması ve tasarruf fonu olmalarına rağmen etkin bir tutum sergileyememeleri neticesinde

başarısızlık gösteren diğer fonlar arasında, Venezuela, Kazakistan, Tobago ve Trinidad gibi ülkeler bulunmaktadır (Bauer vd., 2014: 4-20).

## **2.2. Ulusal Varlık Fonlarının Denetimi ve Ortak Özellikleri**

Varlık fonlarında, yönetim departmanları ve işleyiş ilkeleri ile birlikte denetim sisteminin düzenli işletilmesi, ortaya koyduğu yatırımların doğru ve etkin bir şekilde yürütülmesi ve buna bağlı global yatırımlarında diğer ülkeler tarafından saygınlık kazanması bağlamında önem arz etmektedir.

Varlık fonlarının denetlenmesi, kamuoyu denetimi, iç denetim, dış denetim ve uluslararası denetim yolu olmak üzere 4 farklı gruba ayrılarak değerlendirilmektedir. Kamuoyu denetimi, varlık fonlarının bulunduğu hükümete ve bilvasıta vatandaşlara karşı durum bildirme mesuliyetinin olduğunu ve açık, net bir dille etkinlik raporlarının tanzim edilmesi zaruriyetinin bulunduğunu göstermektedir. Diğer taraftan halkın varlık fonu üzerinde kontrolör görevi üstlenebilmesi hukuksallık ve yasallık bağlamında önem arz etmektedir. Nitekim ABD’de bulunan Alaska Varlık Fonu (Alaska Permanent Fund), 1976 yılında kurulacağı esnada kamu oylamasına giderek oy çokluğuyla kurulmasına karar verilmiştir (www.apfc.org, 2020). Varlık fonları iç kontrollerinin gerçekleştirilmesi için iç denetim kolları oluşturmaktadır. Bu amaçla bir çok varlık fonu kendi ahlaki ölçütlerini saptamaktadır (Liquin vd., 2011: 23). Örneğin Norveç Varlık Fonu, öz denetimini gerçekleştirme gayesiyle ahlaki ölçütler saptama yoluna gitmiştir. Bu tür varlık fonları, elde edilen kazancın bir bölümünün sonraki kuşaklar için transferinin gerçekleşmesine önem vermekte aynı zamanda doğaya ve insanlara zararlı olabilecek yatırımlarda bulunmaktan kaçınmaktadır (IWG, 2008: 41). Varlık fonlarının sunduğu etkinlik raporlarının önemi, niteliği ve niceliği dış denetim kolu vasıtasıyla değerlendirilmektedir. Dış denetimler ise, mevcut ülkede bulunan Sayıştay veya muadili kurumlar vasıtasıyla, bunun dışında ise hususi denetim kolları tarafından gerçekleştirilmektedir (Hammer vd., 2008: 11).

Uluslararası denetim özelliğinde ise, küresel anlamda herkes tarafından onaylanan ahlaki ölçütler olmakta, aynı zamanda şeffaflık konusunda incelemeler yapılmaktadır. Bu tür enternasyonal ölçütler varlık fonlarının global anlamda kabul edilebilirliğine fayda sağlamak ve bu fonlara karşı mevcut veya oluşabilecek peşin hükümleri ortadan kaldırmaktadır (Stuckelberger vd., 2015: 70). Bu global ölçütlerden en önemlisi IMF bünyesinde hazırlanan Uluslararası Çalışma Grubu’nca (International Working Group of Sovereign Wealth Funds) düzenlenen Santiago İlkeleri’dir. Varlık

fonunun bulunduğu ülkeler üzerinde herhangi bir cebri etkisi bulunmayan bu ilkeler, tatbik eden ülkeler açısından da oldukça yararlı bulunmaktadır (Liqun vd., 2011: 42-43).

Santiago ilkelerinin 12. Maddesi, ulusal varlık fonlarının enternasyonal ve milli yatırımlarının denetime ait belirli ölçülere uygun bir şekilde gerçekleşmesi gerektiğini vurgulamakta ve UVF'lerin denetlenme prosesini şu şekilde açıklamaktadır (IFSWF, 2008: 18);

- UVF'lerin icraatleri, yatırım için gerekli olan kredi veya likit para finansmanı, muhasebe ve çalışma sistemleri metodik olarak denetlenmelidir.
- Denetim yöntemleri, aslına uygunluğu bakımından kontrolünün gerçekleştirilebilmesi için kolay anlaşılır, açık ve net olmalıdır.
- İç denetim süreci, işlevsel idareden özgür gerçekleşmeli ve idari organa veya varlık sahibine takdim edilecek periyodik iç denetim incelemelerinin yapıldığı raporlar şeklinde neticelendirilmelidir.
- UVF'ye ait parasal tablolar, enternasyonal kurallara uygun olarak senelik hür bir dış denetime veya buna muadil milli denetim ölçülerine bağımlı olmalıdır.

Varlık fonları ilk olarak, bağımsız bir dış kontrolör aracılığıyla denetiminin gerçekleştirilmesinin ardından ortaya çıkarılan raporlar UVF idaresine veya bir alt kurula arz edilmektedir. Ulusal kontrolleri tamamlanan varlık fonlarının enternasyonal denetim kurumları tarafından değerlendirilmesi önem teşkil etmektedir. Öyle ki bu denetimlerden olumlu dönüş alan UVF'ler global anlamda prestijini ve güvenilirliğini bir üst seviyeye taşıyabilmektedir.

Varlık fonları için global ilkelerden bir diğeri, OECD vasıtasıyla hazırlanan, Varlık Fonları ve Yatırım Yapılan Ülkeler Beyannamesi'dir. Referans niteliğinde olan bu beyannamenin hedefi, yatırım gerçekleştirilen ülkeler vasıtasıyla, varlık fonlarına karşı himayeci politik uygulamaların önüne geçmektir (Stuckelberger vd., 2015: 73). Onaylanan enternasyonal ölçütlerden üçüncüsü ise Varlık Fonlarına Genel Yaklaşım'dır. 2008'de AB tarafından bildirilen referans niteliğindeki beyannamede, üye ülkelerin varlık fonlarına bir konu veya problemi değerlendirmek açısından nasıl yaklaşması gerektiği izah edilmektedir (Stuckelberger vd., 2015: 74-75).

Küresel bağlamda varlık fonlarının kendilerine özgü bir takım karakteristik özellikleri bulunmaktadır. Belli bir şahısla veya sektörle ilişik olmayan varlık fonları devlete ait olmakla birlikte aynı zamanda devletin tüm halkına aittir. Dolayısıyla varlık

fonları etkinliklerini kamu çıkarlarına uygun olarak sürdürmekte ve sadece bulunduğumuz zamandaki vatandaşları değil sonraki kuşakların da çıkarları doğrultusunda faaliyetlerini gerçekleştirmeyi amaçlayan bir devlet azasıdır. Varlık fonlarının, devlete ait olma ve bunun yanında kar amacı gütmeleri ortak özelliklerinin yanı sıra bu fonların tüm vatandaşların malı olduğu belirtilmektedir. Örneğin, Alaska'da bulunan varlık fonu elde ettiği hasılatının bir bölümünü aracısız bir şekilde vatandaşa aktarmaktadır (Das vd., 2009: 12).

Devlet yönetimi üzerinde iktidarın siyasi politikalarının etkili olabileceği bilinmekte ve hatalı bir uygulama olmakla birlikte mevcut siyasi hükümetlerin, daha çok siyasi adaletin güvenilir olmadığı ülkelerin iç politikasında, varlık fonlarını bu çıkar doğrultusunda kullandıklarına rastlanmaktadır (Blackburn vd., 2008: 13).

Varlık fonlarının ortak özelliklerinden bir diğeri de şeffaflık mevzusunda tenkit edilmeleridir. Çoğu varlık fonunun uluslararası pazardaki koşullar doğrultusunda zaruri şeffaflığı temin edemeyerek, gerçekleştirdiği yatırımların kar hedefi güderek mi veya yatırım gerçekleştirilecek ülkede siyasal bir etki yaratmak amacıyla mı hareket ettikleri bağlamında kaygılar ortaya çıkmaktadır. Nitekim varlık fonları, nitelik ve nicelik bakımından stratejik değere sahip ortaklıklar üzerinde hisse satın alımı sayesinde kontrol elde edebilmekte ve gerçekleştirdikleri önemli ölçüdeki yatırımları aniden kaldırarak mevcut ülkenin ekonomik istikrarında dalgalanmalara neden olabilmektedir (Bernard ve Mieszala, 2009: 222). Daha çok gelişmiş ülkelerin yaşadığı bu kuşku ve endişenin artması sonucunda, ABD'de 2007 senesinde bu konu ile alakalı yönetmelik değişikliği gerçekleştirilmiştir (Wilson, 2018). Diğer taraftan OECD ülkelerinde bulunan varlık fonlarının diğer ülkelerdeki varlık fonlarına kıyasla şeffaflık ilkesine daha uyumlu hareket ettikleri, gelişmiş ülkelerin sahip olduğu varlık fonlarının şeffaflığının ise gelişmekte olan ülkelere oranla daha fazla olduğu görülmektedir (Drezner, 2008: 123).

Kimi hükümetlerin ülke dışından gelen yatırımların kaynağına bakmaksızın bu yatırımları onayladığı görülürken kimi hükümetler ise bu tip yatırımlara nispeten daha tedbirli davranmakta veya uzak durmayı tercih etmektedir. Bu anlamda şeffaflık, varlık fonları açısından önemli bir ilke olmakla beraber, şeffaflığın çoğalması fonlarda meydana gelebilecek istenmeyen ve endişe verici durumları en aza indirmekte ve yatırım gerçekleştirilecek ülkelerin varlık fonlarına mani olma olasılığını düşürmektedir (Jen, 2007: 7).

Varlık fonlarının yatırımlarını siyasi hedefler doğrultusunda gerçekleştirdiğine dair kaygılar, bu fonların yurt dışında yatırım yapma hürriyetini daraltmaktadır. Öyle ki yatırım yapılmak istenen devletler siyasi endişelerinden kaynaklı ülke dışından gelen yatırımlara karşı handikaplar oluşturmaktadır. Bütün bunların yaşanmaması için varlık fonları, önemli bir etkinlik olan Santiago İlkeleri'ni yayınlamıştır. Varlık fonlarınca tamamen hiçbir yükümlülüğü yokken bu ilkelere entegrasyon sağlanmakta ve uygulamada olan bu ilkeler belirli fasılalarda izlenerek raporlar oluşturulmaktadır. Bu şekilde varlık fonlarının enternasyonel alanda yatırım araçları olarak varlığını kabul ettirmesi amaçlanmaktadır (Liquin vd., 2011: 4).

Finansal piyasalarda dengeyi sağlamaları bakımından da ortak özellik sergileyen varlık fonları, mali pazarda istikrarın oluşturulması açısından fayda sağlamaktadır. Uzun bir ticari geçmişi olan, birçok insana istihdam alanı yaratan ancak kaynak sorunları yaşayan, işlevini ve görevini yapamayacak duruma gelen şirketlerin iflası, yurt içinde makroekonomik dengesizliklere neden olabilmektedir. Varlık fonları bu gibi şirketlere yatırım yaparak belli bir riski göze almakta ve değerini yitiren, iflasın eşiğindeki bu şirketlerin tekrar canlanmasına destek olmaktadır. Avrupa ve ABD'de 2006-2008 yılları arasında yaşanan mortgage krizi sonrasında endişe verici sorunlarla karşılaşan CitiGroup, Merrill Lynch, UBS ve Morgan Stanley gibi bankaların hisseleri, Çin, Singapur, BAE ve Kuveyt'te bulunan varlık fonlarınca, ederinden fazla bir miktara satın alınarak bu bankaların çöküşünün önüne geçilmiştir (Stuckelberger vd., 2015: 32).

Varlık fonları, denetimindeki mevcut kaynaklarının çokluğu nedeniyle ekonomik dengeyi sağlamak yerine aksi bir duruma neden olabilmektedir. Bunun iki nedenden kaynaklandığı belirtilmektedir. Birincisi, varlık fonlarının geçmişten bugüne şeffaflık ile ilgili yaşadığı problemler tedricen ülkelerin kaygılarını çoğaltmakta ve bu durum ekonomik düzende dalgalanmaların yaşanmasına neden olmaktadır. İkincisi ise varlık fonlarının yönettiği kaynakların denetiminin usulüne uygun şekilde yapılmasında yaşadığı eksikliklerdir. Ayrıca varlık fonlarının gerçekleştirilecek bir faaliyet veya yatırım kararları sebebiyle, kendi bünyeleri ve piyasa açısından kötü sonuçlar ortaya çıkarabilme tehlikesi olmakla birlikte, uygulamada böyle bir durumun yaşandığı örneğine pek rastlanmamaktadır. Bunun sebebinin, varlık fonlarının yatırımlarını önemsiz sayılabilecek mikro parçalar şeklinde gerçekleştirmesi sonucunda, yatırım yapılan şirket üzerinde kritik bir idari tesir gösterememesinden kaynaklandığı belirtilmektedir. Buna ek olarak varlık fonları, alanında uzman ve deneyimli idareciler



ile iş birliği içinde faaliyetlerini gerçekleştirmekte, dolayısıyla bu fonların yanılma veya hata yapma oranları oldukça düşük görülmektedir (Bernard ve Mieszala, 2009: 222).

Varlık fonlarının siyasal hedefler doğrultusunda hareket etmeden, bütünüyle iktisadi çıkarları gözeterek faaliyetlerini gerçekleştirmesi sonucunda, yatırım gerçekleştirdikleri ülke için oldukça faydalı oldukları belirtilmektedir. Bu nedenle varlık fonları ve yatırımın gerçekleştirileceği ülkeler için yasal ve düzgün yatırım koşullarının sağlanması açısından bir takım öneriler ortaya çıkmıştır. Bu öneriler doğrultusunda, yatırım yapılacak ülkeler aşağıdaki ilkelere tabi tutulmaktadır (Kimmit, 2008: 127);

- Varlık fonlarının yatırımlarının gerçekleşmesine mani olacak faaliyetlerde bulunmamalıdır.
- Sağlıklı bir yatırım ortamı için kurallar belirgin, net ve adil biçimde belirlenmelidir.
- Yatırımcıların yüksek kazanç maksadıyla belirledikleri kararlara saygı gösterilmelidir.
- Varlık fonları ve öteki yatırımcılar arasında eşitlikçi hareket edilmelidir.

Varlık fonları ise bu mevzuda aşağıdaki ilkelere tabi tutulmaktadır (Kimmit, 2008: 127);

- Yatırımlarını siyasi hedefler doğrultusunda değil iktisadi olarak yapmalılar.
- Enternasyonel bir örgüt bünyesine ve karar düzeneğine ehil olmalılar.
- Özel sektör ile adil koşullar altında rekabetini gerçekleştirmeli, herhangi bir imtiyaz isteğinde bulunmamalı.
- Uluslararası mali istikrarın oluşturulmasında yarar sağlayacak faaliyetlerde bulunulmalı.
- Yatırımın gerçekleştirileceği ülkenin nizamına uygun hareket edilmeli.

Varlık fonlarının bir diğer ortak özelliği, farklı yatırım araçları olarak kullanılmalrı şeklinde belirtilmektedir. Genellikle uzun süreli ve riskli yatırımlara yönelik varlık fonları, daha çok kökleşmiş olarak, devlet tahvilleri, şirket hisseleri ve doğrudan yatırım girişimlerinde bulunmaktadır (Allen ve Caruana, 2008: 8-9). Son dönemlerde varlık fonunun yatırımlarını teknoloji ağırlıklı sektörlerle yönelttiği görülmektedir (Engel vd., 2016: 2). Bunun yanında ülkelerin yiyecek gereksinimleri doğrultusunda tarım alanlarına da yatırımlar yönlendirilmektedir (Stuckelberger vd., 2015: 44).

Ana hedefi kar maksimizasyonunu sağlamak olan varlık fonlarının diğeri bir ortak özelliğı, sosyal ve ahlaki hedefli etkinliklerde bulunmasıdır. Öyle ki, çok fazla kazanç getirecek olmasına rağmen doğanın ve yaşanan çevrenin kötüye kullanımını gerektirecek bir yatırımı, özgeci bir şekilde hareket eden varlık fonu kabul etmeyecektir (Saint-Paul, 2009: 419). Buna iyi bir örnek olarak Norveç Varlık Fonu (Government Pension Fund-Global) gösterilebilmektedir. Nitekim, silah ve sigara türleri ihracını yapmakta olan şirketlere yatırım yapmayı tercih etmemektedir. Yeni Zelanda Varlık Fonu (New Zeland Superannuation Fund) ise, nükleer patlayıcı ihracını gerçekleştiren ve balina avlanma işiyle meşgul, aynı zamanda bu konseptte restoran işleten şirketlere yatırımını gerçekleştirmemektedir. Diğer taraftan varlık fonları yatırımını gerçekleştireceğı kurum üzerinde, yatırım yaptığı esnada veya yatırım yaptıktan sonraki süreçte, doğaya ve insan haklarına aykırı faaliyetlerde bulunan şirketlerin hisselerinden ayrılarak yatırımdan cayma suretiyle mevcut şirketlerin izlemekte olduğı stratejik planlarında olumlu yönde iyileşmeler meydana getirebilmektedir (Zee, 2017: 51-53).

Varlık fonları tarafından Afrika kıtasına gerçekleştirilen yatırımlarda yine ahlaki esasların öne çıktığı görülmektedir. Küresel iktisadi sistem içinde uyum sağlamada sıkıntı çeken Afrika kıtasının refah seviyesi düşük kalmakta ve bu bölgede iktisadi problemler yaşanmaktadır. Bu bölgenin ilerlemesi için varlık fonları vasıtasıyla, Dünya Bankası ve OECD varlık fonlarına, yatırımlarının minimum %1'ini Afrika kıtasına yönlendirme davetinde bulunarak mevcut yatırımların daha düzenli ve kıta halkının yararı gözetilerek yapılması gerektiğı vurgulanmıştır (Keenan ve Ochoa, 2009: 1152).

Ülkelerin emtiaya dayalı bir kaynak keşfetmesi sonucu iktisadi düzen içinde negatif yönlü eğimlerin artması durumu Hollanda hastalığı(Dutch disease) şeklinde adlandırılmaktadır. Dolayısıyla varlık fonları Hollanda hastalığına karşı tedbirler alma konusunda ortak özellik sergilemektedir. Buna göre emtiaya dayalı bir kaynağın keşfedilmesine bağlı olarak faik miktarda döviz kazancı sağlanmakta, bu kazancın amacına uygun olmayan şekilde ve yanlış değerlendirilmesi durumunda devalüasyonlar meydana gelmekte ve bu durum ülke içinde makroekonomik balansın sarsılmasına neden olmaktadır (Amar vd., 2017: 3-7). Bu anlamda varlık fonları emtia kaynaklı yüksek kazançları, ülke sınırları dışında etkin bir şekilde işleterek devalüasyonların önüne geçmekte ve ülke banknotlarının kıymetlenmesini mümkün kılabilmektedir.

### **2.3. Ulusal Varlık Fonlarının Şeffaflığına İlişkin Endeksler**

Varlık fonlarının devlet elinde olması, verilerin yansıtılması hususunda çekimser davranılması, politik hedefli hareket edilebilmesi gibi nedenler yatırım yapılacak ülke tarafından kuşkuların artmasına yol açmakta ve bu durum mali dengeyi sarsarak adil olmayan rekabet koşullarının yaşanmasına neden olmaktadır (Bismut, 2017: 72).

#### **2.3.1. Santiago İlkeleri**

Varlık fonları için şeffaflık kriteri büyük önem arz etmekte ve bu anlamda IMF yapısı içerisinde bulunan IWG'nin yayınlamış olduğu Santiago İlkeleri belirleyici olmaktadır. Bu ilkeler ile sorunların çözümü adına faydalı olabilmek maksadıyla teklif bağlamında 4 hedef belirli kılınmaktadır (Lippincott, 2012: 658-659);

- Global mali sistemin dengeli tutulması, serbest kapital sistem ve yatırım faaliyetlerinin himaye edilmesine özen gösterilmesi.
- Yatırım gerçekleştirilecek ülkelerde düzenleme ve açıklama zaruriyetlerine bağlı kalmak.
- İktisadi ve mali zarara uğrama rizikosunu ve kazancını göz önünde bulundurarak yatırım yapmaya karar vermek.
- İhtiyaçları karşılayacak şekilde işlevsel kontrolün bulunması, karşılaşılabilecek risklerin idaresi ve verilerin açıklanması hususunda şeffaf, aynı zamanda dayanaklı bir idare yapısına sahip olmak.

Santiago İlkeleri 24 tane Genel Kabul Görmüş Prensip ve Uygulamadan (Generally Accepted Principles and Practices-GAPP) meydana gelmektedir. Bu ölçütlerin ilk 5 tanesi UVF'ler ile ilgili kanuni sınırları bildirmekte, hayata geçirilmek istenen amaçlar ve makroekonomik yöntem ile koordinasyonu bir sonraki 12 ilke de açıklanmakta ve nihai 7 ilke ise, yatırımlar ile risk idaresi bağlamındaki açıklamaları göstermektedir (Bayar ve Yıldırım, 2013: 75).

**Tablo 7. Santiago İlkeleri**

<p><b>İlke-1:</b> UVF’lerin ulaşılacak istenen hedeflere ilerlemesine katkı sağlamak adına kanuni bir sınır olmalıdır.</p> <p>İlke-1.1: UVF’ler için kanuni sınır, bu fonlarda ve faaliyetlerinde yasallığın sağlanmasıdır.</p> <p>İlke-1.2: UVF’lerin kanuni destek ve bünyesi ile ilgili özellikleri ve hükümet kolları ile ilişkisinin gerekçesi kamuoyuna bildirilmelidir.</p>	<p><b>İlke-13:</b> Mesleki ve ahlaki standartlar net bir biçimde tanımlanmalı ve UVF’lerin idari konsey/konseylarının üyelerine, idarecilerine ve çalışanların tümüne bildirilmelidir.</p>
<p><b>İlke-2:</b> UVF’lerin siyasal hedefi açık bir biçimde kamuoyuna bildirilmelidir.</p>	<p><b>İlke-14:</b> UVF’lerin işlevsel idaresi amacıyla üçüncü ülkelerle olan temasları, iktisadi ve mali bir tabana dayanmalı ve temaslarda uygulanan yöntemler açık bir biçimde gerçekleştirilmelidir.</p>
<p><b>İlke-3:</b> UVF’lerin etkinlikleri, lokal ve genel alanlarda oluşturduğu makroekonomik etkiler arasında çelişki durumunun yaratılmaması için ulusal para ve maliye idari gücü tarafından eş güdümlü yürütülmelidir.</p>	<p><b>İlke-15:</b> UVF’lerin faaliyetleri, mevcut ülkelerdeki yönetmelik ve kamuoyunu bilgilendirme mecburiyetine uygun bir biçimde gerçekleştirilmelidir.</p>
<p><b>İlke-4:</b> Gerekli paranın sağlanması, geri adım atma ve harcamalara ilişkin UVF’lerin genel değerlendirimi için net bir şekilde kamuoyuna bildirilecek dayanak, yöntem veya düzenlemeye sahip olunmalıdır.</p> <p>İlke-4.1:UVF’ler, ihtiyaç duyulan para kaynağının nereden temin edildiğini kamuoyuna bildirmelidir.</p> <p>İlke-4.2: UVF’lerin geri adım atma ve hükümet adına harcama gerçekleştirmeleri kamuoyuna izah edilmelidir.</p>	<p><b>İlke-16:</b> UVF’lerin işlevsel olarak özgür olduğu idari sınırları ve hedefleri kamuoyuna sunulmalıdır.</p>
<p><b>İlke-5:</b> UVF’lere ait istatistiki veriler ve ülkelere ilişkin uygun makroekonomik veriler birleştirilerek zamanında rapor edilmelidir.</p>	<p><b>İlke-17:</b> UVF’ye bağlı finansal bilgiler, uluslararası mali piyasaların istikrarına fayda sağlamak, mevcut ülkeler için güven oluşturulması, iktisadi ve mali amacın belirtilmesi bağlamında kamuoyuna izah edilmelidir.</p>

**Tablo 7. (Devamı)**

<p><b>İlke-6:</b> UVF'lerin idari bünyesi sağlam olmalı, hedeflerin takip edilmesinde fon idaresinin hesap verebilirliği ve işlevsel özgürlüğü konusunda karşılaşılan güçlükleri ortadan kaldıracak yetki ve mesuliyetin açık bir şekilde paylaşımı yapılmalıdır.</p>	<p><b>İlke-18:</b> UVF'lerin yatırım politikası açık olmalıdır. Politika yapıcılar veya idari konsey tarafından ortaya konulan hedefler, risk toleransı ve yatırım stratejileri ile sistemli olmalıdır. Yatırım politikaları sağlam idari ilkelere dayalı olmalıdır.</p> <p>İlke-18.1: Yatırım politikası, UVF'lerin finansal risklerini ve muhtemel kaldrıaç kullanımını yönlendirmelidir.</p> <p>İlke-18.2: Yatırım politikası, iç ve dış yatırım idarecilerinin etkinliklerine, idari gücüne, seçildikleri sürece ve performanslarına hitap etmelidir.</p> <p>İlke-18.3: UVF'lerin yatırım politikasının içeriği kamuoyuna izah edilmelidir.</p>
<p><b>İlke-7:</b> UVF'lerin hedefleri bu fonların sahipleri tarafından belirli kılınmalı, açık bir şekilde belirtilen yöntemlere göre idari konsey/konseylere üyelerini tayin etmeli ve UVF prosedürleri üzerinde tetkik çalışmaları yapmalıdır.</p>	<p><b>İlke-19:</b> UVF'lerin yatırım kararları, yatırım politikası ile uyumlu bir biçimde iktisadi ve mali tabanlara dayandırılmalı ve olası risk durumlarında mali kazançları azami bir seviyeye getirmeyi amaçlamalıdır.</p> <p>İlke-19.1: Yatırım kararları iktisadi ve mali düşüncelerden farklı etkilere uğruyorsa, bu etkiler yatırım politikasında net bir biçimde izah edilmeli ve kamuoyuna bildirilmelidir.</p> <p>İlke-19.2: UVF'lere ait varlık idaresi, tasdik edilmiş uygun varlık idari ilkeleri ile uyumlu olmalı.</p>
<p><b>İlke-8:</b> İdari konsey/konseylere UVF'ler adına en iyi kazançları gözetmeli, UVF'lerin faaliyetlerini uygulayabilmek için açık bir şekilde belirlenmiş nitelik ve gerekli yetkinliğe sahip olmalıdır.</p>	<p><b>İlke-20:</b> UVF'ler özel girişimler ile rekabet içerisindeyken geniş yelpazeli bir yönetim sistemi ile öncelikli bilgi alışverişi gibi makul olmayan etkilerden yararlanmamalıdır.</p>
<p><b>İlke-9:</b> UVF'lerin işlevsel idaresi özgür bir biçimde gerçekleştirilmeli ve UVF'lerin stratejileri net olarak tanımlanmış sorumluluk sınırları içinde oluşturulmalıdır.</p>	<p><b>İlke-21:</b> UVF'ler hisse ortaklarının sahiplik haklarını, özsermaye yatırımlarının ana bileşeni olarak kabul etmektedir. UVF'ler sahiplik haklarını kullanmak isterlerse, yatırım politikası ile düzenli bir biçimde yatırımlarının mali kıymetini korumalıdır. UVF'ler borsada mevcut hisselerin sahibi olan işletmelerin menkul kıymetlerini seçmeye ilişkin sahiplik haklarının kullanımına yön veren ana etken ve genel tutumunu kamuoyuna izah etmelidir</p>

**Tablo 7. (Devamı)**

<b>İlke-10:</b> UVF'lerin hesap verebilirlik sınırlarına ilişkin yasa, resmi belgeler ile diğer yapısal dokümanlar veya idari kontrata göre net bir şekilde tanımlanmalıdır.	<b>İlke-22:</b> UVF'ler faaliyet risklerini tanımlayan, önemini belirten ve yöneten bir kısıta sahip olmalıdır. İlke-22.1: Risk idaresinin sınırları, mevcut risklerin gereği ölçüsünde takip edilmeli ve risklerin idaresi için sağlam bilgiye dayanan ve vaktinde rapor edilen düzenlere, denetim ve teşvik sistemlerine, uyulması gereken kuralları belirten tüzüklere, iş devamlılığı düşüncesine ve özgür bir denetim fonksiyonuna sahip olmalıdır. İlke-22.2: UVF'lerin risk idaresi sınırlarına olan tutumu kamuoyuna izah edilmelidir.
<b>İlke-11:</b> UVF'lerin etkinlikleri ve performansları üzerine mali tablolar, vaktinde onaylanmış uluslararası ve milli muhasebe ölçünleri ile düzenli olarak hazırlanmalıdır.	<b>İlke-23:</b> UVF'lerin servet ve yatırım performansları salt veya göreceli ilkeler doğrultusunda ölçülmeli ve net bir biçimde açıklanmış ilkeler veya standartlar ile fon sahibine rapor edilmelidir.
<b>İlke-12:</b> UVF'lerin etkinlikleri ve mali tabloları, tasdik edilmiş uluslararası veya milli kontrol standartları ile düzenli olarak denetlenmelidir.	<b>İlke-24:</b> GAPP'ın uygulanması ve düzenli olarak incelenme süreci UVF aracılığıyla veya onun yerine yapılmalıdır.

