

T.C.
ŞIRNAK ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT BİLİM DALI

VARLIK FONU ETKİNLİK TARTIŞMALARI: TÜRKİYE
ÜZERİNE BİR İNCELEME

Hazırlayan
Hacı ACAR

Tez Danıőmanı
Dr. Öğr. Üyesi Sıddıka AKDENİZ

Yüksek Lisans Tezi

ŞIRNAK, 2022

BİLİMSEL ETİĞE UYGUNLUK

Bu çalışmadaki tüm bilgilerin, akademik ve etik kurallara uygun bir şekilde elde edildiğini beyan ederim. Aynı zamanda bu kural ve davranışların gerektirdiği gibi, bu çalışmanın özünde olmayan tüm materyal ve sonuçları tam olarak aktardığımı ve referans gösterdiğimi belirtirim.

Hazırlayan

Hacı ACAR



TEZ YAZIM KILAVUZUNA UYGUNLUK

“Varlık Fonu Etkinlik Tartışmaları: Türkiye Üzerine Bir İnceleme” adlı Yüksek Lisans Tezi, Şırnak Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Yazım Kılavuzu’na uygun olarak hazırlanmıştır.

Hazırlayan

Hacı ACAR

Danışman

Dr. Öğr. Üyesi Sıddıka AKDENİZ

İktisat Anabilim Dalı Başkanı

Prof. Dr. Mete Cüneyt OKYAR

KABUL VE ONAY SAYFASI

Dr. Öğr. Üyesi Sıddıka AKDENİZ danışmanlığında Hacı ACAR tarafından hazırlanan “Varlık Fonu Etkinlik Tartışmaları: Türkiye Üzerine Bir İnceleme” adlı bu çalışma jürimiz tarafından Şırnak Üniversitesi lisansüstü eğitim enstitüsü İktisat Anabilim Dalı’nda Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

.../.../2022

JÜRİ

İMZA

Danışman : Dr. Öğr. Üyesi Sıddıka AKDENİZ

.....

Üye :

.....

Üye :

.....

Üye :

.....

Üye :

.....

ONAY:

Bu tezin kabulü Enstitü Yönetim Kurulunun.....tarih vesayılı kararı ile onaylanmıştır.

...../...../2022

Enstitü Müdürü

Dr. Öğr. Üyesi Ahmet GÜL

TEŞEKKÜR

Yüksek lisans sürecimin ders döneminde ve tez çalışmamın her safhasında benden değerli vakitlerini hiçbir zaman esirgemeyen ayrıca bu dönem zarfında karşılaştığım her engelde Tecrübesi ile bana yol gösteren, hem akademik açıdan hem de kültürel açıdan bana büyük katkı sağlayan çok kıymetli danışman hocam Dr. Öğr. Üyesi Sıddıka AKDENİZ'e, her zaman her koşulda yanımda olup, yükümü paylaşıp hafifleten aileme ve yüksek lisansa başladığım ilk günden beri benden maddi manevi desteğini esirgemeyen ve bu süreçte gösterdiği müthiş sabrı ve anlayışından dolayı sevgili eşim Asya ACAR'a sonsuz teşekkür ediyorum.

Hacı ACAR
Şırnak, 2022

VARLIK FONU ETKİNLİK TARTIŞMALARI: TÜRKİYE ÜZERİNE BİR İNCELEME

Hacı ACAR

Şırnak Üniversitesi, Lisansüstü Eğitim Enstitüsü, İktisat Ana Bilim Dalı,

Yüksek Lisans / 2022

Danışman: Dr. Öğr. Üyesi Sıddıka AKDENİZ

ÖZET

Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketi, Türkiye Büyük Millet Meclisi tarafından 26 Ağustos 2016 tarihinde, Türkiye Varlık Fonu kanun tasarısının kabulüyle resmi olarak kurulmuş ve ulusal varlık fonu konusu ekonomik anlamda yaşantımıza girmiştir. 6 Şubat 2017 tarihinde kanun hükmünde kararname ile birtakım büyük ölçekli kamu kuruluşları ve hazine arazileri bu fona aktarılmıştır. Bu büyük kapsamlı değişimler geniş çaplı ses getirmiş ve kamuoyu tarafından “varlık fonu nedir?” sorusu sorulmuştur. Bu çalışmada, Türkiye Varlık Fonu’nun etkinliği, portföyünde yer alan kurumların fona devredilmeden önce ve devredildikten sonraki yıllara ait finansal tabloları incelenerek araştırılmıştır. Bu çalışmanın sonucunda hem Türkiye Varlık Fonu’na aktarılan kurumların büyük bir kısmı hem de çatı olarak Türkiye Varlık Fonu’nun finansal olarak etkin olmadığı hatta devredilen bazı kurumların devredilmeden önceki durumlarından daha geriye düştükleri sonucuna varılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Varlık Fonları, Ulusal Varlık Fonu, Türkiye Varlık Fonu, Ulusal Varlık Fonu Endeksleri, UVF’lerin Kaynakları, UVF’lerin Denetimi, Santiago Prensipleri, UVF, TVF.

WEALTH FUND ACTIVITY DISCUSSIONS: A REVIEW ON TURKEY

Hacı ACAR

**Şırnak University, Graduate Education Institute, Department of
Economics Master / 2022**

Supervisor: Dr. Öğr. Üyesi Sıddıka AKDENİZ

ABSTRACT

Turkey Wealth Fund Management Joint Stock Company was officially established by the Turkish Grand National Assembly on August 26, 2016 with the approval of the Turkish Wealth Fund draft law, and the subject of national wealth fund entered our lives in economic terms. On February 6, 2017, a number of large-scale public institutions and treasury lands were transferred to this fund by decree. These large-scale changes had a wide impact and were asked by the public, "What is a wealth fund?" question has been asked. In this study, the effectiveness of the Turkey Wealth Fund was investigated by examining the financial statements of the institutions in its portfolio before and after the transfer to the fund. As a result of this study, it has been concluded that both the majority of the institutions transferred to the Turkey Wealth Fund and the Turkey Wealth Fund, as a roof, are not financially efficient, and that some transferred institutions are more backward than they were before transferred.

Key Words: SovereignFunds, Sovereign Wealth Funds, Turkey Wealth Fund Sovereign Wealth Funds Index, Sovereign Wealth Fund Resources, Wealth Fund State Investment Funds, Santiago Principles.

İÇİNDEKİLER

BİLİMSEL ETİĞE UYGUNLUK	i
TEZ YAZIM KILAVUZUNA UYGUNLUK	ii
KABUL VE ONAY SAYFASI	iii
TEŞEKKÜR.....	iv
ÖZET.....	v
ABSTRACT.....	vi
İÇİNDEKİLER	vii
ŞEKİLLER DİZİNİ.....	xii
KISALTMALAR DİZİNİ.....	xvi
GİRİŞ	1

1. BÖLÜM

ARAŞTIRMA HAKKINDA AÇIKLAMALAR

1.1. ARAŞTIRMANIN KONUSU	3
1.2. ARAŞTIRMANIN AMACI.....	3
1.3. ARAŞTIRMANIN ÖNEMİ	4
1.4. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ.....	4
1.5. ARAŞTIRMANIN SUNUŞ SIRASI	4

2. BÖLÜM

ULUSAL VARLIK FONLARI

2.1. ULUSAL VARLIK FONU KAVRAMI.....	6
2.2. VARLIK FONU TANIMI	7

2.3. VARLIK FONLARININ AMAÇLARI.....	9
2.4. VARLIK FONLARININ ÖZELLİKLERİ	11
2.5. VARLIK FONLARININ KAYNAKLARI.....	12
2.6. VARLIK FONLARININ TÜRLERİ	13
2.7. VARLIK FONLARININ AVANTAJLARI VE DEZAVANTAJLARI.....	15
2.8. ULUSAL VARLIK FONLARI'NIN TARİHİ, GELİŞİMİ VE MEVCUT DURUMU	17
2.9. ULUSAL VARLIK FONLARI'NIN YÖNETİMİ, İŞLEYİŞİ VE ŞEFFAFLIĞI	18
2.9.1. Ulusal Varlık Fonları'nın Yönetimi, İşleyişi ve Yatırım Alanları.....	18
2.9.2. Ulusal Varlık Fonları'nın Şeffaflığı.....	19
2.10. ULUSAL VARLIK FONLARI İÇİN KULLANILAN BAŞLICA ENDEKSLER	23
2.10.1. Varlık Fonlarında Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi.....	23
2.10.2. Ulusal Varlık Fonu Skorbordu – Truman Endeksi	25
2.10.3. The Kaufmann, Kraay and Mastruzzi Endeksi	25
2.11. DÜNYADAKİ VARLIK FONLARININ GELİŞİMİ VE VARLIK BÜYÜKLÜĞÜ AÇISINDAN EN BÜYÜK VARLIK FONLARI	26
2.11.1. Norveç Devlet Emeklilik Fonu Global	26
2.11.2. Abu Dabi Yatırım Otoritesi	26
2.11.3. Çin Yatırım Şirketi.....	27
2.11.4. Hong Kong Parasal Otorite Yatırım Portföyü	27
2.11.5. Kuveyt Yatırım Otoritesi	28
2.11.6. Singapur Hükümet Yatırım Portföyü.....	28
2.11.7. Katar Yatırım Otoritesi	29

3. BÖLÜM

TÜRKİYE VARLIK FONU

3.1. TÜRKİYE VARLIK FONUNUN KURULUŞU, AMAÇLARI, HEDEFLERİ.	31
3.2. TÜRKİYE VARLIK FONUNUN GEREKLİLİĞİ	35
3.3. TÜRKİYE VARLIK FONU'NUN FİNANSAL KAYNAKLARI	36
3.3.1. Mevcut Fonların Birleştirilmesi ya da Pay Aktarılması	37
3.3.2. Bedelli Askerlik Uygulaması.....	37
3.3.3. Özelleştirmeden Sağlanacak Kaynağın Fona Aktarılması.....	38
3.3.4. Kamu Bankalarının Halka Arzı	38
3.4. TÜRKİYE VARLIK FONU'NUN YÖNETİM YAPISI, DENETİMİ, MUAFİYET VE İSTİSNALAR	39
3.4.1. Türkiye Varlık Fonu'nun Yönetim Yapısı	39
3.4.2. Türkiye Varlık Fonu'nun Denetimi.....	41
3.4.3. Türkiye Varlık Fonu'na Tanınan Muafiyet ve İstisnalar	42
3.5. TÜRKİYE VARLIK FONU'NUN YATIRIMI VE DİĞER FONLAR İLE OLAN İŞ BİRLİĞİ	46
3.6. TÜRKİYE VARLIK FONU'NUN EKONOMİYE ETKİLERİ.....	47
3.7. TÜRKİYE'DE VARLIK FONUNUN GELECEĞİ VE DÜNYA ÖRNEKLERİYLE DEĞERLENDİRİLMESİ.....	48
3.8. VARLIK FONLARININ ETKİNLİĞİNE İLİŞKİN İLGİLİ LİTERATÜR	52

4. BÖLÜM

VARLIK FONU PORTFÖYÜNDEKİ KURUMLARIN ETKİNLİK DURUMLARI

4.1. ETKİNLİK ANALİZİNDE KULLANILAN BAŞLICA VERİLER.....	59
4.1.1. Aktif Toplam.....	60

4.1.2. Özkaynaklar Toplamı.....	60
4.1.3. Dönem Net Karı / Zararı	61
4.1.4. Finansal Kaldıraç Oranı	61
4.1.5. Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı	61
4.2. TÜRKİYE VARLIK FONU PORTFÖYÜ	62
4.2.1. Finansal Hizmetler	63
4.2.2. Ulaştırma ve Lojistik.....	63
4.2.3. Enerji.....	63
4.2.4. Şans Oyunları.....	64
4.2.5. Teknoloji ve Telekom	64
4.2.6. Tarım ve Gıda	64
4.2.7. Madencilik	64
4.2.8. Gayrimenkul	65
4.3. TVF VE PORTFÖYÜNDEKİ KURUMLARIN FİNANSAL ANALİZİ	65
4.3.1. T.C. Ziraat Bankası AŞ.....	65
4.3.2. Türkiye Halk Bankası AŞ	70
4.3.3. Türkiye Vakıflar Bankası TAO ve Finansal Kuruluşları.....	75
4.3.4. Borsa İstanbul AŞ	80
4.3.5. Türkiye Sigorta AŞ	84
4.3.6. Türk Hava Yolları AŞ.....	90
4.3.7. Posta ve Telgraf Teşkilatı AŞ	95
4.3.8. Boru Hatları ile Petrol Taşıma AŞ (BOTAŞ)	100
4.3.9. Türkiye Petrolleri AO	104
4.3.10. Türkcell İletişim Hizmetler AŞ.....	109
4.3.11. Türksat Uydu Haberleşme Kablo TV ve İşletme AŞ.....	114

4.3.12. Türk Telekomünikasyon AŞ.....	119
4.3.13. Çay İşletmeleri Genel Müdürlüğü	124
4.3.14. Eti Maden İşletmeleri AŞ.....	129
4.3.15. TVF Yönetimi AŞ'nin Çatı Kurum Olarak Finansal Analizi	134
SONUÇ	139
KAYNAKÇA.....	144
EKLER.....	155
Ek-1: Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Aş Portföyü	156
Ek-2: Toplam Varlıklara Göre En Büyük 15 Devlet Varlık Fonu Sıralaması ve Mevcut LMTI Derecelendirmeleri	159
ÖZGEÇMİŞ	160

ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 4.1. TVF Portföyünün Sektörel Dağılım Grafiği.....	62
Şekil 4.2. T.C. Ziraat Bankası AŞ'ye Ait Aktif Toplam Grafiği.....	66
Şekil 4.3. T.C. Ziraat Bankası AŞ'ye Ait Özkaynaklar Grafiği	67
Şekil 4.4. T.C. Ziraat Bankası AŞ'ye Ait Dönem Net Karı / Zararı Grafiği	68
Şekil 4.5. T.C. Ziraat Bankası AŞ'ye Ait Finansal Kaldıraç Oranı Grafiği	69
Şekil 4.6. T.C. Ziraat Bankası AŞ'ye Ait Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı Grafiği	70
Şekil 4.7. Türkiye Halk Bankası AŞ'ye Ait Aktif Toplam Grafiği	71
Şekil 4.8. Türkiye Halk Bankası AŞ'ye Ait Özkaynaklar Grafiği.....	72
Şekil 4.9. Türkiye Halk Bankası AŞ'ye Ait Dönem Net Karı / Zararı Grafiği.....	73
Şekil 4.10. Türkiye Halk Bankası AŞ'ye Ait Finansal Kaldıraç Oranı Grafiği.....	74
Şekil 4.11. Veriler Türkiye Halk Bankası AŞ'ye Ait Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı Grafiği	75
Şekil 4.12. Türkiye Vakıflar Bankası TAO ve Finansal Kuruluşlarına Ait Aktif Toplam Grafiği.....	76
Şekil 4.13. Türkiye Vakıflar Bankası TAO ve Finansal Kuruluşlarına Ait Özkaynaklar Grafiği.....	77
Şekil 4.14. Türkiye Vakıflar Bankası TAO ve Finansal Kuruluşlarına Ait Dönem Net Karı / Zararı Grafiği	78
Şekil 4.15. Türkiye Vakıflar Bankası TAO ve Finansal Kuruluşlarına Ait Finansal Kaldıraç Oranı Grafiği	79
Şekil 4.16. Türkiye Vakıflar Bankası TAO ve Finansal Kuruluşlarına Ait Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı Grafiği.....	79
Şekil 4.17. Borsa İstanbul AŞ'ye Ait Aktif Toplam Grafiği	81
Şekil 4.18. Borsa İstanbul AŞ'ye Ait Özkaynaklar Grafiği.....	81
Şekil 4.19. Borsa İstanbul AŞ'ye Ait Dönem Net Karı / Zararı Grafiği.....	82

Şekil 4.20. Borsa İstanbul AŞ'ye Ait Finansal Kaldıraç Oranı Grafiği.....	83
Şekil 4.21. Borsa İstanbul AŞ'ye Ait Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı Grafiği	84
Şekil 4.22. Türkiye Sigorta AŞ'ye Ait Aktif Toplam Grafiği	86
Şekil 4.23. Türkiye Sigorta AŞ'ye Ait Özkaynaklar Grafiği.....	87
Şekil 4.24. Türkiye Sigorta AŞ'ye Ait Dönem Net Karı / Zararı Grafiği.....	88
Şekil 4.25. Türkiye Sigorta AŞ'ye Ait Finansal Kaldıraç Oranı Grafiği.....	89
Şekil 4.26. Türkiye Sigorta AŞ'ye Ait Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı Grafiği	90
Şekil 4.27. Türk Hava Yolları AŞ'ye Ait Aktif Toplam Grafiği	91
Şekil 4.28. Türk Hava Yolları AŞ'ye Ait Özkaynaklar Grafiği.....	92
Şekil 4.29. Türk Hava Yolları AŞ'ye Ait Dönem Net Karı / Zararı Grafiği	93
Şekil 4.30. Türkiye Hava Yolları AŞ'ye Ait Finansal Kaldıraç Oranı Grafiği.....	94
Şekil 4.31. Türkiye Hava Yolları AŞ'ye Ait Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı Grafiği	95
Şekil 4.32. Posta ve Telgraf Teşkilatı AŞ'ye Ait Aktif Toplam Grafiği	96
Şekil 4.33. Posta ve Telgraf Teşkilatı AŞ'ye Ait Özkaynaklar Grafiği.....	97
Şekil 4.34. Posta ve Telgraf Teşkilatı AŞ'ye Ait Dönem Net Karı / Zararı Grafiği..	97
Şekil 4.35. Posta ve Telgraf Teşkilatı AŞ'ye Ait Finansal Kaldıraç Oranı Grafiği...	98
Şekil 4.36. Posta ve Telgraf Teşkilatı AŞ'ye Ait Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı Grafiği	99
Şekil 4.37. Boru Hatları ile Petrol Taşıma AŞ'ye Ait Aktif Toplam Grafiği	100
Şekil 4.38. Boru Hatları ile Petrol Taşıma AŞ'ye Ait Özkaynaklar Grafiği.....	101
Şekil 4.39. Boru Hatları ile Petrol Taşıma AŞ'ye Ait Dönem Net Karı / Zararı Grafiği	102
Şekil 4.40. Boru Hatları ile Petrol Taşıma AŞ'ye Ait Finansal Kaldıraç Oranı Grafiği	103

Şekil 4.41. Boru Hatları ile Petrol Taşıma AŞ'ye Ait Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı Grafiği	104
Şekil 4.42. Türkiye Petrolleri AO'ya Ait Aktif Toplam Grafiği	105
Şekil 4.43. Türkiye Petrolleri AO'ya Ait Özkaynaklar Grafiği.....	106
Şekil 4.44. Türkiye Petrolleri AO'ya Ait Dönem Net Karı / Zararı Grafiği.....	107
Şekil 4.45. Türkiye Petrolleri AO'ya Ait Finansal Kaldıraç Oranı Grafiği.....	108
Şekil 4.46. Türkiye Petrolleri AO'ya Ait Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı Grafiği	109
Şekil 4.47. Türkcell İletişim Hizmetleri AŞ'ye Ait Aktif Toplam Grafiği.....	111
Şekil 4.48. Turkcell İletişim Hizmetleri AŞ'ye Ait Özkaynaklar Grafiği.....	111
Şekil 4.49. Türkcell İletişim Hizmetleri AŞ'ye Ait Dönem Net Karı / Zararı Grafiği	112
Şekil 4.50. Türkcell İletişim Hizmetleri AŞ'ye Ait Finansal Kaldıraç Oranı Grafiği	113
Şekil 4.51. Türkcell İletişim Hizmetleri AŞ'ye Ait Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı Grafiği	113
Şekil 4.52. Türksat Uydu Haberleşme Kablo TV ve İşletme AŞ'ye Ait Aktif Toplam Grafiği	115
Şekil 4.53. Türksat Uydu Haberleşme Kablo TV ve İşletme AŞ'ye Ait Özkaynaklar Grafiği	116
Şekil 4.54. Türksat Uydu Haberleşme Kablo TV ve İşletme AŞ'ye Ait Dönem Net Karı / Zararı Grafiği	117
Şekil 4.55. Türksat Uydu Haberleşme Kablo TV ve İşletme AŞ'ye Ait Finansal Kaldıraç Oranı Grafiği	118
Şekil 4.56. Türksat Uydu Haberleşme Kablo TV ve İşletme AŞ'ye Ait Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı Grafiği.....	119
Şekil 4.57. Türk Telekomünikasyon AŞ'ye Ait Aktif Toplam Grafiği	120
Şekil 4.58. Türk Telekomünikasyon AŞ'ye Ait Özkaynaklar Grafiği.....	121

Şekil 4.59. Türk Telekomünikasyon AŞ'ye Ait Dönem Net Karı / Zararı Grafiği .	122
Şekil 4.60. Türk Telekomünikasyon AŞ'ye Ait Finansal Kaldıraç Oranı Grafiği...	123
Şekil 4.61. Türk Telekomünikasyon AŞ'ye Ait Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı Grafiği	124
Şekil 4.62. Çay İşletmeleri Genel Müdürlüğü'ne Ait Aktif Toplam Grafiği	125
Şekil 4.63. Çay İşletmeleri Genel Müdürlüğü'ne Ait Özkaynaklar Grafiği	126
Şekil 4.64. Çay İşletmeleri Genel Müdürlüğü'ne Ait Dönem Net Karı / Zararı Grafiği	127
Şekil 4.65. Çay İşletmeleri Genel Müdürlüğü'ne Ait Finansal Kaldıraç Oranı Grafiği	128
Şekil 4.66. Çay İşletmeleri Genel Müdürlüğü'ne Ait Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı Grafiği	128
Şekil 4.67. Eti Maden İşletmeleri AŞ'ye Ait Aktif Toplam Grafiği.....	130
Şekil 4.68. Eti Maden İşletmeleri AŞ'ye Ait Özkaynaklar Grafiği	131
Şekil 4.69. Eti Maden İşletmeleri AŞ'ye Ait Dönem Net Karı / Zararı Grafiği	132
Şekil 4.70. Eti Maden İşletmeleri AŞ'ye Ait Finansal Kaldıraç Oranı Grafiği	133
Şekil 4.71. Eti Maden İşletmeleri AŞ'ye Ait Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı Grafiği	134
Şekil 4.72. Türkiye Varlık Fonu Yönetimi AŞ'ye Ait Aktif Toplam Grafiği	135
Şekil 4.73. Türkiye Varlık Fonu Yönetimi AŞ'ye Ait Özkaynaklar Grafiği.....	135
Şekil 4.74. Türkiye Varlık Fonu Yönetimi AŞ'ye Ait Dönem Net Karı / Zararı Grafiği	136
Şekil 4.75. Türkiye Varlık Fonu Yönetimi AŞ'ye Ait Finansal Kaldıraç Oranı Grafiği	137
Şekil 4.76. Türkiye Varlık Fonu Yönetimi AŞ'ye ait Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı Grafiği	138

KISALTMALAR DİZİNİ

AŞ: Anonim Şirket

BİST: Borsa İstanbul

BOTAŞ: Boru Hatları ile Petrol Taşıma Anonim Şirketi

BTK: Bilgi Teknolojileri ve İletişim Kurumu

ÇAYKUR: Çay İşletmeleri Genel Müdürlüğü

GAPP: Generally Accepted Principles and Practices (Genel Kabul Görmüş İlkeler ve Uygulamalar)

GIC: Government of Singapore Investment Corporation (Singapur Hükümeti Yatırım Şirketi)

GSYİH: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla

IFSWF: The International Forum of Sovereign Wealth Funds (Uluslararası Egemen Varlık Fonları Forumu)

IMF: International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)

IMFC: International Monetary and Finance Committee (Uluslararası Para ve Finans Komitesi)

IWG: International Working Group (Uluslararası Çalışma Grubu)

KDV: Katma Değer Vergisi

KHK: Kanun Hükmünde Kararname

KIA: Kuveyt Investment Authority (Kuveyt Yatırım Otoritesi)

KİT: Kamu İktisadi Teşebbüsü

NBIM: Norges Bank Investment Management (Norveç Bank Yatırım Yönetimi)

NYSE: New York Borsası

OECD: Organisation for Economic Co-Operation and Development (Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü)

PSF: Permanent School Fund (Daimi Okul Fonu)

PTT: Posta ve Telgraf Teşkilatı

QIA: Qatar Investment Authority (Katar Yatırım Otoritesi)

SWF: Sovereign Wealth Fund (Egemen Varlık Fonları)

SWFI: International Wealth Fund Institute (Uluslararası Varlık Fonu Enstitüsü)

TCDD: Türkiye Cumhuriyeti Devlet Demiryolları

THY: Türk Hava Yolları

TJK: Türkiye Jokey Kulübü

TPAO: Türkiye petroleri Anonim Ortaklığı

TTK: Türk Ticaret Kanunu

TÜRKSAT: Türksat Uydu Haberleşme Kablo TV ve İşletme A.Ş.

TVF BTİH: Türkiye Varlık Fonu Bilgi Teknolojileri İletişim Hizmetleri Yatırım Sanayi ve Ticaret AŞ

TVF: Türkiye Varlık Fonu

TVFY: Türkiye Varlık Fonu Yönetimi

UFRS: Uluslararası Finansal Raporlama Standartları

UKF: Ulusal Kalkınma Fonu

UVF: Ulusal Varlık Fonu

GİRİŞ

Dünya çapında gittikçe değerlenen varlık fonları hızlı bir büyüme gerçekleştirmektedir. Bu varlık fonları başlarda petrol rezervleri açısından zengin olan ülkelerin ellerinde olan petrol zenginliği ile ve bu petrolün ihraç edilmesi karşılığında kazanılan, arta kalan ekstra gelirlerin farklı alanlara kanalize edilerek değerlendirilmesi temel amacıyla oluşturulmuşlardır. Bu süreçlerin ardından bu fonlar çeşitlenerek; devletin gerçekleştirdiği ihracatlar karşılığında kazandığı ekstra gelirler yani bütçe fazlalarını kullanmak ve emeklilik fonları için de fon meydana getirmişlerdir.