Kaynak: IWG, 2008: 7-9

Santiago ilkelerinde, UVF'lerin hem yurt içi piyasalarda hem de global ekonomide, finansal bir tutum sergileyen yapılar olarak yatırımlarını gerçekleştirdiği görülmektedir. Böylece UVF'ler global mali düzenin istikrarına fayda sağlamakta, korumacı baskıları hafifletmekte, net ve dengeli bir yatırım ortamını himaye etmeye yardımcı olmaktadır (www.ifswf.org, 2020). Santiago ilkelerinin öncelikli amaçları ise, UVF'lere karşı ortaya çıkan peşin hükümlü tutumları önleyerek bu fonların şeffaflık ve ulaşılabilirliğini arttırmaktır. Bu ilkelere, 2011 Temmuz ayı itibari ile Uluslararası Ulusal Varlık Fonları üyelerinin %95'lik kısmı bütünüyle veya kısmen pratikte uyumlu hareket ettiklerini bildirmişler ve her geçen gün ülkelerin uyum oranı düzenli bir şekilde artarak devam etmiştir (Lippincott, 2012: 659).

### **2.3.2. Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi**

Varlık fonlarının işleyiş ve çalışma alanları ile alakalı açıklama yapılması, idari izlemlerinin şeffaflık derecelerinin belirlenmesi ve global pazarlara yayılması amacı ile

sistemli bir şekilde raporlama görevini gerçekleştiren SWFI, varlık fonları ile alakalı faaliyet, çözümleme ve göstergeleri bildiren bir kuruluş olarak Linaburg-Maduell Transparency Index (LMTI) adlı bu tanzim kriterlerinden yararlanmaktadır (Karagöl ve Koç, 2016: 11).

Şeffaflık konusunda derecelendirme metodu olan Linaburg-Maduell şeffaflık endeksi, SWFI’nda Carl Linaburg ve Michael Maduell aracılığıyla meydana getirilmiştir. 2008 yılında oluşturulan bu endeks, o dönemden bu yana küresel anlamda formel fon raporları bilgilendirmelerinde, UVF aracılığıyla global standart ölçüt olarak değerlendirilmiştir. Aynı zamanda, hükümetin sahip olduğu varlık fonunun kamuya şeffaflığını bildiren 10 ana prensibe dayanmaktadır. SWFI’nın süregelen bir tasarısı olan bu endeksin elde edeceği minimal derecelendirme 1 puan, maksimum 10 puan olarak kabul edilmekte fakat gerekli şeffaflık maksadıyla istekte bulunmak için minimal derecelendirme 8 olarak tavsiye edilmektedir. Mevcut derecelendirmeler, fonların ilave veriler bildirmesiyle değişkenlik gösterebilmektedir (www.swfinstitute.org, 2020).

**Tablo 8. Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi İlkeleri**

<b>Puan</b>	<b>Linaburg-Maduell Şeffaflık İlkeleri</b>
+1	Fon meydana getirme tarihi, servetin kaynağı ve devletin sahiplik bünyesini göstermesi.
+1	Fonun hür bir şekilde kontrolü gerçekleşmiş senelik raporlarını sağlaması.
+1	Fonun, ortaklık hisselerinin sahiplik yüzdesini ve kurumların coğrafi pozisyonunu bildirmesi.
+1	Fon toplam portföy piyasa kıymeti, kazanç ve idari ödenceyi sağlaması.
+1	Fonun, ahlaki ölçütlere, yatırım politikalarına ve kılavuzların tatbikatçılara atıfta bulunan rehberler sağlaması.
+1	Fonun strateji ve amaçlarını net bir biçimde bildirmesi.
+1	Varsa fonun açıkça bağlı kurumları ve iletişim bilgilerini tarif etmesi.
+1	Varsa fonun dış idarecileri tanımlaması.
+1	Kendi internet sayfasını idare etmesi.
+1	Fonun, ana daire pozisyon adresini, telefon ve fax gibi iletişim bilgilerini sağlaması.

Kaynak: SWFI, www.swfinstitute.org, 2020

Global mali sistem dahilinde şeffaflık, olası risklere karşı idari sistem yönetimi, kamuoyuna bilgilerin izah edilmesi ve hesap verme mesuliyeti durumlarında etkili standartların oluşturulması, UVF'lerin ve devletlerin menfaatinde. Böylece UVF'ler ülke dışı piyasalara ulaşımını kamuoyunun onaylamasını kolaylaştırmakta, ayrıca fonların mali idarelerine yardımcı olmakta ve böylece kaynak ülkenin öz iyileşmesine yarar sağlamaktadır (www.oecd.org, 2007: 5).

Mevcut ilkelerdeki şartların tümünü yerine getirerek diğer varlık fonlarından ayrılarak en şeffaf olmayı başaran fonlar arasında Norveç Devlet Emeklilik Fonu, Mubadala Yatırım Şirketi, Temasek Holdings ve Alaska Sürekli Fonu bulunmaktadır.

### 2.3.3. Truman-Dawson Puanlaması

Truman endeksi, UVF'lerin düzenleniş biçimini, idare, şeffaflık ve hesap verebilirlik ile 4 temel bölüme ayrılan ve ABD'li iktisatçı Edwin M. Truman tarafından 2007 senesinde oluşturulan, sonrasında rehabilitesi gerçekleştirilen bir puanlama sistemidir. Mevcut bölümler dahilinde toplam 25 soru belirli kılınmış ve iki bölüm alt başlıklara ayrılmıştır. 1 ile 100 puan fasılasında puan tablosu oluşturularak her bölümde evet/hayır soru setleri meydana getirilmiştir. Böylece UVF'lerin nitelik ve niceliğinin belirlenmesine katkı sağlanması amaçlanmaktadır. Mevcut endekse ait sorular aşağıda verilmiştir (Truman, 2007: 3);

#### ➤ Organizasyon Yapısı:

1. UVF'lerin amacı net bir biçimde açıklandı mı?
2. UVF'nin kazanç elde ettiği kaynağı net bir biçimde açıklandı mı?
3. Anapara sarfiyatının ve fona ait gelirlerin ileri bir tarihte kullanılması net olarak belirtildi mi?
4. Bu parasal prosedür ilkeleri bütçe ile entegrasyon halinde mi?
5. UVF'lerin eylemleri maliye ve para politikalarına elverişli bir biçimde uyumlanmış mı?

#### • Diğer Yapısal İlkeler:

6. Genel yatırım stratejisi net olarak geliştiriliyor mu?
7. Yapısal değişim işlemi net mi?
8. UVF, ülkelerin uluslararası rezervlerinin dışında mıdır?

#### ➤ İdare Yapısı:

9. Hükümetin UVF'lerin yatırım stratejisini tanımlamadaki rolü net biçimde ifade edildi mi?



10. İdarecilerin yatırım stratejisini tatbik etmedeki rolü net biçimde ifade edildi mi?
11. UVF'lerin izlediği kurumsal yükümlülük için gerektiği biçimde ve halka açık kılavuzlar bulunmakta mı?
12. UVF'lerin izlediği ahlaki ilkeler var mı?
  - Şeffaflık ve Hesap Verebilirlik:
13. UVF'ler etkinlikleri ve neticeleri üzerine asgari bir senelik rapor çıkarıyor mu?
14. UVF'ler etkinlikleri üzerine üç ayda bir rapor çıkarıyor mu?
  - Yatırımlar:
15. UVF tarafından gerçekleştirilen yatırımlarla alakalı planlı raporlar fonun kapsamını içeriyor mu?
16. UVF'lerin yatırımlarıyla alakalı planlı raporlar elde ettiği kazançlar üzerine veriler içeriyor mu?
17. UVF'ler tarafından gerçekleştirilen yatırımlarla alakalı planlı raporlar, yatırım çeşitleri üzerine veriler sunuyor mu?
18. UVF'ler tarafından gerçekleştirilen yatırımlarla alakalı planlı raporlar, yatırımların coğrafi pozisyonu üzerine veriler sunuyor mu?
19. UVF'ler tarafından gerçekleştirilen yatırımlarla alakalı planlı raporlar, özel yatırımlar üzerine veriler sunuyor mu?
20. UVF'ler tarafından gerçekleştirilen yatırımlarla alakalı planlı raporlar, yatırımların nakit birimi kompozisyonu üzerine veriler sunuyor mu?
21. Yatırım hakkına sahip olanlar tespit edildi mi?
  - Denetimler:
22. UVF'ler sistemli bir kontrole bağımlı mı?
23. Denetimler ilan edildi mi?
24. Denetimler özgür mü?
  - Davranış:
25. UVF'ler düzenlemenin boyutunu ve süratini belirtiyor mu?

**Tablo 9. Truman-Dawson UVF Skorbordu (2007/2009/2012/2015)**

Ülke	UVF	2007	2009	2012	2015
Norveç	Government Pension Fund-Global	97	97	97	98
Çin	China Investment Corporation	35	58	61	70
ABD	Alaska Permanent Fund Corporation	88	88	88	88

**Tablo 9. (Devamı)**

Singapur	Temasek Holdings	56	73	73	76
BAE	Abu Dhabi Investment Authority	-	-	-	30
BAE	Mubadala Development Company	26	59	59	68
BAE	Investment Corporation of Dubai	-	20	20	54
Kuveyt	Kuwait Investment Authority	58	64	65	68
Katar	Qatar Investment Authority	14	15	15	40
Hong Kong	Exchange Fund	61	67	68	68
Güney Kore	Korea Investment Corporation	60	69	69	78
Kazakistan	Natinal Investment Corporation	-	-	-	-
Kazakistan	Samruk-Kazyna JSC	-	-	-	47
İran	Natinal Development Fund of İran	26	26	26	48
Singapur	GIC Private	45	60	61	61
BAE	B.A.E. Investment Authority	20	58	58	58
Avustralya	Future Fund	77	86	86	87
Libya	Libyan Investment Authority	-	-	5	23
Rusya	National Welfare and Reserve Fund	40	46	47	49
Suudi Arabistan	Public Investment Fund	-	-	-	-

Kaynak: Truman ve Bagnall, 2013: 5-6

Tablo-9’da belirtilen yıllar içerisinde UVF’ler Truman Endeksine göre değerlendirilmiş ve 2007 yılından 2015’e, B.A.E. Mubadala Development Company 42 puanlık bir gelişme göstererek en güçlü değişimi gerçekleştirmiş ve bu fonu B.A.E. Investment Authority takip ederek 38’lik bir puan farkıyla ikinci güçlü değişimi sergilemiştir.

Suudi Arabistan ile ilgili gerektiği kadar verilere erişilemediği için puanlama oluşturulamamıştır. Kazakistan Natinal Investment Corporation hakkında ise, 2007 senesinde puanlama oluşturulmuş fakat ilerleyen zamanda fonun durgun bir görünüş sergilemesi ve puanlama oluşturulabilmesi konusunda gerekli verilerin bulunamamasından dolayı puanlama oluşturulamadığı Truman aracılığıyla bildirilmiştir (Truman ve Stone, 2016: 20-22).

Sonuç olarak, Truman Endeksi UVF’leri makul bir ölçüye sığdırmak ve hareketleri bağlamında, tahmin edilebilir özelliğini artırmaya yönelik gerçekleştirilen faaliyetlerden biri olmaktadır. Aynı zamanda, özellikle bağlı bir biçimde ayrıntılı tetkik

olması ve bu husustaki faaliyetlere önderlik etmesi bağlamında literatürde dikkat çeken kaynakların arasında addedilmektedir.

#### 2.3.4. Kaufmann, Kraayand Mastruzzi Endeksi

Şeffaflık ölçümü için üç endeksten bir diğeri olan Kaufmann, Kraayand Mastruzzi Endeksi, 2007 yılında tasarlanmış ve ülkelerin idari yapısının ölçümü amacıyla küresel anlamda 212 ülkenin değerlendirilmesinde kullanılmıştır. Daha sonra UVF'lerin şeffaflığının ölçülmesi açısından da faydalı bir araç durumuna gelmiş ve 58 UVF'nin değerlendirilmesi için kullanılmıştır. Bu endeks, 58 ülkeyi dört unsuru dikkate alarak puanlamaktadır. Bu unsurlar, 'Kurumsal ve Kanuni Tertip-(%20)', 'Raporlama Tatbikleri-(%40)', 'Uygun Ortamının Sağlanması-(%20)' ile 'Koruma ve Nitelik Denetimleri-(%20)' şeklinde belirtilmiştir. Ayrıca bu dört unsurdan her biri idari yapının ana özelliklerinden birinin derecelendirilmesini sağlayan altı alt göstergeye ayrılmıştır. Bunlar sırasıyla, 'Açıklama ve Hesap Verebilirlik', 'Siyasi Denge, Yoksulluk ve Şiddetin Tesirleri', 'Devletin Rantabilitesi', 'Tanzim Edici Nitelik', 'Hukukun Üstünlüğü' ve 'Yolsuzluğun Denetimi' şeklindedir. Kaufmann, Kraayand Mastruzzi Endeksi puanlamasını ise dört performans aralığına göre değerlendirmektedir. Bunlar, tatmin edici (71-100), kısmi (51-70), zayıf (41-50) ve başarısız (0-40) olmak üzere değerlendirilmektedir (Lo Turco vd., 2014: 45-46).

**Tablo 10. Ülkelerin İdaresindeki Varlık Değeri İle Kaufmann, Kraay ve Mastruzzi Endeksine Göre Demokrasi & Şeffaflık Dereceleri (2015-2016)**

Ülke	UVF	Varlık Değeri(USD Milyon Dolar, Seçilen Yıl İçin)	Demokrasi&Şeffaflık Derecesi(/100)
Kolombiya(maden)	Savings and Stabilization Fund	3,240	100
Kolombiya(petrol ve gaz)	Savings and Stabilization Fund	3,240	100
Gana	Ghana Stabilization Fund	208	93
Şili	Economic and Social Stabilisation Fund	13,966	92
Norveç	Government Pension Fund Global	926,940	90
Timor-Leste	Petroleum Fund	16,238	88
Kanada(Alberta)	Alberta Heritage Savings Trust Fund	17,900	88

**Tablo 10. (Devamı)**

Trinidad and Tobago	Heritage and Stabilization Fund	5,880	<b>74</b>
İran	National Development Fund of Iran	53,307	<b>70</b>
Peru	Fiscal Stabilization Fun	7,904	<b>69</b>
Kazakistan	National Fund of Kazakhstan	62	<b>67</b>
Bostwana	Pula Fund	6,040	<b>65</b>
Avustralya(Western)	Western Australian Future Fund	300	<b>61</b>
Kuveyt	Kuwait Investment Authority	524,000	<b>61</b>
Azerbaycan	State Oil Fund of the Republic of Azerbaijan	33,600	<b>52</b>
Umman	State General Reserve Fund	34,000	<b>47</b>
Meksika(petrol ve gaz)	Oil Revenues Stabilization Fund	5,901	<b>45</b>
Malezya	National Trust Fund	3,019	<b>42</b>
Moğolistan	Fiscal Stability Fund	250	<b>42</b>
Rusya	National Wealth Fund	73,570	<b>40</b>
Uganda	Petroleum Revenue Investment Reserve	72	<b>36</b>
Libya	Libyan Investment Authority	67,000	<b>32</b>
Bahreyn	Future Generations Reserve Fund	400	<b>32</b>
Angola	Fundo Soberano de Angola	4,882	<b>25</b>
Gabon	Fonds Souverain de la République Gabonaise, Fonds Gabonais d'Investissements Stratégiques	1,000	<b>23</b>
Venezuela	Fondo de Desarrollo Nacional	17,250	<b>22</b>
United Arab Emirates	Abu Dhabi Investment Authority	589,800	<b>21</b>
Cezayir	Algeria Fonds de Régulation des Recettes	7,570	<b>21</b>
Saudi Arabia	SAMA Foreign Holdings	514,000	<b>18</b>
Çad	Mécanisme de stérilisation des revenus pétroliers provenant de l'exploitation des trois champs de Komé, Miandoum et Bolobo	-	<b>17</b>
Ekvator Ginesi	Fund for Future Generations	80	<b>7</b>
Sudan	Oil Revenue Stabilisation Account	-	<b>7</b>
Nijerya	Excess Crude Account	2,400	<b>4</b>
Katar	Qatar Investment Authority	338,400	<b>4</b>

Kaynak: resourcegovernance.org, 2017: 20

Tablo-10’da dünyanın farklı kesimlerinde bulunan ve her biri farklı demokrasi ve idari yapıya sahip UVF’ler, mevcut endeks kullanılarak değerlendirilmiştir. İyi idare edilemeyen, fazla riski bünyesinde bulunduran, yüksek idare ücretleri tazmin eden ve siyasal güdülemeye sahip ülkelerin düşük puanlar aldığı görülmektedir. Bu gibi ülkeler genellikle iyi idare yapısının bulunmaması nedeniyle kaynak sarfiyatının ne ölçüde olması gerektiği ve yatırımlardan elde edilen kazancın kim tarafından ve nasıl değerlendirilmesi gerektiği konusunda yeterli bilgiye haiz olmamaktadırlar. Dolayısıyla bu endeks, özellikle bol miktarda petrol, gaz ve minerale sahip ülkelerin başarılı bir şekilde gelişim göstermesi için emtiaların iyi bir şekilde idaresinin zaruri olduğu önermesine dayanmaktadır (Lo Turco vd., 2014: 47).

Mevcut üç endeks karşılaştırıldığında, UVF’lerin şeffaflığının daha iyi yansıtılmasına katkı sağlamak ve aslında farklılık göstermelerine rağmen benzer yönelmelere sahip oldukları görülmektedir. Bu bağlamda Tablo-11, üç endeksin benzer yönelimlerinin sonuçlarının karşılaştırılmasının yanında, sonuçlarındaki tutarsızlığı da detaylı bir biçimde göstermektedir (Lo Turco vd., 2014: 49).

**Tablo 11. UVF’lerin 3 Şeffaflık Endeksinin Özeti**

Endeks	Başlangıç	UVF’nin Puanı	Skala	Birinci UVF/Ülke	Sonuncu UVF/Ülke
Linaburg-Maduell	2008	51	1-10	Chile	Algeria
Truman-Dawson Skorbordu	2007	49	1-100	Norway	EquatorialGuinea
Kaufmann, Kraay ve Mastruzzi	2007	58	1-100	Norway	Myanmar
Sıra	Linaburg-Maduell Endeks	Truman-Dawson Skorbordu	Kaufmann, Kraay ve Mastruzzi Endeks		
1	Norway-GPFG	Norway-GPFG	Norway-GPFG		
2	UAE-Mubadala(1)	New Zeland-SF	USA-Gulf of Mexico		
3	USA-Alaska	Chile-SESF	UK		
4	Ireland-NPRF(1)	USA-Alaska	Australia		
5	Azerbaijan(1)	Ireland-NPRF	Brazil		
6	Australia Future Fund(1)	Australia Future Fund	Mexico		
7	SESF-Chile	USA-Wyoming	Canada-Alberta		
8	Singapore-Temasek(1)	Azerbaijan	Chile		
9	Canada-AHF(1)	Canada-AHF	Colombia		

**Tablo 11. (Devamı)**

10	Brazil(2)	Chile-PRF	Trinidad and Tobago
----	-----------	-----------	---------------------

Kaynak: Lo Turco vd., 2014: 49

Endekslere göre, ilk 10 UVF arasında ekseriyetle Norveç, ABD, Avustralya ve Kanada gibi demokrasi düzeyinin yüksek ve güçlü bir idari yapıya sahip olan ülkelerin bulunduğu görülmektedir. Ayrıca, sonuçlara göre hükümet idaresindeki varlık bağlamında dünyadaki ilk UVF olan Norway Government Pension Funds-Global, 818 milyar dolar bağış ile, üç endekste de gerek davranış gerek öz tertip açısından en iyi şeffaflık örneğini teşkil etmektedir. Norveç'in dışında puanlama bakımından dikkat çeken iki ülkenin ise Alaska ve Avustralya olduğu görülmektedir (Lo Turco vd., 2014: 49). Diğer taraftan Brezilya'nın Linaburg-Maduell ve Kaufmann, Kraay ve Mastruzzi Endeksinde ilk 10' a girmeyi başarırken Truman-Dawson Skorbordunda yer almadığı dikkat çekmektedir. Aynı şekilde Azerbaycan'ın KKME'de bulunmayarak diğer iki endekste ilk 10'da yer alması gibi benzer tutarsızlıklar da tabloda belirtilmektedir.

#### **2.4. Ulusal Varlık Fonları Yatırımlarının Dağılımı ve Yatırımlara Yönelik Yaklaşımlar**

Varlık fonları çeşitli yatırım aracına müracaat edebilmekle beraber, çoğunlukla devlet tahvilleri, şirket hisseleri ve doğrudan yatırımları tercih etmektedir (Wilson, 2018: 9). Bunun yanı sıra yapılan çalışmalar sonucunda varlık fonlarının ülke sınırları içerisinde bulunan veya ülke sınırlarına yakın bölgelere yatırım yapmayı tercih ettiği görülmektedir. Ülke dışında gerçekleştirilen yatırımlarda ise kültür ve yaşanan din bakımından benzer ülkeler tercih edilmekle birlikte değişik sanayi dallarına sahip alanlar ön plana çıkmaktadır (Balding, 2009: 203-204). Yatırım yapacakları ülkenin ekonomik vaziyeti açısından, ekonomik düzenin sağlandığı, istikrarlı ve yatırım yapacak kişinin haklarının daha ileri seviyede bulunduğu kesimlere yatırım yapmayı seçmektedirler. Bununla beraber gelişmiş bir ekonomi kriz dönemindeyse varlık fonlarınca daha yüksek olasılıkla tercih edilmektedir. Bu durum kulağa aykırı gelse de varlık fonları çoğunlukla uzun vadeli yüksek getirileri hedeflemekte ve bu amaç doğrultusunda, kendini kanıtlamış bir ekonomide mevcut şartlara tahammül ederek krizden sonraki uygun zamanda fırsatları kara çevirmeye odaklanabilmektedir (Ciarlone ve miceli, 2014: 5-6).

Varlık büyüklükleri bakımından ise, bünyesinde daha fazla kaynak bulunduran varlık fonları, risk bakımından daha yoğun ve yüksek getiri elde edebileceği yerleri tercih ederken, mikro kaynaklara sahip olan varlık fonları ise, durağan bir getiriye sahip olan devlet tahvillerine yatırım yapmayı tercih etmektedir (Hentov, 2015: 3).

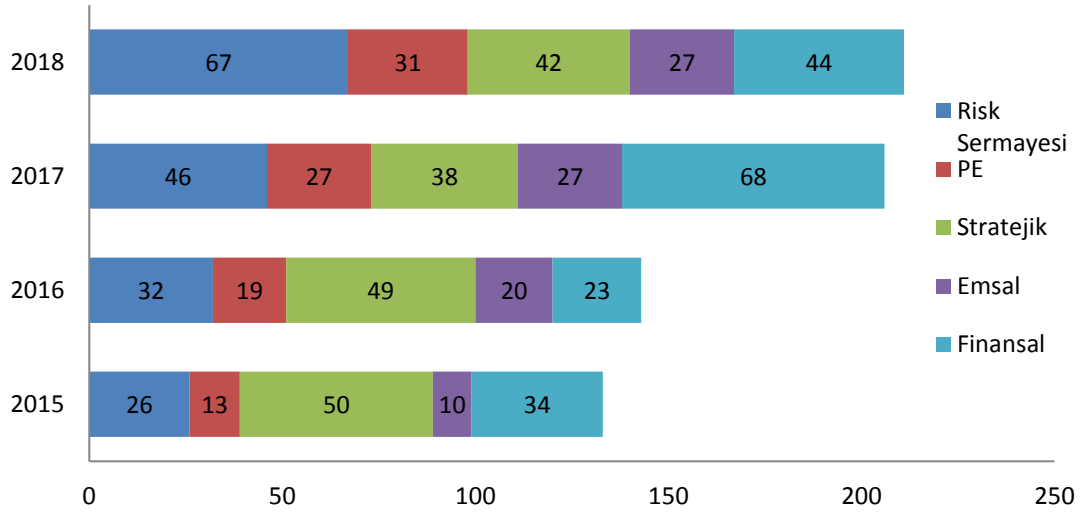
Varlık fonlarının, ülkelerin besin gereksinimleri için tarım arazilerine de yatırım gerçekleştirdiği görülmektedir. 2007 yılında tarım mahsulünde meydana gelen kıtlığın küresel anlamda hızla yayılmaya başlaması fiyatların yükselmesini de beraberinde getirmiştir. Bunun sonucunda kendi gereksinimlerini karşılayabilecek tarım alanına sahip olmayan ülkelerin varlık fonları vasıtasıyla, çoğunlukla Afrika ve Güney Asya'dan tarım alanı kiralayarak veya satın alarak ihtiyaçlarını giderdikleri görülmektedir. Bu alana yatırımını gerçekleştiren ülkeler arasında, Çin, Güney Kore, Libya, Bahreyn, Katar, Hindistan, BAE, Japonya, Suudi Arabistan bulunmaktadır. Tarım arazilerine yatırım yapılan ülkeler arasında ise, Pakistan, Vietnam, Burma, Kamboçya, Ukrayna ve Brezilya yer almaktadır (Stuckelberger vd., 2015: 44).

Varlık fonlarının ülke içinde ve ülke dışında gerçekleştirdiği yatırımları iki ana bölümde incelemek mümkündür. İlk olarak varlık fonları, iktisadi büyüme ve kalkınma ile ekonominin çeşitliliğini teşvik etmek maksadıyla, stratejik bulunan sektör ve projelere yatırımını gerçekleştirmekte, özel sermaye veya girişim sermayesi fonuyla benzerlik göstererek etken bir biçimde yönetilen kalkınma fonu pozisyonunda bulunmaktadır. Asıl hedefleri ülke içinde makroekonomik büyüme ve kalkınmanın gerçekleştirilmesi olsa da ülke dışında yatırımlarda da bulunmaktadırlar. Malezya (K. Nasional Berhad) ve Singapur (Temasek) bu tip varlık fonlarına örnek olarak gösterilmektedir. İkinci olarak ise yatırımlarını global çapta gerçekleştirme eğiliminde olan varlık fonları, elde edilen hasılatın farklı jenerasyonlar arasında pay edilebilmesi ve Hollanda Hastalığının etkilerinin hafifletilebilmesi hedefini taşımaktadır. Bu fonlara ise, Alaska Daimi Varlık Fonu örnek teşkil etmektedir (Dixon ve Monk, 2016: 10-12).

Kamusal alanda da varlık fonlarının ne tür bir fonsiyonelliğe sahip olacağı önemli görülmektedir. Bu bağlamda kamusal yatırımlar, mali kazançlar sağlamanın yanı sıra iktisadi ve toplumsal maliyetleri de bünyesinde bulunduran yatırımlar şeklinde yorumlanabilmektedir. Sosyal getiri ve mali getiri arasındaki oran önem teşkil etmektedir. Öyle ki, nicelik bakımından sosyal getirinin mali getiriyi aşması sonucunda yapıcı bir dışsallık meydana gelirken bunun zıttı bir durumda ise yıkıcı dışsallıklardan söz edilmektedir. Yatırımların mutlak olarak mali hedefli gerçekleşmesi ise özel sektörde dışlanmaların ortaya çıkmasına sebep olabilmektedir. Bu fonların ülke içindeki

yatırımlarının finansmanında özel sektör yatırımcılar, ülke varlık fonları ve finansal kuruluşlar arasında konsorsiyum oluşturularak, varlık fonlarının risk seviyesinin düşmesine katkı sağlanmakta, aynı zamanda oluşturulan konsorsiyumdan kaynaklı uzmanlık sağlanarak yatırım güvenci temin edilmektedir. Bunun yanında emtia kaynaklı ülkelerin Hollanda Hastalığının etkilerinden kendilerini korumak için küresel anlamda ülke içi ve ülke dışı yatırımlarda bulunması, bu ülkelerin elde ettiği kazançların geriye kalan bölümünden katma değer yaratabilmesine imkan verebilmektedir. Konuyla ilgili makroekonomik tetkiklerde, ülke içinde gerçekleştirilen yatırımlardan elde edilen fazla rezervlerin iktisadi büyüme üzerinde olumlu etkiler yaratarak mevcut ülkeleri emtia bağımlılığından kurtardığı görülmektedir (Gelb vd., 2014: 3).

**Grafik 4. UVF'lerin Ortaklı Doğrudan Yatırımları  
(Gayrimenkul ve Altyapı Dahil)**



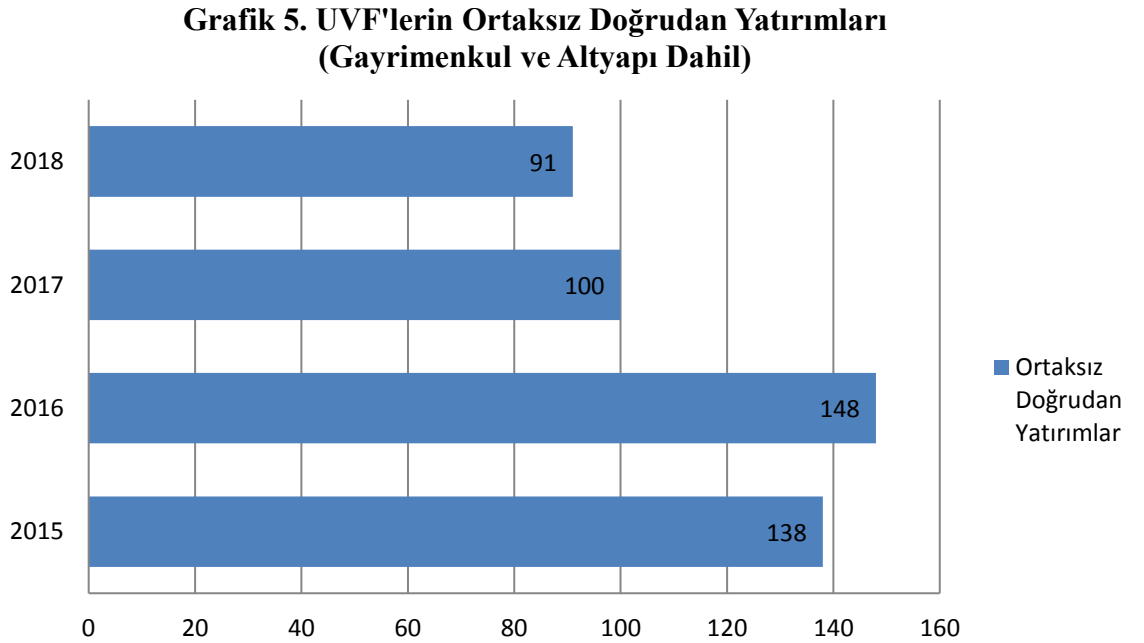
Kaynak: IFSWF, ifswfreview.org, 2018

Grafik-4'te görüldüğü üzere 2018 yılında UVF'ler konsorsiyum dahilinde gayrimenkul ve altyapıya yönelik toplam 211 yatırım gerçekleştirmiş ve bu yatırımların büyük bir kesimini risk sermayesinin oluşturduğu görülmektedir. Öyle ki, 2015'te mevcut yatırımlar 26 iken 2018'de 67'ye ulaşarak neredeyse 3 kat artış meydana gelmiştir. UVF'ler son 10 yılı aşkın süredir birbirlerine yatırım yapmakla beraber, bu durum 2018'de çoğunlukla devlet sahipliğinde diğer varlık fonlarıyla belli işbirlikleri gerçekleştirilerek, hem daha öncekilerden farklı yeni platformlarda hem de özel sermaye biçimindeki geleneksel işlemlerde, mevcut ortakların deneyim ve ihtisas



alanlarının karşılıklı fayda sağlanması açısından bir araya getirilmesi düşüncesine olan yönelimin arttığı görülmektedir. Bu yönelime, Avrupa, Kuzey Amerika ve Orta Doğu'yu kapsayan ve yenilikçi ortak bir girişim olan Capital Constellation (Sermaye Takımyıldızı) örnek olarak gösterilebilmektedir. Bu girişim 700 milyon dolarlık bir sermaye ile, Kuveyt Sosyal Güvenlik Kamu Kurumu adına, Alaska Daimi Fon Şirketi, İngiliz Emeklilik Fonu ve Wafra Grubu'nun varlık tabanı ile uzmanlıkların bir araya getirilmesiyle oluşturulmuş ve sonraki kuşaklar için iyi bir geleceği misyon edinen idarecilere küresel anlamda fon desteği sağlamada yardımcı olmak amacıyla kurulmuştur (www.ifswfreview.org, 2018).

Grafik-5'te ise, UVF'lerin herhangi bir ortak girişim olmadan belirtilen yıllar arasında gayrimenkul ve altyapı için yapmış oldukları doğrudan yatırımlar gösterilmektedir. Grafikten de anlaşılacağı üzere 2016'dan itibaren işbirliği olmadan yapılan yatırımlarda tedricen azalma görülmektedir. Bunun sebebi, yukarıda da bahsedildiği üzere, karşılıklı kaynaklar ile uzmanlıklardan faydalanmak ve birçok pazara erişim imkanlarından dolayı konsorsiyuma olan yönelmenin artış göstermesidir (www.ifswfreview.org, 2018).

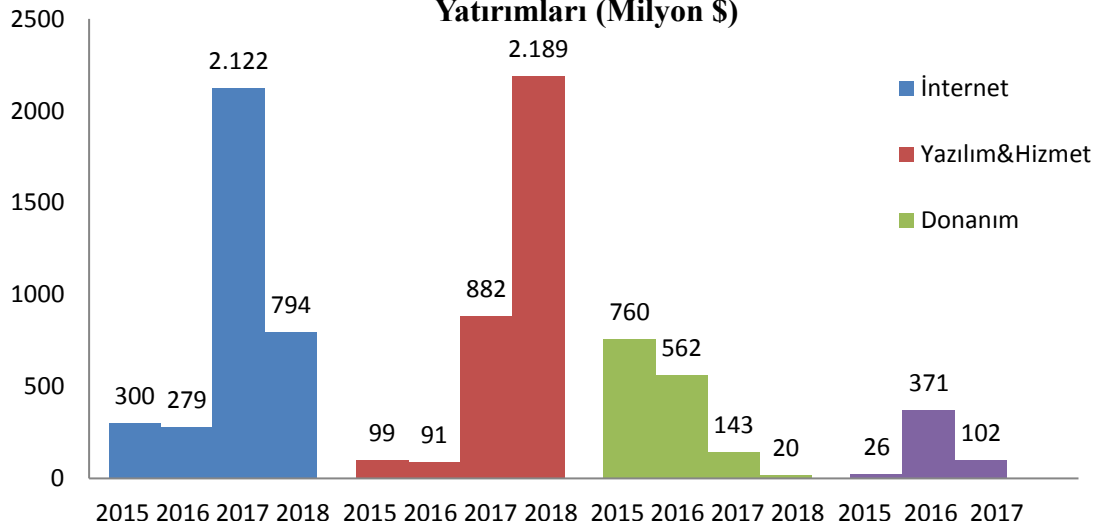


Kaynak: IFSWF, ifswfreview.org, 2018

Ayrıca yatırım yapmak amacıyla stratejik sanayileri tercih eden UVF'lerin siyasal hedefleri doğrultusunda hisse senetleri fiyatlarında eksilmelerin olduğu görülmektedir. Diğer taraftan stratejik olmayan sanayilere uygulanan yatırımlarda ise çoğunlukla mali hedeflerin göz önünde bulundurulmasından kaynaklı hisse senedi fiyatlarında yükselme eğilimi görülmektedir (Murtinu ve Scalera, 2015: 10-11). Literatürde, bu gibi fonların yatırımını şirketlerin hisse senetleri için kullanmaları, şirketin hisse senedi kıymetini %15 veya %20 arasında yükselttiği sonucuna ulaşılmıştır (Fernandes, 2009: 4).

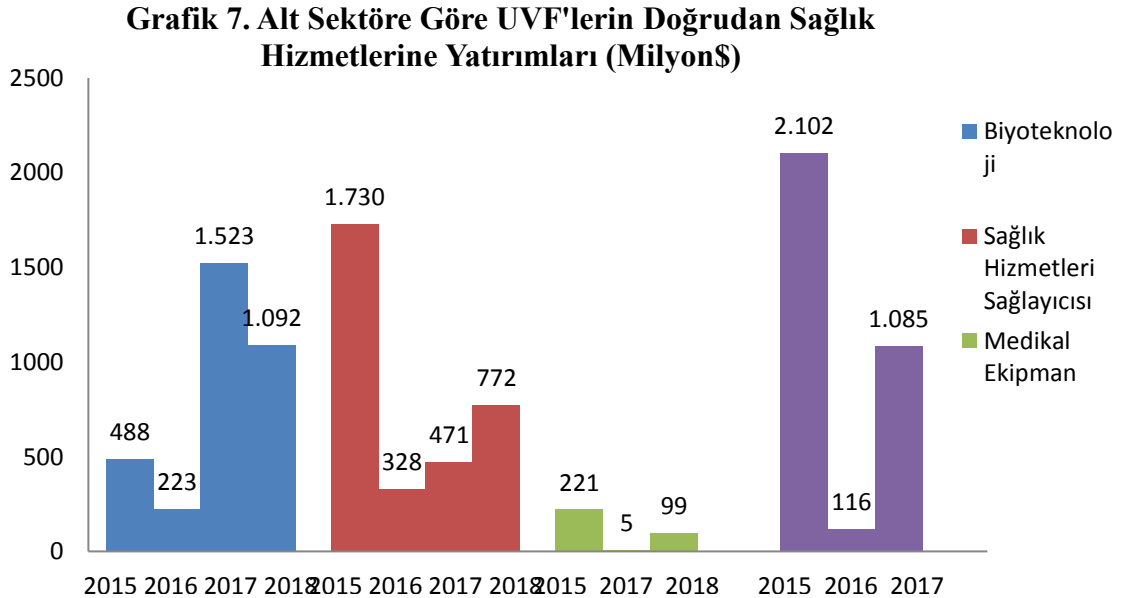
Son zamanlarda, UVF'lerin ağırlıklı olarak teknoloji alanlarına yatırımlarının arttığı görülmektedir. İlginin bu alana kaymasının nedeni, daha yüksek ve etkili kazançlar temin edilmek istenmesi ve yatırım için gerekli vasıtaların çeşidini artırma amacı olduğu görülmektedir. Özellikle petrol servetine sahip Ortadoğu ülkeleri giderek gelişen teknoloji alanında üretici konumuna geçebilmeleri açısından varlık fonlarını stratejik bir araç olarak görmektedirler. Bu duruma, Suudi Arabistan Varlık Fonu'nun internet vasıtasıyla taksi ihtiyacını karşılayan UBER şirketine yapmış olduğu 3,5 milyar dolarlık yatırım ve Softbank ile iş birliği yaparak teknoloji mihraklı 100 milyar dolar sermayeli fon oluşturması örnek olarak gösterilmektedir (Engel vd., 2016: 2). Ayrıca 2018 yılının ikinci yarısında Suudi Arabistan Varlık Fonu tarafından, küresel olarak faaliyet gösteren elektrikli taşıt üreticisi ve aynı zamanda enerji depolama firması olan Tesla'nın %5'e yakın hissesinin satın alınması da örnek teşkil etmektedir.

**Grafik 6. Alt Sektöre Göre UVF'lerin Doğrudan Teknolojiye Yatırımları (Milyon \$)**



Kaynak: IFSWF, ifswfreview.org, 2018

Grafik-6’da, 2016’dan sonra sürekli bir artış trendi gösteren yazılım ve hizmet sektörünün, 2018 yılında da en yüksek yatırımın gerçekleştiği teknoloji alanı olduğu görülmektedir. İnsanların gereksinimleri doğrultusunda hizmet veren internet tabanlı şirketler ve bu hizmetlere kolay ulaşımı sağlayan yazılım firmalarının meydana getirdiği kapıdan kapıya teslimat şeklindeki uygulamalar hayatı önemli ölçüde kolaylaştırmakta, dolayısıyla varlık fonları da bu teknolojik sektörlere olan eğimini artırmaktadır. Buna ek olarak Grafik-6’da internet, yazılım ve hizmet sektöründeki artan rağbet karşısında, mobil ve telekom ekipmanı ile donanım alanında varlık fonlarının yatırımlarının nispeten daha düşük olduğu görülmektedir. Yazılım ve hizmet sektörüne yapılan önemli yatırımlara örnek olarak, Suudi Arabistan’ın Magic Leap için D serisi turuna 400 milyon dolar ayırması ve 250 milyon dolar yatırım ile İsrail siber güvenlik hizmetleri üreticisi Sygnia’yı satın alan Singapur Temasek Holding gösterilebilmektedir. Diğer taraftan, Singapur Temasek, Malezya Khazanah Nasional, Abu Dhabi’nin Mubadala Ventures ve Katar Yatırım Otoritesi gibi yatırımlarını doğrudan teknoloji alanında gerçekleştiren UVF’lerin, ABD’nin Kaliforniya eyaletinde bulunan ve büyük teknoloji şirketlerine ev sahipliği yapan Silikon Vadisi’nde ofisler ve yan kuruluşlar oluşturduğu gözlemlenmektedir (www.ifswfreview.org, 2018).



Kaynak: IFSWF, ifswfreview.org, 2018

Varlık fonlarının yatırımlarını, sağlık sektöründe de teknolojik faaliyetlerin sirayet ettiği alanlara yönelttiği görülmektedir. Öyle ki, Grafik-7’de varlık fonlarının sağlık sektöründe gerçekleştirdiği yatırımlar gösterilmekte ve önceki yıllara oranla biyoteknoloji alanında 2017 ve 2018 yıllarında önemli bir artış olduğu görülmektedir.

Varlık fonlarının global iktisadi düzen içinde, ülkelerin kazanç sağlaması, vatandaşa faydalı olan faaliyetlerde bulunması, ülke içinde ve dışında yatırımlar gerçekleştirerek finansal pazarlara iştirake bulunması ve böylece yatırımın gerçekleştiği ülke ve orada bulunan vatandaşların da getiri elde etmesi gibi çok yönlü faydalarının ağır bastığı gözlemlenmektedir (Truman, 2011: 5). Aynı zamanda, varlık fonları sahip oldukları varlık miktarları sayesinde ekonomide ortaya çıkan buhranlar sonucunda mevcut varlık miktarında meydana gelecek erime riskine karşı ihtiyaç duyulan takviyeyi sağlamaktadır (Gilson ve Milhaupt, 2009: 19). Örneğin, küresel hisse senedi piyasasının ani eksilmeler yaşadığı 2000-2002 yılları arasında Norveç Varlık Fonu’nun(GPF) hisse senedi satın alma girişiminde bulunduğu bilinmektedir (Gieve, 2008: 3).

## **2.5. Dünya’da Varlık Büyüklüğü Bakımından Seçilmiş Fonlar**

Oluşum bakımından 1950’li yıllara uzanan UVF’lerin yükselişi, devlet teşebbüslerine güçlü bir model olarak global finansal düzen dahilinde devlet hakimiyetinin tekrar inşasını mümkün kılmıştır. Böylece UVF’ler ile yatırım gerçekleştirmek isteyen ülkeler sınırlı bir coğrafi bölgeye bağımlı kalmamakta, çeşitli devletlerin kuruluşlarına da yatırımını gerçekleştirerek uluslararası arenalarda 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 elverişli bir biçimde girmesini katalize edebilmektedir (Haberly, 2011: 22-23). Aynı zamanda UVF’ler kuruluşunun ilk dönemlerinde yalnız petrol üretimine sahip olan ve cari işlem fazlasına sahip ülkelerce tercih edilirken, takip eden yıllarda cari işlem fazlasına sahip olmayan ülkeler, fon sahibi ülkelerde mevcut fonların rekabet ve iktisadi kuvveti artırdığının gözlemlenmesi üzerine kendi ülkelerinde de varlık fonu kurmaya başlayarak yaygınlaşmasını sağlamışlardır (Kavcıoğlu, 2018: 91).

Tablo-12’de toplam aktiflerine göre dünyada en büyük ilk 15 varlık fonu 2020 yılı ilk çeyreği baz alınarak kuruluş ve kaynak yapısı itibarıyla gösterilmektedir.

**Tablo 12. Toplam Aktiflerine Göre ilk 15 Varlık Fonu Sıralaması (2019)**

Ülke	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](http://www.swfinstitute.org)

İçinde bulunduğumuz zamanda varlık fonlarının sayısı 88'e, toplam aktifleri ise 8.24 trilyon dolara ulaşmıştır. Sahip oldukları aktiflerin büyüklüğü, yatırımlarını gerçekleştirdikleri arenalar, hedefleri ve global pazarlardaki öneminden dolayı seçilen

bazı UVF'ler aşağıda detaylı olarak incelenecek ve Türkiye Varlık Fonuna özgü dayanak elde edilmeye çalışılacaktır.

### **2.5.1. Norveç-The Government Pension Fund Global (GPF)**

Kuzey Denizi'nde 1969 senesinde petrolün keşfedilmesinin akabinde 1971'de petrol üretimi ortaya çıkmıştır. 1990 senesinde bu üretimlerden önemli kazançlar elde edilmeye başlanması sebebiyle Norveç Parlamentosu, Devlet Petrol Yasasını onaylamış ve böylece petrolden sağlanan kazançları Norveç ekonomisine yöneltme konusunda tasarıları gerçekleştirmek adına Petroleum Fund oluşturulmuştur. 2006 yılında ise adını Government Pension Fund Global (Devlet Emeklilik Fonu) olarak değiştirmiştir (Norges Bank, 1998:4). Toplam varlık büyüklüğü 2019 itibarıyla 1,098,820 trilyon dolar olan GPF, şeffaflık hususunda da diğer varlık fonlarından ayrılarak en şeffaf varlık fonu olmayı başarmıştır (Clark ve Monk, 2010: 17-24).

Fonun isminde bulunan 'emeklilik' kavramı bir devlet emeklilik fonu olduğunu göstermemekte tersine, ileriki dönemlerde tekrarlanamaz kaynakların sona ermesi ve yaşı ilerleyen nüfusun emeklilik harcamalarındaki olası artım sonucunda ekonomik istikrarın kontrolü ve elde edilen kazançların artırımı amacıyla oluşturulan varlık fonudur. Böylelikle kamu bütçesinde istikrarın sağlanması ve petrolün kuşaklar arası paylaşımının temin edilebilmesi ifade edilmektedir (Wirth, 2018: 184).

Fonun yönetim şekli, Maliye Bakanlığı yerine Norges Bank aracılığıyla gerçekleştirilmekte ayrıca devlet bütçesinin bir bölümü olarak görülmektedir. Bu bankanın yatırım yönetiminde görevli banka başkanına, idari kuruma ve Maliye Bakanlığı'na dolaysız bir biçimde mükellefiyeti bulunmaktadır. Diğer taraftan GPF, çevre ve insan hakları yasalarının ön planda olduğu sektörlerle yatırım gerçekleştirme şeklinde bir strateji belirleyerek küresel anlamda takdir toplamayı başarmıştır (Clark ve Monk, 2010: 14-15). Bu bağlamda fonun çevre ve insan hakları yasalarına uygun olmayacak şekilde yatırım gerçekleştirebileceği sektörler ikiye ayrılmaktadır. İlki, kitlesel bomba ve nükleer silah ihracını gerçekleştiren, tütün imalatı, kömür ve kömüre dair enerji ihracı yapan mahsulle ilgili kanunsuz firmalar, ikincisi ise, insan hakları yasa ve düzenine uymayan, doğaya hasar veren, sahtekarlık suçlarına karışmış, savaş veya arbede durumlarında kişilerin haklarına zarar veren, ana ahlaki değerleri ihlal eden firmalar şeklindedir (www.nbim.no, 2020).

GPF, farklı birçok alanda yatırım etkinlikleri gerçekleştirmektedir. Ahlaki kurulun alacağı kararlar ile yatırımda bulunmanın yanı sıra fon, kimi zamanda piyasada

meydana gelen dalgalanmalara göre yatırım eğiliminde değişikliğe gitmektedir (Truman, 2009: 443).

Fonun yatırım alanları üçe ayrılmaktadır. Bunların ilki, yatırımların %70 kadarını kapsayan ve hisse senedi yatırımlarının gerçekleştiği özkaynaklardır. Bu yatırımlar, küresel kıymet oluşturmak ve risk kategorilerini en iyi biçimde değerlendirmek için birçok ülke, sektör ve kurumların bulunduğu, tüm dünyada takribi 9.000 şirkete yayılmıştır. En önemli yatırımlarını ise Asya, Kuzey Amerika ve Avrupa’da, gelişim göstermiş piyasalar ile gelişmekte olan piyasalara gerçekleştirmektedir (www.nbim.no, 2018). Aşağıda fonun 30 Haziran 2019 itibariyle sahip olduğu en önemli özkaynaklar gösterilmektedir.

**Tablo 13. GPFG’nin Sahip Olduğu En Büyük Özkaynaklar(Milyon Kroner)**

Şirket	Ülke	Hisse
Microsoft Corp	US	85 370
Apple Inc	US	79 226
Amazon.com Inc	US	69 178
Nestle SA	İsviçre	69 138
Alphabet Inc	US	60 297
Hollanda Kraliyet Kabuğu Plc	UK	54 828
Roche Holding AG	İsviçre	46 271
Novartis AG	İsviçre	42 815
Facebook Inc	US	42 530
Berkshire Hathaway A.Ş	US	37 175

Kaynak: www.nbim.no, 2020

Fonun ülke içinde gerçekleştirdiği yatırımları dahilinde Türkiye’de ise toplam 58 şirkete yatırımı bulunmakta ve yatırımların miktarı toplamda 707.476.312 ABD Doları’nı bulmaktadır. Yatırım için tercih ettiği şirketlerin başında 74.424.144 dolar ile Akbank TAS bulunmakta, takiben AG Anadolu Grubu Holding A.Ş., Aksa Enerji Üretim A.Ş., Aksigorta A.Ş., Aksa Akrilik Kimya Sanayii A.Ş. gibi kuruluşlar yer almaktadır (www.nbim.no, 2018).

Fonun yatırım alanlarından bir diğeri ise, yatırımların %30 kadarını içine alan, hükümetler ve kurumlar vasıtasıyla oluşturulan tahvillerin ihracatı ve şirketler vasıtasıyla oluşturulan menkul kıymetlerin ihracatını kapsayan sabit getirili yatırımlardır. Devlet tahvillerine yapılan yatırımlar, ülkelerin iktisadi büyüklüğü ve kamu maliyesinin dayanıklılığı göz önüne alınarak pay edilmektedir. Devlet tahvillerine yapılan yatırımlar genellikle gelişmiş ülkeler ile gerçekleştirilmekte, yaklaşık %10'luk kısmı gelişmekte olan ülkelere olmaktadır. Şirket tahvillerine yapılan yatırımlar ise, rehin kredisi portföyü ile güvence altına alınan bankalar vasıtasıyla borçların ihraç edilmesini içinde bulundurmaktadır. Ayrıca kurumsal tahvillerin devlet tahvillerine oranla daha fazla kazanç sağlaması beklenmektedir. Fonun en büyük tahvil varlıkları arasında ABD ve ardından Japon Hükümeti gelmektedir. Fonun sabit gelir yatırımları arasında Türkiye Hükümeti 342.482.497 ABD Doları ile yer almakta ve bu alanda en büyük yatırımlarından birini ise Türkiye'de 47.741.935 ABD Doları ile Vakıflar Bankası TAO'ya gerçekleştirmiştir (www.nbim.no, 2018).

Fonun %7 kadarını kapsayan bir diğeri yatırım alanı ise gayrimenkul yönetimidir. İleriki dönemlerde etkili faydalar getirecek yüksek nitelikte mülklere yatırım yapılmaktadır. Bu bağlamda fon, Avrupa'da Londra, Paris, Münih ve Berlin, ABD'de New York, Boston, Washington ve San Francisco, Asya'da ise, Tokyo ve Singapur gibi benzer nitelikli az sayıdaki global şehirleri hedeflemektedir. Parlak fırsatlar ile karşılaşılması halinde diğer şehirlerinde değerlendirileceği belirtilmektedir. Sektör bakımından ofis sektörü GPFG için elzem görülmekte ve kiracılar için ilgi çekici yüksek nitelikte ofis binaları yatırım açısından tercih edilmektedir. E-Ticareti tamamlayıcı mağazalar, lojistik sektörü ilişkili mülkler de yatırımın tercih edildiği diğer sektörler arasında görülmektedir. Fon ilk yatırımını 2010 senesinde The Crown Estate'in Londra'daki Regent Street'te bulunan mülklerinin %25'ini satın alarak gerçekleştirmiştir. Takip eden yıllarda Fransa, Almanya ve Birleşik Krallık gibi ülkelere gayrimenkul yatırımları yapılmıştır (www.nbim.no, 2020).

### **2.5.2. Çin Halk Cumhuriyeti-China Investment Corporation (CIC)**

Çin yatırım şirketi 2007 yılında petrol ve doğalgaz kazançları haricinde oluşturulmuş 940,604 milyar dolarlık varlığı ile GPFG'den sonra en büyük ikinci varlık fonu pozisyonundadır. CIC'in mevcut sermayesi, özel hazine bonolarının ihracatının yapılmasıyla sağlanan kazançlardan meydana gelmektedir. Devlet, bono ihraç edip satması durumunda yatırımcıdan borç istemekte ve alacaklı kesim yatırımcı olmaktadır.

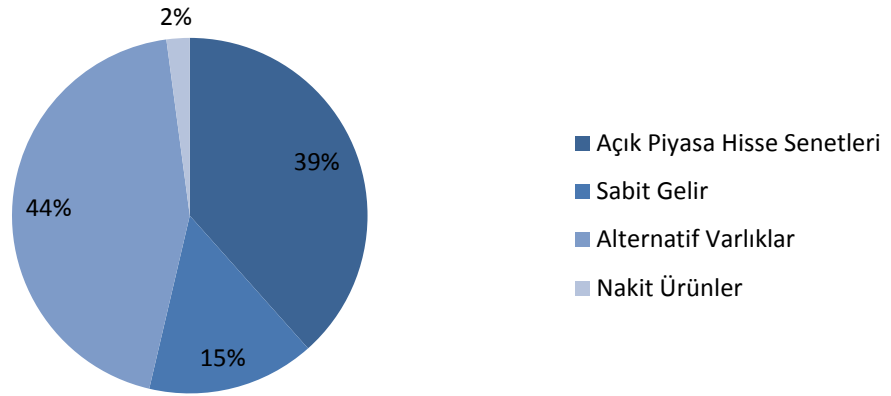


Dolayısıyla devlet tahvilleri ve hazine bonoları risksiz ve güvenli yatırım aracı olarak kabul edilmektedir. Yatırımlarını çoğunlukla devlet tahvilleri, ayrıntılı ve uzun periyotlu altyapı faaliyetleri, risk fonları, kurum bonoları ve gayrimenkul kesiminde gerçekleştirmektedir. Bu şekilde başka kesimlere yatırım oluşturmaması, meydana gelecek riskleri daraltarak büyümesini sağlamaktadır. Bu anlamda CIC, önemli altyapı yatırımları gerçekleştirerek ve öteki ülkelere yüksek miktarlarda yatırımlar yaparak yerel ve global kontekstte aktivitesini çoğaltmaktadır (Karagöl ve Koç, 2016: 14).

CIC, Şirket Kanunu'na izafeten Yönetim ve Denetim Kurullarını oluşturmuş ve Yönetim Kurulu hükümlerini gerçekleştirmek üzere ise Yürütme Komitesi'ni hazırlamıştır. Denetim Kurulu, idarecilerin performanslarını ve şirket dahilinde kontrol yöntemlerinin faaliyetlerini gözlemlemekle yükümlü olup, ayrıca İç Denetim Birimi için de mesuliyet sahibidir. Kurul aynı zamanda dış kontrolörleri de seçerek CIC'ın muhasebe ve mali işlevlerini takip etmektedir. Yönetim kurulu ise, şirketin etkinliklerini kontrol ederek genel performanslarını değerlendirme ve stratejik noktalarda karar verme otoritesine sahiptir. Buna ek olarak, Çin Halk Cumhuriyeti Devlet Konseyi hedef ve prensipleri bağlamında, şirketin ilerleme taktiklerini ve yatırım planlarını tetkik ederek tasdiklemektedir (CIC, 2016: 14).

CIC, aynı zamanda ülkenin iktisadi olarak ilerlemesinin neticesinde hükümetin uyguladığı strateji bağlamında ülke dışında gerçekleşen yatırımları da teşvik etmektedir. 2001-2005 yılları arasında hükümet, Onuncu Beş Yıllık Planı'nda, Çin şirket fonlarını kaynak ve teknoloji kazanımında bulunma bağlamında deniz ötesi yatırımlara teşvik eden 'go global' yönergesini tanıtmıştır. Bu yönerge aracılığıyla 2007-2008 finansal buhranın yaşandığı esnada, ülke dışı yatırımlardaki ivmenin artırılmasıyla buhrandan günümüze kadar olan dönemde Çin'in ülke dışı yatırımlarıyla istikrarlı bir biçimde büyüme performansı sergilediği görülmektedir (Koch-Weser, 2013: 10-11).