Varlık Fonları yukarıda değinildiği emtia dışı veya emtiadan meydana gelen gelirlerden oluşmaktadır. Petrol açısından zengin olan ülkeler emtia gelirlerinin arta kalan bölümlerini atıl bırakmamak, bunları çeşitlendirmek ve değerlendirmek adına varlık fonlarını oluşturmuşlardır. Böyle yapılmasının sebebi ise doğalgaz ve petrol rezervlerinin uzun gelecekte tükenme ihtimali barındırması ve gelir kaynağı olarak yalnızca doğalgaz ve petrole sahip olan ülkeler açısından ekonomik anlamda tehditlerin ve risklerin meydana gelebilecek olması toplumsal olarak refahı düşürecektir. Petrol bakımından zengin olan ülkeler meydana gelebilecek bu durumun önüne geçebilmek için arta kalan gelirlerini diğer sektörlerde değerlendirerek söz konusu durumun bu tehdidini engellemeye çalışmaktadırlar. Yine ülkeler varlık fonlarını; emtia dışı varlıklardan kazanılan gelirlerin arta kalan bölümlerini faydalı bir biçimde kullanmak için oluşturmuşlardır. Söz konusu olan tüm fonların temel birleşme noktası; kazanılmış olan gelirlerin arta kalan bölümlerini değerlendirmek gayesiyle oluşturulmuş olmalarıdır.

Varlık fonlarına genel bir bakış açısı ile bakıldığında; ülkelerin ihracattan meydana gelen ekstra gelirlerini bu fonlarda değerlendirerek, yeni kuşaklara

olduğundan daha yüksek bir refah seviyesinin oluşturmanın esas hedef olduğu görülmektedir. Varlık fonlarına sahip olan petrol zengini ülkeler söz konusu bu fonlardan faydalanarak başka sektörler ve ülkelere de yatırımlar gerçekleştirmektedirler. Yani yukarıda da açıklandığı gibi emtia gelirlerinin artı kalan bölümlerini atıl bırakmamak temel amaçtır. Petrol zengini olan ülkeler bu yatırımları gerçekleştirerek, gelir kaynaklarını hem yeni kuşaklara iletebiliyor hem de ülkelerinin değerlerini çeşitlendirerek ülke ekonomilerinde meydana gelecek istikrarsızlıklara, risklere ve krizlere yönelik tedbir almış oluyorlar. Çalışmamızda Türkiye Varlık Fonu'nun (TVF) etkinliği, aktarılan kurumların finansal durumları incelenerek araştırılmıştır.

Çalışmamız 4 bölüme ayrılmıştır. Çalışmamızın birinci bölümünde yapılan araştırmalar hakkında gerekli açıklamalara yer verilmiştir.

Çalışmamızın ikinci bölümünde Ulusal Varlık Fonlarının (UVF); tanımı, kapsamı, özellikleri, amaçları, kaynakları, türleri, avantajları, dezavantajları, tarihsel gelişimi, yönetimi, işleyişi, şeffaflığı, UVF için kullanılan temel endeksler; Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi, Ulusal Varlık Fonu Skorbordu ve The Kaufmann, Kraay ve Mastruzzi Endeksi teorik olarak anlatılmış ve aynı zamanda dünyadaki en büyük varlık fonları incelenerek UVF'nin genel çerçevesi oluşturulmuştur.

Çalışmamızın üçüncü bölümünde; TVF'nin kuruluş amaçları, hedefleri, gerekliliği, finansal kaynakları, yönetim yapısı, denetimi, TVF'ye tanınan muafiyet ve istisnalar, diğer fonlarla olan iş birliği ve ekonomiye olan etkileri teorik kapsamda mevcut literatürlerden yararlanarak ele alınmış ve aynı zamanda detaylı bir literatür araştırması yapılarak bu konular incelenmiş ve kavramsal olarak açıklanmıştır.

Çalışmamızın dördüncü ve son bölümünde ise; TVF Portföyündeki kurumların, varlık fonuna devredilmeden önce ve devredildikten sonraki finansal durumları grafikler yardımıyla görselleştirilerek etkinlik durumları incelenmiştir.

1.BÖLÜM

ARAŞTIRMA HAKKINDA AÇIKLAMALAR

“*Varlık Fonu Etkinlik Tartışmaları: Türkiye Üzerine Bir İnceleme*” konulu çalışmanın konusu, amacı, önemi, yöntemi ve sunuş sırası ile ilgili ön bilgiler aşağıda verilmiştir.

1.1. ARAŞTIRMANIN KONUSU

Ulusal Varlık Fonu Enstitüsü'ne göre (SWFI, 2018) varlık fonları; Yatırım fonu veya kuruluşu mahiyetinde, döviz kuru işlemlerinden, ödemeler dengesi fazlalarından, transfer ödemelerinden, parasal artıklardan, özelleştirme gelirlerinden ve doğal kaynak ihracatı gelirlerinden meydana gelen, devlet kontrolündeki argümanlar şeklinde tanımlanmaktadır. Son yıllarda sayıları hızla artan UVF'ler, çeşitli makroekonomik amaçları başarmayı hedefleyen büyük şirketlerdir. UVF'ler genellikle petrol gibi doğal kaynak gelirleri olan ya da petrol dışı ihraç fazlaları olan devletlerin tercih ettiği bir araçtır. Fakat son yıllara bakıldığında herhangi bir doğal kaynak geliri ya da ihraç fazlası olmayan devletlerin de varlık fonu kurduğu gözlemlenmiştir. Bu araştırma Varlık Fonlarının etkinliğini ve yeni kurulan aynı zamanda ulusal kalkınma fonu olarak değerlendirilen TVF üzerine bir değerlendirme yapmayı konu edinmiştir.

1.2. ARAŞTIRMANIN AMACI

Dünya ilk olarak 1953 yılında Kuveyt'in kurmuş olduğu Kuveyt Investment Authority (KIA) ile Varlık Fonu ile tanışmıştır. Türkiye'de ise bu tarih 2016'dır. 26 Ağustos 2016 tarihinde TVF kanun tasarısının kabulüyle, *Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketi* resmi olarak kurulmuş ve ulusal varlık fonu kavramı iktisadi anlamda yaşantımızda yerini almıştır. Resmi Gazete'de 6 Şubat 2017 tarihinde yayınlanan KHK ile birtakım büyük ölçekli kamu kuruluşları ve hazine arazileri bu

fona aktarılmıştır. Bu büyük kapsamlı değişimler geniş çaplı ses getirmiş ve kamuoyu tarafından “varlık fonu nedir?” sorusu sorulmuştur. Bu çalışmanın amacı; Türkiye Varlık Fonu’nun teorik yapısını ele almak ve etkinliğini devredilen kurumların finansal değişimleriyle olumlu ve olumsuz görüşler çerçevesinde tartışmaktır.

Aynı zamanda bu konuyla ilgili olarak, literatür incelendiğinde, ulusal tez merkezi sayfasından konuyla ilgili yapılan çalışma sayısına bakıldığında Türkiye’de akademik araştırma sayısının az sayıda olduğu görülecektir, bu hususta uluslararası teorik çerçevenin taranmasının ve bilgi edinilmesinin sağlanması esastır.

1.3. ARAŞTIRMANIN ÖNEMİ

Varlık fonları, devlete ait özel yatırım fonları veya düzenlemelerdir. Makroekonomik hedefler doğrultusunda mali hedeflerin gerçekleştirilmesi için fazla rezervlerin yönetilerek yabancı finansal varlıklara yatırım yapılmasını amaçlayan bir dizi yatırım stratejisidir. Bu çalışma TVF’nin etkinliğini, devredilen kurumların önemini ve değişimini ortaya koyacaktır. Türkiye’de varlık fonu ile ilgili yapılan çalışma sayısının kısıtlı olması nedeni ile ve ayrıca TVF’ye aktarılan kurumların finansal durumlarını inceleyen öncül çalışmalardan biri olması açısından literatüre önemli bir katkı sağlayacaktır.

1.4. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

Çalışma sırasında takip edilen yöntem literatür taraması ve veri derlemesi olup konunun içeriği gereği detaylı bir araştırma yapılmıştır. Detaylı bir literatür çalışması sonucunda elde edilen bilimsel kaynaklar (makale, tez, kitap vb.) değerlendirilip çalışmaya eklenmiştir. Ulusal Varlık Fonları hakkında bilgi verildikten sonra Türkiye Varlık Fonu’nun etkinliği üzerine yapılan çalışmalar ve elde edilen bilgiler çalışmadaki yerini almıştır.

1.5. ARAŞTIRMANIN SUNUŞ SIRASI

Bu tez çalışmanın birinci bölümünde araştırmanın konusu, amacı, önemi, yöntemi ve son olarak ta çalışmanın sunuş sırası yer almaktadır.

Çalışmamızın ikinci bölümünde UVF’nin; tanımı, kapsamı, özellikleri, amaçları, kaynakları, türleri, avantajları, dezavantajları, tarihsel gelişimi, yönetimi,

işleyişi, şeffaflığı, UVF için kullanılan temel endeksler; Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi, Ulusal Varlık Fonu Skorbordu ve The Kaufmann, Kraay ve Mastruzzi Endeksi teorik olarak anlatılmış ve aynı zamanda dünyadaki en büyük varlık fonları incelenerek UVF'nin genel çerçevesi oluşturulmuştur.

Çalışmamızın üçüncü bölümünde; TVF'nin kuruluş amaçları, hedefleri, gerekliliği, finansal kaynakları, yönetim yapısı, denetimi, TVF'ye tanınan muafiyet ve istisnalar, diğer fonlarla olan iş birliği ve ekonomiye olan etkileri teorik kapsamda mevcut literatürlerden yararlanarak ele alınmış ve aynı zamanda detaylı bir literatür araştırması yapılarak bu konular incelenmiş ve kavramsal olarak açıklanmıştır.

Çalışmamızın dördüncü ve son bölümünde ise; TVF Portföyündeki kurumların, varlık fonuna devredilmeden önce ve devredildikten sonraki finansal durumları grafikler yardımıyla görselleştirilerek etkinlik durumları incelenmiştir.

2.BÖLÜM

ULUSAL VARLIK FONLARI

Bu bölümde ulusal varlık fonu kavramsal ve kuramsal çerçevede ele alınacak olup UVF'lerin amaçlarına, özelliklerine, kaynaklarına, türlerine, avantajlarına ve dezavantajlarına değinilecektir. Bunun yansısı UVF'nin tarihsel gelişimi, yönetimi, işleyişi ve denetimi, UVF'ler için kullanılan başlıca endeksler, dünyadaki UVF'lerin gelişimi ve varlık büyüklüğü açısından en büyük varlık fonları başlıkları da ele alınacaktır.

2.1. ULUSAL VARLIK FONU KAVRAMI

UVF'yi veya genel ismiyle "Sovereign Wealth Fund" (SWF)'u ifade etmek için açık bir tanım bulunmamaktadır ya da üzerine mutabık olunan bir tanımı yoktur. Ulusal varlık fonu olarak literatüre kazandırılmış kavramın kökeni "sovereign wealth fund" tur. SWF terim olarak ilk kez 2005 yılında Rozanov' un kaleme aldığı "Who hold the wealth of nations?" başlıklı makalede geçmektedir (Rozanov, 2005: s.52). Tam bir karşılığını bulmak zor olsa da SWF için ulusal varlık fonu, ulusal zenginlik fonu, egemenlik fonu, milli refah fonu anlamlarıyla ifade etmek mümkündür. Rozanov (2005), çalışmasında UVF'ler için söz konusu olan bu fonların, kamu emeklilik fonlarında geleneksel ve ulusal para simgelerine arka çıkan unsurlardan farklı olarak, varlık yönetim olarak ifade etmiştir. Başka bir çalışmada SWF döviz türü varlıklara yatırım sağlayan ve yönetimi resmi olarak devlet rezervlerinden farklılık arz eden devlet örgütüdür olarak açıklamıştır (Jen, 2007: s. 1). Gieve araştırmasında; merkez bankalarına göre daha çok tehdit ve kazanç gücü olan yabancı varlıkları idare eden devlet kurumları şeklinde açıklamıştır. Diğer bir tanımlamada ise, UVF'ler birbirinden ayrı bir topluluk olarak çoğunlukla devletlerin kurduğu, gelirlerinin ise düzenli bir seviyeye getirilmesi için yatırımların daha fazla

çeşitlilik içermesini isteyen fonlardır olarak ifade etmiştir (Megginson ve Fotak, 2015: s. 737).

UVF'ler de birçok değişik açıklamaların meydana gelmesinde var olan UVF'lerin tutumlarının etkisi olmuştur. Mevcut UVF'ler değerlendirildiğinde; birbirlerinden ayrı olarak gerçekleşen yatırım eylemlerinde, değişik misyon ve vizyonlarının olduğu görülmektedir. UVF'lerin eylem yerleri değerlendirilirken var olma faaliyeti gösterdikleri ülkelerin gelecek zaman ve konjonktürel açıdan gereksinimleri ekseninde oluştukları anlaşılmaktadır. UVF'ler ülkelerin merkez bankaları ya da resmi döviz yedeklerinin birer unsuru olarak ifade edilse de UVF'leri ayırtan nitelikleri bulunmaktadır. UVF'lerin Merkez bankaları gibi ulusal para arzının ve para biriminin stabilizasyonunu oluşturmak gibi bir yükümlülüğü yoktur ve yatırım süresi uzun ve tehdit hoşgörüsü daha yüksektir (Jory, vd., 2010: s. 590).

2.2. VARLIK FONU TANIMI

Türk dil kurumunun tanımına binaen fon; belirli bir kuruluş ya da şirketi finanse etmek veya herhangi bir işi ilerletebilmek adına, gereksinim oldukça harcanmak üzere ayrılan, değerlendirilen ve kaynağa ya da paraya atfedilen anlamdır (TDK, 2022)

Fon meydana getirilmesinin temel amacı; hükümetin ya da ülkenin mali yapısının ve iktisadi durumunun, genel durumsal etkilerinden sıyrılarak istikrarlı bir şekilde yol almasına imkan verilerek daha sonraki nesillere gelir düzeyi yüksek, modern milletlerin refah seviyesine ulaşmış ve gelecek düşüncesinden sıyrılmış bir uygarlık düzeyine ulaştırmaktır. Amaçlanan bu bakış açısından bakıldığında ulusal varlık fonunun karı ve kaynaklarının gelecek zamanda karşılaşımla olasılığı olan tehditlerden daha üstün bir düzeyde olması gereklidir (IWG, 2008).

Ülkelerde oluşturulan varlık fonlarının, meydana geldiği alan ikiye ayrılır. İlk olarak Merkez Bankasının altında meydana gelebilirler. Zira devletlerin Merkez Bankaları, sahip oldukları rezervlerini değişik sektörlerde kullanırken, bu uygulamalar ile benzerlik arz eden faaliyetler yaşama adapte edildiklerinden sebep ileri düzeyde birikmiş deneyim ve bilgileri vardır. İkinci olarak ise; hükümetlerin UVF'leri, bütünüyle hükümetin kuruluş ve kurumlarından bağımlı olmayan bir tarzla özel bir işletme ya da özgür bir kuruluş olarak yaşama adapte edilebilirler. Bu tarz

oluşumların, kendilerini ülkelerine ve global sektörlere başarılarını ve produktivitelelerini bildirene kadar meydana gelen aşamada en büyük problemler hususlar halka güven işleyebilmesi ve bu süreç içinde acımasız eleştirilerle yüz yüze gelmelerinin olasılığıdır (Alhashel, 2015: s. 1-13).

SWF terimi ilk defa Rus uyruklu Andrew Rozanov tarafından 2005 yılında ifade edilmiş o güne değin hükümete ait fonları ifade etmek için ortak bir tanım yoktur.

UVF'nin birçok tanımı vardır. Ulusal varlık fonları, uluslararası seviyedeki ekonomik yatırımların gerçekleştirildiği argümanlardan, yatırımların meydana geldiği finansal enstrümanlara kadar gelen, içerdiği gayrimenkul, finansal ve sanayi gibi çeşitli sınıflarda yatırımları olan ve hükümet ya da devletin denetiminde icraatlarını oluşturan ulusların finansal argümanlarıdır (Alhashel, 2015: s. 1-13).

Başka bir çalışmada ise Aizenman ve Glick ulusal varlık fonlarının, egemenlikleri veya bağımsızlıkları olan hükümetler tarafından yönetilen, aynı zamanda devlet yönetimi altında diğer ülkelerin varlıklarını himaye eden, yönetimini gerçekleştiren ve ülkelerin ekonomik varlıklarının gözetimini sağlayan fonlar şeklinde de açıklanmaktadır (Aizenman ve Glick, 2008)

Diğer bir tanımda ise Shunmugam, devletlerin kontrolündeki varlık fonlarının hükümetlerin ticaret gerçekleştirdikleri ortaklıkları sonunda ortaya çıkan karın uluslararası döviz enstrümanlarına dönüştürülmesiyle finansmanın oluşturularak parlamentonun denetimindeki UVF ya da yatırımları olarak açıklanabilmektedirler (Shunmugam, 2012: s. 281-296).

Bu tanımlar ekseninde, Paulsan UVF'yi ya da yatırımlarını, hükümet ya da devletlerce idare edilen yatırımların gerçekleştirildiği fonlar şeklinde tanımlamaktadır (Paulsan, 2009: s. 258).

Kurucu devletler tarafından UVF'ler çeşitli nedenlerle meydana getirilmektedir. IMF bu kaynakları ve fonları amaçlarına göre beş sınıfta toplamıştır;(Akbulak ve Akbulak, 2008: s. 238-239).

- 1) Emeklilere özel olarak oluşturulmuş yedekleme ya da rezerv fonlarının amacı, devletin bütçesinden meydana gelen ve bunun umulmadık bir

süreçte oluşması ve ölçülerinin sınırının çizilememesi, emekli olan kişilerden kaynaklanan ödemelerin seviyesine denk düşen ve korunan bir yedekleme kaynağı meydana getirilmektedir.

- 2) İstikrar fonlarının gayesi, ilk sırada yer alan petrol ve doğal kaynaklar gibi fosil yakıt kaynaklarının başı çektiği, temel kaynakların finansal düzeyindeki ve bu sınıflardan meydana gelen gelirdeki düzensizliğin giderilmesidir.
- 3) İyileşme ve kalkınma şeklinde de tanımlanabilecek fonların temel amacı, ülkelerin ilerleyerek büyümesine katkı sağlayacak ekonomik ve sosyal projelerle birlikte sanayileşmede tercih edilen yöntemlerin finanse edilmesinin toplamını meydana getirmektedir.
- 4) Gelecek kuşaklar için meydana getirilen UVF'ler ve birikimin amacı, söz konusu kurumun portföyünde olan, doğada bulunan ve yenilenmeyen kaynaklardan oluşan varlıkların, değiştirilmiş kaynak türlerinden oluşan çeşitlendirilmiş portföylerin dönüştürülmesi ile refah şartlarının gelecek kuşaklara düzenli bir seviyede sürdürülebilir olarak aktarılabilmesidir.

Yedeklenerek meydana getirilen hiç kullanılmamış yatırımların oluşturulma gayesi, hükümetin yedeklenmiş kaynaklarından çeşitli yatırım segmentlerinde değer oluşturarak gelirlerinin yükseltilmesi, devlet gelir giderinde gelirlerin daha fazla olduğu zamanlarda karar verilen yatırım projeleriyle birlikte bütçenin açık verdiği zaman dilimlerine destek oluşturulmasıdır.

2.3. VARLIK FONLARININ AMAÇLARI

Petrol rakamlarında ortaya çıkan artış ve Asya ülkelerinde ithalat-ihracat dalgalanmalarından meydana gelen yüksek döviz gelirleri, daha çok Orta Doğu ve Asya ülkelerinin gelirlerinde önemli bir yükselişe neden olmuştur. Doğal kaynaklardan oluşan zenginlik ile ortaya çıkan ani birikim, 1970 yılında fiyatların düşmesi ile petrol ihraç eden ülkelerin darboğaza girmesi ve krizin ardından petrol fiyatları yükseldiğinde döviz rezervlerinde yeniden meydana gelebilecek fiyat düzensizliklerinden minimum seviyede etkilenmek amacıyla, UVF'lere oluşan talep artmıştır (Bernstein vd., 2013: s. 223). Obstfeld ve arkadaşları tarafından 2007

yılında yapılan araştırmada 1990'lı yıllardan itibaren ortaya çıkan Asya Krizi ile süre gelen süreçte finansal gelişme ve finansal açıklık ile, rezerv düzeylerinin yükselişi arasındaki ilişkide anlamlı bir korelasyon saptanmıştır (Obstfeld ve ark. 2007; aktaran Sasa, 2019: s. 8-9). Artan rezervler ise, uluslararası rezerv biriktirmeyi sağlamış ve varlık fonlarının oluşturulmasına imkan vermiştir (Jonas ve Ocampo, 2008; aktaran Sasa, 2019: s. 8-9). Tüm bunlar ile beraber ülkelerin kaynak bağımlı ülkeler olması itibari ile, global yeniliklere karşı ülke ekonomisi korunaksız ve kırılgan hale geldiğinden uzun solukta dengeyi oluşturabilmek hedefiyle UVF'leri oluşturmuşlardır (Bernstein vd., 2009; aktaran Sasa, 2019: s. 8-9).

UVF'lerin fonksiyon ve gayelerinin oluşturulması, dayandığı varlıkların kaynağı ve özelliği, ülkenin ekonomik ilerleme seviyesi, kamu gelir kaynaklarının çeşitlenmesi ve ülkenin uzun soluklu kamu borçları da içinde olmak üzere birtakım siyasi ve finansal etken bu süreçte rol oynamaktadır (Alsweilem vd., 2015: s. 11).

UVF'lerin birçok amacı bulunmaktadır. Ulusal Varlık Fonu Enstitüsü (SWFI) UVF'lerin ortak amaçlarını aşağıdaki gibi ifade etmiştir (SWFI, 2018):

- 1) Finansal ve sosyal iyileşme fonu meydana getirmek,
- 2) Ekonomiyi ve bütçeyi ihracatta meydana gelen yüksek istikrarsızlığa karşı koruma oluşturmak ya da dengelemek,
- 3) Hedef olarak belirlenen ülkeler için istikrarlı uzun vadeli sermaye dinamiklerinin satışını yapmak ve tekrarlanmayan emtia ihracatında farklılaştırmaya destek sağlamak,
- 4) Politik yöntemler sağlamak,
- 5) Döviz rezervlerinden meydana gelenden daha yüksek oranda getiri sağlamayı hedeflemek, yeni kuşaklar için birikimi yükseltmektir.

Bir takım emtia açısından zengin ülkeler gelecek dönemler için ellerinde var olan kaynakların bir bölümünü muhafaza etmeye yönelmişlerdir. Zira gaz, petrol ve kıymetli maden rezervleri kısıtlıdır ve bir süre sonra biteceği öngörülmektedir. Bu sebeple yaşadığımız yüzyılda kaynak zenginliğini tekrarlanabilir finansal varlıklara çevirmek için UVF'lere yönelerek devletler tekrarlanamayan kaynakları yeni kuşaklarla blyeceklerdir (IFSWF, 2017). Bir emtiaya bağlı olanlar kaynaklarının bir gün bitebileceği endişesiyle UVF'leri oluşturmuşlardır. rnek verilecek olursa

Orta Doğu petrol ihracatçıları petrolün bitme düşüncesiyle ve bugüne kendilerini hazırlamak için onlar da UVF'leri kurmuşlardır (Makhlouf, 2010: s. 39). UVF'leri oluşturan ülkelerin esas grubunu emtia ve yüksek petrol fiyatlarından yararlanan kaynak bakımından zengin ülkeler meydana getirmektedir. Söz konusu bu ülkelerde oluşturulan fonlar devleti spesifik bir seviyede de olsa bir düzene erdirmeye, emtia ve petrol fiyatlarının dengesizliği sonucunda istikrarsız gelirleri stabil hale getirme maksadına hizmet etmektedir. Kaynak zengini olan ülkelerdeki bu tarz fonların diğer amaçları ise doğal kaynakların tekrarlanamadığında, bir süre sonrasında bitme ihtimaline yönelik olarak yeni kuşaklar için tasarruf birikimi yapmaktır. Söz konusu bu fonlarda başı çeken ülkeler içinde Körfez İş birliği Ülkeleri, Norveç ve Rusya vardır (Beck ve Fidora, 2008: s. 6). Bu ülkeleri ise Asya ülkeleri takip etmektedir (Akbulak ve Akbulak, 2008: s. 260).

2.4. VARLIK FONLARININ ÖZELLİKLERİ

Hızlı bir şekilde önemi artan ve gittikçe daha da çok tartışma konusu olan Fonların genel özellikleri aşağıdaki gibidir (Akça, 1998):

- Daha önceden oluşturulmuş bir hedef için tercih edilirler.
- Bütçe kuralları doğrultusunda değildirler.
- Varlık fonları için özel olarak oluşturulmuş kanunlarla yönetilirler.
- Hukuken fon kaynaklarının hangileri olacağına önceden belirlenmiş olması gerekmektedir.
- Kullanım açısından rahat bir yapıya sahiptir.
- Varlık fonları kâr amacı taşımamaktadır.

Literatürde varlık fonlarına dair farklı özellikler bulunmaktadır. Varlık fonlarını Beck ve Fidora (2008), ulusal devletlerin dövizlerinin bir kısmını denetimi altında bulunduran kamu yatırım işletmeleri şeklinde açıklamaktadır. Gieve (2008) ise varlık fonlarını, devletlerin yatırım yapma aracı şeklinde ifade etmektedir. Gieve'e göre fonlara ait olan tehdit toleransları Merkez Bankası döviz rezervlerinden fazladır ve söz konusu olan bu fonların yabancı varlıkları kontrol etmeye yarayan bir dinamik olduğu ifade edilmektedir. Ulusal Varlık Fonu Enstitüsü'ne göre ise varlık fonları;

- Yatırım fonu veya kuruluşu mahiyetinde,
- Döviz kuru işlemlerinden,
- Ödemeler dengesi fazlalarından,
- Transfer ödemelerinden
- Parasal artıklardan,
- Özelleştirme gelirlerinden,

- Doğal kaynak ihracatı gelirlerinden meydana gelen, devlet kontrolündeki argümanlar şeklinde tanımlanmaktadır. Monk ise (2008), varlık fonlarını yönetim, aidiyet, yarar ve sorumluluk bakımından devlet denetiminde olduğunu savunmaktadır.