**Grafik 8. CIC Ülke Dışı Mevduat Portföyü Dağılımı (2018)**



Kaynak: www.china-inv.cn, 2018

Grafik-8’de yatırım gerçekleştirdiği aktif sınıflar arasında bulunan açık piyasa hisse senetleri, borsada muamele gören şirketler için özsermaye yatırımlarını içermekte, sabit gelirler, hazine bonoları ve kurumsal bonoları da içinde barındıran farklı tahvil çıktıları içermekte, alternatif varlıklar, riske karşı koruma fonları, iki ülke arasındaki risk değer eşitliği, özel sermaye, kaynaklar/emtialar, gayrimenkul ve altyapı etkinliklerini barındırmakta ve nakit ürünler ise, gecelik yatırımlar ile kısa dönemli ABD Hazine bonoları dahilinde işlem görmektedir (www.china-inv.cn, 2018).

Netice olarak 31 Aralık 2018 yılı itibariyle CIC’in yurt dışında gerçekleştirdiği yatırımların oransal olarak dağılımını gösteren Grafik-8’de, en fazla yatırım %44 ile alternatif varlıklara gerçekleştirilirken nakit ürünlerin ise en düşük yatırım oranına sahip olduğu görülmektedir.

Komplike ve sürekli değişen uluslararası iktisadi ve finansal boyutlara karşılık CIC, etkili bir şekilde çaba harcayarak farklı yatırım yönetimi tetkiklerini tedbirli bir biçimde yürütmektedir. Bu bağlamda 2018 yıl sonu itibariyle şirketlerin ülke dışı yatırım portföylerindeki alternatif yatırımlar (doğrudan yatırımlar dahil) yıllık bazda 4,8 puan artış göstererek %44,1’e yükselmiştir. Bunların dışında, mali harcamalara ek olarak, ülke dışında gerçekleşen yatırım portföylerinin toplam piyasa değeri içindeki maliyet ve harcama oranı da bütçe ihtiyaçları doğrultusunda denetlenmektedir (www.china-inv.cn, 2018).

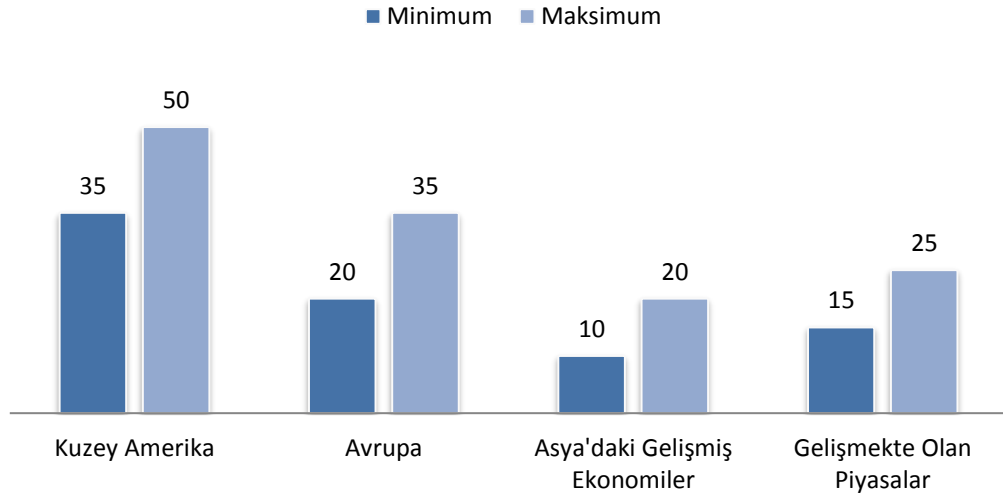
### **2.5.3. Birleşik Arap Emirlikleri-Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)**

Abu Dabi Yatırım Otoritesi, 1976 yılında kurulmuş ve 2019 verilerine göre toplamda 696,660 milyon dolarlık varlık değeri ile küresel olarak 3. büyük fon olmakta, körfez ülkelerinde ise büyüklük bakımından ilk sıraya yerleşmektedir. ADIA, gelecekte refahın muhafaza edilmesi sebebiyle ihtiyaç duyulan finansal kaynaklara ulaşmak için Abu Dabi hükümeti yerine fonlara yatırım gerçekleştirme amacıyla kurulmuştur. ADIA'nın geçmişi, 1967 senesinde Finansal Yatırım Kurulu'nun, Maliye Bakanlığı çatısı altında oluşturulmasıyla başlamış, 1976 senesinde ise ADIA'nın Abu Dabi hükümetinden çekilme kararının alınmasıyla süreç devam etmiştir. Sonraki yıllarda, alternatif stratejiler, sermaye ve altyapı alanlarına yatırım yapmaya başlamıştır. Bunlara ek olarak ADIA, Uluslararası Varlık Fonları Çalışma Grubu kurucu üyesi olmakla birlikte, Santiago İlkeleri'nin meydana getirilmesinde Amerika Hazine Departmanı ile birlikte faaliyet göstermiştir (ADIA, 2009: 2-3).

Fonun genel müdürü, stratejiler ve yatırımlar ile alakalı kararların yerine getirilmesinde kanunlara bağımlı olmakta ve üçüncü muhataplarla ilişkilerde fonun kanuni aracısı görevini üstlenmektedir. İdari kurul ise, diğer idari kurul üyeleriyle ortaklaşa, emirliğin şeyhi vasıtasıyla tayin edilen bir başkan ve müdür ile şekillenmektedir. ADIA idari kurulu, 1981 tarihli kanunu, fonun tutumunun biçimlenmesinde görevli olarak kabul etmekte, ilaveten fonun mali performansları ve idari çalışmalarını da kontrol etmektedir. Bunların haricinde genel müdürün mesul olduğu fonun yatırım ve işlevsel kararlarında yatırım komitesi genel müdüre destek olmakta, mevcut idari kurum bu kararların dışında bulunmaktadır (ADIA, 2009: 18-19).

ADIA'nın yatırımları araştırıldığında, en büyük yatırımını gelişmiş ülke piyasalarındaki özkaynaklara %42'lik bir oranla gerçekleştirdiği görülmektedir. Asgari yatırımlarını ise özel sermaye, altyapı ve nakit alanlarında yaptığı görülmektedir. Ayrıca ADIA, yatırımdan sağladığı kazançların dışında, Abu Dabi Ulusal Petrol Şirketi'nden de istikrarlı bir şekilde sermaye akımı temin etmektedir. Ayrıca ADIA'nın geçmişten günümüze devam eden burs düzeneği bulunmakta ve bu düzenek ile kabiliyetli Abu Dabi halkının eğitim giderleri karşılanmaktadır. Bu uygulamadan faydalananların %90'ı Abu Dabi vatandaşı olmakla birlikte fon portföy idarecilerinin %70'inden fazlası emirliğe dahil bulunmamaktadır (Abdelal, 2009: 319).

**Grafik 9. ADIA Yatırımlarının Coğrafi Dağılımı (%)**



Kaynak: ADIA Review, 2017: 5

Grafik-9'da ADIA'nın yatırımları için çoğunlukla tercih ettiği bölgeler gösterilmektedir. Buna göre en fazla yatırımın yapıldığı bölge %50'lik bir oranla Kuzey Amerika olmaktadır.

Yatırım için çoğunlukla gelişmiş pazarları tercih eden ADIA, netice itibariyle yalnız servet miktarı veya coğrafi ayrımları baz almamakta aynı zamanda güçlü, elastik ve peyderpey artan bir eğilim gösteren getiri koridorlarına yoğunlaşarak yatırım stratejisi oluşturmaktadır. Bu durum kompleks tutumların detaylı bir biçimde ele alınmasına olanak sağlamakta ve tehlike ile cazip kazanç özelliklerini içinde bulunduran sektör temelli yatırımları veya bir tema etrafında oluşan yatırımları yakalama kabiliyeti sağlamaktadır (www.adia.ag, 2020).

#### **2.5.4. Singapur-Temasek Holdings**

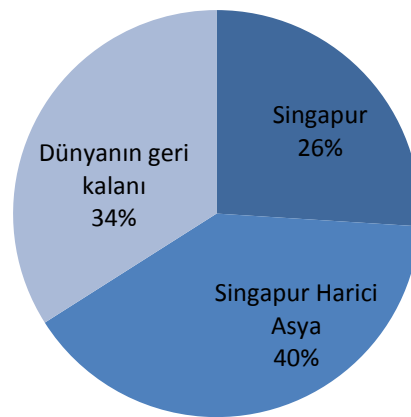
Temasek Holding, 1974 yılında kurulmuş ve Çin'den sonra kaynağı petrol veya doğalgaza dayanmayan en büyük varlık fonu konumundadır. 2019 yılı itibariyle toplam varlık değeri 375,383 milyar dolara ulaşan bu fon şeffaflık temasında da en şeffaf varlık fonlarından biri olmayı başarmıştır.

Temasek Holding ilk olarak Maliye Bakanlığı tarafından oluşturulmuş, 134 milyon dolarlık toplam varlığı ile yatırım amacıyla devlet fonlarını inceleme ve idaresini gerçekleştirme görevlerini üstlenmiştir (Heaney vd., 2011: 110). 2002 yılına kadar uzanan süreçte şirket kamu yetkililerince idare edilmiştir. 2002 senesinde ise

dönemin mevcut Başbakan'ının eşinin CEO olarak tayin edilmesinin ardından Temasek'in yatırım stratejileri değişim göstermiştir. CEO'nun küresel anlamda yeni varlık kaynaklarına yatırım gerçekleştirerek kazançları yükseltmeyi hedefleyen politikaları ile Temasek, İngiltere ve Amerika başta olmak üzere çeşitli bankalarda yükselen oranda önemli yatırımların gerçekleştirilmesiyle uluslararası alanda prestij kazanmayı başarmıştır (Ng, 2010: 7-10).

Temasek'in ekseriyetle iş dünyası önderlerinden oluşan idari yapısı ise, 14 üyeden meydana gelen bir idari konseyin yanında yürütme, denetim, önderlik geliştirme ve ücret konseyi olarak 4 grupta şekillenmektedir. Denetim konseyi yalnız özgür idarecilerden meydana gelmekte ve dahili denetleme düzenini, parasal raporlama için uygulanan prosedürleri, kanun ve aranjmanlara entegrasyonu incelemektedir. Diğer taraftan bu konsey dış denetim sınırları ile beraber dış kontrolörlerin serbestliğini de tetkik etmektedir. Temasek Holdin'in idari konseyi ve CEO'su, şirketin daha önce elde edilmiş rezervlerinin muhafaza edilmesinde Singapur Anayasası çatısı altında yükümlülük sahibidir. Öyleki her yeni hükümet devrinin ilk günü, Temasek'in o süreye kadar elde ettiği toplam rezervler eski rezerv durumuna geçerek kilitlenmekte ve bu durum her referandum sonrası farklı hükümetin görevi devralması durumunda yinelenmektedir (Temasek Review, 2017: 52-63).

**Grafik 10. 2019 Yılı İtibariyle Temasek'in Coğrafyaya Göre Portföy Dağılımı**

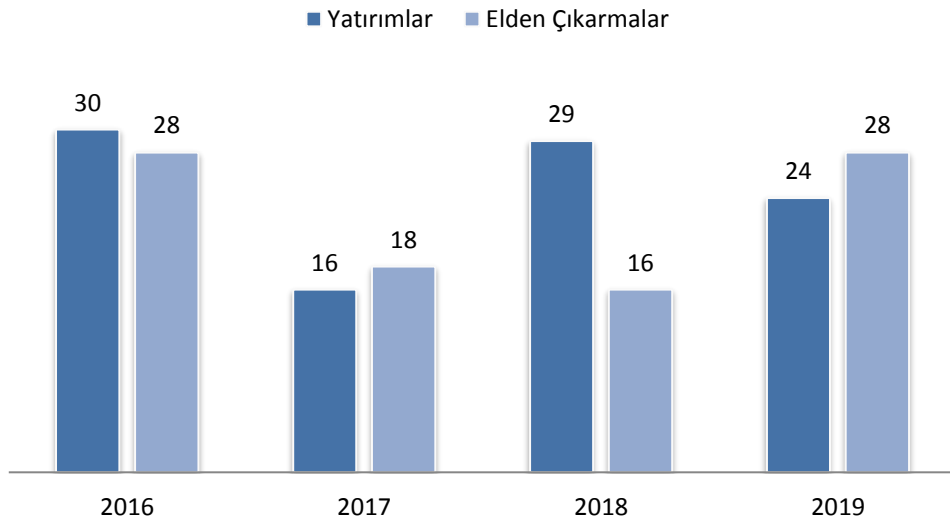


Kaynak: [www.temasekreview.com.sg](http://www.temasekreview.com.sg), 2019

Tablo-10’da Temasek’in sınırları dışında gerçekleşen yatırımları ülke içinde yapılan yatırımlara tercih ettiği ve yüksek oranda yatırımını Singapur sınırları dışında kalan diğer Asya ülkelerine gerçekleştirdiği görülmektedir.

Temasek’in, 2019 yılı itibariyle birçok farklı sektörde hisseleri bulunmaktadır. Finansal hizmetler dahilinde %34’lük bir oranla PT Bank Danamon Endonezya Tbk şirketinde hisse sahibidir. Telekomünikasyon, medya ve teknoloji bağlamında %100’lük bir hisse oranıyla Singapur Teknolojileri Telemedia Ticaret A.Ş. ve aynı oranda Mediacorp Ticaret A.Ş kuruluşunda hisse sahibidir. Tüketici ve gayrimenkul sektöründe en büyük hissedarlığı, %100’lük bir oranla Surbano Jurong Private Limited, Maldai Park Holdings ve Mapletree Investments kuruluşlarında bulunmaktadır. Taşımacılık ve sanayide, Singapur Power Limited, SMRT Corporation Ltd ve PSA International Pte Ltd kuruluşlarında %100’lük bir oranla hisse sahibidir. Yaşam bilimleri ve tarım ticareti sektöründe, en yüksek hissedarlığı %10’luk bir oranla Celltrion Inc ve Celltrion Healthcare Co Ltd. kuruluşlarında bulunmaktadır. Enerji kaynakları bakımından en yüksek hissedarlık ise, %100’lük bir oranla Pavilion Energy Pte Ltd kuruluşuna aittir. Bunların dışında en yüksek yatırımı %25’lik oranla finansal hizmetler sektörünü takiben, %20’lik oranda ise telekomünikasyon, medya ve teknoloji alanına gerçekleştirmektedir (www.temasek.com.sg, 2020). Grafik-11’de ise Temasek Holding’in 2016-2019 yılları arasında yaptığı yatırım ve elden çıkardığı aktiflerin oranları gösterilmektedir.

**Grafik 11. Temasek Holding Yatırımlar ve Elden Çıkarmalar (Milyar S\$)**



Kaynak: www.temasekreview.com.sg, 2020

Temasek Holding, 2016 yılından bu zamana grafik-11’de de görüldüğü üzere toplam 99 milyar dolar yatırım gerçekleştirmiş, bunun yanında son 4 yılda 90 milyar dolar elden çıkarmalar yaşanmıştır.

Mevcut yılların dışında, 31 Mart 2019 tarihinde sonlanan finansal yılda 24 milyar Singapur doları yatırım gerçekleştirilmiş ve yatırımların odağı uzun dönemli eğilimlere istinat eden teknoloji şirketleri olmuştur (www.temasekreview.com.sg, 2020).

#### **2.5.5. Kuveyt-Kuwait Investment Authority (KIA)**

Kuveyt Yatırım Otoritesi, 1953 yılında Kuveyt özgürlüğüne sahip olmadan 8 yıl öncesinde İngilizler aracılığıyla oluşturulan dünyanın en eski varlık fonu olma özelliğine sahiptir. Gelir kaynağı petrol olan KIA’nın 2019 yılı itibariyle toplam varlık değeri 592 milyar dolara ulaşmış ve dünyada en önemli varlık fonları sınıflamasında dördüncü sıraya yerleşmiştir.

KIA, 1982 yılında 47 sayılı yasa gereği, Maliye Bakanlığı’ndan teslim aldığı yetki ile ülke servetlerinin idaresinden mesul, otonom bir yönetim kuruluşu olarak oluşturulmuştur (www.kia.gov.kw, 2020). Tüm prosedürlerini Kuveyt’te asıl dairesinde, Pekin ve Londra’daki dairelerinde gerçekleştiren KIA, uluslararası pazarlarda farklı birçok servet gruplarına yatırımda bulunmaktadır. Hükümetin emtia temelli bu varlık fonunu kurma amacı, dünyada petrol kaynaklı ekonomileri, muhtemel petrol şoklarına rağmen güvence altında tutabilmek ve sonraki kuşaklar için toplumsal refahı muhafaza edebilmektir (Bazoobandi, 2011: 56).

KIA’nın hedeflerinin üç doğrultuda şekillendiği görülmektedir (www.kia.gov.kw, 2020);

- I. Mecburi kazanç ve risk makro hedefleriyle insicamlı bir biçimde ilişiksiz bir servet tahsisi programlayarak muhafaza etmek ve üç yıllık aktif ortalamalar üzerinden hesaplanan birleşik ölçütleri aşan yatırımların normal seyrine dönüşünü sağlamak.
- II. İş yapma bakımından daima eksiklerin giderilmesini üstlenmek ve birinci sınıf yatırım idaresi teşkilatı olabilmek.
- III. Kuveyt’teki özel sektörün kusursuzluğunu üstlenerek, KIA ve özel sektörün Kuveyt’teki endüstri ve kurumlarının ilerlemesi açısından ortaklaşa faaliyette bulunmak.

KIA'nın idaresi, Maliye Bakanı'nın başkanlık yaptığı bir idari konsey aracılığıyla idare edilen hür bir kamu otoritesi konumundadır. İdari konsey, KIA Başkanı, Genel Müdür ve üst idari organlar ile şekillenmekte ve toplamda 9 üyeden oluşmaktadır. Mevcut üyelerden dördünü, Maliye Bakanı, Enerji Bakanı, Kuveyt Merkez Bankası Valisi ve Maliye Bakanı Müsteşarı olmak üzere eski üyeler oluşturmakta, kalan beş üyelikte ise, özel sektör mümessilleri bulunmaktadır. Konsey üyeleri 4 senelik bir süreç için Bakanlar Kuruluna verilen yetkilere binaen alınan kararlar ile tayin edilmektedir. Ayrıca idari konsey, transit bir biçimde İdari Konsey Başkanı'na rapor sunmak adına İç Kontrolör görevlendirmektedir (www.kia.gov.kw, 2020). Fonun Yürütme Konseyi Başkanı ise, özel sektör mümessilleri içinden birinin tercih edilmesiyle İdari Konsey tarafından tayin edilmekte, ilaveten Yürütme Konseyi Başkanı KIA'nın Genel Müdür'lüğü görevini de taahhüt etmektedir. Yürütme Konseyi'nin stratejik görevlerinden bir diğeri, KIA'nın izlemsel amaçları doğrultusunda atılacak adımlar için İdari Konseye katkıda bulunmasıdır. KIA'nın etkinliklerinin incelenmesi görevini ise icra kurulu üstlenmiştir. KIA'nın hesapları küresel anlamda başarılı, harici kontrol firmalarından ikisi aracılığıyla izlenmekte, incelenmekte ve tasdik edilmektedir. Aynı zamanda KIA idaresi altındaki yılın iki dönemlik bildirisini bağımsız Devlet Denetim Büro'suna, senelik hesaplarını ise, Bakanlar Kurulu ve Ulusal Meclis'e takdim etmektedir (IWG, 2008: 38-39).

Kuveyt Devleti adına Maliye Bakanlığı vasıtasıyla kendisine devredilen fonların idaresiyle yükümlü olan KIA, bununla birlikte Kuveyt Genel Rezerv (GRF) Fonu ve Gelecek Nesiller Fonu'nun da (FGF) idaresinden sorumludur. Kuveyt Genel Rezerv Fonu, devletin GRF yatırımlarından sağladığı bütün petrol kazançlarının tutulduğu ana haznedir. Tüm devlet bütçesi harcamalarının gerçekleştirildiği GRF, bu anlamda devlet hazine hesabı pozisyonundadır. GRF'den oluşturulan aktarımlar devlet bütçe harcamalarını gerçekleştirmek maksadıyla kararname ile tasdik edilmektedir. Gelecek Nesiller Fonu ise, mevcut artırımların %50'sinin GRF'den aktarıldığı, jenerasyonlar arası tasarruf alanı olarak oluşturulmuştur. Genel olarak tradisyonel varlıklardan meydana gelen FGF, aynı zamanda özel sermaye, gayrimenkul ve altyapı gibi farklı varlık seçenek grupları ile Stratejik Varlık Tahsisi tasdikine dayanan Kuveyt harici yatırımlardan meydana gelmektedir. Fonun uzun dönemli yatırım izlenimleri risk ve kazanç amaçları doğrultusunda yönetim kurulunca toparlanarak tasdiklenmektedir. İlaveten, senelik bazda devlet kazançlarının asgari %10'u ve GRF'nin net kazançlarının %10'u FGF'ye transfer edilmektedir (www.kia.gov.kw, 2020).



KIA, ticari eğilimli bir kuruluş olmakla birlikte, sadece kazanç makro hedeflerini net bir biçimde nitelendiren programlara yatırım yapmayı tercih etmektedir. Çalışma kaynağı oyun ve alkol ile bağlantılı etkinlikler yürüten sektörlerle yatırım gerçekleştirilmemektedir. Uzun dönemli yatırım görüşüne sahip olan KIA, tehlikeleri göze alabilme ve kısa dönemli dengesizliğe karşı entegrasyonda başarılı bulunmakta ve bu durum mali pazarlarda istikrar açısından avantaj sağlamaktadır. Kuveyt Anayasa'sının kısıtlaması ile KIA, yatırım maksadıyla borç edinmemekte ve herhangi türev bir çıktıyı yatırım anahtarı şeklinde kullanamamaktadır. Bunların dışında KIA, bizzat kendisi adına belli servet gruplarına yatırım gerçekleştirmek amacıyla alanında uzman özgür varlıklar meydana getirmiştir. Bunların bir kısmı, evrensel mevduatlar amacıyla İngiltere'de bulunan St. Martins Londra, gayrimenkul yatırımlar maksadıyla Amerika'da bulunan Fosterlane ile Breadstrees ve dünyadaki Brownfield altyapı yatırımları amacıyla İngiltere'de bulunan Wren House Altyapısı varlıklarından oluşmaktadır (www.kia.gov.kw, 2020).

## **2.6. Varlık Fonlarının Finansal Sistem ve Büyüme Üzerine Etkileri**

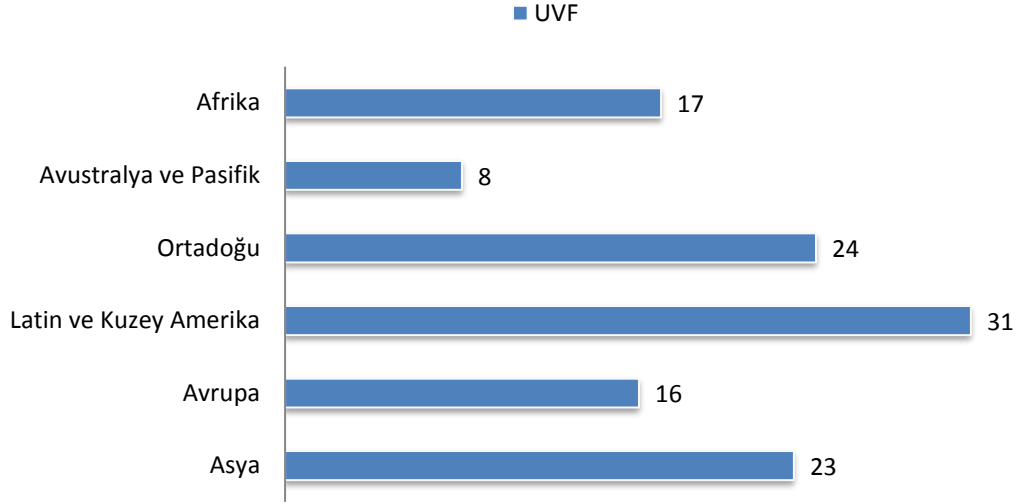
UVF'lerin başlangıçta global mali düzen içinde etkili bir biçimde ortaya çıkışı, 1970'li yıllarda petrol fiyatlarında meydana gelen yükselmeler neticesinde yaşanmıştır. 2000'li yıllara gelindikten sonra ise gelişmekte olan birtakım ülkelerin cari açık işlemlerinde önemli ölçüde artışlar yaşanması durumu ile UVF'ler bir kez daha küresel mali pazarların dikkatini çekmiştir (Güçlü, 2018: 40). Bununla birlikte UVF'lerin içinde bulunduğumuz zamana kadar mali bir yıkıma sebebiyet verdiği görülmemiştir. Ayrıca UVF'ler birikimlerin uluslararası alanda sirkülasyonuna ve yatırım gerçekleştirdikleri ülkelerin gelişimine özgü yararları bağlamında pozitif bir intiba sergilemektedir.

### **2.6.1. Ulusal Varlık Fonlarının Küresel Ekonomideki Önemi**

UVF'ler, bulunduğumuz zaman diliminde global mali sistem içinde önemli bir seviyeye yükselmeyi başarmıştır. Öyle ki bu yükseliş hedge fonları ve teşebbüs gelirlerinin üzerinde gerçekleşmiş ve son durumda UVF'ler global mali sistemde etkili bir pozisyon elde etmeyi başarmışlardır (Beck ve Fidora, 2008: 5). Geride bıraktığımız yarım asır ve bilhassa 2000'li yıllar, dünya iktisadi yapısında yıkılmaların 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-12'de UVF'lerin coğrafi bölgelere göre dağılımı gösterilmektedir.

**Grafik 12. Bölgelere Göre UVF Dağılımı (Adet)**



Kaynak: [www.swfinstitute.org](http://www.swfinstitute.org), 2020

Geçtiğimiz son birkaç yılda UVF'lerin sahip olduğu servetlerde görülen artışta bilhassa, dış satım odaklı Asya ekonomileri ve petrol kaynaklı Orta Doğu ülkelerinin önemli marjı olduğu görülmektedir. Bu artışın önemli bir bölümünü petrol fiyatlarında görülen sürekli artışlar nedeniyle Kuveyt, BAE ve Norveç gibi üretim sağlayan ülkeler oluşturmaktadır. Bunun yanı sıra büyüme eğilimi gösterenler arasında kesintisiz ticaret fazlası sağlayan ve harici para arttıran 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 düzeyinin yanında yatırımların ortalama büyüklüklerinde de artış olduğu gözlemlenmiştir. 2007'nin sonu ve 2009 seneleri arasında Batı bankalarına 124 milyar dolar tutarında sermaye yatırımı gerçekleştiren UVF'ler, ortaya çıkan kriz neticesinde ülke dışı yatırımlarını lokal ekonomiye çevirerek 2007 ve 2008 seneleri arasında ülke içindeki yatırımların en üst seviyeye erişimini sağlamıştır. 2014 yılının son yarısında ise, petrol fiyatlarında görülen çöküşler nedeniyle üretim sağlayan

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 kaynak bağımlı ülkeler için finansal sorunların ortaya çıkmasına neden olmuştur. 2012 senesinde yukarıda seyreden doğal kaynak fiyatlarında 2017 senesinde %57 oranında d meydana gelmiştir (IFSWF, 2017: 34-35).

ubat 2020 güncel verileri göz önüne alındığında toplam metaları 8,242,272 trilyon dolara ulaşan ve servetleri bakımından seri bir artış eğilimi gösteren UVF’lerin, doğal kaynakların fiyatlarındaki volatilit ve döviz rezervlerindeki sratlı yığılmalardan ötürü ilerideki büyüklüklerinin kestirimi zor olmaktadır.

### **2.6.2. Finansal Sisteme Etkileri**

İçinde bulunduğumuz zaman dahilinde varlık büyüklükleri ilgi çekici bir boyuta ulaşan UVF’ler, yatırımlarını bu fonlar aracılığıyla gerçekleştiren ülkelerin iktisadi yapılarında yararlı veya aksi olmak üzere finansal düzen üzerinde belli etkimeler oluşturmaktadır. UVF’lerin finansal sistem üzerinde yararlı etkileri, varlık fonu sahibi ülkeler ve varlık fonu yatırımlarına ev sahipliği yapan ülkeler olmak üzere iki farklı şekilde değerlendirilmektedir.

#### **➤ Varlık fonu sahibi ülkeler açısından;**

Ortadoğu’daki petrol üretimi sağlayan ülkeler gibi yalnız emtia bağımlı ülkelerin kazanç sağlayacakları kaynakları çeşitli sahalara yönlendirerek çok yönlü olmasına katkıda bulunmakta, böylece doğal kaynaklara tabi ülkeleri petrolün tükenebileceği zamana hazır hale getirmektedir. Ayrıca içsel piyasanın haricinde güvenilir bazdaki kuruluşlara varlık fonu vasıtasıyla gerçekleştirilen yatırımlar, uzun dönemde etkili kazançlar sağlayabilmekte ve nispeten daha az tehlike barındırabilmektedir (Makhlouf, 2010: 39).

Varlık fonları elde ettikleri döviz rezervlerinin artan kısmı, ticaret ve bütçe fazlalarını kazançlı yatırımlara çevirme konusunda ülkeye fayda sağlamaktadır. Buna ek olarak varlık fonları, ülke dışına yatırım gerçekleştirerek bulunduğu ülkenin prestijini ykseltebilmekte ve ülke içi sektörlerin ilerlemesi açısından ihtiyaç duyulan verilere ve teknolojiye ulaşım imkanı sağlamaktadır (Surendranath vd., 2010: 592).

lke dışı gerçekleşen ticaret fazlalarının ülke içi iktisadi faaliyetlere dahil edilmesi enflasyona neden olabilmekte, dolayısıyla mevcut fazlaların varlık fonlarında

biriktirilerek diğer pazarlara yatırım yapılması yurtiçi makroekonomik iyileşmeye katkı sağlamaktadır (Yalçiner ve Sürekli, 2015: 4).

- Varlık fonu yatırımlarına ev sahipliği yapan ülkeler açısından;

Varlık fonları bir girişimci olarak fazla varlık miktarına sahip fon bulunduran ülkelere varlık miktarına gereksinim duyan ülkelere zaruri sermayeyi sağlamaktadır. Ayrıca varlık fonları uzun dönemli yatırımlara odaklanarak yatırım gerçekleştirdikleri kuruluşların stabilizasyonuna fayda sağlamakta, kısa dönemli sermayedarların tersine, olası bir karışıklık durumunda yatırımlarını kaldırmamaktadır. Kısa dönemli mali sorunlardan dolayı ilave bir meta edinemeyen kuruluş veya bankaların devamlılığını sürdürebilmesi için katkıda bulunarak mevcut kuruluşların stoklarının kıymetlenmesini sağlamaktadır (Makhlouf, 2010: 39).

UVF'ler iktisadi hedeflere odaklanarak faaliyet gösterdiği takdirde, yatırım gerçekleştirilen ülkenin ekonomik boyutu açısından faydalı olabilmekte ve önemli ölçüde stabilizasyonun korunmasına etki edebileceği görülmektedir.

### **2.6.3. İktisadi Büyüme Üzerindeki Rolü**

UVF'lerin iktisadi büyüme üzerine etkisi yok sayılamayacak ölçüde önem arz etmektedir. Bütünsel olarak değerlendirildiğinde uzun dönemli yatırımlar gerçekleştiren bu fonlar, 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 görmektedir.

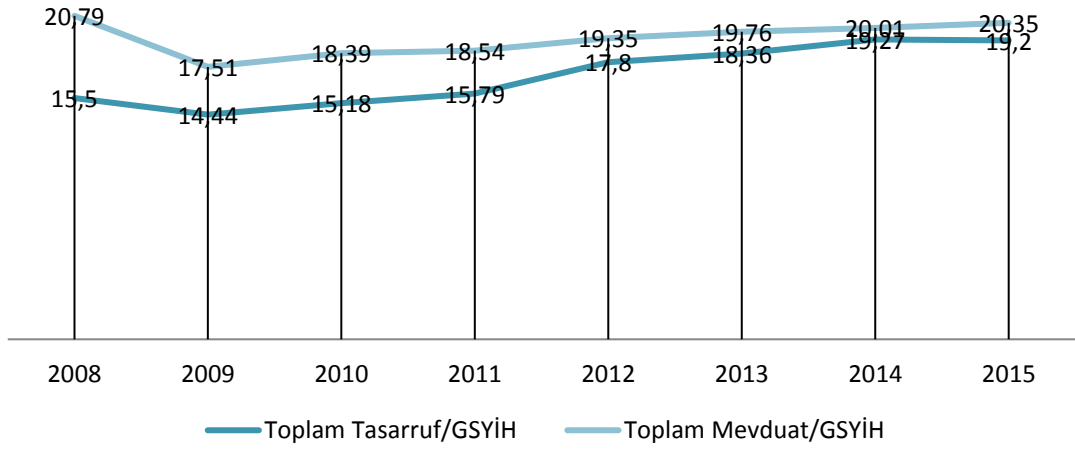
UVF'ler çeşitli faaliyetler ile ülkelerin iktisadi büyüme süreçlerine etki edebilmektedir. Öyle ki UVF'ler, mali stabilizasyonun sağlanmasında (Al-Hassan vd., 2013: 7), kritik durumlardaki kuruluşlara mali dayanak olarak yetenek ve olanaklarının ilerlemesine ve personellerin emniyetinin devam ettirilmesine olanak sağlamakta (Cumming vd., 2016: 13), fiyat iniş çıkışlarının etkilerini hafifletmekte, maliye idaresinde şeffaflık ve hesap verebilirliği çoğaltmakta ayrıca iktisadi şok ve buhran dönemlerinde gereksinimler dahilinde likiditeyi temin ederek ülkelerin ekonomik tutumlarında önemli rol oynamaktadır. Bunlara ek olarak UVF sahibi ülkelerin genelinde döviz rezervi çokluğu olduğu görülmektedir. Buna bağlı olarak UVF'ler para politikalarını etkilemek suretiyle döviz kurlarının olağan dışı değerlendirilmesinin önüne geçerek döviz kurlarında stabilitiyi sağlamaktadır (Xie ve Chen, 2009b: 4).

Ekonomisi dış satıma dayalı ülkelerde, ihracattan elde edilen kazançların ithalattakine oranla nispeten daha çok olması, ödemeler bilançosu fazlasının ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Fakat kaynakların erimesi ile ihracattan elde edilen kazançların düşüşe geçtiği ve dışsal şokların görüldüğü dönemlerde UVF'ler, belli bir seviyeye kadar mevcut ülkenin ödemeler bilançosunun kötüye gitmesini önleyebilmektedir. Yatırım alan ülke açısından değerlendirildiğinde, UVF'ler ülkeye nakit girişi şeklinde görüldüklerinden, ülkenin anapara hesabı üzerine yapıcı etkileri bulunmakta iken, UVF'lerin yatırım gerçekleştirilen ülkenin dışına çıkmaları durumunda ise, bir ticari işe yatırılan para sonucunda meydana gelen eksilmeler anapara hesabını olumsuz etkilemektedir (Xie ve Chen, 2009b: 8).

Varlık fonlarının 2000 yıllarında yoğun olarak telekomünikasyon, havacılık, savunma ve enerji gibi önemli sektörlerle yatırım gerçekleştirdikleri görülmektedir. Bu durum fonların uluslararası bağlantısı açısından stratejik bir statüko kazanma olasılığını sağlamlaştırmakla birlikte devletlerin fonlar hakkında fazladan önlem almasına neden olmaktadır. Örneğin Fransa tarafından, bu gibi sektörlerin ekonomik buhran zamanlarında yabancı girişimci ve fonların sahipliğine geçmesi ihtimalinin önüne geçmek amacıyla 2008 senesinde Stratejik Yatırım Fonu isimli ulusal varlık fonu oluşturulmuştur (Şanlı, 2010: 22).

UVF'lerin ülke ekonomisine sağladığı katkılar bağlamında önemli bir örnek, küresel anlamda diğerlerine nazaran en baskın ekonomiye sahip ABD olmaktadır. 2008 krizinin etkileriyle birikimlerin önem kazanarak yıllar itibariyle sergilediği artış Grafik-13'te gösterilmektedir. 2008 buhranı dışında Amerikan ekonomisinin baskın ve genişletici politikalar ile büyüme sürecini idare ettiği ve buhranın yansımalarını en aza indirmek adına tasarrufların devamlı yükseliş eğiliminde olduğu görülmektedir.

**Grafik 13. ABD'nin Tasarruf ve Mevduat Dengesi**



Kaynak: www.databank.worldbank.org, 2020

Varlık fonlarının ana kaynağını birikimlerin oluşturduğu düşünüldüğünde, ABD ekonomisi birikimlerindeki artış ile varlık fonlarının kaynak oluşumuna önemli katkı sağladığı görülmektedir. Her şeyden önce ekonomik buhran zamanlarında bir dayanak aracı olarak değerlendirilen UVF'ler, iktisatçılar tarafından yapıcı etkiler bulundurduğu yönünde yorumlanırken, kimi analistler tarafından ise fon idarelerinin devlet denetiminde olmasından dolayı tenkit edildiğine rastlanmaktadır. Mevcut tenkitler, devletin idare ettiği büyük varlık fonlarını enternasyonal alanda siyasi ve ekonomik düzene karışabilecekleri bir araç biçiminde işletebileceği şeklindedir (Alagöz ve Ceylan, 2019: 31).

#### **2.6.4. Ulusal Varlık Fonlarının Ekonomi Politikası**

UVF'lerin global alandaki iktisadi uygulamalar üzerinde sağladığı pozitif etkiler azımsanamayacak ölçüde olsa da, mevcut fonlara ait politik kaygılar daha dominant bir boyut sergilemektedir.

Bu düşüncelerin baskın olmasındaki ana etken, UVF'lerin stratejik sanayilere (savunma, enerji vb.) yatırım yapmayı tercih ederek bu sanayilerde kontrolü sağlamak, teknoloji veya farklı arenalardaki örtülü verilerin aktarılması, yatırım gerçekleştirilen ülkeler üstünde direkt veya endirekt biçimde nüfuz elde etmek gibi olası hedefler barındırabileceği yönündeki kanaattir. Rusya Federasyonu'nun 2004 senesinde oluşturduğu İstikrar Fonu'nu, 2007 senesinde iki farklı kuruluşa ayırarak, yeni fonun

ortaklık satın alma gibi etken ve kritik alanlara yatırım gerçekleştireceğini belirtmesi, bu kaygıların daha fazla çoğalmasına neden olmuştur (Cohen, 2009: 719). Örneğin, Abu Dhabi Yatırım Otoritesi'nin ABD'de uyguladığı önemli yatırımlar, ABD'li politikacılar tarafından anarşizm veya askeri korkular dolayısıyla iktisadi mukabele şeklinde değerlendirilmiştir. Benzer biçimde, mali mevzuatların idari konseyde etkisinin hakim olduğu Çin Varlık Fonu'nun, Visa, Morgan Stanley, Blackstone ve Barclays gibi kuruluşların sermayesi için para ödemekte hevesli olması Çin başkanının batılı mali ağlara tutunma gayreti içinde olduğu düşüncesine neden olmuştur (Lippincott, 2012: 651-652).

Ayrıca, totalde şirketlerin tamamı kar maksimizasyonu gayesiyle uygulamalarda bulunurken, UVF'lerin daha çok stratejik bölgelere odaklanması, kar maksimizasyonu gayesi dışında siyasal birtakım hedefler barındırdığı düşüncesini artırmaktadır. Varlık fonlarının devletler aracılığıyla idare edilmesinden dolayı yatırımların, ulusal menfaatler göz önünde bulundurularak dış politika gayeleri bağlamında farklı politikacılar tarafından oluşturulduğu savı ileri sürülmektedir (Aykın, 2014: 13-14). UVF'lerin eleştirilmesine neden olan bir diğer faktör ise, UVF'lerin çoğunda olası bir risk döneminde makul idari yöntemlerdeki belirsizlik nedeniyle iktisadi pazarlarda oluşabilecek kararsızlık endişesidir. Bu belirsizlikler, bilhassa istikrarın sağlanamadığı devrelerde ne tür mekanizmalar ile iletişim içinde olunması gerektiği konusundaki kararsızlıkları artırmaktadır (Helleiner ve Lundblad, 2008: 70).

Yatırım yapılan ülkeleri bir takım etkilere maruz bırakan UVF'ler, yatırım gerçekleştiren ülkeler açısından da iktisadi ve politik sansasyonlara neden olabilmektedir. 2007 senesinde Çin Varlık Fonu'nun Blackstone kuruluşuna gerçekleştirdiği yatırımlar neticesinde %60 hasara uğraması, ülke sınırlarında politik tansiyonun artmasına neden olmuş ve bu durum Merkez Bankası ile parti önderlerinin vazifelerini bırakmak mecburiyetinde kalmaları ile sonuçlanmıştır (Balin, 2008: 14).

Bazı varlık fonları yatırım faaliyetlerindeki siyasi kaygıları en aza indirmek adına bir takım engelleyici yöntemlere başvurmuştur. Abu Dhabi Yatırım Otoritesi, hisselerin büyük bir bölümünü kapsayan kısmını satın alma konusunda imtina göstererek geri durma politikası izlemiş, Rusya ve Çin ise 5 yıl süresince stratejik mal edinmelerden uzak durma üzerine düşüncelerini hazineye iletmişlerdir. Buna ek olarak Çin, Blackstone kuruluşunun azınlık hisselerini edinirken bu husus üzerindeki kaygılarını dikkate alarak paydaşların oy hakkından kendi isteğiyle el çekmiştir. Singapur ise sahip olduğu iki varlık fonu dışında, iletişim, hava alanı, petrol gibi

stratejik kesimlere yatırım yapmaktan kaçındığını bildirmiş, aynı şekilde Suudi Arabistan ve Çin Varlık Fonları İran ve Tayvan'a benzer nedenlerden ötürü yatırım gerçekleştirmeyeceklerini aşikare beyan etmişlerdir (Balin, 2008: 5).

Bütün bu kaygılara karşın, UVF'lerin yatırımlarını politik hedefler doğrultusunda gerçekleştirdiğine yönelik somut bir argüman bulunmamakla birlikte içinde bulunduğumuz zamana kadar yapılan yatırımlara hükümetlerin transit bir biçimde dahil oldukları ve siyasi maksatlar yolunda fonlardan yararlandıklarının doğruluğu konusunda kanaat verici bir belgeye erişilmemiştir (Allen ve Caruana, 2008: 10).

## **2.7. Türkiye Varlık Fonu**

Kalkınma amaçlarına erişebilmek üzere ulusal kazançlarda reel artışlar temin etmek ve mevcut topluluğun refah seviyesini güçlendirmek adına, sosyo-ekonomik yapıların gelişmesini sağlayacak farklılıklar uygulamak mecburiyetinde kalan gelişmekte olan veya az gelişmiş ülkeler, aynı zamanda çoğalan nüfus gereksinimlerini karşılayarak gelişim göstermiş ülkelerle aralarında bulunan ayrıklıkları en aza indirmek için imalat etkinliklerinde de önemli girişimler gerçekleştirmek zorunda kalmaktadırlar. Fakat ekonomide gereksinimlere cevap verebilecek likidite birikiminin temin edilememesi, kazançların ve bilvasıta artırımların ihtiyaçları karşılayacak seviyeye erişememesi gibi sebepler, imalatların artırılması yönünde handikaplar oluşturmaktadır (Aras, 2000: 95). Gelişmekte olan bir ekonomiye haiz Türkiye ekonomisi, bilhassa 2001 buhranından günümüze kadar farklı alanlarda süratli bir açınım eğilimi göstererek, 2015 senesinde GSYİH'da 720 milyar dolar düzeylerine erişmiş ve aynı süreçte büyüme oranı ortalama %4,90 oranında seyretmiştir. Bununla birlikte bütçe dengesi, enflasyon, ihracat düzeyi ve faiz gibi çeşitli makroekonomik endekslerde canlanma görülürken ekonomideki yapısal problemlerden dolayı enflasyonla birlikte, cari açık, işsizlik ve tasarruf miktarı gibi endekslerde istenilen raddeye erişilememiştir. Mevcut endekslerde süratli bir biçimde ilerleme gerçekleştirebilmek adına, yatırım ve imalat düzeyinin çoğaltılması ve sürdürülebilirlik sağlanmasının yanı sıra, yatırımların finansmanı konusunda birikimleri geliştirici yöntemler ile farklı seçenekte mali enstrümanların canlandırılması ve ekonomiye entegrasyonu sağlanmalıdır. Yatırımların finansmanı konusunda küresel bir biçimde kullanılan araçlardan biri olan UVF'ler, birikim eksikliğine sahip ülkelerde harici kaynak yöntemlerinin çeşitlenmesi, dolaysız biçimde yabancı yatırımların ülke sınırları içine çekilmesi ile kaynak bulma güçlüklerinin



ortadan kaldırılması ve elde edilen fon hacmi ile öncelikle sosyo-ekonomik buhran dönemleri olmak üzere dolaysız müdahalelerle yatırımların devam ettirilmesi gibi büyük işlevsellikler barındırmaktadır. Mevcut işlevlerin tümü Türkiye ekonomisi için de geçerli ve aktif işlevler olmasından dolayı önem arz etmektedir. Bunların dışında Temmuz 2016'da meydana gelen olaylar ve müteakiben ekonomide oluşan süreç, Türkiye Varlık Fonu kurulumuna sürat kazandırmıştır (Kavcıoğlu, 2018: 102-103).

### **2.7.1. Türkiye Varlık Fonunun Kuruluşu ve Hedefleri**

Türkiye Cumhuriyeti Bakanlar Kurulu'nca 27.06.2016 tarihinde 'Türkiye Varlık Fonu Kurulması ile Bazı Kanun ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun Tasarısı'nın TBMM'ye takdim edilmesine karar verilmiştir. 01.08.2016 tarihinde, TBMM'ye torba kanun dahilinde sunulan Türkiye Varlık Fonu kurulmasına dair kanun teklifi 19 Ağustos 2016 yılında gerçekleşen oylama ile, 217 kabul oyuyla 26 Ağustos 2016 tarihli 29813 sayılı Resmi Gazetede neşredilerek yasalашmış ve 6741 sayılı Kanunla Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketi kurulmuştur (Sarısu, 2016: 221-222).

Resmi Gazete'de yayımlanan kanunda belirtilen amaç ve kapsam dahilinde, sermaye pazarlarında araç türleri ve derinliğine fayda sağlamak, ülke içinde kamuya ilişkin metalleri ekonomiye kazandırmak, harici kaynak elde etmek, stratejik ve büyük çaptaki yatırımlara katılım gerçekleştirmek amacıyla TVF ve bu fona endeksli alt fonları oluşturmak ve idare etmek maksadıyla Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketinin kurulması, idaresi ve etkinliklerine dair ilkeler tanzim edilmektedir (www.resmigazete.gov.tr, 2016). Ayrıca TVF'nin, kamu metallerinde kıymeti artırarak iktisadi büyümeye fayda sağlamak ve sonraki nesiller için sağlam bir Türkiye hazırlamak, katılım finansmanına elverişli varlıkların evölüsyonuna yardımcı olmak, Türkiye'ye daha fazla sermayedarın dikkatini çekerek yeni yatırımlar için meta oluşturmak gibi ana amaçları bulunmaktadır (turkiyevvarlikfonu.com.tr, 2020).

TVF, Ticaret Kanunu kararlarına bağımlı bir devlet şirkettir. Milli ve enternasyonel mali pazarlara yatırım yapılan ülkelerin bir kısmında mevcut bulunan etkin yapı sebebiyle elastik bir yapının oluşmasını sağlamak zorunlu olmakta ve dolayısıyla TVF ve iştiraki kuruluşlara bir takım imtiyaz ve istisnalar temin edilmektedir. Bakanlar Kurulu'nca TVF'ye, ülke içinde ve ülke dışında gereksinim duyulan yatırımların süratli bir biçimde gerçekleşmesi için teşvik, iskonto ve yardımlar doğrultusunda karar alma hakkı verilmesi, TVF'nin ülke içi ve ülke dışı

borçlanmalarının kolay duruma getirilmesinin sağlanması, Özelleştirme Fonu tarafından şirketin kuruluş sermayesi olan 50 milyon TL'lik masrafın ödenmesi, TVF dahilinde oluşturulacak fonların Sermaye Piyasası Kanunu sınırları içinde özgür denetim ve kurumsal idare aranjmanlarına bağımlı olması gibi bir takım imtiyazlar ve istisnaların sağlandığı belirtilmektedir (www.resmigazete.gov.tr, 2016). Bunun dışında TVF, kanun tasarısı genel gerekçesinde UVF'leri, kamuya ilişkin çeşitli varlıkların belirlenen kurumsal idari prensiplerle idare edilecek biçimde düzenlendiği özel amaçlı yatırım fonları şeklinde tanımlamıştır. Bu fon vasıtasıyla ekonomik istikrar, kalkınma ve büyüme odaklı gayelerle reel sektöre, stratejik şirket ve programlara uzun dönemli yatırımlar gerçekleştirileceği belirtilmektedir. Bununla birlikte Türkiye'nin 2023 hedeflerine mutabık çeşitli varlıklara haiz kamu otoritesinin, mevcut varlıkların kazancı ve emeklilik düzeninden sağlanan fon fazlalarının, TVF ana başlığı altında bir araya getirilmesinin fayda sağlayacağı belirtilmiştir (TVF Kanun Tasarısı, 2016: 1-4).

Dünyada başarı göstermiş UVF'ler temel alınarak oluşturulacak TVF'nin kuruluşunda hedeflenenler ise şu şekildedir (TVF Kanun Tasarısı, 2016: 1-2);

- Makroekonomik büyümede 10 yıl zarfında %1.5 oranında artış temin etmek.
- Sermaye pazarlarında büyüme ve derinleşmenin hızını artırmak.
- İslami finansman metalarının işletilmesini yaygın duruma getirmek.
- Gerçekleştirilecek yatırımlarla takribi yüzbinlerce kişilik ilave istihdam oluşturmak.
- Savunma, havacılık ve yazılım gibi teknolojik etkisi güçlü olan önemli sektörlerdeki yerel kuruluşları anapara ve proje temelinde finanse etmek ve bu alanda global oyuncu statüsünün kazanılmasını sağlamak.
- Otoyollar, kanal İstanbul, üçüncü köprü ve havalimanı, nükleer santral gibi önemli altyapı tasarılarını kamu sektörünün borç artışını engelleyerek desteklemek.
- Katılım finansmanı sektör hissesini çoğaltılmak.
- Arz emniyetini gerçekleştirmek adına, Türkiye için önem teşkil eden doğal gaz ve petrol gibi ülke dışındaki stratejik kesimlere kanuni ve bürokratik sınırlamalara endeksli olmadan transit yatırım gerçekleştirebilmek.

### 2.7.2. Finansman Kaynakları ve Portföyü

TVF'nin emtia ve emtia harici gelir fazlalıklarına sahip olmadığı ve dolayısıyla ayrışik kamu kurum ve kuruluşlarının TVF'ye aktarılarak mevcut kuruluşlardan elde edilen hasılatlar ile fona kaynak temin edildiği görülmektedir.

TVF'ye ilişkin finansman kaynakları 6741 sayılı kanunun dördüncü maddesinde şu şekilde belirtilmektedir (www.resmigazete.gov.tr, 2016);

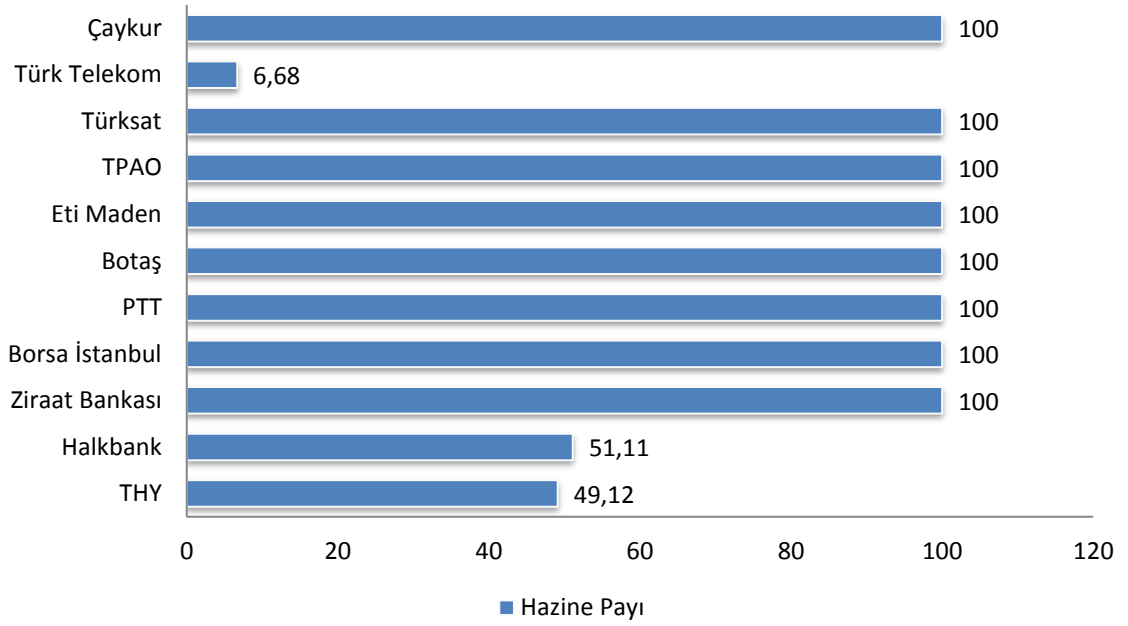
- Özelleştirme Yüksek Kurulu tarafından; özelleştirme kapsam ve projelerinde bulunan ve TVF'ye aktarımına karar verilen kurumlar ve metalar ile Özelleştirme Fonundan TVF'ye devredilmesine karar verilen likidite fazlasından,
- Kamu kurum ve kuruluşlarının tasarruf kapsamı altında mevcut gereksinim fazlası hasılat, kaynak ve metarlardan; Bakanlar Kurulu aracılığıyla TVF'ye devredilmesine veya kurum tarafından idare edilmesine karar verilenlerden,
- TVF aracılığıyla ülke içi ve ülke dışı sermaye ve para piyasalarına ilişkin mevzuat kapsamında bulunan icazet ve tasdiklere bakmaksızın elde edilen finansman ve kaynaklardan,
- Para ve sermaye piyasaları haricinde değişik metotlarla temin edilen finansman ve kaynaklardan meydana gelmektedir.

TVF başlangıçta kamu kaynakları ile ayrışik fonlardan devredilen hasılatlarla oluşturulmuş ve tedricen öz kaynaklarını meydana getirmesi tasarlanmıştır. Ayrıca Türkiye kamu idari gücünün haiz olduğu hasılat ve devlet özendirmeleriyle gelişen emeklilik sistemine ilişkin fon fazlalığının, reel kesime uzun dönemli yatırım imkanı oluşturacak biçimde, TVF ile bir üst fonda kombinasyonu planlanmıştır (TVF Kanun Tasarısı, 2016: 2).

Bunun dışında TVF'nin emtia veya ihracat hasılatı fazlasına sahip olmayıp milli tasarrufların da milli yatırımlarını karşılayacak seviyede olmaması sebebiyle yapılan tenkitler doğrultusunda, uluslararası pazarlardan kaynak sağlamak ve elde edilen kaynakların alt yapı üretken endüstri yatırımlarına oryantasyonunun sağlanması amacıyla da oluşturulabileceği belirtilmektedir (Öztürkler, 2017: 1).

TVF'nin portföyü kapsamında, Özelleştirme Fonu'na aktarılan kurum ve metalar ile Cumhurbaşkanı aracılığıyla fona aktarılması kararlaştırılan kurum ve metalar dikkat çekmektedir. Bu bağlamda fona aktarılan kamu kurum ve kuruluşlar ile hazine payları Grafik-14'te gösterilmektedir.

**Grafik 14. Türkiye Varlık Fonu Portföyü**



Kaynak: [www.turkiyevarlilikfonu.com.tr](http://www.turkiyevarlilikfonu.com.tr), 2020

Bunlara ek olarak, 2017 tarihli 680 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile tahsisatı peşin para olarak oynatılan Piyango, Hemen-Kazan, Sayısal Loto, Şans Topu, Süper Loto ve On Numara gibi ilgili yasa sınırları içerisinde izin verilebilecek benzeş şans oyunlarına ait lisanslar TVF'ye verilmiştir. TCDD İzmir Limanı'nın, özelleştirme kapsam ve projesi dışına çıkartılarak TVF'ye aktarılmasına karar verilmiştir. Aynı şekilde Türkiye Denizcilik İşletmeleri A.Ş.'nin özelleştirme kapsamından çıkartılarak %49 hisse ile, Kayseri Şeker Fabrikası A.Ş.'nin ise %10 hisse payı ile TVF'ye aktarılmasına karar verilmiştir. Bunun haricinde at yarışları düzenleme ve bahis kabul etme lisansı TVF'ye aktarılmış ve at yarışları düzenleme maksadıyla ayrılmış veya bu maksatla aktif durumda olan taşınmazlar ile üzerlerindeki yapı ve tesisler TVF'nin kullanımına bırakılmıştır. Ayrıca Hazine'nin sahipliğindeki Antalya, Aydın, İstanbul, Isparta, İzmir, Kayseri ve Muğla'da mevcut bir takım taşınmazların da TVF'ye aktarımına karar verilmiştir ([www.turkiyevarlilikfonu.com.tr](http://www.turkiyevarlilikfonu.com.tr), 2020).

### 2.7.3. Organizasyon Yapısı, Denetimi ve Faaliyetleri

TVF'nin organizasyon yapısında, Yönetim Kuruluna endeksli genel müdür, ihtiyaçları karşılayacak sayıda müdür ve yardımcıları, fonun alt kademelerindeki işlevsel prosedürleri yönetim kurulu namına ve kurul denetiminde uygulamaktadır. Yönetim Kurulu vasıtasıyla, Kurumsal Yönetim Komitesi, Denetim Komitesi ve Riskin Erken Saptanması Komitesi olarak üç komite meydana getirilmektedir. Kurumsal Yönetim Komitesi, TVF'nin kurumsal idari prensipleri tatbik edip etmediğini incelemekte, Riskin Erken Saptanması Komitesi, kuruluşun mevcudiyetini, gelişimini ve ortaya çıkabilecek risklerin saptanarak zorunlu önlemlerin alınmasını sağlamakta, Denetim Komitesi ise, fonun ve ortaklıklarının mali tablolarının kalitesi ve gerçekliğine ilişkin muhasebe tertibatını hayata geçirmekte ve rantabilitesini gözlemlemekte, buna ek olarak Cumhurbaşkanı'nın tayin edeceği özgür denetim şirketince meydana getirilecek raporu TBMM Plan ve Bütçe Komisyonu'na arz etmektedir (Uysal, 2018: 49).