2.5. VARLIK FONLARININ KAYNAKLARI

UVF'ler finansmanlarını genellikle doğal gaz ve petrol gibi doğal kaynaklarının ihracatından elde edilen gelirler, cari işlemler fazlası ve özelleştirme gelirleri gibi kalemlerden sağlamaktadırlar. Amerika Birleşik Devletleri'nin (ABD) Hazine Bakanlığı döviz varlıklarının kaynakları açısından fonları emtia dışı fonlar ve emtiaya dayalı fonlar olmak üzere ikiye ayırmıştır (U.S. Department of The Treasury, 2007). Özelleştirme veya bütçe fazlası gibi finansman kaynaklarına sahip olan fonlar emtia dışı fonlar olarak adlandırılırken, ihracat kalemlerinin gelirleriyle kurulan fonlar emtiaya dayalı fonlar olarak adlandırılmaktadır. Emtia dışı fonlar; Genellikle resmi döviz rezervlerinden varlık transferi yoluyla oluşturulan fonlardır. Büyük cari işlemler fazlası veren ve yüksek miktarda döviz rezervine sahip ülkeler bu fazlalarını bağımsız fonlara transfer ederek değerlendirmektedir. Emtia dışı fonlara örnek olarak Çin Yatırım Şirketi (CIC) ve Singapur Yatırım Şirketi (GIC) gösterilebilir. Ülke ekonomisinde oluşturacağı enflasyonist baskılar sebebiyle emtia dışı varlıklar piyasalarda değerlendirilmek üzere varlık fonuna aktarılmaktadırlar. Emtia fonlarının finansmanı devletçe vergilendirilen veya devlet sahipliğinde olan malların ihracatı ile sağlanmaktadır. Norveç fonu ile Petrol kaynaklı körfez fonları örnek olarak gösterilebilir. Bu fonlar mali gelirlerin istikrarı, nesiller arası tasarruf ve ödemeler dengesi sterilizasyonu gibi çeşitli amaçlara hizmet etmektedir. Emtia fiyatlarında son zamanlarda meydana gelen daha fazla artışlar dikkate alındığında,

başlangıçta mali istikrar veya ödemeler dengesi sterilizasyonu için kurulan birçok fon tasarruf fonlarına çevrilmiştir. Tasarruf fonları, genellikle likit ve nispeten güvenli varlıklara odaklanan istikrar fonlarından daha geniş bir varlığa yatırım yapabilmektedir. Emtiaya dayalı fon varlıkları, ülke ekonomisinde enflasyonist bir baskı oluşturmamaktadır. Bunun sebebi Emtiaya dayalı fonların genellikle doğrudan devlete tahakkuk eden döviz biriminden kaynaklanıyor olmasıdır (U.S. Department of The Treasury, 2008). Bu bağlamda emtia dışı varlık fonu kurulması süreci söz konusu enflasyonist baskıya bağlı olarak hızlanan Çin, Hong Kong ve Singapur gibi ülkelerin ekonomileri cari işlemler fazlası vermesiyle öne çıkmaktadır. IMF, varlık fonlarını çeşitli makroekonomik amaçlar için kurulmuş, genellikle yurtdışında ve uzun vadede yatırım yapılan döviz varlıklarının transferi ile finanse edilen devlet sahipliğinde olan yatırım fonları olarak görmektedir. Bu makroekonomik amaçlar doğrultusunda amaçları açısından UVF'ler; istikrar fonları, tasarruf fonları, rezerv yatırım fonları, kalkınma fonları ve emeklilik ihtiyat fonları olmak üzere beş kategoride sınıflandırılmaktadır (IMF, 2007, s. 46; IWG, 2008; Csoma, 2015).

2.6. VARLIK FONLARININ TÜRLERİ

İstikrar Fonları; İstikrar fonları daha çok, emtia açısından zengin olan ülkeler tarafından gelirleri denetlemek için meydana getirilmektedirler. Bu sebeple istikrar fonları; emtia açısından zengin olan ülkelerin zengin olmayan ülkelere daha düşük bir oranla büyüme gerçekleştirmede olduğu gözlemlenmektedir. Kaynak çeşitliliğinin kısıtlılığı enerjide meydana gelen fiyatların mütemadiyen oynamasına sebep olmaktadır. Fiyatların yüksek seviyede olması devletlerin çoğu zaman harcamalarını yükseltir; fiyatların düşük olması ise, devletlerin kemer sıkma politikası uygulamalarını zorunlu hale getirir. Meydana gelen bu istikrarsız ortam ise finansal çemberi daha da negatif bir düzene sokmaktadır (IFSWF, 2019).

Tasarruf Fonları; Ülkelerde var olan zenginliğin yeni kuşaklara aktarılması için oluşturulmuş olan fonlardır. Doğal kaynaklar bakımından zengin olan ülkeler tekrarlanmayan varlıkların çeşitlerinin artırılması ve finansal varlıklarından meydana getirilen portföylerle desteklenerek yeni nesile yaşanan çağın refahının aktarılmasıdır. Bu fon ile ülkeler bir de daha önceden oluşturdukları hedeflere erişmek için kaynak meydana getirmiş olurlar. Ayrıca tasarruf fonları onlarca yıl için yatırım vizyonuna sahip olması ile kuşaklar arası tasarruf fonu olarak da

tanımlanmaktadır. Dünyada en eski ulusal varlık fonu olarak Kuveyt Yatırım Otoritesi gösterilmektedir (Kayıran, 2016: s. 63).

Bu fonlar devletler tarafından önümüzdeki dönemlerde gereksinimlerin giderilmesi için uzun soluklu olarak zenginlik meydana getirmek amacıyla oluşturulmaktadır. Fonların meydana getirilmesindeki temel neden emtialardan kazanılan mali fazlalar veya gelirlerdir. Emtia ihraç eden ülkeler için tasarruf fonları doğalgaz ve petrol gibi tekrarlanamayan varlıkların var olan ve yeni nesiller için ekonomik varlıklara çevrilmesine destek olmaktadır (Sing, 2008: s. 3).

Rezerv Yatırım Fonları (Şirketi); Direkt olarak devletin bünyesinde bulunan ve onun sahip olduğu bu fon çoğu zaman ulusal varlık fonu olarak tanımlanır ve kabul edilir. UVF'ler ve emeklilik fonları arasındaki ayrım net bir şekilde çizilmemiştir. Fakat emeklilik fonları serveti biriktirmek için meydana getirilirken, UVF bütçe fazlalıkları vasıtasıyla birikmiş zenginlikleri denetlemek için meydana getirilmiştir (Sing, 2008: s. 3).

Emeklilik Rezerv Fonları; Emeklilik fonları devlet bütçesinde umulmadık bir süreçte ve belirsizliğin olduğu durumlarda ortaya çıkabilecek ve emeklilerin neden olacağı finansal yüke kaynak oluşturmak için oluşturulan fonlardır. Emeklilik rezerv fonları ülkelerin uzun soluklu olarak tüketim ve tasarruf düzenini oluşturmak amacıyla meydana gelmişlerdir. Yeni Zelanda, Avustralya ve İrlanda bu fonlara örnek olarak gösterilebilir (Sarsıcı, Değirmenci ve Öztürk, 2017: s. 55).

Kalkınma Fonları; Kalkınma fonları sosyo-ekonomik projeleri finansal olarak desteklemek ya da bir ülkenin potansiyel büyüme endeksini yükseltecek endüstriyel stratejileri desteklemeyi sağlamaktadır (Allen ve Caruana, 2008: s. 5). Bununla birlikte, bazı devletler ise altyapı gibi kalkınma amaçlarını sağlamak için kalkınma fonlarını meydana getirmişlerdir. Bunlar arasında; Venezüella Makroekonomik İstikrar Fonu, Malezya egemen servet fonu (Khazanah Nasional Berhad), İran Ulusal Kalkınma Fonu Singapur Temasek Holding, BAE Abu Dhabi Mubadala Yatırım Şirketi, bulunmaktadır (Sing, 2008: s. 3). Kalkınma fonları makroekonomik hedef açısından ayrılan diğer dört fondan farklıdır. Çoğu zaman yerel yatırımlar gerçekleştirildiğinden dolayı UVF'nin tanımından kısmen farklılaştığı için UVF'ler içine alınmamaktadır (Şimşek ve Eren, 2018: s. 35.)

2.7. VARLIK FONLARININ AVANTAJLARI VE DEZAVANTAJLARI

Varlık fonlarının avantajları aşağıdaki gibi sıralandırılabilir:

- 1) UVF kriz dönemleri gibi spesifik zamanlarda, ekonomik düzenin fonksiyonuna katkı sağlamaktadır (Anthopoulos vd., 2016; Miceli vd., 2015: s. 11-25).
- 2) Devletlerin bünyelerinde yer alan varlık fonları iktisadi olarak uluslararası düzende düzenli olarak uyumun oluşturulmasını daha kolay bir ekseninde uyumlu bir hale getirmektedir. Yükselişte olan piyasa ekonomileri UVF vasıtasıyla yatırım gerçekleştirilen ülkedeki özel sektör ile birlikte aynı çıkarlara sahip olurlar. Bu sayede yatırım gerçekleştirilen işletmenin performansı ile ilgili kararlarda fon sahibi olan ülkenin söz hakkı olmuş olur (Miceli vd., 2015: s. 11-25).
- 3) Ülkelerde var olan fonlar, diğer ülkelerde yatırımlarını ya da sermayelerini koydukları ülkelerde meydana gelen tasarruflarına ya da birikimlerine olumlu bir etki oluşturmaktadırlar ve dış ekseninde meydana gelen açıkların telafi edilmesini sağlamaktadırlar. Bu açıdan UVF yatırım yapıldığı ülkenin gelir kaynaklarının değişmesine ve riskin minimuma indirilmesine destek sağlamaktadır (Cohen, 2009: s. 713–731; Jory vd., 2010: s. 589-604).
- 4) Ülkelerde var olan emeklilik ve varlık fonları uluslararası pazar ve piyasalarda ülkelerin karşılıklı olarak müzakere ve iletişimlerinde ara bulucu olmanın yanında dengeli bir düzen kurulması misyonu da bulunmaktadır. Daha çok global ekonomik çalkantıların olduğu dönemlerde, ülkelerin birbirlerine karşı suçlayıcı söylemlerde bulunmaları aşağıya doğru bir iniş göstermektedir (Schubert ve Barenbaum, 2010: s. 11-20).
- 5) Hükümetlerin denetiminde olan fonlarda yer alan ülkelerin birçoğu döviz rezervi açısından fazlalık içermektedir. UVF para stratejilerini etkilemek aracılığıyla döviz kurlarının yüksek oranda değerlenip artış göstermesinin belli bir düzeyde önüne geçip döviz kuruna bir düzen oluşturmaktadırlar (Chen, 2009).

- 6) Ülkelerin meydana getirdiği bu fonların yönetimi altında olan geleceğe yönelik uzun vadeli yatırım ufku ile yatırımlardan kazanılan karları tekrarlanmayan veriler üzerine kurulu ülkeler için bolluğu yeni nesile iletme ve bu zenginliği değiştirerek zenginleştirmek için bir fırsat olarak bakılmaktadır (Morales vd., 2012: s. 237-250).

Varlık fonlarının yatırım yapılacağı alanlara dair hukuken şeffaf, açık, erişilebilir ve net olmaması meydana getirilme hedefi dışında bir yatırıma açık olmasına neden olmaktadır. Hukuki yasalara göre gerçekleştirilecek olan gider kontrolünün dayanacağı kaynağın somut olması gerekmektedir. Bu noktada negatif durumlar da meydana gelebilmektedir (Kayadibi, 2015).

Fonların gerçekleştirdikleri işlemlerin açık bir şekilde topluma yansıtılmaması ulusal ve bölgesel pazarda bu varlıkların değerlerinde artan oranlı bir istikrarsızlık ve şeffaf olmayan bir düzenin meydana gelmesine neden olmaktadır. Bundan dolayı varlık fonları gerçekleştirdikleri işlemlerde belirli bir seviyeden düşük şeffaflık sağladıklarında ekonomik pazarın istikrarlı olmasına ve var olan akışın değişmesine sebep olmaktadır (IFSWF 2016; Beck ve Fidora 2008: s. 349-358).

Devletlerin himayesinde olan bu fonların bildirilmemesiyle birlikte kamuoyuyla paylaşılmayan politik tutumlar içerdiği ve üstlendiği düşüncesine dikkat çeken bu konu, fonların; stratejik olarak önem arz eden sanayi dallarındaki enformasyon ve veriyi kazanabileceğini buna ek olarak yatırım yapılan yabancı ülkelerin parlamentolarını direkt ya da endirekt olarak etkilediği belirtilmektedir (Li 2015: s. 1-140; Cohen 2009: s. 713-731).

Hükümetlerin denetimindeki bu fonların devletlerin korumasında olmaları pazarda yer alan eşit ve serbest rekabete tehlike oluşturmaktadır. Varlık fonları ya da emeklilik fonlarının denetimi devletlerdedir. Finans ve ekonomi sektöründe büyük bir varlığı olan müteşebbisler kişilerden ya da kurumsallaşmış işletmelerden meydana gelmektedir. Devletlerin finansal ya da politika bakımından özel sektöre kıyasla baskın ve güçlü olmaları ön planda bir konum oluşturmaktadır (Liu, 2013: s. 575-583).

2.8. ULUSAL VARLIK FONLARI'NIN TARİHİ, GELİŞİMİ VE MEVCUT DURUMU

UVF ilk kez 1854 yılında ABD' nin Teksas eyaletinde Teksas devlet okullarının yararına 2 milyon dolarlık bir ödenekle Teksas Daimi Okul Fonu (Texas Permanent School Fund (PSF)) olarak kurulmuş ve 1876 ABD Anayasası, belirli toprakların ve bu toprakların satışından elde edilen tüm gelirlerin de PSF'yi oluşturmasını şart koşuyordu. Ek eylemler daha sonra PSF'ye daha fazla kamu malı arazi ve hakları vermiştir.¹ Fakat yaşadığımız çağda UVF tanımını karşılayan ve devlet aitliği ve yönetimindeki ilk varlık fonu 1953 yılında Kuveyt tarafından kurulduğu kabul görmektedir. Kuveyt; petrolden kazandığı ve bundan arta kalan fazla kısmı denetlemek için UVF'leri kurmuştur. Bu fonun adı 1983 yılında resmi olarak Kuveyt Yatırım Otoritesi olarak ifade edilmiştir. Kuveyt Yatırım Otoritesi ülke ekonomisine ve büyümesine destek sağlamıştır. Oluşturulmuş olan bu fon diğer devletlere örnek olmuş ve diğer devletler de fon oluşturmaya başlamışlardır. İlk başta doğalgaz, petrol ve madenler gibi doğal kaynakları olan ülkeler bu malların ihracatından kazandıkları gelirlerin fazla kısımlarını değerlendirmek için varlık fonlarını kurmuşlardır. Bu sayede varlık fonları hızlı bir şekilde ilerleme kaydetmiş ve nicelikleri artmıştır. UVF'lerin dünya çapında hızla yükselmesinin önemli sebeplerinden birisi de 1970'li yıllarda meydana gelen petrol krizleri ve neo-liberal politikalarıdır. Liberalleşme ile birlikte ülkelerin ticaret kapasiteleri büyümüş ve ülkelerin gelirleri yükselmiştir. Ticaret büyüklüklerinin genişlemesi, petrol krizinden sebep petrol ücretlerini yükseltmiş, bu durum ise petrol ihraç eden ülkelerin gelirlerinde önemli yükselişler oluşturmuştur. Petrol ihracatçısı olan ülkeler meydana gelen bu ekstra gelirleri değerlendirmek için varlık fonları oluşturmuşlardır (Kayıran, 2016: s. 59).

¹ <https://tea.texas.gov/finance-and-grants/texas-permanent-school-fund>

2.9. ULUSAL VARLIK FONLARI'NIN YÖNETİMİ, İŞLEYİŞİ VE ŞEFFAFLIĞI

Bu bölümde varlık fonlarının yönetimine ve işleyişine kısaca değinildikten sonra UVF'lerin şeffaflığı kısmında OECD İlkelerine Santiago Prensiplerine ve Kuveyt Deklarasyonuna değinilecektir.

2.9.1. Ulusal Varlık Fonları'nın Yönetimi, İşleyişi ve Yatırım Alanları

UVF'lerin organizasyon yapısı ve idari özellikleri bu fonların kuruluş amaçları ve yatırım stratejilerine ve fon sahibi devletin kurumsal özelliklerine göre farklılık göstermektedir.

UVF'lerin etkin bir şekilde yönetilmesi için güçlü kurumsal ve yönetim düzenlemelerini içeren bir yasal çerçeveye gerek duyulmaktadır. Bu yasal çerçeve, fonun hukuki yapısı ve diğer devlet organlarıyla olan ilişkisini Maliye Bakanlığı ve Merkez Bankası dahil açık bir şekilde göstermeli, hükümetin bütçe sürecini yönlendiren yasal çerçeve ile tutarlı olmalı, fon ve işlemlerinin yasal dayanağını göstermeli, fonun ekonomik ve mali nitelikte olan belirlenmiş politika hedeflerinin gerçekleştirilmesini desteklemeli, ayrıca etkin yönetimi, hesap verebilirliği ve şeffaflığı teşvik edici nitelikte olmalıdır.

Hedefleri açısından kuruluşları değişiklik arz etse bile tüm uluslararası varlık fonları varlıklarını devam ettirmek için hareket etmektedirler. Bunun olması için de yatırım gerçekleştirmektedirler. Yatırımlar uluslararası varlık fonları olan ülkelerin kendi iç finansal faktörlerine yapılabileceği gibi farklı ülke ya da ülkelere de yatırım gerçekleştirilebilmektedir. Uluslararası varlık fonları genel kapsamlı olarak uzun soluklu yatırımcı durumundadırlar. Yatırım portföyleri değerlendirildiğinde daha çok yatırım fonları, devlet tahvili, hisse senetleri ve çeşitli projeler vasıtasıyla kısa vadeli veya uzun soluklu iştirak oluşturarak yatırım gerçekleştirdikleri görülmektedir. Bununla birlikte uygulamada UVF'lerin yatırım tercihleri oluşturulurken değişik metodları uyguladıkları gözlemlenmektedir. Örneğin, devlet tahvili almaya karar verildiğinde ülkelerin kredi derecelendirme kuruluşları Fitch, S&P ve Moody's tarafından verilen yatırım gerçekleştirilebilir ülke puanını önemsemekte ve dahası bunların en az ikisinden ya da hepsinden yatırım gerçekleştirilebilir ülke notu alan

ülkelerin devlet tahvillerine yatırım yapılmakta diğerlerine ise yatırım yapmadıkları görülmektedir (Macit, 2019: s. 36).

2.9.2. Ulusal Varlık Fonları'nın Şeffaflığı

UVF'lere dair küresel endişelere kamuya açık bilgi eksikliği ve bilgilendirme amaçlı yapılan çalışmaların az olması neden olmaktadır. Bu endişeyi azaltabilmek amacıyla yapılan çalışmalardan OECD İlkelerini, Santiago Prensiplerini ve Kuveyt Deklarasyonunu ele alacağız.

OECD İlkeleri; OECD ve IMF liderliğinde Mart 2008' de yatırım alan ve gerçekleştiren ülkelerin anlaştıkları strateji kuralları aşağıdaki gibidir (Epstein ve Rose, 2009: s. 120):

- UVF yatırım kararları, sahibi olan devletin direkt ya da indirekt olarak jeopolitik hedeflerine değil, sadece ticari nedenlere temel oluşturmalıdır.

-UVF'ler tarafından hedef, yatırım amaçları, kurumsal düzenlemeler ve finansal enformasyon gibi düzenlerde daha çok enformasyon verilmesi, daha çok mütemadiyen finansal bilgiler verilmesi, belirsiz ortamın düşürülmesine ve ev sahibi ülkelerin güven hissetmesine destek olabilir.

-UVF'ler denetim, iç kontrol, operasyonel tehdit yönetim sistemleri içermelidir.

-UVF'ler, özel sektör ile adaletli bir biçimde yarışmalıdır.

-UVF'ler, yatırım gerçekleştirdikleri ev sahibi ülkelerdeki bütün düzenleyici ve açıklama yapma gerekliliği olan kurallara uyum göstermelidir.

Santiago Prensipleri; Genel olarak “Santiago Principles” şeklinde ifade edilen UVF üye ülkeler ekseninde 24 Temel Kabul Görmüş Kural ve Uygulamalardan meydana getirilmiştir. Santiago ilkeleri üye ülkelerin varlık fonları için bilgi akışı, şeffaflık, hesap verebilirlik, iyi yönetim ve ihtiyatlı yatırım politikalarını oluşturup fonlar arasındaki iletişimi yükseltmeyi hedeflemektedir. Uluslararası UVF Çalışma Grubu IFSWF'nin hazırladığı bu ilkeler IMF'nin Uluslararası Parasal Mali Komitesi tarafından da 2008 yılında pozitif bir tepki görmüştür. Santiago İlkelerinin temel amaçları ise aşağıdaki gibidir (IFSWF, 2008):

- 1) Düzenli bir global finans sisteminde serbest sermaye ve yatırım akışının himayesine yardım etmek,
- 2) SWF'lerin yatırım yaptıkları bütün ülkelerde yapılması gereken düzenlemeleri yapmak,
- 3) SWF'lerin karı ve tehditleri ile ilişkili olarak söz konusu olan bu fonların operasyonel olarak denetimlerini, hesap verilebilirlikleri ve tehdit durumlarında kontrollerini düzenleyerek bu fonların saydam ve sağlam bir kontrol yapısında olmalarını oluşturmaktır.

Uluslararası UVF Çalışma Grubu üye ülkelerinin kabul ettikleri Generally Accepted Principles and Practices (GAPP) olarak adlandırılan Santiago İlkelerinin 24 Genel Kabul Görmüş İlke ve Uygulamaları aşağıdaki gibidir (IFSWF, 2008):

1. UVF'lerin hukuki ekseni sağlam dayanaklı olmalı ve verimli bir şekilde çalışması için belirlenmiş amaçların başarısını desteklemelidir.
2. UVF'lerin siyasi hedefleri net bir şekilde açıklanmalı ve kamuoyuna bildirilmelidir.
3. UVF'lerin etkinlikleri makroekonomik düzeni etkilemektedir. Bu eksende makroekonomik stratejilerde dengeyi oluşturmak için bu fonların parasal ve finansal otoritelerle iş birliği içinde çalışması gerekmektedir.
4. UVF'lerin geri çekme, fonlama ve harcama işlemleri ile ilgili stratejilerine yönelik olarak topluma açık kontroller ve kurallar oluşturulmalıdır.
5. UVF ile alakalı tüm istatistiksel çıktılar bütün fon sağlayıcılarına bildirilmelidir.
6. UVF'lerin yönetim düzeni sağlamlık içermelidir. Fonların amaçlarını gerçekleştirmesi için yönetim kademelerinin hesap verilebilirlik ilkesine tamamen uyum göstermeleri esastır.
7. Varlık Fonları olan ülkeler fonların yönetim kademelerini belirlenmiş aşamalara göre belirlemeli ve bu fonların gerekli denetimlerini yerine getirmelidir.
8. Yönetim sınıfları UVF'lerin yararları ekseninde hareket etmeli ve görevlerini yapmak için gerekli liyakat ve yetkiyi taşımalarıdır.

9. UVF'lerin operasyonel idaresi, fon taktiklerini bağımlı olmayan bir tarzda ve açık olarak açıklanmış sorumluluklara uygun olarak gerçekleştirilmelidir.
10. Varlık Fonlarının faaliyetleri için hesap verebilirlik, alakalı tüzük, kanunlar ve diğer kurucu belgeler veya yönetim sözleşmesinde açık bir şekilde ifade edilmelidir.
11. UVF'lerin eylemleri ve motivasyonu ile alakalı yıllık rapor ve ekli mali tablolar, gereken zamanda ve kabul edilmiş uluslararası veya ulusal muhasebe prosedürlerine uygun olarak tutarlı olarak gerçekleştirilmelidir.
12. Varlık fonlarının mali tabloları ve faaliyetleri, uluslararası ya da ulusal denetim standartlarına uygun olarak kontrol edilmelidir.
13. Etik ve profesyonel standartlar açık bir şekilde ifade edilmeli ve varlık fonlarının yönetim kademeleri, personeli ve yönetimce bilinmelidir.
14. UVF'lerin operasyonel idaresi hedefiyle üçüncü kişilerle iş birliği yapmak, ekonomik ve mali sebeplere dayanmalı ve açık kural ve aşamaları izlemelidir.
15. Varlık fonlarının tüm eylemleri, eylem gösterdikleri ülkelerin geçerli tüm düzenleyici ve açıklama gerekliliklerine yönelik yapılmalıdır.
16. Yönetimin ve amaçlarının yanında, varlık fonu idaresinin şirket tarafından bağımlı olmadan nasıl işlendiği ifade edilmelidir.
17. UVF ile alakalı finansal hususlar, uluslararası mali sektörlerde sürdürülebilirliği oluşturmak ve alıcı konumundaki ülkelere olan güveni yükseltmek için finansal ve ekonomik yönelimini ifade etmek hedefiyle halka bildirilmelidir.
18. UVF'lerin yatırım politikası, sahibi veya yönetim kademelerince oluşturulan ve iyi portföy yönetimi özelliklerine dayanan ifade edilmiş amaçları, risk toleransı ve yatırım taktiği ile istikrarlı olmalıdır.
19. UVF'lerin yatırım tercihleri, riske göre oluşturulmuş mali getirilerini yatırım politikasına uygun bir şekilde finansal ve mali nedenlere dayanarak en yükseğe çıkarmayı hedeflemelidir.