Organizasyon yapısının incelemesi sürdürüldüğünde, TVF'nin, portföy idari unsuru, tetkik unsuru, muhasebe, doküman, veri ve dosya sistemleri ile düzenli iş akımı ve iletişimi temin edecek düzenleme, dahili denetim ve risk idari sistemine ilişkin dahili denetim birimi, fon servis birimi ile zorunlu diğer birimler oluşturacağı belirtilmiştir (TVF Kanun Tasarısı, 2016: 3). Ayrıca şirket ve bağlı kuruluşları ile TVF ve çatısı altında oluşturulacak alt fonları çevreleyen üç yıllık stratejik yatırım planı, Yönetim Kurulu'na hazırlanarak Bakanlar Kurulu'nun tasdiki ile faaliyete geçeceği belirtilmiştir. Bu fonların oluşturulması, bünyesi, çalışması, idaresi ve gerçekleştireceği işlemlerin, TVF'nin İçtüzüğü ile şirket esas anlaşması kararları içinde belirli kılınacağı deklare edilmiştir (www.resmigazete.gov.tr, 2016).

Temel olarak özel hukuk kararlarına bağımlı bir şirket olarak görünen TVF, önemli ölçüde kamu kaynaklarından yararlanan bir kamu organıdır. Dolayısıyla edineceği riskler ve başarısız olma durumunda kamu çıkarları büyük çapta zarar görebilmektedir. Bunun önüne geçebilmek için ise en güçlü araç dinamik bir denetim sistemidir (Kayıran,2016:76). Denetimin hayata geçirilmesine ilişkin en mühim ilkelerin başında şeffaflığın temin edilmesi gelmektedir. TVF, özel hukuka bağlı bir şirket olmasından dolayı konsolide edilmiş genel bütçe dahilinde görünmemektedir. Netice itibarıyla fon, şeffaflığı temin etmeye yönelik finansal süreçten bağımsız olmakta ve bu bağlamda TVF'nin şeffaflığının temin edilmesine ihtimam gösterilmelidir (Şahin, 2017: 367-368).

TVF'nin denetimi, yıllık olarak Cumhurbaşkanı vasıtasıyla tayin edilecek denetim görevlileri tarafından ifa edilmektedir. Bu bağlamda Varlık Fonu ve ilgili bütün kurumlar denetlenmektedir. Varlık fonu ve ilgili oluşturulacak şirketlerin finansal tabloları ve etkinlikleri senelik olarak, asgari üç senelik bankacılık, ekonomi, maliye veya finansal kesimlerde deneyimli üç merkezi denetim çalışanı aracılığıyla denetlenmektedir. Hür denetim standartları istikametinde Cumhurbaşkanı aracılığıyla vazifelendirilerek denetlenecek varlık fonuna dair kontrol raporları her sene Plan ve Bütçe Komisyonu'na takdim edilmektedir. Varlık fonu ve ilgili etkinlik gösterecek bütün kuruluş ve alt fonlara ilişik finansal tablolar, raporlar ve icraatlar her sene TBMM Plan ve Bütçe Komisyonu aracılığıyla denetlenmektedir ([www.resmigazete.gov.tr](http://www.resmigazete.gov.tr), 2016).

TVF'nin temel faaliyet teması ise, sermaye pazarlarında çok yönlü araç kullanımı ve mevcut araçların derinliğine fayda sağlamak, ülke içinde kamu sahipliğindeki metaları ekonomiye katmak, metaların değerini dünya çapında kurumsal yönetim prensipleri ile çoğaltmak, yatırım mihraklı dış kaynak elde etmek, stratejik ve büyük çaptaki yatırımlara katılım sağlamak maksadıyla TVF'yi ve ilişik alt fonları oluşturarak yönetmektir. Bununla birlikte TVF, yapısı altındaki metaların yarattığı katma değer performanslarını çoğaltarak, önemli programlara finansman temin etmekte, böylece hem mevcut programların uygulanmasıyla istihdam oluşturulacak, hem de yapılan para desteğinin maliyetlerine ilişkin baskı hafifletilmiş olacaktır. Artırımlar ve yatırımlardaki yükseliş ise Türkiye'nin büyümesi ve kalkınması açısından pozitif etkilerde bulunacaktır ([www.turkiyevarlikfonu.com.tr](http://www.turkiyevarlikfonu.com.tr), 2020).

Ayrıca TVF'nin, stratejik yatırım programında ifade edilen hedefler ile anapara, yatırım, risk ve kazanç önceliklerini dikkate alarak gerçekleştirebileceği faaliyetler maddeler halinde gösterilmektedir ([www.resmigazete.gov.tr](http://www.resmigazete.gov.tr), 2016);

- Yerel ve harici şirket hisselerinin, Türkiye'de ve ülke dışında oluşturulan ihraççılara ilişkin hisselerin ve borçlanma araçlarının, değerli madenler ve doğal kaynaklara dair ihraç edilen sermaye pazarları araçlarının, fona iştirak hisselerinin, kira evraklarının, özel hazırlanmış harici yatırım araçlarının ve diğer araçların alım satımı,
- Her çeşit para piyasası prosedürleri,
- Gayrimenkul ve gayrimenkule dair haklar ve her çeşit başka maddi hakların incelenmesi,

- Stratejik yatırım programı dahilinde her çeşit proje geliştirme, projeye dair kaynak ortaya koyma, harici proje kredisi temin etme ve diğer metotlarla kaynak sağlama işlemleri,
- Her çeşit ticarete ilişkin finansal faaliyetlerin, ulusal ve uluslararası birincil ve ikincil pazarlarda gerçekleştirilmesi.

#### **2.7.4. Türkiye Varlık Fonu ve Diğer Varlık Fonlarının Karşılaştırılması**

Ulusal Varlık Fonu Enstitüsü'nün kendi web adresinde mevcut UVF tanımı, ödemeler dengesi fazlası, özelleştirme kazançları, resmi döviz prosedürleri, hükümet transfer ödemeleri, finansal artırımlar, dış kaynak satımından elde edilen devlete ait kuruluş şeklindedir (SWFI, 2020). UVF tanımı, geleneksel ödeme istikrarı veya para politikası hedeflerinden ötürü para otoritelerince elde tutulan döviz rezervi metaları, devlet sahipliğindeki kuruluşlar (KİT'ler), devlet-personel emeklilik fonları (personel veya işveren desteğiyle finans ödemelerinin karşılanması) veya kişilerin menfaati doğrultusunda idare edilen metaları içermemektedir. Mevcut tanım doğrultusunda TVF'nin, ödemeler dengesi fazlasına, resmi döviz işlemi artırımına, devlet aktarım ödemeleri fazlasına, finansal artırım ve kaynak dış satım kazancı fazlasına sahip olmadığı, fakat Özelleştirme Yüksek Kuruluna transfer edilen kamu metalarının TVF'ye dönüştürülmesiyle oluştuğu kabul edilmektedir. Dolayısıyla TVF'nin, genel varlık fonu tanımlamasına tam olarak tekabül edemediği görülmektedir (Sasa, 2019: 137).

##### **2.7.4.1. Sahip Oldukları Varlık Miktarına Göre**

Daimi olarak cari kayıp veren ve ödemeler dengesi fazlası elde edemeyen bir finansal bünyeye haiz olan Türkiye'de oluşturulan ve bu niteliğiyle dünya modellerinden ayrılan UVF, merkezi idare bütçesinden uzaklaşırken sahibi olduğu kamu kuruluşlarını teminat bedeli şeklinde kullanarak borçlanmayı ve sonrasında bu borçlanma ile kıymetli, tehlikeli ve kısa vadede nakit olmayan ülke içi yatırımlar gerçekleştirmeyi tasarlamaktadır. Bu yatırımları gerçekleştirmek için ise ilk olarak öteki UVF'ler ile müşterek faaliyet gösterilmesi planlanmaktadır. Böylelikle, iç ve dış borç seviyesi yukarıda, finansal yapı bakımından zayıf, uluslararası kurumlarca yatırım notu düşük ve bunların dışında borçlanma maliyetinin yüksek olduğu esnada hiçbir kontrol ve şarta bağlı olmayan TVF'nin, yeni borçlanmalar edinmeyi tasarlaması ülke borcunu süratle çoğaltarak, neticede Türkiye'yi borç veren yerine borç alan durumuna

getirmektedir. Bu noktada TVF'nin, kısa vadeli, yüksek riske sahip ve siyasi amaçlar doğrultusundaki harcamaları, borçlanmaları ve yatırımları, ülke ekonomisine beklenen faydayı sağlamamaktadır. Dolayısıyla sosyal refahı düşürecek tatbiklerden geri durulması ve TVF'nin ülkenin birikimlerini çoğaltacak ve kamu çıkarını himaye edici yatırımlara yönelmeye özen göstermesi gerekmektedir (Konukman ve Şimşek, 2017: 1941-1942).

UVF'lerin mukayesesinde yararlanılacak en önemli endeks, idare ettikleri servet miktarı olmaktadır. Bu bağlamda küresel arenadaki UVF'ler arasında, ilk sıraya 1,098 trilyon doları geçen servet miktarıyla Norveç Devlet Emeklilik Fonu yerleşmektedir. Onu takiben ikinci sırada 940,604 milyar dolarla Çin Yatırım Şirketi bulunmakta ve Abu Dhabi Yatırım Otoritesi ise 696,660 milyar dolarlık servet miktarıyla üçüncü sırada yer almaktadır. Türkiye Varlık Fonu ise SWFI'nın belirttiği varlık fonu sıralamasında 222,151 milyar dolarlık servet miktarıyla on dördüncü sırada bulunmaktadır.

#### **2.7.4.2. Kaynak Bakımından**

UVF'ler, derine inilmediği sürece başkalık gösterse de, bilhassa gelişmekte olan dünyada, istikrar, sermaye artırımı ve kalkınma tabanlarında benzeş amaçlara sahiptir. Bu kapsamda oluşturulan TVF ise, öncelikle mali kaynakları hususunda dünya genelindeki fonlardan farklılık göstermektedir. UVF'lerin esas niteliği olan emtia veya ihracat kazanımlarından kaynaklı finansman temin etmesi durumu TVF için söz konusu olmamaktadır. Zira Türkiye hem enerjide dışa bağımlı pozisyonda hem de genel olarak ihracat fazlasına sahip değildir (Konukman ve Şimşek, 2017: 1942).

Kaynak bakımından değerlendirildiğinde, Ortadoğu ve Körfez ülkelerinde yer alan varlık fonlarının kaynaklarını petrolden sağlanan fazla kazançlarla elde ettiği görülmektedir. Mevcut ülkeler petrol ve doğal gazdan sağladıkları kazançla değişik kesimlere yatırım gerçekleştirerek, ekonomilerinde çeşitliliği artırmak maksadıyla bu fonları oluşturmuşlardır. ABD'de oluşturulan fonlar incelendiğinde, temel irat kaynağının çoğunlukla petrol ve doğal gazla birlikte maden çıktıları ve toprak işletim iratlarından sağlandığı görülmektedir. Latin Amerika'daki fonların petrol iratlarıyla birlikte maden gibi çeşitli kaynaklara sahip olduğu görülmektedir. Asya ülkelerinde oluşturulan fonlar incelendiğinde, çoğunlukla hidrokarbon iratlarına dayandığı fakat Güneydoğu Asya merkezli fonların emtia harici iratlara dayandığı gözlemlenmektedir. Afrika ülkelerinde oluşturulan fonlar, hidrokarbon ve elmas olmak üzere maden iratlarından temin edilmektedir. Türkiye ise, petrol ve doğal gaz gibi hidrokarbon



iratlarına sahip olmadığı için, hazineye ilişkin kaynakların (kamuya ait arsalar, kamuya ait olan ve önemli ölçüde kazanç sağlayan kuruluşlar, özelleştirme kapsamındaki kuruluşlar gibi), varlık fonuna transferini gerçekleştirerek mevcut varlık fonunun finansmanını temin etmektedir. Bu durum ise TVF'nin belirli sayıda kaynağa sahip olduğunu göstermektedir (Demir, 2019: 67-69).

Türkiye'nin enerji bakımından dışa tabi pozisyonda olması ve dış satım fazlasına sahip olmaması, arzulanan endüstrileşme adımlarının uygulanamamasına dayanmaktadır. Katma değeri ortaya koyacak ileri düzeyde teknoloji çıktılarının imalatının desteklenmesi noktasında Ar-Ge etkinliklerinin hızlandırılması, Türkiye'de global rekabet kuvvetinin artırılması bağlamında önem teşkil etmektedir. Ayrıca bu doğrultuda endüstri politikası için güçlü bir beşeri sermayeye gereksinim duyulmakta ve bilvasıta toplumsal refah anlayışını dikkate alan, mevcut kamu kuruluşlarının özelleştirilmesi yerine eksikliklerinin giderilmesi, toplumsal refahı ve kamu kazançlarını çoğaltıcı birer kuruluş şeklinde mevcudiyetlerini devam ettirmelerini ve yatırımlarını gerçekleştirmelerini temin edecek bir politika izlenmelidir (Konukman ve Şimşek, 2017: 1942).

#### **2.7.5. Türkiye Varlık Fonunun Finansal Sistem Üzerindeki Olası Etkileri**

Son 10 yıllık süreç içerisinde ülke içinde meydana gelen umulmadık iktisadi ve siyasi dönüşümler, iktisadi göstergeler üzerinde kayda değer bir değişimin ortaya çıkmasına sebep olmuştur. Bilhassa mali pazarlarda ortaya çıkan farklılıklar, döviz kurlarında görülen sansasyonlar, yaşanan referandum süreçleri, iktisadi ve siyasi düzen değişiklikleri ve son olarak 15 Temmuz 2016 yılında karşılaşılan ve atlatılan darbe teşebbüsü, iktisadi etmenleri farklılaştıran en önemli faktör olmuştur. Ülke dışında gerçekleşen faktörlere bakıldığında ise, global ekonominin global otoritelerinin uyguladıkları iktisadi adımlar ve her şeyden önce ABD ile Çin arasında yaşanan ticaret mücadelesinin, giderek bütün ülkelerin iktisadi ve mali düzenlerini belli ölçülerde etkilediği görülmüştür. Tüm bu ülke içi ve ülke dışı gelişmeler ise, Türkiye'de meydana gelebilecek beklenmedik iktisadi dönüşümler ve şoklar karşısında varlık fonu uygulamasının hayata geçirilmesini gerekli kılmıştır (Danık, 2019: 120-121).

TVF'nin kanun tasarısında yer alan '*Otoyollar, Kanal İstanbul, Üçüncü Köprü ve Havalimanı, Nükleer santral gibi büyük altyapı projelerine kamu kesimi borcu arttırılmadan finansman sağlanması*' (www.resmigazete.gov.tr, 2016) hedefi kapsamında, TVF kaynaklarının inşaat sektöründe oluşturacağı altyapı tasarılarının

iktisadi etkisinin ne yönde olacağı önem teşkil etmektedir. Bu anlamda Türkiye'nin ithalat ve ihracat karşılama oranları incelendiğinde, özellikle 2002 yılı itibariyle kesintisiz olarak dış satım ürün miktarından daha çok ara malı ithali elde ettiği görülmüştür. Dolayısıyla TVF kaynaklarının bu sektöre oryantasyonundan önce, sektörün üretim gerçekleştirebilmek için ara malı ithalatına endeksli yapısının yok edilmesi ve bu sektöre dış satım kabiliyetinin kazandırılması iktisadi büyüme açısından stratejik önem arz etmektedir (Uysal, 2018: 59).

TVF'nin dış borç stoku üzerindeki etkileri incelendiğinde, TVF ile bağlı fon ve kuruluşlara dış borç alabilme ve mevcut borçları, oluşturulacak alt fon ve kuruluşlara aktarabilme yetkisi verilmiştir. Böylece, TVF Hazine Müsteşarlığı'nın onayı olmaksızın borçlanabilmektedir (www.resmigazete.gov.tr, 2016). Bu noktada, borçlanmalarda görülen muhtemel artış durumunda, yüksek dış borç ödemeleri gerçekleştiren ülke ekonomilerinin, cari fazla elde edemedikleri sürece buhran ve devalüasyon yaşayabilecekleri belirtilmektedir (Fischer, 1988: 115).

Diğer bir durum ise, varlık fonuna aktarılan kuruluşlar nedeniyle kamu iratlarında tedricen ortaya çıkabilecek azalışlar ve neticede bütçe açığının çoğalmasındır. Dolayısıyla kamu borçlanma ihtiyacının orta vadede oluşabilecek seri yükselişini önleyebilmek adına, TVF'ye gerçekleştirilen transfer kullanımının kısa vadede kazanımlara sebep olarak güçlü bir iktisadi büyüme gidişatı yaratması ve çeşitli alanlarda vergi kazanımlarını çoğaltması mecburi görülmektedir (Akçay, 2017).

#### **2.7.6. Türkiye Varlık Fonuna Yönelik Görüşler**

TVF'nin doğru ve dinamik bir biçimde idare edilmesiyle birlikte, ekonomideki konjonktürel problemlerin dışında çeşitli yapısal problemlerin de sonuçlanmasında aktif olarak faaliyet göstermesi, özellikle buhran dönemlerinde yaşanan likit sıkıntısı çözümüne dayanak olabileceği beklenmektedir. Ayrıca Türkiye'de birikim eksikliğinin önemli bir yapısal problem olmasından dolayı, TVF'nin gerçekleştireceği izlemsel ve uzun dönemli yatırımlarla sonraki nesillerin kaynak dağılımını temin edebilecek olması, TVF'nin Türkiye ekonomisine muhtemel faydaları arasında gösterilmektedir (Kavcıoğlu, 2018: 107). TVF, birbirine bağlı olmayan ve aktif bir şekilde kullanılamayan kamu kaynaklarını tek bir bünye dahilinde toplayarak ülke içindeki büyük çaplı yatırımlara uzun dönemli ve düşük fiyatlı finansman desteği sağlayarak iktisadi büyüme ve istihdam açısından faydalı bulunmaktadır. Bunun dışında izlemsel kamu kurumlarını özelleştirme yöntemiyle yabancıların satın alımlarının önüne

geçebilmekte ve hisse senedi ile tahvil dış satımı gerçekleştirme yoluyla menkul kıymetleştirmeye yönelerek ithal olmayan kaynak sağlayabilmektedir (Güçlü, 2018: 47). TVF likidite bakımından zengin ülkelerde bulunan devlet varlıklarına transit biçimde yatırım gerçekleştirme olanağı sağlamaktadır. Böylece Türkiye'ye ilişkin haksız ve olumsuz kararlar veren kredi derecelendirme kurumlarının etkilerinden bağımsız bir biçimde, finansman maliyetlerini azaltarak zorunlu ve makro tasarıların gerçekleşmesinin önünü açabileceği düşünülmektedir (Ermüt, 2017). Özetle TVF'nin, Türkiye ekonomisine ait strüktürel problemlerin çözümüne dayanak olabilmesinin haricinde, güçlü bir dış politika aracı olarak Türkiye'nin enternasyonel arenada daha fazla söz sahibi olmasına ve önemli bir statü kazanmasına olanak sağlayabileceği beklenmektedir (Yalçın ve Sürekli, 2015: 27).

Bütün bu pozitif görüşlerin dışında, TVF'ye yönelik eleştiriler de gözardı edilemeyecek düzeydedir. Bu bağlamda en büyük eleştiri, TVF'nin diğer fon modellerinden farklılık göstererek herhangi bir bütçe veya cari fazla üzerine kurulmamış olmasıdır (Kayıran, 2016: 85). Bunun yanı sıra cari açık ve bütçe açığı veren Türkiye'nin, TVF'yi yatırım gerçekleştirmekten çok ülke dışından borç temin etmek maksadıyla oluşturduğu ifade edilmekte ve bundan dolayı TVF'nin, makroekonomik problemleri çözmekten ziyade mevcut problemleri daha fazla çoğaltacağı düşünülmektedir (Şahin, 2017: 367). TVF'ye ilişkin eleştirilerden bir diğeri ise, fonun Sayıştay denetimi haricinde tutulmasıdır. TVF'nin sıkı bütçe ve yönetmelik sınırlamaları haricinde tutulmasının maksadının, fonun hareketlerindeki etkinliği çoğaltmak olduğu ifade edilmektedir. Nitekim fonun uluslararası pazarlarda işlem gerçekleştirebilmesi için bağımsız bir kuruluş aracılığıyla denetiminin sağlanması ve şeffaf olması elzem bir durum olarak görülmekteyken, TVF'nin şeffaflık ve hesap verebilirlik hususunda denetimden uzaklaştırılması, kredibilite bakımından pozitif intibanın mümkün olmayacağını göstermektedir (Ulusoy, 2017). Son olarak, TVF'nin genel gerekçede ifade edildiği üzere, hem kalkınma hem de stabilizasyon maksadıyla kullanılması durumu, yatırım yöntemlerinde bir takım paradoksal faaliyetler ortaya çıkarabilmektedir. Zira kalkınma maksadıyla kullanılan fonlar uzun dönemli, daha çok risk barındıran ve likiditesi az olan metalara yatırım gerçekleştirmeyi gerekli kılarken, stabilizasyon maksadıyla kullanılan fonlar ise bu durumun tam aksini gerekli kılmaktadır (Güçlü, 2018: 49-50).

### 3. BÖLÜM

#### 3. VARLIK FONU VE EKONOMİK BÜYÜME: AMPİRİK ANALİZ

UVF'ler birikimlerin uluslararası alanda sirkülasyonuna ve yatırım gerçekleştirdikleri ülkelerin gelişimine özgü yararları bağlamında çoğunlukla olumlu bir intiba sergilemekle beraber iktisadi yazında olumsuz birçok çalışma da bulunmaktadır. Aşağıda bu çalışmaları göz önüne alan literatüre yer verilmiş ve daha sonra ekonometrik analiz uygulanarak iktisadi büyüme ve varlık fonları arasındaki ilişki incelenmiştir.

##### 3.1. Literatür

Literatürdeki çalışmalar UVF'lerin, emeklilik fonu veya yatırım fonu gibi diğer kurumsal yatırımcılardan önemli ölçüde farklılık gösterip göstermediğini değerlendirerek yatırımlarını analiz etmektedir. Aynı zamanda UVF yatırımlarının finansal piyasalar (hisse senedi fiyatları ve hedef firmaların performansları) üzerindeki etkileri ve olası kriz dönemlerinde kurtarma politikaları ile ülkelerin gelişmişlik seviyeleri de dikkate alınarak incelenmiştir.

Literatürde varlık fonlarının gerçekleştirdiği yatırımlara ilişkin bazı kaynaklar müspet bir tavır sergilerken bazı kaynakların ise aksi yönde çalışmalarda bulunduğu gözlemlenmektedir. Urban(2017: 155), çalışmasında varlık fonları yatırımlarını yapıcı bir şekilde ele alarak şöyle değerlendirmektedir;

- Bulundurdukları rezerv bolluğu sayesinde yatırım ve portföy kalemlerinde çeşitliliği artırarak, rezerv bolluğundan kaynaklı fazlalıkları elde tutmanın neden olacağı fırsat maliyetlerini azaltmaktadırlar.
- Emtialardan temin edilen gelirler, varlık fonları vasıtasıyla sonraki nesillere iletilebilmektedir.
- Ülkede faiz oranlarında meydana gelen olası artışlar ve yüksek kazanç beklentisiyle dışarıdan sıcak para giriş çıkışlarının sebep olabileceği iktisadi tahribatı en aza indirmede yardımcı olmaktadır.
- Varlık fonları, ortaya çıkabilecek döviz kuru tehlikesini işlevsiz kılarak hane halkının gelirini stabil tutmakta ve satın alma gücünde meydana gelebilecek düşüşleri önlemektedir.

Bu görüşlerin aksine varlık fonlarının gerçekleştirdiği yatırımların yararlı olmadığını savunan çalışmalar da bulunmaktadır. Truman(2011: 5), çalışmasında varlık fonları yatırımlarının meydana getirdiği olumsuzlukları şu şekilde ele almaktadır;

- Varlık fonları ülkelerin politik amaçlı ekonomik güç idealine neden olmaktadır.
- Ülkelerin sahip olduğu varlık fonunun etkin bir şekilde idare edilememesinden kaynaklı halk, ortaya çıkan ekonomik maliyet güçlüğüne tahammül etmek zorunda kalmaktadır.
- Varlık fonlarının küresel anlamda gerçekleştirdiği yatırımlarda, kendi ülkesi ve yatırımın gerçekleştirildiği ülke arasında halkın genel düşüncesi bağlamında menfaat çatışması ortaya çıkmaktadır.
- Varlık fonlarının neden olabileceği ekonomik riskler mali himayeciliği artırmaktadır.
- Varlık fonlarının iktisadi pazarlarda belirsizliğe veya düzensizliğe neden olabilme potansiyeli bulunmaktadır.

Deventer vd. (2009), ABD ve ABD dışındaki belirlenen bir takım firmalarda 1996-2008 dönemi için 47 hisse senedi satışı ve 1987-2008 dönemi için 196 hisse senedi alımını gözden geçirerek UVF'ler tarafından satın alım sonrası tahvil fiyatındaki değişimi ampirik olarak analiz etmiştir. Çalışmada, UVF hisse alımlarının yatırım yaptıkları firmalara olumlu etkileri olduğu, tersine hisseleri satılan firmalar için ise önemli oranda olumsuz etkilerinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Sun ve Hesse (2009), UVF'lerin hisse senedi piyasaları üzerindeki etkisini analiz etmişlerdir. Çalışma 1990-2009 yıllarını kapsayan dönemde UVF'ler tarafından gerçekleştirilen kamuya açık 166 yatırım ve elden çıkarmaları kapsamaktadır. Ampirik çalışmanın sonuçlarına göre, UVF'lerin hisse senedi piyasaları üzerinde önemli bir istikrarsızlaştırıcı etkisinin bulunmadığı tespit edilmiştir.

Candelon vd., (2011), çalışmada UVF yatırımlarının makroekonomik belirleyicilerini ampirik olarak gözden geçirmiştir. Yönetişim ve demokrasi gibi yapısal makroekonomik faktörlerin etkisinin analizine odaklanan çalışma, 1989-2011 döneminde 73 ülkedeki varlık fonunun yatırım sırasında bu faktörleri dikkate 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 ulusal varlık fonu 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 çeşitliliğine dayandırmaktadır. 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.

Meggison 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 ulusötesi 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 çalışmasında, 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.

Boubakri vd., (2016: 60-76), çalışmada kamu şirketlerine yatırımda UVF'lerin aldığı kararların belirleyicilerini emeklilik fonları ile karşılaştırmalı olarak analiz etmiştir. 1991-2011 dönemi için 344 firmanın UVF tarafından hedef ülke olarak tanımlandığı ve 663 firmanın kontrol değişkeni olarak belirlendiği çalışmada, varlık fonu emeklilik fonları ile karşılaştırarak varlık fonlarının finansal sektöre yoğun yatırım yaptığı sonucuna varılmıştır. Buna ek olarak, yasal ve kurumsal ortamı zayıf ancak sürdürülebilir ekonomik büyümesi olan ülkelere varlık fonları emeklilik fonlarından daha aktiftir.

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 varlık fonu 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.

Debary vd., (2017: 68-87), UVF'lerin sınır ötesi yatırımlarının finansal etkilerini analiz ederek, yatırım çeken ülkeler arasında mekansal rekabetin varlığını test etmeyi amaçlamışlardır. 2004-2009 dönemini kapsayan çalışmada, 43 yatırım gerçekleştirilen ülkeden oluşan geniş bir veri tabanı kullanılmıştır. Sonuç olarak yatırımcıların, ülkelerin yapısal özelliklerindeki değişiklikler ve finansal gelişmelere uygun olarak portföylerini yeniden düzenleme eğiliminde olduklarına ulaşılmıştır.

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 varlık fonuna 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.



Martinez vd., (2017: 24-40), doğal kaynakları (kereste ve tarım arazileri) petrol kaynaklı UVF'lerin stratejik varlık yatırımlarına dahil etmenin etkilerini incelemişlerdir. 2006-2007 yılları ilk çeyreği için ampirik veriler toplanarak uygulanan çalışmada Norveç Hükümet Emeklilik Fonu örnek olarak alınmıştır. Sonuçta petrol bazlı UVF'lerin stratejik varlık yatırımlarına alternatif olarak kereste ve tarım arazileri yatırımlarının eklenmesi UVF portföyünün performansı üzerinde pozitif bir etki sergilemektedir.