20. UVF haksız rekabet oluşturmamalı, ayrıcalık gösterilmemeli, devletin etkisinden ve gücünden yararlanmamalıdır.
21. UVF hissedar sahiplik haklarını, hisse yatırımlarının kıymetinin temel bir faktörü gibi görürler. Bir ulusal varlık fonu mülkiyet haklarını kullanmayı seçerse, bunu yatırım politikasına uygun bir şekilde yapmalı ve yatırımlarının mali değerini korumalıdır.
22. UVF eylemlerinin tehditlerini açıklayan, yorumlayan ve idare eden bir tarzda olmalıdır.
23. UVF'lerin varlıkları ve yatırım motivasyonları net bir şekilde açıklanmış prensip ve usullere göre değerlendirilmeli ve varlık fonu sahiplerine raporlanmalıdır.
24. GAPP' in uygulanmasının istikrarlı olarak değerlendirme aşaması UVF tarafından gerçekleştirilecektir.

Kuveyt Deklarasyonu; IMF çatısı altında kurulan IWG Ekim 2008' de, Santiago İlkelerini yayınlayarak, UVF'lerin uluslararası para ve mali piyasalarda etkin ve şeffaf bir şekilde faaliyet göstermesi için birtakım düzenlemelere gereksinim duyulan önemli bir oyuncu olduğunu ifade etmiştir. IWG tarafından ilkeler, Uluslararası Para ve Mali Komite'ye (IMFC) sunulduğunda bu düzenlemelerin karşılıklı görüş alışverişi içinde gerçekleştirilmesinin değerlendirilmesi yükümlülüğünü kabul etmiştir. Santiago Prensipleri bağlamında değerlendirmelerin yapılmasını kolay bir hale getirmek için, 6 Nisan 2009 tarihinde Kuveyt şehrinde IFSWF'yi oluşturmak üzere bir fikir birliğine ("Kuveyt Deklarasyonu") varılmıştır (IFSWF, 2009).

- Forum üyeleri içindeki iç iletişim, Sekreteryadan gerçekleştirilecek olan şifre korumalı bir web sitesi, dış iletişimin ana yolu ise web sitesi olacaktır. Forum, çalışmalarını basın bültenleri yayınlayarak bildirecektir.

- Gönüllü üyelerden oluşacak olan forum resmi değildir ve çalışmaları yasal bir özellik barındırmamaktadır. Amacı UVF'lerin faaliyetlerinin ve Santiago ilkelerinin idrak edilmesine danışmanlık sağlamaktır.

- Üyeler, Forum toplantılarına ya da etkinliklerine katılmak için maddi giderlerini kendileri vereceklerdir. Forum toplantılarının oluşturulmasında meydana

gelen masraflar ev sahibi olan üyeler tarafından verilecektir. Forum, kendi bütçesini ve düzenli fon kaynaklarını meydana getirmeye çalışacaktır.

- Forum üyeleri, IWG'ye katılan ve Santiago İlkelerini onaylayan UVF'lerden meydana gelecektir. Üyelik, Santiago İlkelerinin tanımını sağlayan ve Santiago İlkelerini onaylayan diğer Fonların da iştirakine açık olacaktır.

-Forum; UVF'ler ile kurumsal ve özel sermaye yatırımcıları ile ev sahibi olan ülkeler arasında bir geçiş görevi sağlayacaktır. İstikrarlı ve açık bir yatırım ortamının olması ve korunmasına katkı sağlayacaktır.

-Yönetimi; Başkan vekilleri, Başkan ve 5 Sekreter'den meydana gelecektir. Sekreterler, Forum'un gündemlerini, toplantılarını, eylemlerini, kararlarını ve duyuruların kaydını tutacak ve Forumun çalışmalarını kolaylaştırmak için çaba gösterecektir.

-Forum yılda en az bir kez bir araya gelir.

2.10. ULUSAL VARLIK FONLARI İÇİN KULLANILAN BAŞLICA ENDEKSLER

Bu bölümde Resmi referans niteliğinde standart rapor olarak 2008 yılından beri yıllık rapor ve bildirimlerin hazırlanmasında devlet fonları tarafından kullanılan ve Carl Linaburg ve Michael Maduell tarafından geliştirilen Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksini, 2007 yılında Truman-Dawson tarafından oluşturulan ve öncelikli amacı UVF'ler arasında kıyas yapmak olan Truman-Dawson Endeksini ve şeffaflığı ölçmede kullanılan Kaufmann, Kraay and Mastruzzi Endeksini ele alacağız.

2.10.1. Varlık Fonlarında Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi

Şeffaflık, Yatırım dinamiklerinin operasyonları olabildiğince saydam olmalıdır. Şeffaflık, söz konusu taraflar ve çıkar sahipleri içerisinde (yerel ve uluslararası) yatay hesap verebilirlik ve politika aşamasında dikey hesap verebilirliği destekler. Uygulamada, şeffaflık en az yıllık ve 3 aylık raporları kapsamalıdır. Yatırım stratejileri, gerçek yatırımların özelliği, sonuçları ve yeri hakkında önemli nicel açıklamalar yapılması istenir. Yatırım organizasyonlarının çalışmalarını yayınlanmış bağımsız kontrollere tabi tutmak da önem arz etmektedir (Truman, 2007: s. 7).

Ulusal Varlık Fonu Enstitüsü'nde Carl Linaburg ve Michael Maduell tarafından 2008 yılında geliştirilen ve o zamandan beri dünya çapında, egemen varlık fonları tarafından resmi yıllık raporlarında ve beyanlarında küresel standart kriter olarak kullanılan Linaburg-Maduell şeffaflık endeksi ulusal varlık fonlarının şeffaflığını derecelendiren bir endekstir. SWFI'nin devam eden bir projesi olan bu endeks, ulusal varlık fonu şeffaflığını halka gösteren on temel ilkeye dayanmaktadır. **Aşağıdaki ilkelerin her biri dizin derecelendirmesine bir şeffaflık noktası ekler.** Bir fonun alabileceği minimum derecelendirme 1 puandır; Bununla birlikte, SWFI yeterli şeffaflık talep etmek için en az 8 puan önermektedir. Oysa TVF'nin Linaburg-Maduell şeffaflık endeks puanı 6'dır. Şeffaflık derecelendirmeleri, fonlar ek bilgiler yayınladıkça değişebilir. Bu ilkelerin karara bağlanması, SWFI'nin takdirine bırakılmıştır. Linaburg-Maduell şeffaflık endeksinin ilkeleri(SWFI, 2022):

- +1 Varlık Fonu bünyesi içinde bulunan örgütlerin ve bu kuruluşların iletişim bilgilerinin açık bir şekilde bulunması,
- +1 Fonlarda var olan dış yöneticilerin tanınması (eğer varsa),
- +1 Fonların kendi web siteleri olmalı bunların söz konusu kuruluş tarafından yönetilmesi,
- +1 Fon esas merkez adresini, faks ve telefon gibi iletişim bilgilerini verir,
- +1 Fonların oluşturulma nedeni, sermayenin ana kaynağı ve devlet aitlik yapısını da katmak üzere tarih sağlama,
- +1 Fon, bir yere bağlı olmadan kontrol edilmeli ve her yıl güncel olarak rapor yayınlanmalı,
- +1 Fon, şirketin holdinglerinin iştirak payı ve holdinglerin konumlarını vermesi,
- +1 Fon, getiri, toplam portföy piyasa değeri ve yönetim tazminatı sağlar,
- +1 Fon, yatırım politikalarına etik standartlara ve kuralların uygulayıcılarına atıfta bulunarak yönergeler sağlar,
- +1 Fon açık politikalar ve hedefler verir.

2.10.2. Ulusal Varlık Fonu Skorbordu – Truman Endeksi

Truman-Dawson Endeksi 2007 yılında meydana getirilmiş ve 49 UVF' nin şeffaflığını incelemiştir. UVF'ler devlet sahipliğinde değişik kaynaklardan değişik hedeflerle ve amaçlarla meydana getirilmiş fonlardır. Bu eksenle kıyaslama yapmak zordur. Bu puan tablosundaki ilk hedef, UVF'ler arasında bir karşılaştırma yapmaktır. İkincisi, İnternet'in ulaşılabilen kamuya açık esas enformasyonda temelinin olmasıdır. Dürüstlük ve saydamlığın sağlanmasında yarar arz etmesi için, enformasyonun kamuya açık olması önem arz etmektedir. Üçüncü olarak ise, karşılaştırma ile ülkelerin sahip oldukları uygulamalarını ve faaliyetlerini kontrol etmeleri içinde bir temel sağlanır. Karşılaştırma, kararların incelenmesi ve onaylanması için bir referans kıstasıdır (Truman, 2009: s. 430).

2.10.3. The Kaufmann, Kraay and Mastruzzi Endeksi

Kaufmann, Kraay ve Mastruzzi, 58 ülkeyi dört unsurdan sınıflandırarak puan vermişlerdir. Bunlar: “Raporlama Uygulamaları” (%40), “Kurumsal ve Yasal Düzenleme” (%20), “Çevre Sağlama” (%20) ve “Koruma ve Kalite Kontrolleri” (%20). Dört unsurdan her biri yönetişimin esas niteliklerinden birinin bir derecelendirmesini oluşturan altı alt endekste sınıflandırmıştır:

- (i) “Açıklama ve Hesap Verebilirlik”,
- (ii) “Siyasi İstikrar, Yokluk ve Şiddetin Etkileri”,
- (iii) “Devletin Verimliliği”,
- (iv) “Düzenleyici Kalite”,
- (v) “Hukukun Üstünlüğü”
- (vi) “Yolsuzluğun Kontrolü”. Endeks, her ülkeye nicel bir puan verir ve bu puanları dört performans aşamasıyla sınıflar: tatmin edici (71–100), kısmi (51–70), zayıf (41-50) ve başarısız (0-40).

En düşük notlara sahip olan ülkeler; yüksek oranda risk alan, kötü yönetilen, yüksek oranda yönetim gideri ödeyen, siyasi motivasyonu olan fonlar olduğu gözlemlenmiştir. Çad, Angola, Cezayir, Gabon, Ekvator Ginesi, Katar, Sudan, Nijerya, Suudi Arabistan ve Venezuela'daki fonların şeffaf yapısı sebebiyle, kötü yönetimlerden oluşan kayıpların ne kadar olduğunu veya olabileceğini ve bu fonların yatırımlarından gelecek olan gelirinin kimler tarafından kullanılabileceğini belirlemenin bir yolu yoktur (Sasa, 2019: s. 47).

2.11. DÜNYADAKİ VARLIK FONLARININ GELİŞİMİ VE VARLIK BÜYÜKLÜĞÜ AÇISINDAN EN BÜYÜK VARLIK FONLARI

Bu bölümde dünyada varlık büyüklüğü bakımından ilk 25 Ulusal Varlık Fonu arasından seçilmiş olan varlık fonları kısaca ele alınacaktır. Bu fonlar UVF sıralamasında en yüksek sıralamaya ve en iyi uygulama örneğine sahip Norveç, Abu Dabi, Çin, Hong Kong, Kuveyt, Katar ülkelerine ait fonlar ile Türkiye Varlık Fonunun kurulmasında model olarak ele aldığı Singapur'a ait fonlardır.

2.11.1. Norveç Devlet Emeklilik Fonu Global

Dünyada en seçkin ve büyük ulusal varlık fonu 1990 yılında kurulan Norveç Emeklilik Fonu Global'dir. Bu fon, Norveç Maliye Bakanlığı adına Norveç Merkez Bankası'na ait olan Norges Bank Investment Management (NBIM) tarafından yönetilmektedir. 2017 yılında kuruluşundan itibaren yaklaşık 1 trilyon dolar hacmi bulunmaktadır. Güncel olarak 73 ülkede 9.158 işletme yatırımları bulunmaktadır (NBİM, 2020; Yalçın ve Sürekli, 2015: s. 11).

UVF'lerin hedef işletme değerlerini etkileyen devlet faaliyetleri ile ilgili daha iyi bir enformasyona ulaşma ya da etkileme kabiliyeti olabileceği fikri oldukça baskındır (Dewenter, Han, Malatesta, 2010). Norveç gibi büyük varlık fonlarını yöneten ülkelerle alakalı gerçekleştirilen bir araştırmada UVF'lerin hedef işletmelerde yaklaşık olarak ciddi miktarda azınlık hissesi satın aldığı belgelenmiştir. Ayrıca, UVF'lerin (Norveç'in Devlet Emeklilik Fonları hariç) çoğunlukla, paydaşların dış katılımını içine almayan dostça faaliyetlerde direkt hedef işletmelerden hisse senedi alınıp satılmasıyla hisse senedi alımlarının olduğu belirlenmiştir. UVF yatırımının bu niteliği, fonların hedef şirket yöneticilerinin bağlaşıklık olduğunu ve bu vasıta ile anlamlı bir süreç veya izleme görevi üstleneceğini tavsiye etmektedir. Bununla beraber, hükumete ait olan fonlar, alıcı ülkelerin sınır ötesi anlaşmalarında pasif yatırımcılar olmaya devam ettikleri çerçevede önemli bir siyasi tahakküm ile karşılaştıklarını gözler önüne sermektedir (Bortolotti ve diğ., 2010: s. 26).

2.11.2. Abu Dabi Yatırım Otoritesi

1976 yılında Abu Dabi Emirliği tarafından kurulan Abu Dabi 683 milyar dolar ile Ortadoğu'nun en büyük fonudur. Bu fon petrol ihracatından kazanılan

gelirden meydana getirilmiştir. Esas hedefleri petrol kaynaklı olan ülke ekonomisinin yelpazesinin arttırılmasını sağlamak için farklı çalışma sektörleri yaratmak yeni oluşturulacak olan alanlara yatırım yapmaktır. Abu Dabi Yatırım Otoritesi'nin yatırım alanları; hisse senetleri, devlet tahvilleri, gayrimenkul, altyapı yatırımı, bilim, sanayi, havacılık ve sağlık gibi alanlara da yatırım oluşturmaktadır. Abu Dabi yatırımlarının büyük bir bölümünü gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere yapmaktadır. Birleşik Arap Emirlikleri Anayasasına göre, Abu Dabi Emirliği'nin zenginliği ve doğal kaynakları, Abu Dabi'nin kamu mülküdür. Abu Dabi Emirliği Hükümeti, Abu Dabi Yatırım Otoritesi bütçe ihtiyaçlarına ve diğer finansman taahhütlerine yatırım ve fazlalık için ayrılan fonları sağlamaktadır. Abu Dabi Yatırım Otoritesi'nin bu fonlara yatırım yapması ve Emirlik 'in ilerideki refahını teminat altına almak ve devam ettirmek için gerekli olan finansal kaynakları nasıl olması gerekiyorsa o şekilde Abu Dabi Emirliği Hükümeti sunması gereklidir (Karagöl ve Koç 2016: s. 15).

2.11.3. Çin Yatırım Şirketi

941,4 milyar dolar ile 2007 yılında Çin'de kurulan Çin Yatırım Şirketi Norveç Hükümet Emeklilik Fonu'ndan sonra dünyadaki en büyük ikinci varlık fonu pozisyonundadır. Bu fon doğalgaz ve petrol gelirleri haricinde meydana getirilen en önemli ve büyük varlık fonudur. Çin Yatırım Şirketi'nin sermayesi, özel hazine bonoları ihraç edilmesinden kazanılan gelirlerden meydana gelmektedir. Fon çeşitli alanlara yatırımlar yaparak oluşacak tehditleri en aza indirerek büyümektedir. Çin yatırım Şirketi ekseriyetle; hükümet tahvillerini, uzun soluklu altyapı faaliyetlerini, şirket bonolarını, risk fonlarını ve gayrimenkul yatırımlarını tercih etmektedir. Çin, bünyesinde var olan varlık fonlarını değerlendirerek büyük altyapı yatırımları ve diğer ülkelere büyük yatırımlar gerçekleştirerek global ve küresel olarak verimliliğini yükseltmektedir (Karagöl ve Koç 2016: s. 14).

2.11.4. Hong Kong Parasal Otorite Yatırım Portföyü

Hong Kong Para Otoritesi Yatırım Portföyü 522,6 milyar dolar hacminde 1993 yılında kurulmuş bir sermayeye sahiptir. 1997 yılında kurulan SAFE yatırım şirketi 390 milyar dolar hacminde bir sermayeyi yönetmektedir. Çin devleti yaptığı ihracattan kazandığı gelirin bir bölümünü bu fonlarda değerlendirmektedir. Bu

fonların en önemli hedefleri Çin' in para birimi ve dengesini korumaktır. Bu fonlar hisse senetlerine ve devlet tahvillerine yatırımlar yapmaktadırlar. Ekseriyetle enerji piyasasına ve malzeme piyasalarına 2008 ekonomik krizi döneminde önemli yatırımlar gerçekleştirmişlerdir. Çin varlık fonları 2007 yılından sonra finansal piyasalarda etkinliklerini yükseltmişlerdir. Çoğunlukla ekonomik kriz zamanlarında, krizden etkilenen piyasalara yoğun yatırımlar gerçekleştirmişlerdir. Krizden sonraki yıllarda yatırımlarının değerinin 5-6 milyar dolar kademesinde sabitlemişlerdir. Fakat Avrupa'daki yatırımlar göz önünde bulundurulduğunda 2007-2014 yılları arasında ortalama olarak 34 milyar dolar ayırmışlardır. 2008 krizinde Avrupa'daki tüm Avrupa dışı varlık fonların yatırımların içinde Çin'in payı %34'e kadar yükselmiştir (Kaminski, 2017: s. 735).

2.11.5. Kuveyt Yatırım Otoritesi

Kuveyt Investment Authority (KIA) dünya çapındaki en eski UVF' dir. KIA, 1953 yılında Kuveyt'in bağımsızlığı ilan etmesinin ardından sekiz yıl önce İngilizler nezdinde temelleri inşa edilmiştir. KIA' nın asıl gelir kapısı petroldür. Küresel sektördeki fonlar içinde dördüncü en büyük UVF'dir. KIA' nın kontrolündeki toplam varlığı 592 milyar dolardır. Fon ülkelerarası piyasalarda birçok varlık sınıflarına yatırım gerçekleştirmektedir. Bütün eylemlerini Kuveyt' te bulunan esas ofisinde, Pekin' de ve Londra' daki ofisinden yapmaktadır. Kuveyt devleti, dünyanın petrole dayalı olan ekonomilerini olası petrol krizlerine odaklı olarak korumak ve gelecek kuşaklar için ulusal refahı savunmak maksadıyla ilk emtia esaslı UVF' yi meydana getirmişlerdir. Diğer Körfez ülkeleri gibi Kuveyt'in ekonomisi de petrol gelirleri ile alakalıdır. Petrol gelirleri Kuveyt'in toplam ihracat gelirinin esas parçasını teşkil etmektedir. Bu noktada ülkenin ileri gitmesinde büyük bir rolü vardır (Bazoobandi, 2011: s. 56).

2.11.6. Singapur Hükümet Yatırım Portföyü

Singapur Asya pasifik ülkeleri arasında Çin'den sonra UVF' ler sıralamasında en önemli ülkelerden biridir. 1970'li yılların başından itibaren Singapur emtia dışı birikimleri ile kurmuş olduğu iki UVF ile (Singapur Hükümeti Yatırım Şirketi (GIC) – 1981 ve Temasek Holding – 1974) 1,186 trilyon dolarlık bir varlığı yönetmektedir. Singapur tarafından 1981 yılında kurulan Singapur Yatırım Şirketi (GIC) risk

grubunda yüksek gelir imkanı sunan varlıklara yatırım gerçekleştirmektedir (SWFI, 2019).

2.11.7. Katar Yatırım Otoritesi

Katar Yatırım Otoritesi (QIA), 2005 yılında bağımlı olmayan bir hükümet yatırım örgütü olarak meydana gelmiştir ve 2006 yılının ilk yarısında faaliyete geçmiştir. Katar, dünya çapındaki en büyük petrol ve doğal gaz ihracatçılarından biridir. Bu sebeple QIA bütçe fazlası, petrol ve gaz gelirlerini yönetmektedir. QIA'nın idaresi altındaki toplam varlık büyüklüğü 461 milyar dolardır. LTM endeksine göre şeffaflık puanı 5'tir (SWFI, 2022).

QIA'nın misyonu Katar'ın rezervlerini hem hükümet hem de yeni kuşaklar için uzun soluklu değer oluşturmak hedefiyle yatırım yapmak, yönetmek ve ilerletmektir. Diğer bir görevi ise Katar ekonomisinin gelişmesini desteklemek, yerel kabiliyetleri ilerletmek ve ekonomiyi farklılaştırmaya destek olmaktır. QIA hem yurt içinde hem de yurt dışında yatırım gerçekleştirmektedir. Fakat yatırımlarının çoğunu Katar dışında yapmaktadır. Fonun portföyü yeni nesiller için uzun soluklu bir değer oluşturmayı hedeflemektedir. Bu sebeple geleneksel ve kısa soluklu performans tedbirlerine veya stratejik portföy iyileştirmesine tabi değildir. QIA yatırım tercihlerini genel kabul edilmiş varlık yönetimi prensipleri ekseninde ve tehlide uyarlanmış mali getirileri en üst düzeye çıkarmak için QIA yatırım politikası ile uyumlu bir şekilde ve yalnızca mali ve finansal esaslara oturtmak hedefiyle sürdürmektedir. QIA portföyünün yatırımı için izin verilen varlık sınıfları listelenen, listelenmeyen, gerçek varlıklar, emlak, kredi ve sabit gelir menkul kıymetleri ve nakit, yabancı para birimleri ve türevleri şeklinde ifade edilmiştir. Fakat varlık sınıfları bunlarla sınırlı değildir.

3.BÖLÜM

TÜRKİYE VARLIK FONU

Gelişmiş ülkelerin ekonomisine yetişmeye çalışan gelişmekte olan ülkelerin yeterli sermayelerinin bulunmaması, tasarruf oranlarındaki yetersizlik ve gelir seviyelerindeki düşüklük sebebiyle yatırım yapma imkânı azalmaktadır. Böylelikle, ülkelerin ekonomilerinde beklediği büyüklük gerçekleşmemektedir. Gelişmekte olan ülkeler kategorisinde yer alan Türkiye, cari açık, enflasyon, işsizlik, düşük tasarruf oranı gibi sahip olduğu olumsuz faktörler karşısında yatırımlarını ve üretimini arttırmak için farklı finansman kaynaklarına yönelmiştir. Bu durum, alternatif finansal araçların ekonomi içerisindeki önemini göstermiştir. Dış kaynakları ülke sınırları içerisinde aktarmanın en teşvik edici yollarından birisini UVF oluşturmaktadır. Türkiye kendi varlık fonunu oluştururken, tıpkı diğer ülkelerin emtia ve emtia dışı fonlarının kuruluş sermayelerinin tamamını kamu bütçesinden karşılamalarına benzer bir yöntemi benimsemiştir (Barışık ve Kangal, 2020: s. 16).

26 Ağustos 2016 tarihli Resmi Gazete 'de yayımlanan 6741 sayılı "*TVF Yönetimi AŞ'nin Kurulması ile Bazı Kanunların Değiştirilmesi*" kanun ile TVF AŞ'nin kurulmasına karar verilmiştir (T.C. Resmi Gazete, 2016).

TVF, ülkenin istikrarının artırılması ve kalkınmasına katkı sağlamak, kamuya ait olan varlıkları daha etkin ve verimli bir şekilde yönetmek, mevcut kamu varlığına değer katarak gelecek nesiller için daha güçlü bir Türkiye hazırlamak amacıyla kurulmuş bir yapıdır. Kurulan TVF Cumhurbaşkanlığı'na bağlı, profesyonel

yönetim ilkelerine göre yönetilen ve özel hukuk hükümlerine tabi bir Anonim Şirket (AŞ) yapısındadır(TVF, 2022).

Beş yönetim kurulu üyesi ve bir başkandan oluşan yönetim, faaliyetine şirket iç tüzüğünün tecili sonrasında geçmiştir. Tüzüğe göre yönetim kurulu üyelerinde 5 yıllık bankacılık, ekonomi, maliye veya finans alanlarında tecrübe şartı aranmaktadır. Şirket ve bağlı şirketleri ile TVF ve TVF bünyesinde kurulacak alt fonları kapsayan üç yıllık stratejik yatırım planı yönetim kurulunca hazırlanarak Bakanlar Kurulunun onayına sunulmaktadır (T.C. Resmi Gazete, 2016).

3.1. TÜRKİYE VARLIK FONUNUN KURULUŞU, AMAÇLARI, HEDEFLERİ

Türkiye ekonomisinin önemli yapısal sorunlarının başında, yatırımların ve dolaylı olarak ekonomik büyümenin finansmanını sağlamada tasarrufların/sermaye birikiminin yetersiz kalması gelmektedir. Türkiye tasarruf açığını kapatmak için çeşitli fonlar² kurmuş fakat istenilen seviyeye bir türlü ulaşamamıştır (Doğan ve Kaya, 2018: s. 786).

Çok sayıda gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomilerine göre daha çok tasarruf oranları düşük olarak ilerleyen Türkiye'nin bu ekseninde oluşturulması mecburi faaliyetleri arasında son dönemde ifade edilen "Türkiye Varlık Fonu" ekonomik amaçlara ulaşmada önemli bir adım olacaktır (Karagöl ve Koç, 2016: s. 17).

Konukman ve Şimşek TVF'nin kendi sayfasında aşağıdaki gibi tanımlandığını ifade etmişlerdir (Konukman ve Şimşek, 2017: s. 1935-1936).

"Türkiye Varlık Fonu, ülkemizin ekonomik istikrarının arttırılması ve kalkınmasına katkı sağlamak, kamuya ait olan varlıkları daha etkin ve verimli bir şekilde yönetmek; mevcut kamu varlığına değer katarak gelecek nesiller için daha güçlü bir Türkiye hazırlamak amacıyla kurulmuş bir yapıdır. Ülkemizde büyümenin artırılması için tasarruf ve yatırımların artırılması zorunludur. Mevcut durumdaki piyasalarda bulunan yüksek faiz baskısı büyüme üzerindeki önemli engellerden birisidir. Türkiye Varlık Fonunun büyük projelere sağlayacağı finansman, hem bu projelerin hayata

² BES bu fonlara bir örnektir.

geçmesiyle oluşturulacak istihdam yoluyla, hem de faiz üzerindeki baskıyı azaltarak, ülkemizin büyüme ve kalkınması üzerinde olumlu etkilerde bulunacaktır. Devredilen tüm kamu varlıkları ve fonlar TVF Yönetimi Anonim Şirketi ile bağlı şirket veya iştirakleri ile fon ve bünyesinde kurulacak alt fonları kapsayan yatırım planlarına uygun olacak şekilde, yine şirketlerin mevcut yönetimleri ve işletme politikaları, iş planları, yatırım ve büyüme stratejilerine uygun olarak değerlendirilecektir. Ulusal ve uluslararası finans kuruluşları da dâhil olmak üzere ilgili paydaşlarla sağlanan iş birlikleri ile sürdürülebilirlik ilkesi dahilinde uzun vadede bu kurum ve kuruluşların devamlılığı ve ekonomimize katkısını artırıcı yatırımlar gerçekleştirilecektir.”

Türkiye’de varlık fonu düzeninin hukuki alt yapısı, TVF Yönetimi Anonim İşletmesinin oluşturulmasına dair kanun ile TVF Yönetimi Anonim İşletmesinin yapısına ve sürecine dair yöntem ve ilkelere dair karar ve Türkiye Varlık Fonuna iletilen kaynak, kuruluş ve varlıklar ile ilgili kararlar ile oluşturulmuştur. Bu hukuki planlara göre Türkiye Varlık Fonunun hedefi; sermaye sektörlerinde araç farklılığı ve derinliğine katkı oluşturmak, yurtdışında devlete ait olan varlıkları ekonomiye kazandırmak, dış kaynak sağlamak, stratejik, büyük ölçekli yatırımlara katılım sağlamaktır. Böylesi bir durum için de TVF ve bu fona bağlı alt fonları oluşturmak ve idare etmek için TVF Yönetimi Anonim Şirketi oluşturulmuştur (Yazıcı, 2017: s. 95).

6741 sayılı kanunda Şirketin, stratejik yatırım planında ifade edilen hedefler ile beraber risk, yatırım ve getiri seçimlerini göz önünde bulundurarak, *aşağıdaki görevlerin* ve bu görevlerin zorunlu kıldığı eylemlerin gerçekleştirilebileceği ifade edilmektedir (Yazıcı, 2017: s. 96):

*Yabancı ve yerli işletmelerin paylarının, Türkiye’de ve yurt dışındaki ihraç görevini üstlenen kişilere ait payların ve borçlanma unsurlarının, değerli madenler ve emtiaya dayanan ve bu şekilde ihraç edilen sermaye piyasası unsurlarının, fon katılma paylarının, türev araçlarının, kira sertifikalarının, gayrimenkul sertifikalarının, özel tasarlanmış yabancı yatırım araçlarının ve diğer araçların alım satımını,

* Bütün para piyasası faaliyetlerini,

* Gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı haklar ile bütün maddi olmayan hakların kullanılmasını,

* Her türlü proje yaratma, projeye dayalı kaynak oluşturma, dış proje kredisi oluşturma ve diğer esaslarla kaynak sağlama faaliyetlerini,

* Bütün mali ve ticari eylemleri, ulusal ve uluslararası birincil ve ikincil sektörlerde yerine getirilir. İşletme tarafından, ulusal yatırımlar ile uluslararası yerlerde diğer devletler ya da yabancı işletmelerce gerçekleştirilecek olan yatırımlara katılabilir.

Türkiye'nin de kalkınmasını sağlayacak fon yaratma gayreti içinde olduğunu ifade edebiliriz. Türkiye'nin Katar, Norveç gibi birtakım örneklerdeki durumun tersine, ekonomik fazla yaratan bir ülke olmaması varlık fonunu yaratmak için var olan kamu kaynaklarından aktarma sağlanması mecburiyetini meydana getirdi. Ziraat Bankası gibi bazı kamu işletmelerinin Varlık fonuna aktarılması bu fon için kaynak oluşturma gayretinin bir yansıması olarak görülebilir: "TVF Yönetimi Anonim Şirketi" isimli fon Türkiye'de 2016 yılında kurulmuştur. 50 milyar TL sermaye ile meydana gelen fon sermayesi Özelleştirme İdaresi Başkanlığı tarafından oluşturulmuştur. Bütün finansal faaliyetleri yapabilme görevi olan bu fonun kaynakları özelleştirme, kamu kurum ve kuruluşların ihtiyaç fazlası kaynaklarından ve para-sermaye piyasalarından meydana gelen kaynaklar ve diğer usullerle oluşturulan gelirlerdir (Doğan ve Kaya, 2018: s. 786).

TVF, stratejik yatırım planında yazılan hedefler ile likidite, yatırım, risk ve getiri seçimlerini dikkate alarak amaçlarını hayata geçirebilmesi için söz konusu adımlar aşağıda açıklanmıştır (T.C. Resmi Gazete, 2016);

1. Yerli ve yabancı işletmelerin paylarının, Türkiye'de ve yurt dışında oluşturulan ihraççılara ait payların ve borçlanma araçlarının, kıymetli madenler ve emtiaya dayalı olarak ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının, fon katılma paylarının, türev araçlarının, kira sertifikalarının, gayrimenkul sertifikalarının, özel tasarlanmış yabancı yatırım araçlarının ve diğer araçların alım satımını gerçekleştirecektir.

2. Her türlü piyasa işlemlerini,

3. Gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı haklar ile tüm gayri maddi hakların kontrol edilmesini,

4. Her türlü proje geliştirme, projeye dayalı kaynak oluşturma, dış proje kredisi oluşturma ve diğer yöntemlerle kaynak temini işlemlerini,

5. Her türlü ticari ve finansal eylemleri, ulusal ve uluslararası birincil ve ikincil sektörlerde eyleme geçirilir.

İşletme tarafından, ulusal yatırımlar ile uluslararası yerlerde farklı hükümetler ya da yabancı işletmelerce gerçekleştirilecek yatırımlara katılım gösterilebilir. Gözler önüne serildiği gibi işletmenin eylem hususları para piyasası, sermaye piyasası ve finansal piyasası eylemlerini içerir tarzda bir hayli geniş kapsamlı tutulmuştur.

İşletme ve içinde meydana gelecek fonlar Sayıştay tarafından kontrol edilmektedir. Bununla beraber Sermaye Piyasası Kanunu gereğince bağımsız kontrole dahil edileceklerdir. Bunlara ek olarak gelir ve kurumlar vergisinden muaf tutulmakta ve bazı işler ile KDV'ye de dahil edilmeyecektir (Eğilmez, 2016). Üstün bir pozisyonda oluşturulduğu için Sermaye Piyasası Kanunu ve Rekabet Kanunu'na tabi olma gerekliliği bulunmamaktadır. Cumhurbaşkanlığına bağlı olmasına rağmen kamu kuruluş pozisyonunda olmamakta olup işletme olmasına rağmen Ticaret Yasası'na da bağlı değildir. Fon bütünüyle özel hukuk kurallarına tabii olacaktır. Türkiye Varlık Fonu'nun elindeki mali tablolar ve fonlar bağımsız kontrole tabi olacak, Başbakan'ın yetkilendirdiği üç denetim elemanı tarafından kontrol edilecek (Özkul, 2017).

Ulusal Varlık Fonu kurumunun meydana gelebilmesi için bir ülkenin iç tasarruf fazlasının mevcut olması zorunludur. Türkiye' de ise bir iç tasarruf noksanlığı bulunmasına rağmen söz konusu faaliyet yaşama uyumlandırılmalıdır. Varlık Fonu şeklinde isimlendirilen bu fenomen, ülkelerin resmi rezervleri haricinde arta kalan rezervleri tanımlamaktadır (Karagöl ve Koç, 2016: s. 8-17). Bütçe açığı veren bir noktada olan ülkemiz ekonomisinin, kamudan da kısa solukta tasarruf fazlası sağlama olanağı olmadığına göre, bu örgütün kuruluş sebebinin önümüzdeki süreçlerde meydan gelebilecek gelire odaklı olduğu ifade edilebilecektir (Kayıran, 2016: s. 71).

İşletmenin amaçları genel olarak ilerlemede yükseliş, sermaye sektörlerinde ilerleme, İslami finans varlıklarının tercih edilirliliğini çoğaltmak, katılım finansmanı pazar payının yükseltilmesi, istihdamı yükseltmek, taktiksel pazarlara yatırım, altyapıya bütçe ayırmak, petrol ve doğal gaz gibi pazarlara direkt yatırım ve uluslararası saygınlık gibi amaçların yerine getirilmesidir (Kayıran, 2016: s. 72-73).

Türkiye Varlık Fonu'nu oluşturan kanun teklifinin gerekçesi değerlendirildiğinde hedef olarak aşağıdaki hususların ifade edildiği görülüyor (Nas' tan Akt: Doğan ve Kaya: 2018: s. 787-788):

- * *Sermaye sektörlerinin ilerleme ve derinleşmesinin hızlandırılması,*
- * *İslami finansman varlıklarının tercihinin çoklaştırılması,*
- * *Büyüme yüzdesinde önümüzdeki on yıl içinde yıllık %1,5 ek yükseliş sağlanması,*
- * *Gerçekleştirilecek yatırımlarla ortalama olarak binlerce kişilik ek çalıştırmanın oluşturulması,*
- * *Havacılık, savunma ve yazılım gibi teknoloji odaklı stratejik pazarlarda yerli işletmelerin proje ve sermaye ölçeğinde destek oluşturulması, global oyuncu olmalarının oluşturulması,*
- * *Otoyol, Nükleer Santral, Kanal İstanbul, Üçüncü Köprü ve Havalimanı gibi büyük altyapı projelerine devlet kesimi borcu artırılmadan mali destek oluşturulması,*
- * *Katılım finansmanı pazar payının yükseltilmesi,*
- * *Arz güvenliğini oluşturmak üzere, Türkiye için önem arz eden doğal gaz ve petrol gibi yurt dışındaki stratejik sektörler yasal ve bürokratik kısıtlamalara bağlı olmadan direkt yatırım gerçekleştirilebilmesidir.*

3.2. TÜRKİYE VARLIK FONUNUN GEREKLİLİĞİ

Az gelişmiş ya da gelişmekte olan ülkeler; kalkınma amaçlarına erişebilmek için milli gelirden reel olan yükselişler yaratmak, halkın refah seviyesini artırmak amacıyla sosyo-ekonomik durumlarını iyileştirici yenilikler meydana getirmek zorundadırlar. Söz konusu ülkelerin; yükselen nüfusun gereksinimlerini gidermekle birlikte, gelişmiş olan ülkeler ile aralarındaki eksiklikleri gidermek için etkileyici bir unsur olarak, üretim faaliyetlerinde ciddi adımlar atmaları gerekmektedir. Fakat, ekonomide yeterince sermaye varlığının oluşturulamaması, gelirin ve bununla birlikte tasarrufların yükselmemesi ve yatırımların yeterli seviyeye gelememesi gibi sebepler, üretimlerin yükseltilmesinde engelleyici olarak rol almaktadır. Ekonomisi gelişmekte olan Türkiye, 2001 krizinden yaşanan bu çağa kadar çok sayıda alanda hızlı bir ilerleme sağlamıştır. GSYİH' da 2015 yılından itibaren 720 milyar dolara ulaşmışken, yine bu noktada ortalama %4,90 düzeylerinde büyüme düzeyi sağlamıştır. Bu büyüme oranları ile Brezilya, Güney Afrika, Hindistan, Rusya gibi

çok sayıda ekonominin önüne geçmiştir. Bu aşamada bütçede ve ekonomideki faiz ve enflasyon gibi çok sayıda makroekonomik göstergede dikkate değer ilerlemeler meydana gelirken, ihracat düzeyi de açık bir şekilde yükseliş sağlamıştır. Bütün bu iyileşme oranlarına rağmen, ekonomideki yapısal problemler temelli olarak enflasyon da olmak üzere; işsizlik, cari açık, tasarruf düzeyi gibi göstergelerde istenilen seviyelere erişilememiştir. Bu tarz göstergelerde de ivedi olarak düzelme olması için Türkiye’deki üretim ve yatırım seviyesinin olduğundan daha fazla yükseltilmesi ve devamlılığının sağlanması gereklidir. Yatırımların finansmanı aşamasında, tasarrufları artırıcı stratejilerin yanında alternatif finansal argümanların da ilerletilmesi ve ekonomiyle bağdaşım kurulması gerekmektedir. UVF’ler hem ülke içinde hem ülke dışında ekonomik olarak farklılaştırmayı oluşturma, farklı istihdam sektörleri meydana getirme, büyük projelerin finansal olarak desteklenmesine yönelik yatırımlar yapılmasının yanında; hükümet tasarruflarının ve kaynaklarının genel kapsamda uzun soluklu ve stratejik yatırımlara entegre edilmesiyle ülkelerin yeni nesiller için tasarruf görevi görmektedirler. Tasarrufların artırılması noktasında yoğun uğraşlar veren ülkemizde, UVF’ler bu tasarruf fonksiyonları ile ekonomiye ciddi katkılarda bulunabileceklerdir. Tüm bunlara ek olarak, TVF’nin 01 Ağustos 2016 tarihli kanun tasarısı gerekçesinde; oluşturulan bu fonla beraber; büyüme oranlarında yıllık düzeyde yükselişler, sermaye piyasalarında genişleme ve derinleşmenin ivedi bir duruma gelmesi, İslami finansal varlık kullanım tercihinin önem kazanması, ek istihdam oluşturulması, savunma ve havacılık gibi teknoloji yoğun stratejik piyasalarda yerli işletmelerin desteklenmesi, dev altyapı projelerin için gerekli finansmanın sağlanması, katılım finansmanı sektörünün yükseltilmesi, arz güvenliği açısından doğalgaz ve petrol gibi stratejik sektörlerde yurt dışında direkt yatırım gerçekleştirilebilmesi gibi ekonomiye direkt katkı sağlayabilecek yatırımlar amaçlanmaktadır (Kavcıoğlu, 2018: s. 102-104).

3.3. TÜRKİYE VARLIK FONU'NUN FİNANSAL KAYNAKLARI

Türkiye Varlık Fonunun kaynaklarının nelerden oluşacağı 26/8/2016 tarihinde Resmi Gazete’de yayınlanan 6741 sayılı kanun 4.maddesinde beş ayrı bent hâlinde ele alınmıştır. Bu bentleri tek tek inceleyecek olursak:

Türkiye Varlık Fonuna sağlanan/sağlanacak olan kaynakların dayanağının ilki TVFK m. 4/1-a “*Özelleştirme Yüksek Kurulu tarafından; özelleştirme kapsam ve*

programında bulunan ve Türkiye Varlık Fonuna devrine karar verilen kuruluş ve varlıklar ile Özelleştirme Fonundan Türkiye Varlık Fonuna aktarılmasına karar verilen nakit fazlasından” hükmüdür. Böylece Özelleştirme Yüksek Kurulu tarafından Türkiye Varlık Fonuna devrine karar verilen kuruluş ve varlıklar ile Özelleştirme Fonunun nakit fazlasının kararlaştırılan kısmının Türkiye Varlık Fonuna kaynak olarak aktarılacağı karar bağlanmıştır.

Bu kararla beraber; Türk Halk Bankası AŞ'nin %51,11 oranındaki hissesi, Türkiye Denizcilik İşletmeleri AŞ'nin %49 oranındaki hissesi, TCDD İzmir Limanı, Türk Hava Yolları AO'nun %49,12 oranındaki hissesi, Kayseri Şeker Fabrikası AŞ'nin %10 oranındaki hissesi TVF'ye aktarılmıştır

3.3.1. Mevcut Fonların Birleştirilmesi ya da Pay Aktarılması

TVF kurulurken gereken finansal kaynağın meydana getirilmesi için;

İşsizlik Sigortası Fonu 72 milyar TL,

Toplu Konut Fonu 20 milyar TL,

Sosyal Yardımlaşma ve dayanışma Fonu 2,7 milyar TL,

Tasarruf Mevduat Sigorta Fonu 22 milyar TL,

Savunma Sanayi Destekleme Fonu olarak ise 5,7 milyar dolarlık kaynağı bulunmaktadır.

Bir kerelik olmak üzere kuruluş zamanında Türkiye Varlık Fonu'na sermaye aktarılması ve aktarılan fon, fon yöneticilerinin Fon Genel Kurulu'nda yer alıp karar almada söz sahibi olmasını sağlayacaktır (Doğan, 2019: s. 37).

3.3.2. Bedelli Askerlik Uygulaması

Bir kere gerçekleştirilecek olan bedelli askerlik uygulaması ile elde edilecek olan gelir varlık fona aktarılacaktır. Bu ekseninde 2014 yılında bedelli askerlikten toplam 203.824 kişi faydalandığı 2015 itibariyle 3.688.832 TL gelir kazanıldığı ve fonun ilk meydana gelişinde sermaye hacmi 9,3 milyar Dolar ile 10,8 milyar TL'ye erişecektir (Doğan, 2019: s. 37).

2018 yılında ise devletin kasasına bedelli askerlikten 9.507.660 bin TL girmiştir.

3.3.3. Özelleştirmeden Sağlanacak Kaynağın Fona Aktarılması

Kamuya ait kuruluşların özelleştirilmesinden elde edilecek gelirin 2,7 milyar Dolar olacağı beklenmektedir. Tüm gelirlerin eklenmesiyle TVF'nin sermayesi 15,5 milyar dolarlık bir hacme erişecek ve dünya çapında en büyük Uluslararası Varlık Fonu olan 25'inci ülke olacaktır (Doğan, 2019: s. 37-38).

3.3.4. Kamu Bankalarının Halka Arzı

Ziraat Bankası ile Vakıflar Bankası değeri yaklaşık 10 milyar dolardır. Bu bankaların %20'si halka arz edilerek halka arzdan elde edilen gelir Türkiye Varlık Fonu'na aktarılacaktır (Yalçınar ve Sürekli, 2015: s. 20-21).

Başbakanlık Kanun ve Kanunlar Genel Müdürlüğünün meydana getirdiği kanun tasarısında fonlardan yapılan aktarmalar ile oluşan TVF kaynaklarının ve kamu kaynaklarının, zamanla kendi kaynaklarını oluşturan bir sistemde olabilmeleri mümkündür. Bu açıdan, ilk olarak hükümet bünyesinde olan çeşitli fon ve gelirlerin belirli bir hale getirilmiş olarak yüzdesi alınarak TVF'nin oluşturulması hedeflenmektedir (TC. Başbakanlık Kanunlar ve Kararlar Genel Müdürlüğü, 2016).

Türkiye Varlık Fonu AŞ'nin kurulması için oluşturulan 50 milyon TL'lik sermayesi Özelleştirme Fonundan karşılanmıştır. Tamamıyla ödenmiş olan bu sermayeyi simgeleyen oranlar Özelleştirme İdaresi Başkanlığının himayesi altındadır. Türkiye Varlık Fonlarının kaynakları (T.C. Resmi Gazete, 2016);

-Özelleştirme düzenindeki, Özelleştirme Yüksek Kurulu' nun Türkiye Varlık Fonu'na aktarılmasına karar verilen kuruluş ve varlıklar ile Özelleştirme Fonundan aktarılmasına karar verilen nakit fazlasından,

- Bakanlar Kurulu' nun Türkiye Varlık Fonu'na geçirilmesine karar verdiği ihtiyaçtan fazla olan gelir, kaynak ve varlıklardan,

- TVF tarafından yurtiçi ve yurtdışı sermaye ve para piyasalarından ilgili mevzuat kapsamında yer alan izin ve onaylar aranmaksızın sağlanan finansman ve kaynaklardan,

- Para ve sermaye piyasaları dışında diğer yöntemlerle sağlanan finansman ve kaynaklardan,

- İktisadi devlet teşekküllerinden, bunların müessese, bağlı ortaklık, işletme, işletme birimleri ile varlıkları ve iştiraklerindeki kamu paylarından, sermayesinin tamamı

veya yarısından fazlası hükumete ve/veya diğer kamu tüzel kişilerine ait olan ticari amaçlı kuruluşlardaki kamu paylarından, sermayesinin tamamı kamuya ait olan ticari amaçlı kuruluşların sahip olduğu hisse ve varlıklardan, Devletin diğer iştiraklerindeki kamu paylarından ve Hazineye ait paylardan Bakanlar Kurulu tarafından Türkiye Varlık Fonuna aktarılmasına veya Şirket tarafından yönetilmesine karar verilenlerden oluşmaktadır.

3.4. TÜRKİYE VARLIK FONU'NUN YÖNETİM YAPISI, DENETİMİ, MUAFIYET VE İSTİSNALAR

Bu bölümde TVF'nin Yönetim Yapısı, Denetimi ve TVF'ye tanınan Muafiyet ve İstisnaları ele alacağız.

3.4.1. Türkiye Varlık Fonu'nun Yönetim Yapısı

TVF Cumhurbaşkanlığı'na bağlı ve özel hukuk hükümlerine tabidir. 6741 sayılı kanunun 2. maddesi 4. fıkrasında

"Şirketin organizasyon düzeninde; portföy yönetim sınıfı, araştırma sınıfı, kayıt, bilgi, muhasebe ve belge sistemleri ile düzenli iş rotasyonu ve haberleşmeye imkan verecek iç kontrol, organizasyon ve risk yönetim sistemi ile iç denetim birimi, fon hizmet birimi ile gerekli diğer birimler kurulmuştur"

açıklaması yer almaktadır (T.C. Resmi Gazete, 2016).

Şirketin yapısına ve işleyişine ilişkin usul ve esaslar Bakanlar Kurulu tarafından belirlenmektedir. Bakanlar Kurulu'nun 09.11.2016 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan ve 29883 sayılı "TVF Yönetimi AŞ'nin Yapısına ve İşleyişine İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Kararın Yürürlüğe Konulması Hakkında Karar'ın 6. Maddesinde şirketin organizasyon yapısına ilişkin bilgiler dört fıkrayla bildirilmiştir. Bu fıkralar (T.C. Resmi Gazete, 2016);

1. İşletme ve fonlar için gereken birimler, yönetim kurulu kararı ile meydana getirilir. Bu birimlerin görev tanımları ve iş akışları yazılı hale getirilerek yönetim kurulu kararıyla onaylanır.
2. İşletme bünyesinde bir danışma kurulu meydana getirilir. Söz konusu olan bu kurul yılda en az bir kere toplanmalıdır. Kurulun işlevi ve çalışma kuralları yönetim kurulu tarafından oluşturulur.
3. Yönetim kurulunun kararı ile işletme bünyesinde bir icra kurulu meydana getirilebilir. Bu kurulun yetki ve görev çizgileri yönetim kurulunca belirlenir.

4. TVF kapsamında oluşturulacak tüm alt fonlar için yatırım komitesi düzenlenir. Yatırım komiteleri içerisinde; genel müdür, en az bir yönetim kurulu üyesi ile bir portföy yöneticisi bulunur. Bu kişilerden ayrı olarak işletme içerisinde ya da dışından söz konusu olan alt fonun yatırım stratejisine uyum sağlayan şirket çalışanları da yatırım komitelerinde yetki alabilirler. Yatırım komitelerinin yetki ve görevleri TVF içtüzüğü ile ilgili alt fon kuruluş belgesinde belirlenmiştir.

6741 sayılı TVF kuruluş kanununun 2. maddesi 7. fıkrasında

"En az 5 kişiden oluşan yönetim kurulu başkan ve üyeleri ile genel müdür Cumhurbaşkanlığı tarafından atanır. Yönetim kurulu başkan ve üyeleri ile genel müdürün finans, ekonomi, maliye, hukuk ve bankacılık branşlarından minimum bir tanesinde en az beş yıl tecrübe sahibi olmaları gerekliliği aranır"

ifadesi bulunmaktadır (T.C. Resmi Gazete, 2016).

Günümüz koşullarında küresel finans piyasaları hız ve rekabet odaklı bir yapıdadır. Bu durum ülke kaynaklarının doğru yatırım araçlarında değerlendirilmesi zarureti ortaya çıkarmaktadır. Bu yapıya uygun yönetim ve organizasyon modeli özel sektör tecrübesine sahip profesyoneller ile kamu kesiminden gelen bürokratların bir arada görev alması gerekliliğini doğurmaktadır. Bu nedenle yatay örgütlenme ve kurmay yetkiyi de içerecek bir matriks organizasyon yapısına sahip kurumsal yönetim biçiminin uygulanması önem kazanmaktadır (Yalçınar ve Sürekli, 2015: s. 17).

Dünya çapındaki örneklerle bakılarak Türkiye için tavsiye edilen fonun genel müdürlük olarak bir araya getirilmesi ve fonun ana yönetim departmanlarının; Fon Yönetim Kurulu, Fon Genel Kurulu, Fon Genel Müdürlüğü aşamalarından meydana gelmesi tavsiye edilmiştir. (Yalçınar ve Sürekli, 2015: 17-18). TVF'nin kuruluş kanunu olan 26.08.2016 tarihli 6741 Sayılı Kanun'un 2. Maddesi'nin 4. ve 7. Fıkraları hükümlerince;

(4) Şirketin organizasyon yapısında; portföy yönetim birimi, araştırma birimi, muhasebe, kayıt, bilgi ve belge sistemleri ile düzenli iş akışı ve haberleşmeyi sağlayacak organizasyon, iç kontrol ve risk yönetim sistemi ile iç denetim birimi, fon hizmet birimi ile gerekli diğer birimler kurulur.

(7) En az beş kişiden oluşan yönetim kurulu başkan ve üyeleri ile genel müdür ilgili mevzuata göre atanır.