Braunstein (2017: 46-63) tarafından yapılan çalışmada 1960-1990 dönemi için Hong Kong ve Singapur'un benzer finansal baskılara maruz kalma durumunda verdikleri tepkileri karşılaştırmalı olarak ele almış ve her iki ülkede mevcut baskılar sırasında ne ölçüde UVF yatırımlarının tercih edildiğini incelemiştir. Sonuç olarak, finansal baskı döneminde şirketleri ekonomik açıdan korumak ve finansal olarak güçlendirmek adına Hong Kong'un UVF yatırımlarından yararlandığını, Singapur'un ise finansal baskıların önüne geçebilmek adına özel sektör tarafından yapılan yatırımları teşvik ettiği gözlenmektedir.

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 bulgulara 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 varlık fonu miktarını olumlu etkilemektedir.

Mohaddes ve Raissi (2017: 18-27), çalışmalarında 1981-2014 dönemini kapsayan ve emtia kaynaklı 69 varlık fonunun bulunduğu ülkelerden oluşan bir örnekle, emtia fiyatlarındaki istikrarsızlığın uzun vadeli iktisadi büyüme üzerindeki etkisini analiz etmişlerdir. Çalışmada ekonometrik analiz olarak barro kesitsel regresyon modelinden yararlanılmıştır. Elde edilen sonuçlar, UVF'ye sahip olmanın fiyat istikrarından kaynaklı olumsuz etkileri azaltabileceğini göstermektedir. Ülkeler UVF gibi ileriye dönük kurumlar oluşturarak veya diğer fonlar gibi kısa vadeli mekanizmaları benimseyerek emtia fiyatlarındaki istikrarsızlığın önüne geçebilmektedir.

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 bulundukları 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 Cr dit Mobilier'den günümüze UVF'lerin iktisadi ve siyasi açılımlarını, 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.

Yaman ve Yereli (2019: 266-279), UVF'lerin etkinliklerini politik olarak değerlendirmiş, ardından UVF'lerin 2007-2008 küresel finans krizindeki rolü ve mevcut krizin varlık fonlarına etkisini araştırmışlardır. Ayrıca  alışmada, UVF'lere yönelik global çaptaki tepkiler ile UVF yatırımlarının belirleyicileri ve bu yatırımların etkilerine ilişkin bulgular ele alınmıştır. Sonuç olarak, hem siyasi unsur ve etkilerin hem de iktisadi güdülerin bu tür fonların etkinliklerinde ve yatırım davranışlarında etkili olabildiği, bunun yanı sıra UVF'lerin yatırım gerçekleştirdikleri firmaların performansını olumlu yönde etkilediği ve şirketlerin işleyişine fayda sağladığı sonucuna ulaşılmıştır. Bunlara ek olarak çalışmaya göre, UVF'lerin yaptığı yatırımlar, finansal pazarların işleyişini de pozitif yönde etkilemekte ve finansal pazarlarda stabilizasyonu sağlamaktadır.

Beken ve Baltacı (2019: 333-352),  alışmalarında 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 bi imlendi inin incelenmesi bakımından önemli bir analiz unsuru olarak g r ld  i sonucuna ulaşılmıştır.

Bahoo vd., (2020: 13-14)  alışmalarında, 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 kaygılar 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.

### **3.2. 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.

#### **3.2.1. Panel Veri Analizi**

Zaman boyutunu barındıran yatay kesit veriler diğer bir ifade ile panel veriler uygulanarak oluşturulan panel veri modellerinden faydalanan iktisadi ilişkilerin değerlendirilmesi metoduna panel veri analizi denilmektedir. Bahsi geçen analiz, N sayıda birim ve mevcut birimlerin herbirine karşılık gelen T sayıda gözlemde meydana gelmektedir. Ekonometrik analizlerde farklı sebeplerden dolayı, yatay kesit ve zaman serisi verilerinin birbirinden bağımsız olarak kullanılması 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).

Panel veri analizi ile, yatay kesit ve zaman serilerinden daha komplike yöntemlerin oluşturulması ve test edilmesi olanaklı hale gelmektedir. Salt zaman serisi veya salt yatay kesit verileri kullanılarak gerçekleştirilen çalışmalarda, tahmin neticelerine kritik düzeyde tesir eden ve sapmalara neden olan dışlanan değişkenler panel veri ile problem olmaktan çıkmaktadır. Netice itibariyle panel veri analizi çok yönlü ve gerçeğe uygun varsayımlar oluşturulmasına imkan sağlamaktadır (Çalışkan, 2009: 125).

Panel veri analizlerinde, birim değişkenlik ve gözlemlenemeyen heterojenlik modelin kapsamı içerisine dahil edilebilmektedir. Bununla beraber dışlanan değişkenlerden kaynaklı hata terimi ve açıklayıcı değişkenler korelasyonu oluşmakta ve parametre varsayımları sapma trendi göstermektedir. Panel veri analizleri ile bahsi geçen değişken etkilerinin kontrolü sağlanmakta ve varsayımlarda ortaya çıkan sapmalarda düşüş görülmektedir. Aynı zamanda bu analiz ile çoklu doğrusal bağlantı problemi zayıflatılabilmektedir. Zaman serisi veya yatay kesit analizleri ile zaman ve birim nitelikleri kullanılarak salt bir biçimde oluşturulamayacak geniş çaplı ve komplike modeller de panel veri ile olanaklı hale gelmektedir. Bu gibi avantajlarının yanı sıra panel veri analizlerinin çeşitli dezavantajları da bulunmaktadır. İstatistiki verilerin sistemli bir biçimde bir araya getirilemediği bir takım ülkelerde panel veri analizi yapılacak verilerin toplanması problem teşkil etmektedir. Hata terimi, panel veri analizlerinde zaman serileri ve yatay kesit veri modeline ait sapmaları bünyesinde bulundurduğundan panel veri analizlerinde çoğunlukla sapma eğiliminde bulunmaktadır. Ayrıca panel veri analizi, birim boyutunun nispeten zaman boyutundan fazla olduğu analizleri kapsamakta ve bu durum doğrusal olmayan panel veri analizlerinde ekonometrik problemlere sebep olmaktadır (Tatoğlu, 2018: 9-14).

#### **3.2.1.1. Dinamik Panel Veri Analizi**

Dinamik panel veri modelleri, bağımlı değişkenin bir periyottaki gecikmeli değerini modele bağımsız değişken şeklinde dahil etmektedir. Böylece özdeş verinin bir periyottaki gecikmeli değerinin, ilgili periyotta bulunan değişken üzerindeki etkimesi 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. Otoregresif 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) aracılığıyla 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).

### **3.2.1.2. Araştırmada Kullanılan Veriler ve Değişkenler**

Çalışmada Norveç, Singapur, Avustralya, Güney Kore, Yeni Zelanda ve Hong Kong'da faaliyette bulunan 6 ulusal varlık fonunun iktisadi faaliyetlerinin iktisadi

büyüme üzerindeki etkisi, 2007-2018 yıllarını kapsayan dönemde dinamik panel veri analiz yöntemlerinden olan GMM tahminci metodu kullanılarak analiz edilmiştir. Çalışmada kullanılan ulusal varlık fonu büyüklüğünü gösteren verilere her bir kuruluşun yıllık faaliyet raporlarından ulaşılmıştır. Diğer verilere ise Dünya Bankası'nın internet sayfasında yer alan istatistiki datalar kısmından ulaşılmış ve her bir veri doğal logaritması alınarak analize dahil edilmiştir.

**Tablo 14. Modelde Kullanılan Değişkenler**

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

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

Model :

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

Modelde  $\eta_i$  , gözlenemeyen bireysel etkileri;  $\gamma_t$  , gözlenemeyen zamana özgü etkileri;  $\varepsilon_{it}$  , hata terimi bileşenlerini;  $\beta$  , bağımsız değişkenlerin katsayısını;  $\alpha$  , sabit katsayıyı ifade etmektedir.

Çalışmada kullanılan değişkenlere ilişkin temel tanımlayıcı istatistikler Tablo-15'te sunulmakta ve değişkenlerin önünde bulunan L harfi değişkenlerin logaritmasının alınarak analize dahil edildiğini belirtmektedir.

**Tablo 15. Tanımlayıcı İstatistikler**

Değişken	Gözlem	Ortalama	Standart Sapma	Minimum	Maksimum
<b>LGDP (2010 US\$)</b>	72	4.706436	1317229	4.478071	4.984425
<b>LSWF</b>	72	11.13512	5366457	9.913388	11.95547
<b>LREER (2010=100)</b>	72	2.019358	0579095	1.925856	2.190976
<b>LGDS (% of GDP)</b>	72	1.503979	1259031	1.334822	1.736566

Buna göre bir ülke sınırları içerisinde, belirli bir zaman diliminde üretilen bütün nihai mal ve hizmetlerin para birimi cinsinden değerini gösteren gayri safi yurt içi hasılanın (LGDP), 2007-2018 yılları arasında söz konusu 6 ülke için yapılan analizde en yüksek değeri 4.984425 dolar düzeyindeyken en düşük değeri 4.478071 dolar düzeyinde gerçekleşmiştir. Veriler sabit 2010 ABD doları cinsinden ele alınmıştır.

Analize dahil edilen ülkelere ait ulusal varlık fonlarını ifade eden LSWF, her bir fonun yıllık faaliyet raporlarından elde edilen verileri göstermektedir. Belirlenen yıllarda en yüksek değeri 11.95547 dolar olarak görülen LSWF değişkeninin en düşük değeri ise 9.913388 dolar olarak görülmektedir. Ulusal para cinsinden kayıt altına alınan mevcut fonlar, ABD doları cinsinden tekrar hesaplanarak modelde kullanılmıştır.

Çalışmada kontrol değişkeni olarak kullanılan nominal efektif döviz kurunun bir fiyat deflatörü veya maliyet göstergesine bölünmesiyle elde edilen reel efektif döviz kurunun (LREER) en yüksek değeri 2.190976 iken en düşük değeri 1.925856 olarak görülmektedir. Analizde 2010=100 baz değer cinsinden ifade edilmiştir.

Çalışmada kullanılan bir başka kontrol değişkeni ise tasarruflardır. Bir ekonomide belli bir periyotta sağlanan kazancın kullanılmayan kısmına tasarruf denilmektedir. İktisadi büyüme için önem arz eden gayri safi yurt içi tasarrufların (LGDS) temelinde, üretim faktörlerinin çoğaltılmasına ilişkin yatırımlar bulunmakta ve bu yatırımların başlıca finansmanını da yurt içi tasarruflar oluşturmaktadır. LGDP'nin yüzdesi cinsinden analize dahil edilen LGDS değişkeni ortalama %1.5 seviyesinde gerçekleşmiştir. En yüksek değeri %1.74 iken en düşük değeri ise %1.33 oranında gerçekleşmiştir.

**Tablo 16. Korelasyon Matrisi**

	<b>LGDP</b>	<b>LSWF</b>	<b>LREER</b>	<b>LGDS</b>
<b>LGDP</b>	1.0000			
<b>LSWF</b>	0.5608	1.0000		
<b>LREER</b>	-0.2121	0.0133	1.0000	
<b>LGDS</b>	0.6335	0.4558	0.0639	1.0000

Tablo-16’da çalışmada kullanılan değişkenlere ilişkin korelasyon matrisi yer almaktadır. Analiz incelendiğinde ulusal varlık fonu (LSWF) değişkeni ile bağımlı değişken gayri safi yurt içi hasıla (LGDP) arasında 0.56’lık pozitif bir korelasyon olduğu görülmektedir. Reel efektif döviz kuru (LREER) değişkeni ile LGDP bağımlı değişkeni arasında ise -0.21’lik negatif bir korelasyon bulunmaktadır. Son olarak gayri safi yurt içi tasarruflar (LGDS) değişkeni ile bağımlı değişken LGDP arasında pozitif ve 0.63’lük bir ilişki söz konusudur.

### **3.2.1.3. Analiz ve Bulgular**

Çalışmada ulusal varlık fonlarının iktisadi büyüme üzerindeki etkisini analiz etmek üzere Arellano ve Bond (1991) tarafından geliştirilen GMM yöntemi kullanılmıştır. Bu tahmin metodunda, daha net ve tutarlı sonuçlara ulaşabilmek adına, birinci fark modeli araç değişken matrisi uygulanarak dönüştürülmekte ve ardından mevcut dönüştürülmüş modelin genelleştirilmiş en küçük kareler yöntemi ile tahmini gerçekleştirilmektedir. Bu sebeple genelleştirilmiş momentler tahmincisi, iki aşamalı araç değişkenler tahmincisi olarak da ifade edilmektedir (Tatoğlu, 2012: 65). Arellano ve Bond tarafından otokorelasyonun varlığına ilişkin tavsiye edilen otokorelasyon analizinde, birinci farklar modelinde birinci aşamada otokorelasyonun varlığı önemli olmamakla birlikte, GMM tahmincisinin etkili olması amacıyla ikinci aşamadan korelasyonun olmaması gerekmektedir. Ayrıca Arellano ve Bond otokorelasyonu analiz etmek amacıyla birinci farklar modelinden sağlanan kalıntılardan yararlanmaktadır (Arellano ve Bond, 1991: 280-281). Arellano ve Bond tarafından dinamik panel veri modeli tahminlerinde GMM metodu ile birlikte uygulanması tavsiye edilen diğer modelleme tahlilleri ise, modelin bir bütün olarak anlamlılığını test eden Wald testi ve araç değişkenlerinin aşırı tanımlama kısıtlarını test etmek için uygulanan Sargan testidir.



**Tablo 17. Model Sonuçları**

<b>LGDP</b>	<b>Kat Sayı</b>	<b>Test İstatistiği</b>	<b>P-Olasılık Değeri</b>
<b>LGDP<sub>t-1</sub></b>	0.646*	6.74	0.000
<b>LSWF</b>	0.068*	4.35	0.000
<b>LREER</b>	0.074**	2.32	0.021
<b>LGDS</b>	0.070***	1.82	0.069
<b>Wald Testi (<math>\chi^2</math>)</b>		764.66	0.000
<b>Sargan Testi</b>		38.87	0.691
<b>Arellano-Bond (AR1)</b>		-2.067	0.039
<b>Arellano-Bond (AR2)</b>		-1.018	0.309

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

Tablo-17’de yer alan model sonuçlarına göre, bağımlı değişken ile gecikmeli değeri arasında pozitif ve istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlı bir ilişki görülmektedir. Ulusal varlık fonu ve gayri safi yurt içi hasıla arasında %1 düzeyinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Ulusal varlık fonu değişkeninde meydana gelen %1 düzeyindeki artış gayri safi yurt içi hasıla değişkeninde %0.07 birimlik bir artış meydana getirmektedir. Dolayısıyla ülkelerin sahip olduğu ulusal varlık fonları 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 ve güçlü 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 meydana getirmektedir.

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 önemli görülmektedir. 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 DEĞERLENDİRME

UVF'ler bulunduğumuz zaman diliminde global mali sistem içerisinde etkili bir seviyeye yükselmeyi başarmışlardır. 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 ve gecikmeli değeri arasında %10 düzeyinde, ulusal varlık fonu ve bağımlı değişken arasında %10 düzeyinde, reel efektif döviz kuru ve bağımlı değişken arasında %5 düzeyinde ve gayri safi yurt içi tasarruflar ile bağımlı değişken arasında %1 düzeyinde istatistiki olarak pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Ampirik analizlerden elde edilen bulgular, ulusal varlık fonları ile iktisadi büyüme ve kalkınma arasında anlamlı bir ilişkinin varlığını desteklemektedir.

Sonuçlara göre ulusal varlık fonlarının GSYH'da pozitif bir etki yaratabileceği görülmektedir. Çalışma sonuçlarından elde edilen bulgulara, 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 endekslerinin düzenli uygulanması ve denetim faaliyetlerinin sistemli bir şekilde gerçekleştirilmesi, güven ortamının sağlanması açısından son derece önem teşkil etmektedir.

## KAYNAKÇA

- Abdelal, R. (2009). Sovereign Wealth in Abu Dhabi. *Geopolitics*, 14(2), 317-327.
- ADIA Review, (2009). Abu Dhabi Investment Authority, Prudent Global Growth. 2-3. 5 Ocak 2020 tarihinde [https://www.adia.ae/en/pr/Annual\\_Review\\_ADIA.pdf](https://www.adia.ae/en/pr/Annual_Review_ADIA.pdf) adresinden erişildi.
- ADIA Review, (2017). Abu Dhabi Investment Authority, Prudent Global Growth. 5. 11 Şubat 2020 tarihinde <https://www.adia.ae/En/Investment/Strategy.aspx> adresinden erişildi.
- Aktan, C.C. (1993). Japonya’da Bütçe Dışı Fonlar. *İşletme ve Finans Dergisi*, 83, 34.
- Akad, M. ve Dinçkol, A. (1998). 1982 Anayasası, Madde Gereklere ve Maddelerle İlgili Anayasa Mahkemesi Kararları. Alkım Yayınevi, 664-667.
- Akbulak, S. (2008). Ulusal Varlık Fonları (Sovereign Wealth Funds) Gelişmeler ve Düzenleme Çalışmaları. SPK Araştırma Raporu, SPK Araştırma Dairesi, Ankara, 4.
- Akyol, M. (2016). İktisadi Büyüme Sürecinde Yatırımlara Yönelik Devlet Yardımlarının Etkinliği: Türkiye Uygulaması. İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Bilim Dalı, Doktora Tezi, 78.
- Akyol, M. ve 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. ve 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 ve 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.
- Akçay, Ü. (2017). Türkiye Varlık Fonu: Yatırımların Finansmanı mı, Devlet Kaynaklarının Harcaması mı?. *Kriz Notları*. 8 Mart 2020 tarihinde <https://kriznotlari.blogspot.com/2017/02/turkiye-varlik-fonu-yatirimlarn-finansman.html> adresinden erişildi.

- Alaska Permanent Fund Corporation (APFC) Historical Timeline. 26 Ocak 2020 tarihinde <https://apfc.org/who-we-are/history-of-the-alaska-permanent-fund/history-timeline/>. adresinden erişildi.
- Allen, M. ve Caruana, J. (2008). Sovereign Wealth Funds: A Work Agenda, IMF, 3-29. 9 Ocak 2019 tarihinde <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf>. adresinden erişildi.
- Alsweilem, K.A., Cummine, A., Rietveld, M. ve Tweedie, K. (2015). Sovereign Investor Models: Institutions and Policies for Managing Sovereign Wealth. Harvard Belfer Center for Science and International Affairs, Harvard Kennedy School, Cambridge, 14-15.
- Al-Hassan, A., Papaioannou, M., Skancke, M. ve Sung, C.C. (2013). Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structures and Investment Management. IMF Working Paper, 13(231), 7.
- Alagöz, M. ve Ceylan, O. (2019). Türkiye Ulusal Varlık Fonu (Dünya Örnekleri ile Karşılaştırma). Ankara, Gazi Kitabevi, 31.
- Amar, J., Lecourt, C. ve Klnon V. (2017). Is the Emergence of New Sovereign Wealth Funds a Fashion Phenomenon?. 3-7. 14 Ocak 2020 tarihinde [https://paperS.ssrn.com/so13/paperS.cfm?abstract\\_id=2980421](https://paperS.ssrn.com/so13/paperS.cfm?abstract_id=2980421) adresinden erişildi.
- Amar, J., Candelon, B., Lecourt, C. ve Xun, A. (2019). Country Factors and the Investment Decision-Making Process of Sovereign Wealth Fund. Economic Modelling, 80, 34-48.
- Antepli, A. ve Alpay, V. (2019). Türkiye Varlık Fonu'nun İslami Finansal Enstrümanların Gelişmesine Muhtemel Katkıları. Selçuk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Prof. Dr. Fuat Sezgin Özel Sayısı, 163-179.
- Anbar, A. (2009). Hedge Fon Sektörünün Gelişimi ve Hedge Fonların Temel Özellikleri. Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi, 8(27), 100-101.
- Artus, P. (2009). Towards the End of Sovereign Wealth Funds?. Revue D'economie Financiere, Sovereign Wealth Fund: Special Issue, 129-142.
- Arellano, M. ve Bond, S. (1991). Some Tests of Specification For Panel Data: Monte Carlo Evidence And an Application to Employment Equations. The Review of Economic Studies, 58(2), 280-281.
- Aras, O.N. (2000). Türkiye'nin Kalkınma Sorunu ve Çözüm Noktasında Özel Finans Kurumları. Journal of Qafqaz University, 3(1), 95.

- Atkinson, A.B. (2015). *Inequality: What Can Be Done?*. Harvard University Press, London, England, 176.
- Aykın, H. (2011). Ulusal Refah Fonları: Risk mi, Fırsat mı?. *Stratejik Düşünce Enstitüsü Yayınları*, 6-9.
- Aykın, H. (2014). Ulusal Refah Fonlarının Ekonomik Güvenlik Perspektifi ile Analizi. 13-14. 18 Şubat 2020 tarihinde <https://vergidosyası.com/2017/02/07/ulusal-refah-fonlarının-varlık-fonları-ekonomik-güvenlik-perspektifi-ile-analizi> adresinden erişildi.
- Balding, C. (2008). *A Portfolio Analysis of Sovereign Wealth Funds*. Working Paper, University of California-Irvine, 10.
- Balding, C. (2009). Who's Afraid of Sovereign Wealth Funds. *Revue D'economie Financiere, Sovereign Wealth Fund: Special Issue*, 201-210.
- Balin, B.J. (2008). *Sovereign Wealth Funds: A Critical Analysis*. 5-14. 20 Şubat 2020 tarihinde [https://papers.ssrn.com/so13/papers.cfm?abstract\\_id=1477725](https://papers.ssrn.com/so13/papers.cfm?abstract_id=1477725) adresinden erişildi.
- Bassanini, A. ve Scarpetta, S. (2001). The Driving Forces of Economic Growth: Panel Data Evidence for the OECD Countries. *OECD Economic Studies*, 2(33), 13-14.
- Baltagi, B.H. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data*. Wiltshire, John Wiley&Sons, 135.
- Bazoobandi, S. (2011). *Political Economy of the Gulf Sovereign Wealth Funds: A Case Study of Iran, Kuwait, Saudi Arabia and United Arab Emirates*. Unpublished Doctoral Thesis, University of Exeter, England, 34-56.
- Bader, A. (2015). *Sovereign Wealth Funds: A Literature Review*. *Journey of Economics and Business*, 78, 2.
- Bahoo, S., Alon, I. ve Paltrinieri, A. (2020). *Sovereign Wealth Funds: Past, Present and Future*. *International Review of Financial Analysis*, 67, 13-14.
- Bayar, Y. ve Yıldırım, M. (2013). Ulusal Varlık Fonlarının Regülasyonuna Yönelik Çabalar: Santiago Prensipleri. *Finans Politik&Ekonomik Yorumlar*, 50(585), 67-79.
- Bauer, A., Rietveld, M. ve Toledano, P. (2014). *Managing the Public Trust: How to Make Natural Resource Funds Work for Citizens*. 4-20. 16 Ocak 2020 tarihinde [https://resourcegovernance.org/sites/default/files/NRF\\_RWI\\_Complete\\_Report\\_EN.pdf](https://resourcegovernance.org/sites/default/files/NRF_RWI_Complete_Report_EN.pdf) adresinden erişildi.

- Beck, R. ve Fidora, M. (2008). The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets. European Central Bank Occasional Paper Series, Frankfurt, 91, 5.
- Beken, H.G. ve Baltacı, N. (2019). Ulusal Varlık Fonlarına İlişkin Bir Değerlendirme. Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi, 17(1), 333-352.
- Bernstein, S., Lerner, J. ve Schoar, A. (2013). The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds. Journal of Economics Perspectives, 27(2), 219-238.
- Bertoni, F. ve Lugo, S. (2013). Testing the Strategic Asset Allocation of Stabilization Sovereign Wealth Funds. International Finance, 16(1), 95-119.
- Bernard, P.İ. ve Mieszala, J.C. (2009). The Role of Sovereign Wealth Fund. Revue D'economie Financiere, Sovereign Wealth Fund: Special Issue, 219-231.
- Bismuth, R. (2017). The 'Santiago Principles' for Sovereign Wealth Funds: The Short Comings and The Futility of Self-Regulation. European Business Law Review, 28(1), 69-88.
- Blackburn, J., Delvecchio, B., Fox, I., Khayum, O. ve Wolfson, D. (2008). Do Sovereign Wealth Funds Best Serve The Interests of Their Respective Citizens?. University of Chicago Graduate School of Business, 13-15.
- Boubakri, N., Cosset, J.C. ve Grira, J. (2016). Sovereign Wealth Funds Targets Selection: A Comparison With Pension Funds. Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, 42(C), 60-76.
- Braunstein, J. (2009). Sovereign Wealth Funds: The Emergence of State Owned Financial Power Brokers. Universitat Wien, 36-64.
- Braunstein, J. (2017). Understanding the Politics of Bailout Policies in Non-Western Countries: The Use of Sovereign Wealth Funds. Journal of Economic Policy Reform, (20)1, 46-63.
- Bulutoğlu, K. ve Kurtuluş, E. (1988). Bütçe ve Kamu Harcamaları. Filiz Kitabevi, İstanbul, 429-430.
- Capape, J. ve Tomas, G. (2013). More Layers Than An Onion: Looking For a Definition of Sovereign Wealth Funds. Esade Business School Research Paper, 21, 1-37.
- Candelon, B., Kerkour, M. ve Lecourt, C. (2011). Are Sovereign Wealth Funds Investments Determined by Macroeconomic Factors?. University Maastricht Working Paper.



- Caisse Des Depots Et Consignations, Our Model. (2018). 06 Ocak tarihinde <https://www.caissedesdepots.fr/en/our-model> adresinden erişildi.
- China Investment Corporation, Annual Report (2016). 14. 11 Şubat tarihinde [http://www.china-inv.cn/chinainven/Media/Annual\\_Report.shtml](http://www.china-inv.cn/chinainven/Media/Annual_Report.shtml) adresinden erişildi.
- China Investment Corporation (CIC), 11 Şubat 2020 tarihinde [www.china-inv.cn/china\\_inv/Investments/Portfolio\\_Management.shtml](http://www.china-inv.cn/china_inv/Investments/Portfolio_Management.shtml) adresinden erişildi.
- Chioma, D.O., Uche, U.B. ve Bassey, E.E. (2014). Sovereign Wealth Fund and Economic Growth in Nigeria: An Empirical Analysis. IOSR Journal of Economics and Finance, 4(5), 3-20.
- Ciarlone, A. ve Miceli, V. (2014). Are Sovereign Wealth Funds Contrarian Investors? (Rapor No:972). Banca D'Italia Euro Sistema, 5-6.
- Ciarlone, A. ve Miceli, V. (2016). Escaping Financial Crises? Makro Evidence From Sovereign Wealth Funds İnvestment Behaviour. Emerging Markets Review, 27, 169-196.
- Clark, G.L. ve Monk, A.H.B. (2010). The Legitimacy and Governance of Norway's Sovereign Wealth Fund: The Ethics of Global İnvestment. Environment and Planning A, SAGE Journals, 42(7), 17-24.
- Clark, G.L. ve Monk, A.H.B. (2010). The Norwegian Government Pension Fund: Ethics Over Efficiency. Rotman International Journal of Pension Management, 3(1), 14-15.
- Cohen, B.J. (2009). Sovereign Wealth Funds and National Security: The Great Tradeoff. Journal of International Affairs, 85(4), 719.
- Cumming, D., Wood, G., Filatotchev, I. ve Reinecke, J. (2016). New Investor Categories, Agility and HRM: The Case of Sovereign Wealth Funds. 13. 16 Şubat tarihinde [https://papers.ssrn.com/so13/papers.cfm?abstract\\_id=2864976](https://papers.ssrn.com/so13/papers.cfm?abstract_id=2864976) adresinden erişildi.
- Çakmak, E. (1992). Kalkınmada İnsan Faktörünün Önemi ve Reel Sermaye İle İlişkisi. Atatürk Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 9(1-2), 85-87.
- Çalışkan, Z. (2009). OECD Ülkelerinde Sağlık Harcamaları: Panel Veri Analizi. Erciyes Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 34, 125.
- Danık, G. (2019). Uluslararası Varlık Fonu Tecrübelerinden Türkiye Varlık Fonuna Bakış. Bilecik Şeyh Edebali Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, 120-121.