Daha alt kademe ise;

Yönetim Kurulu'na bağlı olarak bir genel müdür, yeterli sayıda müdür ve yardımcısı; fonun alt birimlerindeki operasyonel işlemleri yönetim kurulu adına ve kontrolünde gerçekleştirecektir. Yönetim Kurulu tarafından Kurumsal Yönetim Komitesi, Denetim Komitesi ve Riskin Erken Saptanması Komitesi olmak üzere 3 komite oluşturulur. Kurumsal Yönetim Komitesi, TVF' nin kurumsal yönetim ilkelerini uygulayıp uygulamadığını, Riskin Erken Saptanması Komitesi şirketin varlığını, gelişimini ve oluşabilecek risklerin tespitini ve bunların sonucunda gerekli tedbirlerin alınmasını, denetim komitesi ise fonun ve iştiraklerinin finansal tablolarının niteliği ve doğruluğu konusunda muhasebe sisteminin uygulanmasını ve verimliliğini izlemeyi yürütmektedir. Denetim komitesi ayrıca Cumhurbaşkanı'nın atayacağı bağımsız denetim şirketi tarafından oluşturulacak raporu TBMM Plan ve Bütçe Komisyonu'na sunacaktır (Görücüler, 2019: s. 37).

3.4.2. Türkiye Varlık Fonu'nun Denetimi

6741 sayılı Kanununun 6. maddesi TVF' nin kontrolünü ifade etmektedir. Bu madde üç fıkra ile belirlenmiştir;

- (1) "İşletme, işletme tarafından meydana getirilecek olan diğer işletmeler, TVF ve onun içerisinde oluşturulacak alt fonlar bağımsız bir denetime tabidir. Şirket, 6362 sayılı Kanun kapsamında kurumsal yönetim düzenlemelerine uyar."
- (2) "Şirket, şirket tarafından kurulacak diğer şirketler; TVF ve TVF bünyesinde kurulacak alt fonların bağımsız denetiminden geçmiş yıllık mali tabloları ile faaliyetleri, Başbakan tarafından yetkilendirilecek sermaye piyasaları, ekonomi, finans, maliye, bankacılık ve kalkınma alanlarında uzman en az üç merkezi denetim personeli tarafından bağımsız denetim standartları ekseninde kontrol edilir. Denetim sonrasında oluşturulacak rapor her yıl haziran ayı sonuna kadar Bakanlar Kuruluna sunulur."
- (3) "Şirket, Şirket tarafından kurulacak diğer şirketler, TVF ve TVF bünyesinde kurulacak alt fonların bir önceki yıla ait mali tabloları ile faaliyetleri, her yıl ekim ayında Türkiye Büyük Millet Meclisi Plan ve Bütçe Komisyonu tarafından, birinci ve ikinci fıkralar kapsamında hazırlanan ve Başbakanlık

tarafından gönderilen denetim raporları üzerinden görüşülerek denetlenir."
Açıklanmıştır.

3.4.3. Türkiye Varlık Fonu'na Tanınan Muafiyet ve İstisnalar

Ulusal Varlık Fonu değerlendirilirken, bu fonların uluslararası kapsamda onaylanmış faktörlerinden birisi de yaptırımlarının kısıtlı olması veya yaptırımlarının olmamasıdır. Böyle olmasının sebebi, UVF'lerin makroekonomik hedeflerle (ya da piyasadaki istikrarlığın sağlanması için orta ölçekli yatırımlara) erişmek için gerçekleştirilen uzun soluklu yatırımların (long-term investment) meydana gelmesini sağlamak, başka bir söyleyişle fonun tehdit toleransını arttırmak olduğu söylenebilir. Buna ek olarak, UVF'lerin devlet desteği ile kurulmaları ve yürütülmeleri, kamudaki birtakım pozitif taraflardan faydalanmalarına da neden olmuştur. Bu nedenlerle TVF Yönetimi Anonim Şirketi 6741 sayılı Kanunda bazı istisnalar ve muafiyetler oluşturulmuştur. Kanun gerekçesinde de finansal piyasaların hareketli olması sebebiyle ulusal varlık fonu gibi oluşumların rahat bir tarza sahip olması gerekli olduğu ve oluşturulan hedefler doğrultusunda ilgili işletme ve işletmenin kuracağı alt şirketler için madde metninde bazı istisna ve muafiyetler oluşturulduğu bildirilmiştir. TVF Yönetimi Anonim Şirketi bakımından Kanundan meydana gelen ilk ayrılık hem söz konusu işletmenin hem de işletme tarafından oluşturulacak işletmeler ve alt fonlar gelir ve kurumlar vergisinden muaf tutulmasıdır. Bu muafiyetin, bunların kazanç ve iratları üzerinden 31/12/1960 tarihli ve 193 sayılı Gelir Vergisi Kanunu ile 13/6/2006 tarihli ve 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanununca oluşturulacak vergi kesintilerinin de dahil edileceği ifade edilmiştir. Bunlara ek olarak şirket ve TVF ile şirket tarafından meydana getirilecek şirketler ve alt fonlar, elektrik ve havagazı tüketim vergisi ve yangın sigortası vergisi hariç olmak üzere 26/5/1981 tarihli ve 2464 sayılı Belediye Gelirleri Kanunu gereğince alınan vergi, harç, katılma payı ile tasdik ücretlerinden, sahip olduğu taşınmazlar sebebiyle emlak vergisinden, satın alınan ve satılan taşınmazlar ile ilgili olarak tapu ve kadastro döner sermaye bedellerinden ve her türlü dava ve icra işlemlerinde teminat yatırma mükellefiyetlerinden de muaf olacağı yine 6741 sayılı Kanunu'nun 8. maddesinin 2. fıkrasında hüküm altına alınmıştır. Vergisel muafiyetlerden biri de şirketin; İşletme ve alt fonların kuruluş ve tescil faaliyetleri ile esas sözleşmesinin tescil ve ilan eylemleri de içinde olmak üzere faaliyetleri ekseninde gerçekleştirdikleri eylemlerle

alakalı meydana getirilen tüm kâğıtlar damga vergisinden, tüm iş ve eylemleri her türlü harçtan, her ne nam adı altında olursa olsun nakden veya hesaben banka ve sigorta muameleleri vergisi mükelleflerine ödedikleri tutarlar ile her ne nam adı altında olursa olsun nakden veya hesaben lehe aldıkları paralar, banka ve sigorta muameleleri vergisinden, her türlü kredi kullanım işlemleri de Kaynak Kullanımını Destekleme Fonundan istisna tutulmasıdır. Ayrıca yine TVF Yönetimi Anonim Şirketi ve Şirketin kuracağı şirketler ve alt fonlar açısından;

“3/12/2010 tarihli ve 6085 sayılı Sayıştay Kanunu, 6362 sayılı Kanun ile bu Kanun uyarınca yürürlüğe konulan ikincil mevzuat, 8/6/1984 tarihli ve 233 sayılı Kamu İktisadi Teşebbüsleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname, 22/1/1990 tarihli ve 399 sayılı Kamu İktisadi Teşebbüsleri Personel Rejiminin Düzenlenmesi ve 233 Sayılı Kanun Hükmünde Kararnamenin Bazı Maddelerinin Yürürlükten Kaldırılmasına Dair Kanun Hükmünde Kararname, 14/7/1965 tarihli ve 657 sayılı Devlet Memurları Kanunu, 4/7/2001 tarihli ve 631 sayılı Memurlar ve Diğer Kamu Görevlilerinin Mali ve Sosyal Haklarında Düzenlemeler ile Bazı Kanun ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun Hükmünde Kararname, 13/12/1983 tarihli ve 190 sayılı Genel Kadro ve Usulü Hakkında Kanun Hükmünde Kararname, 18/5/1994 tarihli ve 527 sayılı Memurlar ve Diğer Kamu Görevlileri ile İlgili Bazı Kanun ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun Hükmünde Kararname, 10/2/1954 tarihli ve 6245 sayılı Harcırah Kanunu, 2/4/1987 tarihli ve 3346 sayılı Kamu İktisadi Teşebbüsleri ile Fonların Türkiye Büyük Millet Meclisince Denetlenmesinin Düzenlenmesi Hakkında Kanun, 4/1/2002 tarihli ve 4734 sayılı Kamu İhale Kanunu, 5/1/2002 tarihli ve 4735 sayılı Kamu İhale Sözleşmeleri Kanunu, 8/9/1983 tarihli ve 2886 sayılı Devlet İhale Kanunu, 5/1/1961 tarihli ve 237 sayılı Taşıt Kanunu, 9/11/1983 tarihli ve 2946 sayılı Kamu Konutları Kanunu, 2/1/1961 tarihli ve 195 sayılı Basın-İlân Kurumu Teşkiline Dair Kanun, 7/12/1994 tarihli ve 4054 sayılı Rekabetin Korunması Hakkında Kanun, 24/11/1994 tarihli ve 4046 sayılı Özelleştirme Uygulamaları Hakkında Kanun ile bunların ek ve değişikliklerine ilişkin hükümler”

uygulanmayacaktır.

Aynı şekilde kamu kurum ve kuruluşlarına iş gören alınması ile ilgili mevzuat kurallarından da işletme sorumlu değildir. Bir konunun altını dikkatle çizmek gereklidir; 6741 sayılı Kanunu'nun 8. maddesinin 5. fıkrasının getirdiği hukuki

muafiyetler ve istisnalar TVFY AŞ'ye çok büyük yararlar meydana getirmiştir. Şirket hakkında uygulanmayacak önemli kanunlardan bazılarında değinmek oldukça faydalı olacaktır: İlk olarak; Şirket'in muaf tutulduğu 4054 sayılı Rekabetin Korunması Hakkında Kanun kuralları, mal ve hizmet sektörlerindeki yarışı engelleyici, bozucu veya kısıtlayıcı anlaşma, karar ve eylemleri ve sektöre hâkim olan teşebbüslerin bu hâkimiyetlerini kötüye kullanmalarının önüne geçmek için meydana getirilmiş ve iç piyasada tekeli yapının önüne geçmeyi ve haksız rekabeti ortadan kaldırmayı hedef olarak belirlemiştir (4054 sayılı K m. 1). Şirket'in söz konusu Kanundan hariç tutulması ile Rekabet Kurulu tarafından gerçekleştirilecek değerlendirme ve değerlendirmenin önüne geçilmiş, bu sayede Kanunu'nun üçüncü bölümünde oluşturulan cezai hükümlerden muaf tutulmuştur. Çoğunlukla uluslararası stratejik yatırımlar yapmak ve uzun soluklu riskli anlaşmalara imza atmak için kurulan UVF'lerin iç piyasada da eylemde bulunma imkân ve yetkileri vardır. Bu durumda Türkiye Ulusal Varlık Fonu'nun Rekabet Kanunu hükümlerinden hariç tutularak iç sektördeki istikrarı bozacak şekilde herhangi bir konuda tekel özelliğine bürünme ve özel girişimlerin girişim özgürlüğünün önüne geçme ihtimali bulunmaktadır. Ayrıca yine 4054 sayılı Kanun'da; mal veya hizmetlerin alım ya da satım fiyatının, fiyatı meydana getiren kar, maliyet gibi faktörler ile tüm alım yahut satım ilkelerinin belirlenmesi, mal veya hizmet sektörlerinin paylaşılması ile tüm piyasa kaynaklarının ya da faktörlerinin paylaşılması ya da kontrolü, mal veya hizmetin arz ya da talep oranının denetimi ya da bu hususların sektör dışında oluşturulmasının özellikle önüne geçilmiştir. Bu doğrultuda söz konusu olan bu yasaklardan muaf olan fonun spesifik bir ürün konusunda alım ve esasları belirlemesi veya arz veya talep seviyesini denetlemesi konusunda herhangi bir müdahale veya yaptırım ile yüz yüze gelmeyecektir. İkinci olarak; Şirket, 2886 sayılı Devlet İhale Kanunu ve 4734 sayılı Kamu İhale Kanunu hükümlerinden de muaf tutulmuştur. Öncelikle Devlet İhale Kanunu'nun 1. maddesinde; daire ve idarelere bağlı döner sermayeli kuruluşlar ile özel kanunlarla veya özel kanunların vermiş olduğu yetkiyle kurulmuş bulunan fonların; alım, satım, hizmet, yapım, kira, trampa, mülkiyetin gayri ayni hak tesisi ve taşıma işlerini nasıl yapılacağı hususunun Maliye Bakanlığınca hazırlanarak Bakanlar Kurulunca çıkarılacak yönetmelik ile belirleneceği düzenlenmiştir. Ayrıca söz konusu Kanun;

gereksinimlerin en doğru şekilde, uygun hususlarla ve tam zamanlı olarak giderilmesi ve ihalede netlik ve yarışın oluşturulması prensibine binaen; ihale aşamasına dair birtakım yeni düzenlemelere yer ayırmıştır. 6741 sayılı Kanunu'nun genel gerekçesinde açıklandığı gibi UVF ekonomik sektörlerin esnek ve faal tarzı gereği spesifik hariç tutulmalara sahip olsalar da Devlet İhale Kanunu'nda tahmin edilen süreçlerin ihale aşamasındaki yarışı ve şeffaflığı yaratıp en iyi olana varılmasının önemine dikkat gösterilmelidir. Türkiye Ulusal Varlık Fonu Şirketi'ni Devlet İhale Kanunu'nun kanunlarından muaf tutmak, ihale açısından oldukça önemli olan çok sayıdaki konuyu bütünüyle işletmenin inisiyatifine bırakmak demektir. Bunun sonucunda; ihalenin isteklilerinde aranacak özelliklerin yanında, uygun bedelin belirlenmesi ya da ihale yöntemlerinin değiştirilmesine ya da hangisinin uygulanacağına ilişkin olarak 2886 sayılı Devlet İhale Kanunu ile bağlı olmadan eyleme geçebilecektir. Bu çıkarıma karşın ise; 17.10.2016 tarihli Bakanlar Kurulu'nun "TVF Yönetimi Anonim Şirketinin Yapısına ve İşleyişine ilişkin Usul ve Esaslar Hakkında Karar"ın 5. maddesinde ifade edilen eylem prensiplerinde işletmenin yöneticilerinin 3. kişiler ve kendileri hakkında iskonto veya benzeri fayda sağlayamayacakları hususunun düzenlenmiş olduğu belirtilse de, gelecekte bu tarz bir ihtimalin sonucunda Şirketi, Devlet İhale Kanunu'nun 83. madde ve devamında düzenlenen hukuki ve cezai sorumluluk hükümlerinin dışına çıkarılması tartışılabilir. Buna benzer şekilde yine aynı konular; kamu hukukuna tâbi olan veya kamunun kontrolü altında bulunan veyahut kamu kaynağı tercihe eden kamu kurum ve kuruluşlarının gerçekleştirecekleri ihalelerde yerine getirilecek kural ve usulleri oluşturmak maksadıyla ihdas edilen ve yine Şirket'in muaf tutulduğu 4734 sayılı Kamu İhale Kanunu açısından söylenebilir. Kamu İhale Kanunu'nda da ihaleye katılımda yeterlilik kuralları, yaklaşık maliyet uygulaması, ihale prosedürü, ihaleye katılmaktan yasaklama ve cezai hükümler, TVF Yönetimi Anonim Şirketi ve Şirketin kuracağı diğer Şirketler ile alt fonlara uygulanmayacaktır. Bu noktada Devlet İhale Kanunu açısından dile getirdiğimiz endişelerimizi bu Kanuna yönelik getirilen istisna açısından da yinelemek istiyoruz. Şirket hakkında 6741 sayılı Kanunda tanınan diğer bir istisna da, Şirket tarafından kurulacak varlık kiralama şirketleri 28/3/2002 tarihli ve 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanunun 7/A maddesi çerçevesinde kurulan varlık kiralama şirketlerine tanınan tüm

hak, istisna, indirim ve muafiyetlerden yararlanması ve varlık kiralama şirketleri, ihraç etmiş oldukları menkul kıymetlere ilişkin, ihraççıların tabi olduğu Borsa İstanbul Anonim Şirketine ödenmesi gereken kayıt ücreti ve kotasyon ücretinden muaf tutulmasıdır (Aktaş, 2017: s. 57-60).

3.5. TÜRKİYE VARLIK FONU'NUN YATIRIMI VE DİĞER FONLAR İLE OLAN İŞ BİRLİĞİ

UVF, kamunun sahip olduğu birtakım ekonomik değerlerden meydana gelen ve bu değerleri spesifik bir idare algılayışıyla tasarruf eden; stratejik piyasa ya da projelere uzun soluklu kaynak oluşturmayı, ekonomik refahı sürdürülebilir bir duruma getirmeyi ve esasen de yeni kuşaklara kaynak devretmeyi hedefleyen yapılar şeklinde açıklanabilirken, esasen bu kavramın herkes tarafından kabul gören bir tanımının yapılması bir hayli zordur. Bu zorluk kavramın içinde birtakım olguları içermesine rağmen, bu unsurların ülkeden ülkeye farklılık arz etmesinden oluşmaktadır. Yine bu kavramın isimlendirilmesi bakımından uluslararası çerçevede çoğu zaman “Sovereign Wealth Funds” terimi kullanılsa da literatürde bu kavram yerine; devlet refah fonu, ulusal yatırım fonu, ulusal refah fonu, egemen varlık fonu, ülke yatırım fonu, ya da bağımsız varlık fonu gibi ifadelerin kullanıldığı da görülmektedir. UVF literatürde ve birçok uluslararası oluşumlar tarafından; “döviz varlıklarının finanse ettiği ve varlıkları resmi rezervlerden hariç bir şekilde idare edilen devlet yatırım aracı”, “çeşitli makroekonomik amaçlar için oluşturulmuş olan ve hükumete ait yatırım fonları”, “özel amaçlı yatırımlar için kurulan hükumete ait fonların tamamı”, “çeşitli finansal varlıklara yatırım gerçekleştirerek gelirini yükseltmeyi amaçlayan, hükümetin sahipliği ve yönetimi altında işleyen fon”, “cari işlemler fazlası vermekte olan ülkelerin yabancı para rezervlerindeki artışın meydana getirdiği rezerv birikimini değerlendirme isteğinden meydana gelen bir olgu olarak, temel olarak bir havuzu meydana getiren bu rezervlerle finanse edilen devlet denetimindeki yatırım kurumları”, “Çeşitli yerli veya yabancı menşeli finansal varlıklara yatırım yaparak kazanç sağlamak suretiyle ülkenin genel refah seviyesindeki artışa katkı amacıyla kamusal sermayeli, kamunun sevk ve yönetiminde meydana getirilen fonlar”, “Ulusal refah fonu, büyük oranda diğer ülke varlıklarına yatırım yapan, kamu sahipliğindeki veya gözetimindeki finansal varlık havuzu”, “bütünüyle devlet kontrolünde kurulan, sorumlulukları belirli bir düzeyde

bulunan veya bulunmayan, çok fazla tehdit toleransı olan, uzun soluklu yatırımcılar” şeklinde açıklanmıştır (Aktaş, 2017: s. 43-44)

3.6. TÜRKİYE VARLIK FONU'NUN EKONOMİYE ETKİLERİ

26 Ağustos 2016 tarihinde Resmi Gazete’de ilgili kanunun yayınlanmasından sonra TVF oluşturulmuş ve çok sayıda kamu varlığı (THY, Türk Telekom, Ziraat Bankası, Halk bankası, Vakıfbank, TPAO, BOTAŞ, PTT, TÜRKSAT, Borsa İstanbul, Platform AŞ, Türkiye Hayat Emeklilik Milli Piyango, TCDD, ETİ Maden, Türkiye Denizcilik İşletmeleri, ÇAYKUR, Türkiye Jokey Kulübü ve Kayseri Şeker Fabrikası’ndaki kamu payları ile mülkiyeti devlete ait çeşitli taşınmazlar) bu fona geçmiştir. Dünyada önemli prototiplerden ayrı olarak cari işlemler ya da bütçe fazlası değerlendirilmeden meydana getirilen bu fonun kanunla tanınmış çok sayıda muafiyetinin olması (kurumlar ve gelir vergisinden, belediyelere ödenecek çeşitli vergi ve harçlardan, borsadaki kayıt ve kotasyon ücretlerinden muafıt; ayrıca ihale, devlet memurları ve özelleştirme kanunlarına tabi değildir) ve kamu kaynaklarının Sayıştay denetiminden çıkarılması kamuoyunda ciddi eleştirilere neden olmuştur (Güçlü, 2018: s. 45).

İstikrar amacının yalnızca gerekçede yer alması, kanun metninde yer almaması bir yan amaçtır. TVF’ nin, daha çok son yıllarda gelişmekte olan ülkelerde oluşturulan kalkınma fonları ile aralarında olan benzerlikler de söz konusu bu fonun süreklilikten çok *kalkınma ve büyüme*³ hedefli olacağını göstermektedir. Bahsedilen benzerlikler aşağıdaki gibi sıralanabilir (Kayıran, 2016: s. 73);

- Cari işlemlere ya da bütçe fazlasına dayanmamaktadırlar,
- Borç sermayesinden yararlanmaktadırlar (TVF’ ye de hazineden izin alınmadan yurtiçinden ve yurtdışından borçlanma izni verilmiştir),
- Çoğu zaman yurtiçinde yatırım gerçekleştirmektedirler. Özel olarak altyapı yatırımlarını tercih etmektedirler.

³ büyüme ile kalkınmanın aynı anlamda kullanılmasının (yanlış fakat) yaygın bir tutum olması ve gerekçe metninin başlarında UVF’ler tanıtılırken “kalkınmanın lokomotifini oluşturan reel sektör yatırımlarına, stratejik sektör, şirket ve projelere uzun vadeli kaynak sağlanması yoluyla kalkınmanın hızlandırılması, ekonomide sürdürülebilir büyüme oranlarının yakalanması ve ekonomik istikrarın sağlanması amaçlanmaktadır” şeklinde bir ifadenin yer alması nedeniyle temel amaçlardan birinin büyüme-kalkınma olarak ifade edildiğini söyleyebiliriz (Kayıran, 2016: 72-73).

TVF şimdiye dek oluşturulmuş varlık fonlarından ayrı bir tarza sahiptir. Dünyadaki varlık fonları; doğal kaynak (doğalgaz, petrol) açısından zengin ekonomilerde, tasarruf fazlası veren ekonomilerde, ya da döviz rezervi güçlü olan ekonomilerde kazanılan ekonomik fazlalıkların yeni kuşaklar için de kullanılabilir olmasının sağlanması hedefiyle oluşturulmuştur. Türkiye’de ise bu durum değişkenlik göstermektedir. Türkiye ekonomisinde tasarruf açısından fazlalık söz konusu değildir bunun aksine bütçe açığı ve cari açık veren bir ülke olması nedeniyle; varlık fonu olarak değil bir kalkınma fonu olarak özellik göstermektedir (Alagöz ve Ceylan, 2019: s. 186).

UVF’lerin dünya çapında en fazla tercih edildiği alanlar yatırımların finansmanıdır. UVF’lerin tasarruf açısından yetersiz olan ülkelerde dış kaynak sağlama yollarının artırılması, söz konusu ülkeye yabancı yatırımların getirilmesi ve içinde olan fon genişliği ile sosyo-ekonomik kriz süreçleri olmak üzere ilk müdahalelerle yatırımların sürekliliğinin oluşturulması gibi görevleri de vardır. Tüm bu bilgiler ışığında 2008 krizinde Türkiye’nin ekonomisinde meydana gelen problemlerin büyük çoğunluğu UVF’lerin yukarıda sayılan fonksiyonlarına benzer şekilde çözülmesi açısından prototip olabilir. Şöyle ki 2008 krizi boyunca kamu kurumları hükümetin aldığı tedbirlere ek olarak piyasayı desteklemeye devam etmişlerdir. Kriz nedeniyle yaşanan likidite sıkıntısının üstesinden gelmek için kamu bankaları bu anlamda gerekli destekleri vererek, verdikleri kredileri tekrar talep etmemişler üzerine bu anlamda sektörü fonlamaya devam etmişlerdir. Bu vesile ile batmanın eşiğinde olan birçok şirket ekonomiye geri kazandırılmış, yatırım ve üretimlerinin sürekliliği devam ettirilmeye çabalanmıştır (Kavcıoğlu, 2018: s. 103).

3.7. TÜRKİYE’DE VARLIK FONUNUN GELECEĞİ VE DÜNYA ÖRNEKLERİYLE DEĞERLENDİRİLMESİ

Küresel yarışın her alanda olduğu gibi, ekonomik olarak hakkı olanı alma rekabetinde olan UVF’ler de de var olması kaçınılmazdır. Bu sebeple global ekonomik krizin olduğu bir zamanda söz konusu fonların başarılı olma yolculuğuna dair UVF yöneticileri toplanarak Ekim 2008’ de bu tür fonların uyum göstermesi gerekli olan özellikleri Santiago ilkeleri başlığı altında yayınlamışlardır (IWG, 2008).

TVF Yönetimi Anonim Şirketi ve Türkiye Varlık Fonunun hukuki temelinde Santiago Prensiplerinin birkaçını görebiliriz. Ancak biraz daha geniş bir yaklaşımla TVF Yönetimi Anonim Şirketi gibi hedefleri bulunan ve kendilerine bağlı olan UVF'leri meydana getiren işletmelerin (bağımlı olmayan ve profesyonel bir esas taşıyan Santiago İlkeleri nezdinde) yönetilme gerekliliği hususundaki esas tavsiyeler aşağıdaki gibidir. Bu noktada tavsiye verilen kuruluşları temsil etmesi açısından genel bir tabir olarak UVF kısaltması tercih edilmiştir (Yazıcı, 2017: s. 96-98):

- *Yatırım yöntemleri net bir şekilde ifade edilerek halka bildirilmelidir. Bu yöntemler ve yatırım teknikleri arasındaki tehlike toleransı uyumlu olmalı ve yönetimi sağlam portföy esaslarından meydana gelmelidir.*

- *Mali tabloları ve eylemleri uluslararası ya da ulusal ekseninde kabul edilmiş kontrol standartlarına göre düzenli olarak her sene kontrol edilmelidir.*

- *İş ve etik standartları net bir şekilde ifade edilmeli ve bütün iş görenler tarafından bilinmesi gereklidir.*

- *Hedefleri yönünde üçüncü kişilerle oluşturacağı diyaloglar, mali ve finansal esaslara uzanmalı ve net bir şekilde oluşturulmuş kural ve yöntemleri izlemelidir.*

- *Yurtdışındaki eylemleri de ilgili olan ülkelerde geçerli olan bütün kontrolcü ve düzenleyici yasalara uyumlu olarak devam ettirilmelidir. Bu sayede daha çok ülkelerarası kara para eylemlerinin denetlendiği bir dünyada şüphe altında kalmasının önüne geçilmiş olur. En sonunda saydamlık prensiplerine uyarak çalışan UVF' nin, global finansal sabitlikte olması hem de payını yükseltmesi olağan olacaktır.*

- *Haksız yarış oluşturmamalı, ayrıcalıklı durumundan faydalanmamalı ya da devletin konumunda ve etkisinden yararlanmamalıdır.*

- *Hissedar sahipliği haklarını, öz sermaye yatırımlarının değerini korumanın esas bir faktörü olarak görmelidir. Bir UVF sahiplik haklarını kullanmayı tercih ederse, bunu yatırım yasaları ile uyumlu ve yatırımlarının mali değerini koruma hedefli yapmalıdır.*

- Operasyonlarının tehditlerini açıklayan, gözden geçiren ve idare eden bir esasa sahip olmalıdır.

- Risk yönetimi, güvenilir enformasyon ve zamanında bilgilendirmeyi içine almalıdır. Bu raporlama düzenleri kabul edilebilir değişkenler ve ilgili tehditler ekseninde, denetleme ve teşvik işleyişlerini, tavır kurallarını, görev devamlılığı düzenlemesini ve bir bağımsız kontrol işlevinin uygun tarzda takip edilmesini ve idare edilmesini sağlamalıdır.

- Hukuki eksende oluşturulan amaçlar ile uyum göstermeli ve bunlara varmayı teşvik edecek bir sınırdan yapılandırılmalıdır.

- Hedefleri netleştirmeli, net bir şekilde açıklanmış süreçlere uygun bir şekilde yönetim kurulu mensuplarını atamalı ve eylemleri üzerinde bağımlı olmayan gözlem ve kontrol yapılmalıdır.

- Yönetim kurulu, yetkilerini gerçekleştirmek için spesifik bir tasarruf hakkı ve yeterli bir görev ve liyakatte olmalıdır.

- Operasyonel idareyi, teknikleri bağımlı olmayan bir tarzda ve net bir şekilde ifade edilmiş yükümlülüklerle uyumlu olarak uygulanmalıdır.

- Hukuki esas nitelikleri ve diğer devlet kuruluşlarındaki hukuki ilişkisi halka bildirilmelidir.

- Eylemlerinin, ülke içi makroekonomik seviyeleri etkileyeceği zamanlarda, bu kurallarla istikrarını oluşturmak için otoriteler arasında uyum yaratılmalıdır.

- Finansman ve harcama eylemlerinin, halka ifade edilmiş kuralları, kuralları, aşamaları olmalıdır.

- Performansı ile alakalı rakamsal veriler, zamanında gereken yere iletilmelidir.

- Amaçları eksenindeki operasyonel bağımsızlık oluşturulmalı ama hesap verebilirlik de olmalıdır.

- Eylemleri ile ilgili hesap verebilirlik noktası ilgili kanunda, şartnamede, diğer yapısal belgelerde ya da yönetim anlaşmasında net bir şekilde ifade edilmelidir.

- Eylemleri ve performansı ile ilgili yıllık rapor ve beraberindeki mali tablolar, zamanında ve tanınan uluslararası veya ulusal muhasebe şartlarına uyumlu olarak istikrarlı bir biçimde hazırlanmalıdır.

Ulusal Varlık Fonu Enstitüsü (SWFI) resmi internet adresinde mevcut olan UVF kapsamı; Resmi Döviz İşlemleri, Hükümet Transfer Ödemeleri, Ödemeler dengesi fazlası, Özelleştirme gelirleri, Mali fazlalar, Kaynak ihracatından meydana gelen ya da makbuzlardan ortaya çıkan hükümet önderliğinde olan varlık fonu ya da kuruluşudur. Ulusal Varlık fonu ifadesine, para politikası ya da geleneksel ödemeler dengesi hedefleri için para liderleri öncülüğünde tutulan döviz rezervi varlıkları, Devlete ait şirketler (KİT'ler), Devlet-çalışan emeklilik fonları (personel/işveren desteğiyle finanse edilen) ya da kişilerin faydasına idare edilen varlıklar içinde değildir. Açıklama değerlendirildiğinde, açıklamanın içinde olan ve olmayanlar detaylarıyla ifade edilmiştir. O zaman tüm bunlar sırayla değerlendirildiğinde TVF, bir ödemeler dengesi fazlasına, resmi döviz işlemi fazlasına, devlet transfer ödemeleri fazlası, mali fazla, kaynak ihracı geliri fazlasına sahip değildir. Fakat TVF, özelleştirilmesi için Özelleştirilme Yüksek Kurulu'na devredilen kamu varlıklarının aktarılmasıyla meydana getirilmiştir. Bu noktada açıktır ki, bütünsel varlık fonu açıklamasını TVF bütünüyle karşılamamaktadır. N. Roubini Ekonomist ve IMF'nin Türkiye Şefi Başkanı; TVF için tercih edilen sıralamayı aldatıcı olarak değerlendirmiş “devlet varlık fonlarının genelde kamu tasarruflarını çoğunlukla yurtdışındaki yatırımlarda değerlendiren ipoteksiz bir sermaye havuzu” aynı zamanda TVF için hükümet kalkınma fonu kelimesinin daha yerinde olacağını ifade etmiştir. IMF' nin 2008' de yaptığı bir araştırmada hedefleri açısından varlık fonu sıralamalarını beş kısma bölmekte, 2011 tarihinde gerçekleştirilen daha yeni bir araştırmada ise dörde bölerek kalkınma fonlarını bölümlendirmesine dahil etmemektedir. TVF' ye en yakın sınıf olarak birtakım verilerde UVF bölümlendirmesinde yer almayan Ulusal Kalkınma Fonları (UKF) gösterilmektedir. UKF'ler, esas yapısı itibari ile varlık fonlarına yakınlık arz etmekle beraber döviz ya da tasarruf ekstrasına sahip olmayan ülkelerde de oluşturulup ve ülkeye yatırım

gerçekleştirmesi ile UVF'lerden ayrılmaktadır. Hedeflerinde ifade edilen karşılıklı olarak tutarsız açıklamalar ve fon kaynaklarının değişkenliği, TVF'yi geleneksel varlık fonlarından ayırtmaktadır. Kuruluş yasasında “Yurtiçinde kamuya ait varlıkları ekonomiye kazandırmak ve dış kaynak temin etmek” şeklinde ifade edilen varlık fonunun hedefleri daha çok fonun finansmanının ya da gerçekleştireceği ifade edilen altyapı yatırımlarının finansmanının nasıl oluşturulacağına parmak basıyor denilebilir. Hedef büyüme ise fonun uzun soluklu, tehdit içerikli ve likiditesi olmayan varlıklara doğru kayması uygun iken süreklilik hedefli bir fonun aksine kısa soluklu az riskli ve likit varlıklara yatırım gerçekleştirmesi tahmin edilebilir. TVF'nin ilerleme ve süreklilik hedefini beraber yapması talep edilirse bu hedefleri yapmaya yönelik yatırım taktiklerinin birbiriyle çakışması muhakkaktır. Hedefler, döviz rezervi fazlalığı olan ülkelerde; bu fazlalığın geliri arttırmak ve yeni kuşaklar için refahı yükseltmek, ekonomi yelpazesini genişletmek, sadece bir pazara olan bağımlılığı düşürmek, sosyal projelere destek olmak gibi daha kolay ve açık özelliktedir. TVF'ye bir büyüteç ile bakılacak olursa çok fazla amaç olması, karşılıklı olarak uyumu kurmanın zor olduğunu göstermektedir (Sasa, 2019: s. 137-140).

3.8. VARLIK FONLARININ ETKİNLİĞİNE İLİŞKİN İLGİLİ LİTERATÜR

Yamak ve Saygın (2019) çalışmasında, Türkiye'nin güç potansiyeli göz önüne alınarak “Ekonomi diplomasisi” aracı olarak varlık fonu uygulaması değerlendirilmiştir. TVF'nin arkasında bulunan güçlü siyasi irade ve kendisine devredilmiş olan finansal varlıkların büyüklüğü göz önüne alındığında, Türkiye Cumhuriyeti'nin küresel ve bölgesel vizyonuna yol göstermektedir. Kuruluş kanununun sebeplerinde bir “dış politika enstrümanı” olduğu konusuna değinilmişse de organizasyonel oluşumunun yavaş bir şekilde devam etmesi, hukuki iş tanımının çok sınırlı olması, araç ve ilişki şekillerinin açıklanmaması gibi engelleri sebebiyle beklenen amacın bütünüyle gerçekleşmemesi tehdidi vardır. Bu bağlamda ilgili çalışmaya göre Türkiye Varlık Fonu'nun salt bir ekonomi politikası aracı olarak görülmemesi, uygulamada daha geniş kapsamlı ve sonuç odaklı stratejilere odaklanmasının isabetli olacağı değerlendirilmektedir.

Gouett (2020), bir ülkeyi ilk UVF yaratmaya iten makroekonomik şartları değerlendirmiştir. Panel regresyon testi gerçekleştirilen araştırmada, 1970-2017

yılları arasında 214 ülke analiz içine alınmıştır. Bu ülkelerden 168' i UVF sahibi değildir, 46'sı UVF sahibi olacak tarzda belirlenmiştir. Sonuçta maden ihracatının büyük bir kısmını meydana getiren ülkeler, yakıt, maden cevheri ve UVF meydana getirme ihtimalinin en yüksek olduğu ülkelerdir. Bunlara ek olarak, GSYH ilerlemesi ile UVF yaratılması arasında matematiksel olarak anlamlı ve olumlu bir diyalog bulunmaktadır. Bunun haricinde araştırmada, uluslararası rezerv kapasitesinin UVF yaratmada istatistiksel olarak değerlendirildiğinde anlamlı bir bütünün olmadığı sonucuna varılmıştır.

Konukman ve Şimşek (2017) araştırmasında ilk olarak kısa bir tarihsel geçmişe değinilmiştir. Sonrasında UVF'lerin kategorize edilmesi ve global ekonomideki konumları değerlendirilmiştir. Sonrasında, bir ulusal varlık fonu çeşidi olarak son yıllarda yükselişte olan ulusal kalkınma fonlarının fonksiyonlarına değinilmiştir. Son olarak ise yeni kurulan TVF üzerine bir analiz gerçekleştirilmiş ve araştırmanın daha önceki bölümlerinde gerçekleştirilen kategorizasyon çerçevesinde TVF' nin ne çeşit ulusal varlık fonu olduğu üzerine tartışılmıştır.

Şahin (2017), ulusal varlık fonu dinamiği dünyadaki örnekler değerlendirildiğinde ayrıntılı olarak ifade edildikten sonrasında Türkiye Varlık Fonu'nun esasları ve hedefleri değerlendirilip kamu maliyesi noktasından olası etkileri ve meydana getireceği sonuçlar gözden geçirilip bir sonuç çıkarmaya çalışmıştır. Sağlam, istikrarlı ve başarılı bir kamu maliyesi için varlık fonunun bir fırsat mı yoksa bir tehdit mi olduğu sorusuna cevap aramaya çalışılmış buna yönelik açıklamalar yapmıştır.

Candelson, B., Kerkour, M. ve Lecourt, C. (2011), araştırmada UVF yatırımlarının makroekonomik oluşturucularını deneysel açıdan değerlendirmiştir. Demokrasi ve yönetim gibi yapısal makroekonomik unsurların etkisinin değerlendirmesine hedeflenen araştırma, 1989-2011 döneminde 73 farklı ülkedeki varlık fonunun yatırım esnasında bu unsurları değerlendirip değerlendirmedini araştırmaktadır. Araştırma; Kuzey Amerika ve Avrupa ülkelerinde döviz kuru sürdürülebilirliğinin yönetim ve demokrasi için ciddi bir önem taşıdığını açıkça ortaya koymaktadır.

Bertoni ve Lugo (2013)'nin yaptığı araştırmada yeterli portföy sınıflandırması, üç farklı istatistiksel testle Gintschel ve Scherer esasına dayanarak, stratejik varlık dağılımının global ve yerel anlamda uygunluk içereceği durum arasındaki farklılık belirlenmeye çalışılmıştır. Bu araştırma, 2002-2005 dönemini içermekte ve dünyadaki en büyük varlık fonu olan Norveç Devlet Emeklilik Fonu'nu bir vaka çalışması olarak değerlendirmektedir. Norveç Devlet Emeklilik Fonu, varlık dağıtım taktiklerinin oluşturulmasında, petrol gelirleriyle ilişkili tehdit çeşitliliği temeline oturmaktadır. Ampirik sonuçlar Norveç Devlet Emeklilik Fonu'nun stratejik varlık dağılımını, Norveç'in petrol rezervlerine bağlı risk farklılığını önemseyerek yerine getirdiğini göstermektedir.

Yayla (2019) tarafından gerçekleştirilen araştırmada, 1816 yılında kurulan *Crédit Mobilier*' den şu ana UVF'lerin ekonomik ve politik tarihsel gelişimi değerlendirilmiştir. Buna ek olarak UVF'lerin kuruluş amaçları, işlevleri, kaynakları ve kontrolü değerlendirilmiş ve Türkiye'de kurulmuş olan ulusal varlık fonunun nitelikleri değerlendirilerek ekonomiye sağlayacağı olumlu ve olumsuz yanlar incelenmiştir.

Karasioğlu ve Göktürk (2017) tarafından varlık Fonlarının genel nitelikleri ve türleri değerlendirilmiş ve Türkiye Varlık Fonunun iş yapma taktiği değerlendirilmiştir. Türkiye'de Varlık Fonu'nun tarihi şu an için yeni olduğundan seneler ilerledikçe eyleme geçirilecek taktiklerde farklılıklar meydana gelebileceği ve yakın şekilde Varlık Fonu'na ait istatistiksel ve ekonometrik değerlendirmelerin uygulanabilmesi için bir zamanın geçmesi ve sayısal enformasyonların paylaşılması gerektiği sonucuna ulaşılmıştır.

Beken ve Baltacı (2019) çalışmasında, var olan UVF' ler ve Türkiye Ulusal Varlık Fonu' ndan oluşturdukları yararlar ve meydana getirdikleri giderlere bu araştırmada yer verilmiştir. Yatırım kararlarının ekonomik değil politik güdülerle gerçekleştirilmesi, UVF' leri sıkıntılı noktaya getiren hususlardan biri olduğu göz önünde bulundurularak saydamlık seviyelerinin yüksek olmaması, piyasa verimsizliklerine sebebiyet vermesi ve korumacı politikaların eyleme geçirilmesine neden olması karşılaştığı eleştirilerin ilk basamağında gelmektedir. Hükumete ait olmaları sebebiyle yöneltilecek eleştiriler, esasen konuyu hukuki iktisat içerisinde değerlendirmesi gereken hükümet-piyasa ikilisine getirmektedir. Yaşadığımız çağın

hakim neo-liberal kuralları altında; UVF' ler hükümet ve piyasa arasındaki çizgilerin çizilmesi, hükümet ve sektör arasındaki güç diyalogunun nereye doğru ilerlediğinin değerlendirilmesi bakımından önemli bir değerlendirme faktörü olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Yaman ve Yereli (2019), UVF' lerin faaliyetlerini politik açıdan kontrol etmiş, akabinde UVF' lerin 2007-2008 global finans krizindeki rolü ve var olan krizin varlık fonlarına etkisini değerlendirmişlerdir. Bunlara ek olarak araştırmada, UVF' lere yönelik küresel eksenindeki reaksiyonlar ile UVF yatırımlarının oluşturucuları ve söz konusu yatırımların etkilerine dair sonuçlar değerlendirilmiştir. Sonuç olarak hem siyasi faktör ve etkilerin hem de iktisadi motivasyonların bu tarz fonların etkinliklerinde ve yatırım eylemlerinde etkili olduğu, bunların yanında UVF'lerin yatırım yaptıkları işletmelerin performansını pozitif olarak etkilediği ve işletmelerin faaliyetine yarar sağladığı sonucuna varılmıştır. Tüm bunlara ek olarak araştırmaya göre, UVF'lerin gerçekleştirdiği yatırımlar, finansal sektörlerin faaliyetini de olumlu olarak etkilemekte ve finansal sektörlerde istikrarı oluşturmaktadır.

Mohaddes ve Raissi (2017), araştırmalarında 1981-2014 dönemini içeren ve emtia kaynaklı 69 varlık fonunun olduğu ülkelerden meydana gelen bir örnekle, emtia ücretlerindeki istikrarsızlığın uzun soluklu iktisadi ilerleme üzerindeki etkisini değerlendirmişlerdir. Araştırmada ekonometrik değerlendirme olarak barro kesitsel regresyon yaklaşımından faydalanılmıştır. Ulaşılan sonuçlar, UVF' ye sahip olmanın fiyat stabilizasyonundan kaynaklı negatif etkileri düşürebileceğini gözler önüne sermektedir. Ülkeler UVF gibi gelecek vadeden örgütler meydana getirerek ya da diğer fonlar gibi kısa soluklu sistemleri özümseyerek emtia fiyatlarındaki stabilizasyonsuzluğu engelleyebilmektedir.

Durdu (2018) çalışmasında TVF uygulaması olarak Sinapur Temasek Holding'i incelemiştir.2010 yılından sonra Türkiye, Hindistan, Romanya ve Bangladeş gibi ülkelerde de aynı şekilde hükümete ait iktisadi şirketler, taşınmazlar ve borç alma kaynağı kullanılarak varlık fonu oluşturulmuştur. Bu tarz varlık fonlarına "holding varlık fonu" tabiri yerinde görülmektedir. Kontrol ve saydamlık konusunda Temasek Holding dünyada kabul gören şeffaflık sınıflandırmalarından yüksek puanlar aldığı TVF' nin ise şu an için bu derecelendirme kategorisinde yer

almadığı görülmüştür. Yine kamuoyu kontrolünü oluşturma adına, TVF' nin yıllık olarak faaliyet raporu yayımlaması mecburi iken şu ana kadar hiç yayınlanmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Akyol ve Hayaloğlu (2017), kurumsal iktisadi fikirden yola çıkarak, son yıllarda rakamları hızla yükselen varlık fonlarının kurumsal oluşturucularını denemek için UVF' si olan 5 ülke (Şili, Avustralya, Singapur, Güney Kore ve Yeni Zelanda)' yi değerlendirmiştir. 2006-2015 arası dönemi içeren araştırmada dinamik panel veri modeli tercih edilmiştir. Deneysel değerlendirmelerden sağlanan verilerde kurumsal mekanizmanın bir göstergesi olarak iki değişik değişkenin tercih edildiği araştırmada, kurumsal düzen ve ülkelerin varlık fonlarının kapsamı arasında önemli bir ilişki bulunmuştur. Bu ekseninde ülkelerdeki düzenleyici kalite ve demokratik sorumluluk göstergesindeki bir düzelmeye varlık fonu seviyesini pozitif olarak etkilemektedir.

Deventer, K.L., Han, X. ve Malatesta, P. (2009), Amerika ile Amerika haricindeki belirlenmiş olan birtakım şirketlerde 1996-2008 döneminde 47 hisse senedi satışıyla 1987-2008 döneminde 196 hisse senedi alımı incelenerek UVF' ler tarafından satın alımdan sonraki tahvil fiyatlarındaki değişim deneysel (ampirik analiz) olarak ele alınmıştır. Araştırmada, UVF hisse alımlarının yatırım yaptığı şirketlere pozitif tesirlerinin bulunduğu, aksine hisseleri satılmış olan şirketler içinse ciddi derecede negatif tesirlerinin bulunduğu neticesine varılmıştır.

Sun ve Hesse (2009), UVF' lerin hisse senedi piyasalarının üstündeki tesirini analiz etmiştir. Araştırma 1990-2009 senelerini içeren dönemde UVF' lerin gerçekleştirdiği kamuya açık 166 yatırımla elden çıkarmaları içermektedir. Deneysel araştırmanın sonuçları çerçevesinde, UVF' lerin hisse senedi piyasalarının üstündeki önemli bir istikrarsızlaştırıcı tesirinin olmadığı belirlenmiştir.

Heaney vd., (2011) tarafından yapılan araştırmada Singapur hükümetince ulusal varlık fonu şeklinde kurulmuş olan Temasek Holding'in yatırımla ilgili davranışları ele alınmıştır. Araştırmada, ortalama farklar, logitle tobit analizlerine yönelik olarak "T testi" uygulanmıştır ve 2000-2004 dönemine yönelik olarak 150 halka açık firma incelenmiştir. Araştırmada Temasek Holding'in yatırımlarının, nispi olarak düşük riske sahip olan şirketlerde artışların olduğu neticesi elde edilmiştir.

Johan vd., (2013), 1991-2010 arasındaki dönemde tüm dünyada 424 firmada 19 UVF yatırımlarını probit modeli ile ele almıştır. Neticeler, öteki kurumsal yatırımcılar vb. UVF'lerin de özel firma yatırımlarından çok, kamunun kurumsal yatırımlarına daha çok önem vermiş olduğunu ortaya koymaktadır. Fakat söz konusu davranışın iktisadi tesirleri sınırlıdır. UVF'lerle hedef ülkenin arasındaki 2'li politik münasebetlerin zayıf olması halinde, UVF'lerin kamusal sektör yerine özel sektör vasıtalarını seçtiği anlaşılmaktadır. Bunun yanı sıra, UVF'lerce öteki devletlere yönelik yatırımların planlamasında kültür farklılıkları önemlidir.

Megginson vd. (2013) tarafından gerçekleştirilen araştırmada 1985-2011 yıllarında 78 ülkede varlık fonlarınca satın alınmış olan 1590 tahvile gerçekleştirilen ulus ötesi yatırımların milli belirleyicileri incelenmiştir. Sermaye piyasalarının ideal bir düzeye ulaşmadığı devletlerdeki UVF'ler, daha ziyade ulus ötesi yatırımlarda bulunmaktadır. Yatırımcıları uygun politikalar ile koruyan gelişmiş sermaye pazarı olan ülkelerinse, UVF yatırımlarını çekme konusunda daha başarılı olduğu neticesine ulaşılmıştır. Kısacası, araştırmadan sağlanan bulgular UVF'lerin ulus ötesi kurumsal yatırımların kolaylaştırılması konusunda rol aldığı düşüncesini destekler.

Fernandes (2014), panel veri analizine dayalı deneysel araştırmasında, UVF'lerin firma değerleriyle performansları üstündeki tesirlerini incelemiştir. 2002-2007 yıllarını içeren bu araştırmada, 58 devlette 8,000'den çok şirketteki UVF'lerin yatırımları ele alınmıştır. Araştırma, varlık fonlarına gerçekleştirilen yatırımların şirketlerin değerini arttırdığını ve operasyon performanslarına katkı verdiğini göstermektedir. Bunun yanı sıra, UVF yatırımlarını çekebilen şirketlerin sermayeye erişebildikleriyle yabancı ürün piyasalarına girebildikleri gözlenmiştir.

Boubakri vd., (2016), araştırmada kamuya ait şirketlere yatırımda UVF'lerin almış olduğu kararların belirleyicilerini emeklilik fonlarıyla kıyaslamalı olarak incelemiştir. 1991-2011 yıllarında 344 şirketin UVF tarafından hedef ülke şeklinde vasıflandırıldığı ve 663 şirketin kontrol değişkeni şeklinde saptandığı araştırmada, varlık fonu emeklilik fonlarıyla karşılaştırıp varlık fonlarının finans sektörüne yoğun yatırımlar yaptığı neticesine varılmıştır. Buna ilaveten, kanuni ve kurumsal ortamı zayıftır fakat sürdürülebilir ekonomik büyümesi olan devletlerde varlık fonları emeklilik fonlarından daha etkindir.

Murtinu ve Scalera'nin (2016) yaptığı araştırmada yatırım fonlarının sınır ötesi yatırımlarda kullanmış olduğu stratejiler ele alınmaktadır. Araştırmada, UVF yatırımına yeni bir veri seti ilave edilerek hipotez deneysel olarak ele alınmıştır. Kısacası coğrafi konumları çerçevesinde, saydamlık seviyesinin UVF'leri kullanma ihtimalini artırdığı, stratejik endüstrilere yatırım hedeflerininse kurumsal bir vasıta kullanma ihtimalini artırdığını belirlenmiştir.

Diallo vd. (2016) tarafından yapılan araştırmada UVF'lerin Sahra-Altı Afrika'da uzun süreli yatırımlarının görünümü, katkılarıyla belirleyicileri incelenmiştir. Araştırmada, 1985-2013 dönemlerini içeren ve 26 bağımsız varlık fonu yatırımını kapsayan bir veri tabanı tercih edilmiştir. Araştırmanın neticesinde Afrika'ya yatırımda bulunan UVF'lerin önemli bir bölümünün emtia dışı kaynaklardan oluştuğu belirlenmiştir. Bunun yanı sıra deneysel neticeler Afrika fonlarının daha az yerli yatırımda bulunduğunu ortaya koymaktadır.

Martinez vd., (2017), tabii kaynakları (keresteye tarımsal araziler) petrolden kaynaklanan UVF'lerin stratejik varlık yatırımlarına dahil etmenin tesirlerini ele almışlardır. 2006-2007 yıllarının ilk çeyreği için deneysel veriler toplanıp tatbik edilen araştırmada Norveç Hükümet Emeklilik Fonu örnek şeklinde belirtilmiştir. Kısacası, petrol bazlı UVF'lerin stratejik varlık yatırımlarına alternatif şekilde keresteye tarımsal arazileri yatırımlarının ilave edilmesi UVF portföyünün performansı üstünde olumlu bir tesir ortaya koyar.