- Das, U., Lu, Y., Mulder, C. ve Sy, A. (2009). Setting Up a Sovereign Wealth Fund: Some Policy and Operational Considerations. Working Paper, WP/09/79, IMF, 9-17.
- Debarys, N., Gnabo, J.Y. ve Kerkour, M. (2017). Sovereign Wealth Funds Cross-Border Investments: Assessing the Role of Country-Level Drivers and Spatial Competition. *Journal of International Money and Finance*, 76, 68-87.
- Deventer, K.L., Han, X. ve Malatesta, P. (2009). Firm Values and Sovereign Wealth Fund Investment. Working Paper, University of Washington, 98, 1-28.
- Demarolle, A. (2009). Report to the Government of France on Sovereign Wealth Funds. 6. 6 Şubat tarihinde [https://www.paris-europlace.net/files/rapport\\_demarolle\\_en.pdf](https://www.paris-europlace.net/files/rapport_demarolle_en.pdf) adresinden erişildi.
- Demir, N. (2019). Ulusal Varlık Fonu: Dünyadaki Örnekleri ve Türkiye İle Karşılaştırılması. Tokat Gaziosmanpaşa Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Maliye Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, 67-69.
- Diallo, B., Tchana, F.T. ve Zeufack, A.G. (2016). Sovereign Wealth Funds and Long-Term Investments in Sub-Saharan Africa. Policy Research Working Paper, WPS7903, 1-29.
- Dixon, A.D. ve Monk A.H.B. (2016). A Simple Typology of Sovereign Development Funds. *The Frontiers of Sovereign Investment*, Columbia University Press, 10-12.
- Dinler, Z. (1997). İktisada Giriş (3. bs.). Ekin Kitabevi Yayınları, Bursa, 66.
- DoT. (2007). Sovereign Wealth Fund: Report to Congress on International Economic and Exchange Rate Policies. D.C. Department of the Treasury (DoT), Washington, 1.
- Drezner, D. (2008). Sovereign Wealth Funds and (In) Security of Global Finance. *Journal of International Affairs*, 62(1), 115-130.
- Engel, J., Hamıranı, H. ve Saklatvala, K. (2016). Pursuing Innovation: Sovereign Wealth Funds and Technology Investment. 2. 18 Ocak tarihinde <https://ssrn.com/abstract=2864853> adresinden erişildi.
- Ermüt, S.A. (2017). Türkiye Varlık Fonu İle Finansman Maliyetleri Düşecek (AA, Röportaj Yapan). 9 Mart 2020 tarihinde <https://www.bloomberght.com/haberler/haber/2006094-varlik-fonu-ile-finansman-maliyetleri-dusecek> adresinden erişildi.

- European Comission, SWF. (2019). 9 Ocak 2019 tarihinde [https://ec.europa.eu/finance/capital/thirdcountries/sovereign\\_wealth\\_funds/index\\_en.htm](https://ec.europa.eu/finance/capital/thirdcountries/sovereign_wealth_funds/index_en.htm) adresinden erişildi.
- Fernandes, N. (2009). Sovereign Wealth Funds: Investment Choices and Implications Around the World. 4. 19 Ocak 2020 tarihinde [https://www.imd.org/research/publications/upload/wp\\_2009\\_01\\_fernandes\\_level\\_1.pdf](https://www.imd.org/research/publications/upload/wp_2009_01_fernandes_level_1.pdf) adresinden erişildi.
- Fernandes, N. (2014). The Impact of Sovereign Wealth Funds on Corporate Value and Performance. *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(1), 76-84.
- Fischer, S. (1988). Real Balances the Exchange Rate and Indexation: Real Variables in Disinflation. *Quarterly Journal of Economics*, 103(1), 115.
- Fotak, V., Gao, X. ve Megginson, W.L. (2016). A Financial Force to be Reckoned With? An Overview of Sovereign Wealth Funds. *European Corporate Governance Institute*, (Rapor No:476/2016), 3
- Gelb, A., Tordo, S. ve Halland, H. (2014). Sovereign Wealth Funds and Domestic Investment in Resource-Rich Countries: Love Me, or Love Me Not Economic Premise. 133, 2. 23 Ocak 2020 tarihinde <https://siteresources.worldbank.org/EXTPREMNET/Resources/EP133.pdf> adresinden erişildi.
- Gelb, A., Tordo, S., Halland, H., Arfaa, N. ve Smith, G. (2014). Sovereign Wealth Funds and Long-Term Development Finance Risks and Opportunities. *Policy Research Working Paper*, 6776, 2-24. 23 Ocak 2020 tarihinde <https://documents.worldbank.org/curated/en/788391468155724377/pdf/WPS6776.pdf> adresinden erişildi.
- Gilson, R. ve Milhaupt, C.J. (2009). Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Responce to the New Merchantilism. 19. 22 Ocak 2020 tarihinde [https://papers.ssrn.com/so13/papers.cfm?abstract\\_id=1095023](https://papers.ssrn.com/so13/papers.cfm?abstract_id=1095023) adresinden erişildi.
- Gieve, S.J. (2008). Sovereign Wealth Funds and Global Imbalance. 3. 22 Ocak 2020 tarihinde [https://papers.ssrn.com/so13/papers.cfm?abstract\\_id=1147064](https://papers.ssrn.com/so13/papers.cfm?abstract_id=1147064) adresinden erişildi.
- Gouett, M. (2020). New Wealth, New Wisdom: Updating the Narrative of Sovereign Wealth Fund Creation. *Resorces Policy*, Article:101534, 65, 1-12.

- Gomes, T. (2008-14). The Impact of Sovereign Wealth Funds on International Financial Stability. Discussion Paper, Bank of Canada, 4.
- Griffith-Jones, S. ve Ocampo, J.A. (2009). Sovereign Wealth Funds: A Developing Country Perspective. Research Gate, 1-34. 20 Mart 2019 tarihinde [https://www.researchgate.net/publication/252911393\\_Sovereign\\_Wealth\\_Funds\\_A\\_Developing\\_Country\\_Perspective](https://www.researchgate.net/publication/252911393_Sovereign_Wealth_Funds_A_Developing_Country_Perspective) adresinden erişildi.
- Güzel, F., Acar, M. ve 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.
- Güçlü, M. (2018). Ulusal Varlık Fonları: Türkiye Ekonomisi İçin Bir Değerlendirme. Ege Stratejik Araştırmalar Dergisi, 9(1), 40-50.
- Hacıhasanoğlu, E. ve Soytaş, U. (2010). Yeniden Tasarlanan Finansal Mimaride Ulusal Varlık Fonlarının Rolü. MARC Working Paper Series, 2010-02, 5-16.
- Hammer, C., Kunzel, P. ve Petrova, Iva. (2008). Sovereign Wealth Funds: Current Institutional and Operational Practices (Rapor No: WP/08/254), IMF, Working Paper, 5-11.
- Haberly, D. (2011). Strategic Sovereign Wealth Fund Investment and the New Alliance Capitalism: A Network Mapping Investigation. 22-23. 15 Şubat 2020 tarihinde [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1751590](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1751590) adresinden erişildi.
- Heaney, R., Larry, L. ve Vicar, V. (2011). Sovereign Wealth Fund Investment Decisions: Temasek Holdings. Australian Journal of Management, 36(1), 109-120.
- Hentov, E. (2015). How Do Sovereign Wealth Funds Invest? A Glance at SWF Asset Allocation. 3. 13 Ocak 2020 tarihinde [https://www.ifswf.org/sites/default/files/Publications/How%20do%20Sovereign%20Wealth%20Funds%20Invest\\_0.pdf](https://www.ifswf.org/sites/default/files/Publications/How%20do%20Sovereign%20Wealth%20Funds%20Invest_0.pdf), adresinden erişildi.
- Helleiner, E. ve Lundblad, T. (2008). States, Markets and Sovereign Wealth Funds. German Policy Studies, 4(3), 70.
- IFSWF. (2017). Dealing With Disruption: IFSWF Annual Review 2017. ‘Çevrimiçi’, 4-35. 2 Ocak 2020 tarihinde [https://www.ifswf.org/sites/default/files/IFSWF\\_ANNUAL\\_REVIEW\\_2018.pdf](https://www.ifswf.org/sites/default/files/IFSWF_ANNUAL_REVIEW_2018.pdf), adresinden erişildi.
- IFSWF. (2018). 5 Ocak 2020 tarihinde <https://ifswfreview.org/2018/about-our-data> adresinden erişildi.

- IMF. (2008). Global Financial Stability Report 2008. International Monetary Fund, Washington, 122.
- IMF. (2013). Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structures and Investment Management. IMF Working Paper, WP/13/231, 12.
- IWG. (2008). Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices ‘Santiago Principles’, IMF Report, 18-41. 18 Ocak 2020 tarihinde [https://www.ifswf.org/sites/default/files/santiagoprinciples\\_0\\_0.pdf](https://www.ifswf.org/sites/default/files/santiagoprinciples_0_0.pdf) adresinden erişildi.
- İzzettin, Ö. (1995). Türkiye’de Kamu Harcamalarının Denetimi. Friedrich Ebert Vakfı, İstanbul, 17-32.
- Jen, S. (2007). Sovereign Wealth Funds What They Are What’s Happening. World EconomicS, 8(4), 1-7.
- Jones, S. ve Ocampo, J.A. (2009). Sovereign Wealth Funds: A Developing Country Perspective. Revue d’Economie Financiere, Programme National Persee, 9(1), 241-254.
- Johan, S.A., Knill, A. ve Mauck, N. (2013). Determinants of Sovereign Wealth Fund Investment in Private Equity vs Public Equity. Journal of International Business Studies, 44(2), 155-172.
- Jory, S.R., Perry, M.J. ve A.Hemphill, T. (2010). The Role of Sovereign Wealth Funds in Global Financial Intermediation. Thunderbird International Business Review, 52(6), 590.
- Kayıran, M. (2016). Türkiye Varlık Fonu’nun Kuruluş Amaçları ve Yapısı Üzerine Bir Değerlendirme. Eğitim Bilim Toplum Dergisi, 14(56), 55-90.
- Kavcıoğlu, Ş. (2018). Ulusal Varlık Fonları ve Türkiye. Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, 10(18), 91-107.
- Karagöl, T.E., ve Koç, Y.E. (2016). Dünyada ve Türkiye’de Varlık Fonu. Siyaset, Ekonomi ve Toplum Araştırmaları Vakfı (SETA), 169, 1-28.
- Keenan, P. ve Ochoa, C. (2009). The Human Rights Potential of Sovereign Wealth Funds. Georgetown Journal of International Law, 40, 1152-1154.
- Kıraçlar, F. (2005). Ekonomik Büyüme Modellerinde Beşeri Sermaye: İçsel Büyüme Modelinin Analizi. Erciyes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.
- Kimmit, R.M. (2008). Sovereign Wealth Funds and the World Economy. Public Footprints in Private Markets, 87(1), 119-130.

- King, R.G. ve Levine R. (1993). Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right. *Quarterly Journal of Economics*, 108(3), 717-737.
- Koch-Weser, I. (2013). China Investment Corporation: Recent Developments in Performance, Strategy and Governance. U.S.- China Economic and Security Review Commission, 10-11.
- Konukman, A. ve Şimşek, O. (2017). Ulusal Varlık Fonları ve Türkiye Uygulaması. *Çalışma ve Toplum Dergisi*, 2017/4, 55, 1913-1944.
- Kuwait Investment Authority (KIA). 13 Şubat 2020 tarihinde <https://www.kia.gov.kw/investments/> adresinden erişildi.
- Kuznets, S. (1966). Modern Economic Growth: Rate, Structure and Spread. The Colonial Press, USA, 1.
- Kurtulmuş, N. (1996). Sanayi Ötesi Dönüşüm. İz Yayıncılık, Yayın No: 137, İstanbul, 21.
- Kunzel, P.J., Petrova, I., Pihlman, J. ve Lu, Y. (2010). Investment Objectives of Sovereign Wealth Funds-A Shifting Paradigm. Working Paper, IMF, 11/19, 4-5.
- Liqun, J., Al Sa'ad, B.M. ve Murray, D. (2011). IFSWF Members in the Application of the Santiago Principles. International Forum of Sovereign Wealth Funds, Pekin, 4-43.
- Lippincott, M. (2012). Depoliticizing Sovereign Wealth Funds Through International Arbitration. *Chicago Journal of International Law*, 13(2), 649-652. 20 Şubat 2020 tarihinde <https://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1384&context=cjil> adresinden erişildi.
- Lo Turco, C.C., Maffettone, S. ve Desai, R. (2014). Sovereign Wealth Funds: An Opportunity for Sustainable Development if Properly Managed? Sovereign Wealth Funds and Sustainability, in a Time of Volatility, Risk and Uncertainty. Libera Università Internazionale Degli Studi Sociali (LUISS), PhD Dissertation, Doctoral Program in Political Theory, XXV Cycle, 45-49.
- Makhlouf, H.H. (2010). Sovereign Wealth Funds. *International Journal on Governmental Financial Management*, 10(1), 39.
- Martinez Oviedo, R. ve Medda, F. (2017). Assessing the Effects of Adding Timberland and Farmland Into Resource-Based Sovereign Wealth Fund Portfolios. *Journal of Economics and Business*, 91, 24-40.

- Meng, C. (2015). Sovereign Wealth Fund Investments and Policy Implications: a Survey. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 23(3), 210-229. 30 Aralık 2019 tarihinde <https://dx.doi.org/10.1108/JFRC-10-2014-0041> adresinden erişildi.
- Meggison, W.L., You, M. ve Han, L. (2013). Determinants of Sovereign Wealth Fund Cross-Border Investments. *Financial Review*, 48(4), 539-572.
- Mhadhbi, K. (2014). Financial Development And Economic Growth: A Dynamic Panel Data Analysis. *International Journal of Econometrics And Financial Management*, 2(2), 48.
- Mohaddes, K. ve Raissi, M. (2017). Do Sovereign Wealth Funds Dampen the Negative Effects of Commodity Price Volatility?. *Journal of Commodity Markets*, 8, 18-27.
- Monk, A.H.B. (2008). Is Calpers a Sovereign Wealth Fund?. Center for Retirement Research at Boston Collage, Number:8-21, 4.
- Murray, D. (2011). SWFS: Myths and Realities. *International Forum of Sovereign Wealth Fund*, London, 4.
- Murtinu, S. ve Scalera, V.G. (2015). Sovereign Wealth Fund Investments and Stock Prices: The Effect of Target Industry and Location. 10-11. 19 Ocak 2020 tarihinde [https://papers.ssrn.com/so13/papers.cfm?abstract\\_id=2668726](https://papers.ssrn.com/so13/papers.cfm?abstract_id=2668726) adresinden erişildi.
- 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.
- Natural Resource Governance Institute. (2017). 2017 Resource Governance Index. 20. 4 Şubat 2020 tarihinde <https://resourcegovernance.org/sites/default/files/documents/2017-resource-governance-index.pdf> adresinden erişildi.
- Ng, W. (2010). The Evolution of Sovereign Wealth Funds: Singapore's Temasek Holdings. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 18(1), 6-14.
- Norges Bank. (1998). The Norwegian Government Petroleum Fund Annual Report. 4.
- Norges Bank Investment Management(NBIM). (2018). 10 Şubat 2020 tarihinde <https://www.nbim.no/en/the-fund/holdings/holdings-as-at-31.12.2018> adresinden erişildi.

- Norges Bank Investment Management(NBIM). 10 Şubat 2020 tarihinde <https://www.nbim.no/en/the-fund/how-we-invest/> adresinden erişildi.
- Norges Bank Investment Management(NBIM). 10 Şubat 2020 tarihinde <https://www.nbim.no/en/the-fund/about-the-fund/> adresinden erişildi.
- OECD. (2001). The Well-Being of Nations: The Role of Human and Social Capital. The Centre for Educational Research and Innovation, 18.
- OECD. (2007). Investment Newsletter. 5, 5. 1 Şubat 2020 tarihinde <https://www.oecd.org/investment/investment-policy/39534401.pdf> adresinden erişildi.
- Oyan, O. ve Aydın, A.R. (1987). İstikrar Programından Fon Ekonomisine. Teori Yayınları, Ankara, 3-25.
- Oyan, O. ve Aydın, A.R. (1991). Türkiye’de Maliye ve Fon Politikaları: Alternatif Yönelişler. Adım Yayıncılık, Ankara, 114.
- Öztürk, M. (1983). Kamu Fonları ve Kullanılma Alanları. DPT Yayını, No: 1864/29, Ankara, 1.
- Özgüven, A. (1988). İktisadi Büyüme, İktisadi Kalkınma, Planlama ve Japon Kalkınması. Filiz Kitabevi Yayınları, İstanbul, 9.
- Öztürkler, H. (2017). Orta Doğu ve Kuzey Afrika’da Ulusal Varlık Fonları Ekonomik Sorunların Çözümünde Kullanılabilir mi?. Ortadoğu Analiz, 9(79), 1. 1 Mart 2020 tarihinde <https://www.orsam.org.tr/tr/ortadogu-ve-kuzey-afrika-da-ulusal-varlik-fonlari-ekonomik-sorunlarin-cozumunda-kullanilabilir-mi-2/> adresinden erişildi.
- Parasız, İ. (2008). Ekonomik Büyümenin Temelleri. Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa, 10.
- PSF (Permenet School Fund). (2017). Annual Report. 66.
- PWC. (2014). Asset Management 2020: A Brave New World. 9. 8 Ocak 2020 tarihinde <https://www.pwc.com/gx/en/asset-management/publications/pdfs/pwc-asset-management-2020-a-brave-new-world-final.pdf> adresinden erişildi.
- Raymond, H. (2009). Les Fonds Souverains. 76-92. 10 Ocak 2020 tarihinde [https://www2.cepii.fr/PDF\\_PUB/em/2010/em2010-05.pdf](https://www2.cepii.fr/PDF_PUB/em/2010/em2010-05.pdf). adresinden erişildi.
- Reinsberg, B. (2009). Sovereign Wealth-No Fund the Decisive Role of Domestic Veto Players. Papaers on International Political Economy, Rapor No: 1/2009, Berlin, 2.
- Resmi Gazete. (2016). Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketinin Kurulması İle Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun. No: 6741, Sayı: 29813. 28



- Şubat 2020 tarihinde <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2016/08/20160826-1.htm> adresinden erişildi.
- Saygılı, M.K. (2002). Türkiye’de Kamu Fonu Uygulaması. Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü, Finansman Dairesi, Yayın No: DPT: 2631, 6-22. 1 Haziran 2019 tarihinde <https://www.sbb.gov.tr/wp-content/uploads/2018/11/MehmetKaGanSAYGILI.pdf> adresinden erişildi.
- Saint-Paul, G. (2009). Governance of Sovereign Wealth Funds and Economic Nationalism. *Revue D’economie Financiere (English Edition)*, Sovereign Wealth Fund: Special Issue, 419.
- Sarısu, A. (2016). Türkiye Varlık Fonu Yönetimi A.Ş. Kurulmasına Dair Kanun’un Değerlendirilmesi-1-. Yaklaşım, Yıl:24, Sayı: 285, 221-235. 28 Şubat 2020 tarihinde [https://www.academia.edu/28737723/TÜRKİYE\\_VARLIK\\_FONU\\_YÖNETİM\\_İ\\_A.Ş.\\_KURULMASINA\\_DAIR\\_KANUNUN\\_DEĞERLENDİRİLMESİ\\_Bölüm\\_1\\_ve\\_II\\_EVALUATION\\_OF\\_THE\\_LAW\\_ON\\_THE\\_ESTABLISHMENT\\_OF\\_TURKISH\\_SOVEREIGN\\_FUND\\_MANAGEMENT\\_COMPANY\\_Part-1\\_and\\_Part-II](https://www.academia.edu/28737723/TÜRKİYE_VARLIK_FONU_YÖNETİM_İ_A.Ş._KURULMASINA_DAIR_KANUNUN_DEĞERLENDİRİLMESİ_Bölüm_1_ve_II_EVALUATION_OF_THE_LAW_ON_THE_ESTABLISHMENT_OF_TURKISH_SOVEREIGN_FUND_MANAGEMENT_COMPANY_Part-1_and_Part-II) adresinden erişildi.
- Sasa, A. (2019). Varlık Fonu Uygulamasında Ülke Deneyimleri ve Türkiye Örneği. İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, İktisat Teorisi Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, 137.
- Schena, P., Braunstein, J. ve Ali, A. (2017). Capitalizing Economic Development Through Sovereign Investment: A ‘Paradox of Scarcity?’ 4-5. 6 Ocak 2020 tarihinde [https://papers.ssrn.com/so13/papers.cfm?abstract\\_id=2962509](https://papers.ssrn.com/so13/papers.cfm?abstract_id=2962509) adresinden erişildi.
- Sing, B.K. (2008). Sovereign Wealth Funds Some Frequently Asked Questions. The Corner House, 3.
- Smith, G.J. (2010). Do Sovereign Wealth Funds Mitigate Authoritarian Rule? A Statistical Analysis of Sovereign Wealth Funds and The Resource Curse. Unpublished Master Thesis, University of Louisville, Louisville KY, 31.
- Soto, M. (2007). System GMM Estimation With a Small Number of Individuals. Institute For Economic Analysis, Barcelone, 2.
- Stonier, A.W. ve Hague, D.C. (1953). A Textbook of Economic Theory. Great Britain, Longman, 530-534.

- Stuckelberger, C., Rossouw, D., Geerts, S., Chavaz, P. ve Xinwa, N. (2015). Sovereign Wealth Funds An Ethical Perspective. Globatics.net, Global, 32-75.
- Sun, T. ve Hesse, H. (2009). Sovereign Wealth Funds And Financial Stability-An Event Study Analysis. IMF Working Paper, WP/09/239, 6-15.
- Surendranath R. J., Perry, M. J. ve Hemphill, T.A. (2010). The Role of Sovereign Wealth Funds in Global Financial Intermediation. Thunderbird International Business Review, 52 (6) November/December, 592.
- Sürekli, A.M. (2015). Ekonominin Çeşitlendirilmesinin Bir Aracı Olarak Ulusal Refah Fonu Modelinin Türkiye Ekonomisi Açısından Uygulanabilirliği. Turgut Özal Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, 47.
- SWF Institute. (2018). Sovereign Wealth Fund. 5 Kasım 2019 tarihinde <https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund/> adresinden erişildi.
- SWF Institute. 14 Şubat 2020 tarihinde <https://www.swfinstitute.org/profiles/sovereign-wealth-fund> adresinden erişildi.
- Şanlı, U. (2010). Körfezin Görünmeyen Elleri: Ulusal Varlık Fonları. Ortadoğu Analiz, 2(23), 22.
- 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.
- Tanrikulu, K. (1983). Türkiye’de Ekonomik Büyüme ve Dış Borç İlişkisinin Değerlendirilmesi. T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı İktisadi Planlama Başkanlığı Uzun Vadeli Planlar Dairesi, Uzmanlık Tezi, Ankara, 3.
- T.C. Başbakanlık Kanunlar ve Kararlar Genel Müdürlüğü. (2016). Türkiye Varlık Fonu Kanun Tasarısı Genel Gerekçesi. Sayı: 31853594-101-1310-3105, 1-4. 29 Şubat 2020 tarihinde [www.memurlar.net/common/news/documents/602523/1-0750.pdf](http://www.memurlar.net/common/news/documents/602523/1-0750.pdf) adresinden erişildi.
- Temasek Holdings. (2017). Temasek Review 2017. 52-63.
- Temasek Holdings. 12 Şubat 2020 tarihinde [www.temasek.com.sg/en/index](http://www.temasek.com.sg/en/index) adresinden erişildi.
- Todaro, M.P. ve Smith S.C. (2011). Economic Development. Eleven Edition, Pearson Education, Boston, 6.

- Truman, E.M. (2009). A Blueprint For Sovereign Wealth Fund Best Practices. *Revue D'economie Financiere (Special Issue)*, 429-451.
- Truman, E.M. (2011). Sovereign Wealth Funds: Is Asia Diffrent? 5. 23 Ocak 2020 tarihinde [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1898787](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1898787) adresinden erişildi.
- Truman, E.M. ve Bagnall, A.E. (2013). Progres on Sovereign Wealth Fund Transparency and Accountability: An Updated SWF Scoreboard. Number PB13-19, Institute For International Economics, Peterson, 5-6.
- Truman, E.M. ve Stone, S.E. (2016). Uneven Progres on Sovereign Wealth Fund Tranparency and Accountability. Policy Brief, Number PB16-18, Institute For International Economics, Peterson, 20-22.
- Türkarslan, H.A. (1994). Klasik Kamu Gelirleri ile Fon Gelirlerinin Mukayesesi ve Savunma Sanayii Destekleme Fonu'nun Bu Açıdan Değerlendirilmesi. Savunma Sanayi Müsteşarlığı Yayınları-16, Ankara, 59-101.
- Türkiye Varlık Fonu. 1 Mart 2020 tarihinde [turkiyevarlikfonu.com.tr/TR/icerik/51/hakkimizda](http://turkiyevarlikfonu.com.tr/TR/icerik/51/hakkimizda) adresinden erişildi.
- Türk Dil Kurumu. 18 Kasım 2019 tarihinde [https://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com\\_gts&arama=gts&guid=TDK.GT.S.59008be3475609.62546651](https://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_gts&arama=gts&guid=TDK.GT.S.59008be3475609.62546651) adresinden erişildi.
- Ulusal Varlık Fonu Enstitüsü (SWFI). (2020). 'Çevrimiçi'. 5 Ocak 2020 tarihinde <https://www.swfinstitute.org/>, adresinden erişildi.
- Ulusoy, A. (2017). Varlık Fonu Meselesi. 9 Mart 2020 tarihinde <https://www.yenisafak.com/yazarlar/ahmetulusoy/varlik-fonu-meselesi-2036086> adresinden erişildi.
- Urban, D. (2017). The Role of Sovereign Wealth Funds in Global Management of Excess Foreign Exchange Reserves. 155. 22 Ocak 2020 tarihinde <https://www.degruyter.com/downloadpdf/j/cer.2011.14.issue-2/v10103-011-0015-1/v10103-011-0015-1.pdf> adresinden erişildi.
- Uysal, S. (2018). Ulusal Varlık Fonları ve Türkiye Varlık Fonu. Nobel Yayınları, İstanbul, 49-59.
- Uysal Şahin, Ö. (2017). Kamu Maliyesi Varlık Fonu İlişkisi: Fırsat mı Tehdit mi? *Journal of Awareness*, 2(35), 367-368.

- Vick, K. (2018). The Saudi Crown Prince Thinks He Can Transform the Middle East, Should We Believe Him? 13 Ocak 2020 tarihinde <https://time.com/longform/mohammed-bin-salman/> adresinden erişildi.
- Weiss, M. (2009). Sovereign Wealth Funds: Background and Policy Issue For Congress. Congressional Research Service, 4.
- Wilson, R. (2018). An Introduction to Sovereign Wealth Funds. 9. 16 Ocak 2020 tarihinde <https://www.investopedia.com/articles/economics/08/sovereign-wealth-fund.asp> adresinden erişildi.
- Wirth, E. (2018). The Norwegian Government Pension Fund Global, Corporate Social Responsibility and Climate Change. *Revista de Economia Mundial*, 48, 184.
- World Development Indicators. (2020). Databank. 16 Şubat 2020 tarihinde <https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=2&series=DT.DOD.DECT.GN.ZS&country=>, adresinden erişildi.
- 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. ve 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.
- Yavilioğlu, C. (2002). Kalkınmanın Anabilimsel Tarihi ve Kavramsal Kökenleri. *Cumhuriyet Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 3(1), 66.
- Yayla, Y. (2019). Ulusal Varlık Fonları: Süreklileşme ve Yaygınlaşma. *Fiscaeconomia*, 3(1), 116-128.
- Yaman, İ. ve Yereli, A.B. (2019). Ulusal Varlık Fonlarının Politik Boyutu. *Sosyoekonomi*, 27(41), 266-279.
- Yıldırım, K., Karaman, D. ve Taşdemir, M. (2016). Makro Ekonomi (13. Baskı). Seçkin Yayıncılık, Ankara, 492.
- Zeren, F. ve Ergun, S. (2010). AB'ye Doğrudan Yabancı Yatırım Girişlerini Belirleyen Faktörler: Dinamik Panel Veri Analizi. *İşletme ve Ekonomi Araştırma Dergisi*, 1(4), 76-77.
- Zee, E.V.D. (2017). In Between Two Social Actors: The Social and Environmental Responsibilities of Sovereign Wealth Funds (Rapor No: 2017-11). University of Oslo Faculty of Law Legal Studies Research Paper Series, Norway, Oslo, 50-53.

- Xie, P. ve Chen, C. (2009a). The Theoretical Logic of Sovereign Wealth Funds. 6. 6 Şubat 2020 tarihinde [https://papers.ssrn.com/so13/papers.cfm?abstract\\_id=1420618](https://papers.ssrn.com/so13/papers.cfm?abstract_id=1420618). adresinden erişildi.
- Xie, P. ve Chen, C. (2009b). Sovereign Wealth Funds, Macroeconomic Policy Alignment and Financial Stability. 4. 16 Şubat 2020 tarihinde [https://papers.ssrn.com/so13/papers.cfm?abstract\\_id=1420614](https://papers.ssrn.com/so13/papers.cfm?abstract_id=1420614) adresinden erişildi.

## ÖZGEÇMİŞ

### Kişisel Bilgiler

Adı Soyadı : Tuğba Albayrak  
Doğum Yeri ve Tarihi : Gümüşhane, 09.05.1992

### Eğitim Durumu

Lisans Öğrenimi : Atatürk Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi,  
İktisat Bölümü (2012-2016)

Yüksek Lisans Öğrenimi : Gümüşhane Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat  
Anabilim Dalı (2017-2020)

Bildiği Yabancı Diller : İngilizce

### İletişim

E-Posta Adresi : albayraktuba@outlook.com

Tarih : 01.09.2020