Braunstein (2017) yaptığı araştırmada 1960-1990 yıllarında Hong Kong ile Singapur'un benzeyen finans baskılarıyla karşılaşma halinde vermiş oldukları tepkileri kıyaslamalı olarak ele almıştır ve bu iki devlette halihazırdaki baskılarla ne kadar UVF yatırımlarının seçildiğini ele almıştır. Kısacası, finans baskısı döneminde firmaları iktisadi bakımdan korumakla finansal olarak kuvvetlendirmek için Hong Kong'un UVF yatırımlarından faydalandığını, Singapur'un da finans baskılarının önüne geçebilmek için özel sektörce gerçekleştirilen yatırımları özendirdiği gözlemlenmektedir.

4.BÖLÜM

VARLIK FONU PORTFÖYÜNDEKİ KURUMLARIN ETKİNLİK DURUMLARI

Bu bölümde TVF portföyüne kısaca değinildikten sonra varlık fonuna devredilen bazı kurumların/şirketlerin varlık fonuna devredilmeden önceki ve devredildikten sonraki durumları grafiklerle açıklanacak olup varlık fonuna devredilmelerinin kurumların etkinliğini etkileyip etkilemediği kuruluşların Aktif Toplamı, Özkaynaklar Toplamı, Dönem Net Karı / Zararı, Finansal Kaldıraç Oranı ve Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı verileriyle açıklanacaktır.

TVF, kuruluş sermayesi olarak 50 milyon TL'yi Özelleştirme Fonundan karşılamış ve %100'ü ödenmiş olan bu sermaye Özelleştirme İdaresi Başkanlığı'na aittir (T.C. Resmi Gazete, 2016). 6741 sayılı “*TVF Yönetimi Anonim Şirketi Kurulması ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun*” un 4. Maddesi uyarınca Bakanlar Kurulu Kararları, Özelleştirme Yüksek Kurulu Kararları ve Kanun Hükmünde Kararnameler yoluyla 2017 yılı içerisinde bazı varlıklar fonun portföyüne aktarılmıştır” (T.C. Resmi Gazete, 2017).

4.1. ETKİNLİK ANALİZİNDE KULLANILAN BAŞLICA VERİLER

Türkiye Varlık Fonu'na devredilen kurumların etkinliğini araştırmak için aşağıdaki muhasebe değerleri incelenmiştir. Bu değerlerden aktif toplam, özkaynaklar ve dönem net karı / zararı kurumların temel muhasebe kalemleridir. Fakat tek başlarına bir kurumun etkinliğini ölçmek için veya bir yatırımcının görüşünü etkilemek için yeterli değildir. Bunun için Oran (Rasyo) Analiz

verilerine ihtiyaç duyulmaktadır. Rasyo analizi bilanço ve gelir tablosundaki kalemlerin birbirleriyle oranlanması ve elde edilen bulgulardan sonuçlar çıkarılması sürecidir (Gümüş ve Bolel, 2017: s. 89). Araştırmanın daha reel sonuçlar verebilmesi için kurumların etkinliğini ölçebilmek için ve yatırımcının görüşünü etkilemek için hem finansal kaldıraç oranı hem de özkaynakların aktif toplamına oranı isimli mali yapı oranları çalışmaya dahil edilmiştir. Çalışmanın daha öz olması için bu 5 veri özelinde kurumların incelenmesi yeterli görülmüştür.

4.1.1. Aktif Toplam

İşletmelerin varlıklarında meydana gelen artış veya azalışların izlendiği hesaplara Aktif hesaplar (varlık hesapları), borçlarında veya öz kaynaklarında meydana gelen artış veya azalışlarının kayıtladığı hesaplara ise Pasif hesaplar (kaynak hesapları) denir (Kaygusuz, Aslan, Kepçe, 2018: s. 50).

$$\text{Aktif Toplam} = \text{Dönen Varlıklar} + \text{Duran Varlıklar}$$

Dönen varlıklar: Nakit (kasa ve banka), bir yıl içinde paraya dönecek varlıklar (alacaklar) ve satılmak üzere alınan varlıklardan (stoklar) oluşmaktadır. Buna göre ticari amaçla elde tutulan, normal faaliyet döngüsü olan, on iki ay içinde paraya çevrilen, satılan ve tükenen, elde tutulan nakit ve nakit benzerleri; dönen varlıkları oluşturmaktadır (Kaygusuz, Aslan, Kepçe, 2018: s. 31).

Duran varlıklar: Paraya dönüş, on iki aydan uzun sürede gerçekleşir ve satmak amaçlı değil işletme faaliyetlerinde kullanılmak üzere alınan varlıklardan oluşur. Normal faaliyet döneminden veya bilanço akşamından bir sonraki bilanço akşamından da daha uzun süreli olan varlıklar, duran varlık olarak sınıflandırılır (Kaygusuz, Aslan, Kepçe, 2018: s. 32).

4.1.2. Özkaynaklar Toplamı

Öz sermaye olarak da isimlendirilen öz kaynaklar; ortakların koymuş oldukları sermaye, sermaye ve kâr yedekleri, geçmiş yıllar kârı veya zararı ve dönem net kârı veya zararından oluşmaktadır. İşletme sahip veya ortaklarının sahip veya ortak sıfatıyla işletme varlıkları üzerindeki hakları öz kaynaklar grubunu oluşturur (Kaygusuz, Aslan, Kepçe, 2018: s. 40).

$$\text{Özkaynak toplamı} = \text{Aktif(pasif) Varlıklar} - \text{yabancı kaynaklar}$$

4.1.3. Dönem Net Karı / Zararı

Dönem sonlarında, sonuç hesaplarında yer alan gelir ve gider hesaplarının aktarıldığı hesaptır. Hesabın kalanı vergiden önceki dönem kârı veya zararını gösterir. Dönem Net Kârı veya Zararı, işletmenin kârından Kurumlar Vergisi ve diğer yükümlülüklerin ödenmesinden sonra elde edilen kar veya uğranılan zarardır. Yatırımcıların asıl dikkat ettikleri kar, işletme faaliyetlerinin nihai sonucu olan dönem net karı veya zararındır (Kaygusuz, Aslan, Kepçe, 2018: s. 70).

4.1.4. Finansal Kaldıraç Oranı

Bu oran, işletmenin aktiflerinin yüzde kaçlık kısmının dış kaynaklarla finanse edildiğini gösterir. Kaldıraç oranı olarak da bilinen bu oran dış kaynak toplamının aktif (pasif) toplamına bölünmesi şeklinde hesaplanır (Çabuk ve Lazol, 2010: s. 212).

$$\text{Finansal Kaldıraç Oranı} = \text{Yabancı Kaynaklar Toplamı} / \text{Aktif Toplamı}$$

Finansal kaldıraç oranının yüksek olması, kredi verenler açısından emniyet marjının dar olduğunu, işletmenin faiz ve borç ödeme açısından zor durumlara düşme ihtimalinin yüksek olduğunu gösterir (Ercan ve Ban, 2009: s. 43).

Batı ülkelerinde “Yabancı Kaynak/Varlık Toplamı” oranının %50’nin üzerine çıkması genellikle bir tehlike işareti olarak algılanmaktadır. Ancak, ülkemiz gibi gelişmekte olan ekonomilerde, öz sermaye sağlanmasındaki kurumsal zorluklar ve işletmelerin varlık yapısı içinde dönen varlıkların payının fazlalığı ve kullanılan teknolojilerin daha çok emek yoğun olması sebebiyle, anılan oranın %50’nin üzerinde olmasını normal karşılamak gerekir. Hatta ülkemizde anılan bu oran genellikle %60’ın da üstündedir (Akgüç, 2011: s. 450).

4.1.5. Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı

Bu oran işletmenin özkaynak (özsermaye) toplamının toplam aktiflere (toplam pasiflere) bölünmesiyle hesaplanır.

$$\text{Özkaynaklar/Aktif Toplamı Oranı} = \text{Özkaynaklar} / \text{Aktif Toplamı}$$

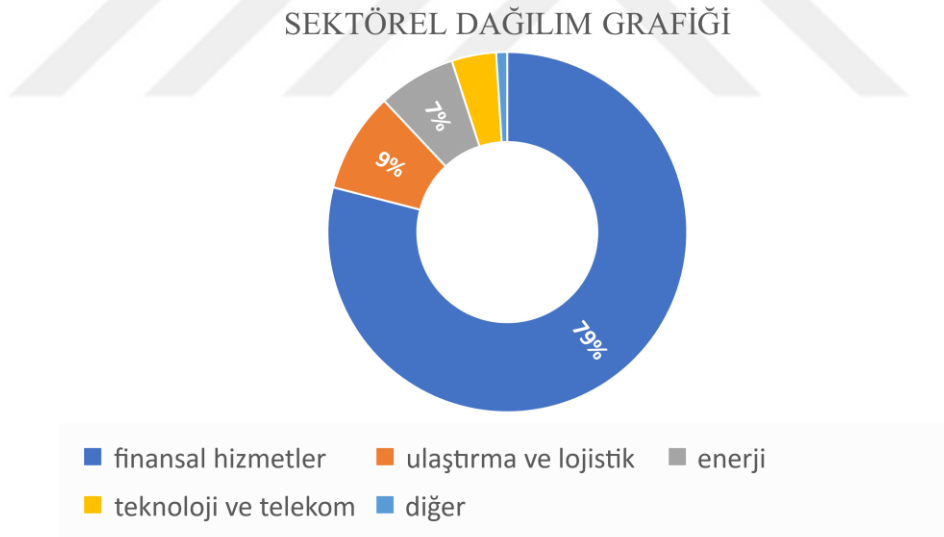
Özkaynakların aktif toplamına oranı varlıkların ne kadarının işletme sahip ve ortakları tarafından karşılandığını ortaya koyar. Başka bir anlatımla, öz kaynakların, toplam kaynaklar içerisindeki yüzdesini gösterir. Oran işletmenin uzun vadeli borç ödeme gücünü gösterir. Oranın yüksek olması işletmenin uzun vadeli borçlarını ve

bunların faizlerini ödemede herhangi bir zorlukla karşılaşmayacağını gösterir. Başka bir ifadeyle, işletmeye kredi verenlerin emniyet marjının yeterli olduğunu gösterir. Bu oranın zaman içerisinde artış eğilimi göstermesi, genellikle yönetimin başarısı olarak değerlendirilir (Akdoğan ve Tenker, 2010: s. 653-654).

4.2. TÜRKİYE VARLIK FONU PORTFÖYÜ

TVF Özelleştirme Fonundan aktarılan 50.000.000 TL'yi kuruluş sermayesi olarak kullanmıştır. Tamamı ödenmiş olan bu sermaye Özelleştirme İdaresi'ne aittir. 6741 sayılı "TVF Yönetimi Anonim Şirketi Kurulması ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun'un 4. Maddesi uyarınca Bakanlar Kurulu Kararları, Özelleştirme Yüksek Kurulu Kararları ve Kanun Hükmünde Kararnameler yoluyla 2017 yılı içerisinde bazı varlıklar fonun portföyüne aktarılmıştır (T.C. Resmi Gazete, 2019).

2016 yılında kurulan TVF, günümüzde 7 farklı sektörden 27 şirket, 2 lisans ve çeşitli taşınmazlardan oluşan varlık portföyüne sahiptir (TVF, 2022).



Şekil 4.1. TVF Portföyünün Sektörel Dağılım Grafiği

Özelleştirme Yüksek Kurulu'nun kararıyla devri gerçekleşenler ise daha önce özelleştirme kapsamında yer alan firmalardır. Bu firmalar belli oranlardaki payları özelleştirme kapsamından Türkiye Varlık Fonu'na aktarılmıştır (Özgül, 2018, 105). Bu firmalardan Türk Hava Yolları AŞ (THY)'nin %49,1'lik kısmı, Türkiye Halk Bankası AŞ'nin %51,11'lik kısmı, Kayseri Şeker Fabrikası AŞ'nin %10'luk kısmı,

Türkiye Denizcilik İşletmeleri AŞ ‘nin %49’luk payı ve TCDD İzmir Limanı’nın kullanım hakkı özelleştirme kapsamında TVF’ye aktarılmıştır. Milli Piyango İdaresinin karşılığı nakit olarak oynatılan Piyango, Hemen-Kazan, Sayısal Loto, Şans Topu, On Numara ve Süper Loto oyunları ile ilgili mevzuat kapsamında izni verilebilecek olan benzer şans oyunlarının lisansları 49 yıllık süreyle Türkiye Varlık Fonu’na devredilmiştir. Bunun yanında Gıda, Tarım ve Hayvancılık Bakanlığına at yarışları düzenleme amaçlarıyla tahsis edilmiş veya fiilen bu amaçla kullanılan taşınmazlar ile üzerindeki yapı ve tesisler de fona devredilmiştir.

Türkiye Varlık Fonu’na devredilmiş kurumların listesi ve Haziran 2022 tarihi itibariyle bu kurumların TVF’ye aktarılmış olan paylarının oranları tablo şeklinde EK-1 olarak çalışmamızın sonuna eklenmiştir.

4.2.1. Finansal Hizmetler

Aktif büyüklüğe göre Türkiye’nin üç büyük ölçekli kamu bankası olan T.C. Ziraat Bankası AŞ, Türkiye Halk Bankası ve Türkiye Vakıflar Bankası TAO ile Borsa İstanbul, TVF portföyündedir. Kamu sigorta şirketlerinin birleşmesinden oluşan Türkiye Sigorta ve Türkiye Hayat Emeklilik de TVF portföyünde yer almaktadır (TVF, 2022).

4.2.2. Ulaştırma ve Lojistik

TVF, Türkiye’nin uzun vadede bölgesel lojistik üssü olması için gerekli sermaye yatırımlarını planlamakta ve kendi portföyündeki varlıklar arasında sinerji alanlarını değerlendirir. Ulaştırma ve Lojistik sektöründe yüzde 9 gibi bir payı, bünyesine kattığı Türk Hava Yolları AŞ, Posta ve Telgraf Teşkilatı AŞ ve TCDD İzmir Liman İşletmesi sayesinde elinde bulundurmaktadır (TVF, 2022).

4.2.3. Enerji

Türkiye’de enerji üretimi ve dağıtımında en büyük iki kuruluş TVF portföyündedir. Bunlar; Boru Hatları ile Petrol Taşıma AŞ (BOTAŞ) ve Türkiye Petrolleri Anonim Ortaklığı’dır. Ayrıca 2020 yılında kurulan TVF Enerji ve TVF Rafineri ve petrokimya Sanayi ve Ticaret AŞ isimli 2 şirkette TVF portföyünde yer almaktadır. TVF, Türkiye’nin cari dengesine katkıda bulunacak enerji yatırımlarını

önceliklendirir. Bünyesindeki bu kuruluşlar sayesinde sektörde yüzde 7'lik bir paya sahiptir (TVF, 2022).

4.2.4. Şans Oyunları

TVF, portföyündeki lisanslar aracılığı ile Türkiye'nin bu alandaki potansiyelini uluslararası örnekler doğrultusunda geliştirmeye yönelik adımlar atmayı hedeflemektedir. Bu Lisanslar; Nakit Karşılığ Şans Oyunları Lisansı ve At Yarışı Düzenleme ve Bahis Kabul Etme Lisanslarıdır. Her iki lisansta 2017 yılında TVF'ye devredilmiştir (TVF, 2022).

4.2.5. Teknoloji ve Telekom

Türkiye'deki Teknoloji ve Telekom sektörlerinin köklü kuruluşları olan Türkcell İletişim Hizmetler AŞ, TÜRKSAT Uydu Haberleşme Kablo TV ve İşletme AŞ, Türk Telekomünikasyon AŞ ve Platform Ortak Kartlı Sistemler AŞ TVF portföyündedir. TVF, bu şirketlerin dünyadaki gelişmeler ışığında kârlılık ve verimliliklerinin artmasını hedeflemektedir. Bünyesindeki bu kuruluşlar sayesinde sektörde yüzde 4'lük bir paya sahiptir (TVF, 2022).

4.2.6. Tarım ve Gıda

TVF, tarım ve gıda sektörünü Türkiye için geleceğin stratejik yatırım alanı olarak görmektedir. Bu Doğrultuda Türkiye Şeker Fabrikaları AŞ, Çay İşletmeleri Genel Müdürlüğü ve Kayseri Şeker Fabrikası AŞ'yi Bünyesine katmıştır (TVF, 2022).

4.2.7. Madencilik

TVF, stratejik madencilik yatırımları ile Türkiye'nin yeraltı kaynaklarını uluslararası standartlarda en verimli ve çevreci yöntemlerle ekonomiye kazandırır ve katma değeri yüksek nihai ürünler elde etmeye yönelik entegre tesis yatırım modelleri geliştirmeyi hedeflemektedir. TVF bu alan portföyünde iki kuruluş bulundurmaktadır. Bunlar; 2020 yılında kurulan ve faaliyet alanı 4.grup madenler olan Türkiye Maden Sanayi ve Ticaret AŞ ve 1935 yılında kurulan Eti Maden İşletmeleri Genel Müdürlüğüdür (TVF, 2022).

4.2.8. Gayrimenkul

İstanbul'un bölgesel finans merkezi olması stratejik hedefiyle başlatılan İstanbul Finans Merkezi projesine de yatırım yapan TVF'nin portföyünde Türkiye genelinde 46 adet taşınmaz bulunmaktadır (TVF, 2022).

Fona aktarımı gerçekleştirilen kurumlardan 9'u Bakanlar Kurulu Kararı ile, 5 tanesi Özelleştirme Yüksek Kurulu Kararı ile 2 tanesi ise KHK ile gerçekleştirilmiştir. Türkiye Cumhuriyeti Ziraat Bankası AŞ, Boru Hatları ve Petrol Taşıma AŞ (BOTAŞ), Türkiye Petrolleri Anonim Ortaklığı (TPAO), Posta ve Telgraf Teşkilatı AŞ (PTT), Borsa İstanbul AŞ, TÜRKSAT Uydu Haberleşme Kablo TV ve İşletme AŞ (TÜRKSAT) hisselerinin tamamı, Türk Telekomünikasyon AŞ'nin Hazineye ait olan %6,68 oranındaki payı ile Eti Maden İşletmeleri ve Çay İşletmeleri Genel Müdürlüğü (ÇAYKUR) TVF'ye aktarılmıştır.

4.3. TVF VE PORTFÖYÜNDEKİ KURUMLARIN FİNANSAL ANALİZİ

Bu bölümde TVF portföyünde yer alan kurumların TVF'ye devredilmeden önce ve devredildikten sonraki yıllara ait bilanço ve gelir tabloları incelenerek bu kurumların etkinliklerinin olumlu mu ya da olumsuz mu etkilendiği araştırılmıştır.

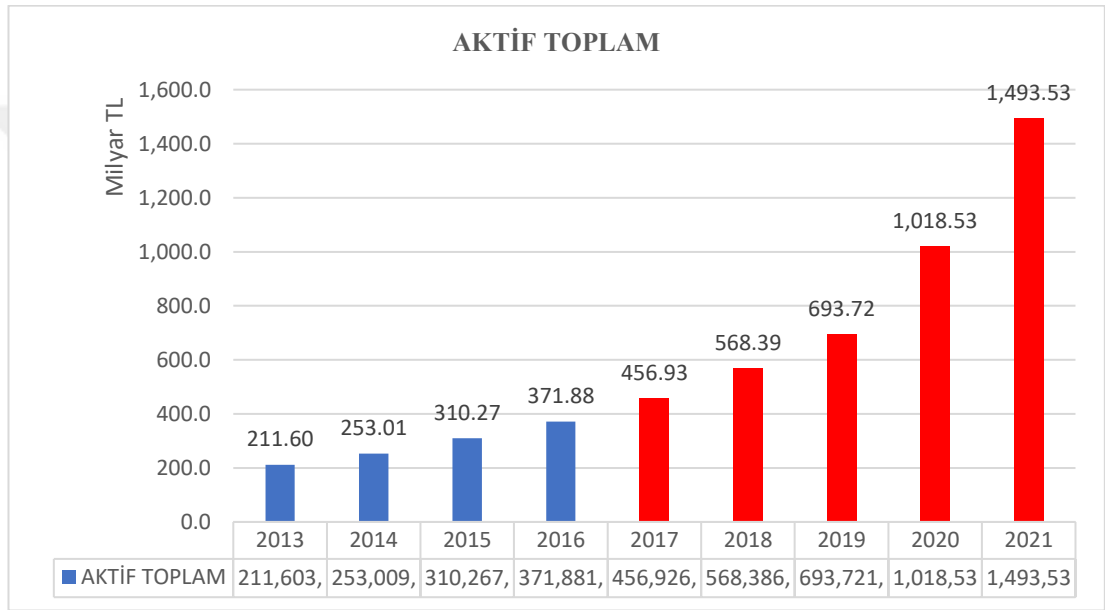
Son olarak TVF bir çatı kurum olarak ele alınmış ve finansal tabloları incelenerek kurumun kuruluştan 2020 yılına kadar ki etkinlik durumu araştırılmıştır.

4.3.1. T.C. Ziraat Bankası AŞ

Türkiye'de hizmet veren altı kamu bankasından biri olan Ziraat Bankası AŞ Osmanlı Devleti döneminde 1863 yılında ilk olarak faaliyetine başlamıştır. Memleket Sandıkları uygulamasının devamı olarak Mithat Paşa tarafından kurulmuştur. Yıllar içerisinde Türkiye'de bankacılık adına birçok yenilik geliştirmiş ve kamu adına birçok yatırım desteklenmiştir. Bunun yanı sıra kamu kaynaklarının halkın kullanımına açılmasında oldukça önemli bir konuma sahiptir. 2001 yılında Türkiye'de yaşanan ekonomik kriz sonrasında diğer kamu bankaları ile ortak bir yönetim kurulu belirlenerek yönetilmiştir. Bu uygulama 2005 yılında sona erdirilmiştir. T.C. Ziraat Bankası AŞ 24.01.2017 tarih ve 2017/9756 sayılı Bakanlar Kurulu kararı ile Hazine'ye ait olan T.C. Ziraat Bankası AŞ sermayesi kapsamındaki payların %100'ü Türkiye Varlık Fonu'na aktarılmıştır. T.C. Ziraat Bankası'nın

Varlık Fonu yönetiminde yönetim kurulu başkanlığını Burhanettin Tanyeri yapmakta iken genel müdürü Veysi Kaynak'tır.

Ziraat Bankası'nın Varlık fonuna devredilmeden önce ve sonraki yıllara ait Toplam varlıkları (Aktif Toplamı) Şekil 2'de gösterilmektedir. Ziraat Bankası'nın Varlık Fonu'na devredilmeden önceki ve sonraki yıllarda sürekli bir artış trendine sahip olduğu görülmektedir. Ziraat Bankası 2016 yılında Varlık Fonu'na devredilmeden önce 371,88 milyar olan toplam aktifi 2021 yılı sonu itibariyle 1,4 trilyon TL'nin üzerine çıkmıştır.

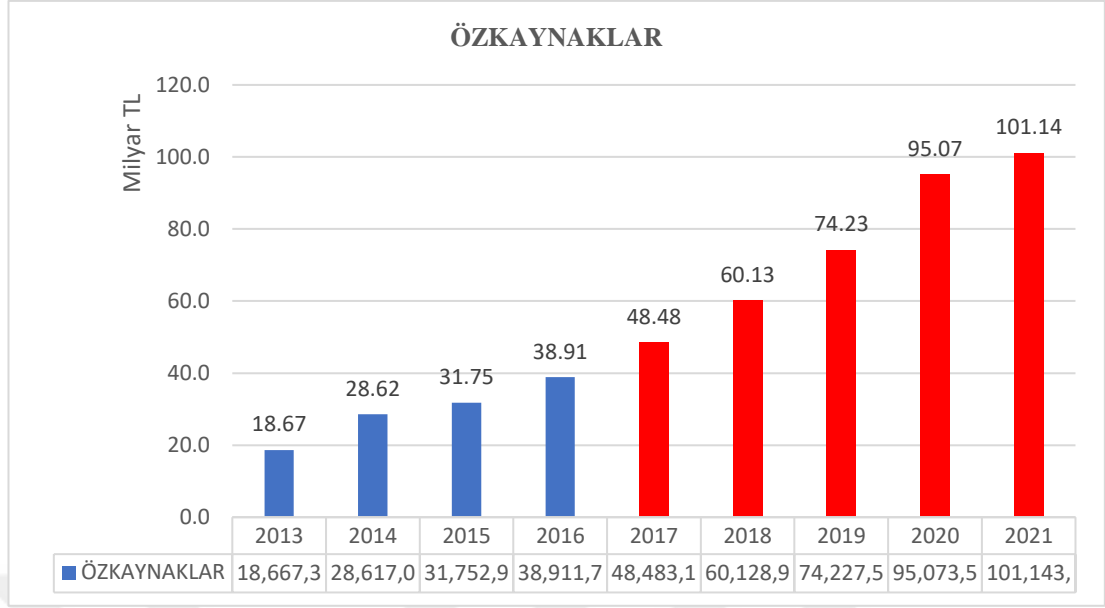


Şekil 4.2. T.C. Ziraat Bankası AŞ'ye Ait Aktif Toplam Grafiği

Kaynak: Veriler T.C. Ziraat Bankası AŞ'nin 2013-2021 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir⁴.

Ziraat Bankası'nın Varlık fonuna devredilmeden önce ve sonraki yıllara ait toplam özkaynakları Şekil 3'te gösterilmektedir. Ziraat Bankası'nın Varlık Fonu'na devredilmeden önceki ve sonraki yıllarda sürekli bir artış trendine sahip olduğu görülmektedir. Ziraat Bankası 2016 yılında Varlık Fonu'na devredilmeden önce 38,91 milyar civarında olan özkaynağı 2021 yılı sonu itibariyle 100 milyar TL'nin üzerine çıkmıştır.

⁴<https://www.ziraatbank.com.tr/tr/yatirimci-iliskileri/finansal-bilgiler/denetim-raporu-ve-mali-tablolar>, 2022

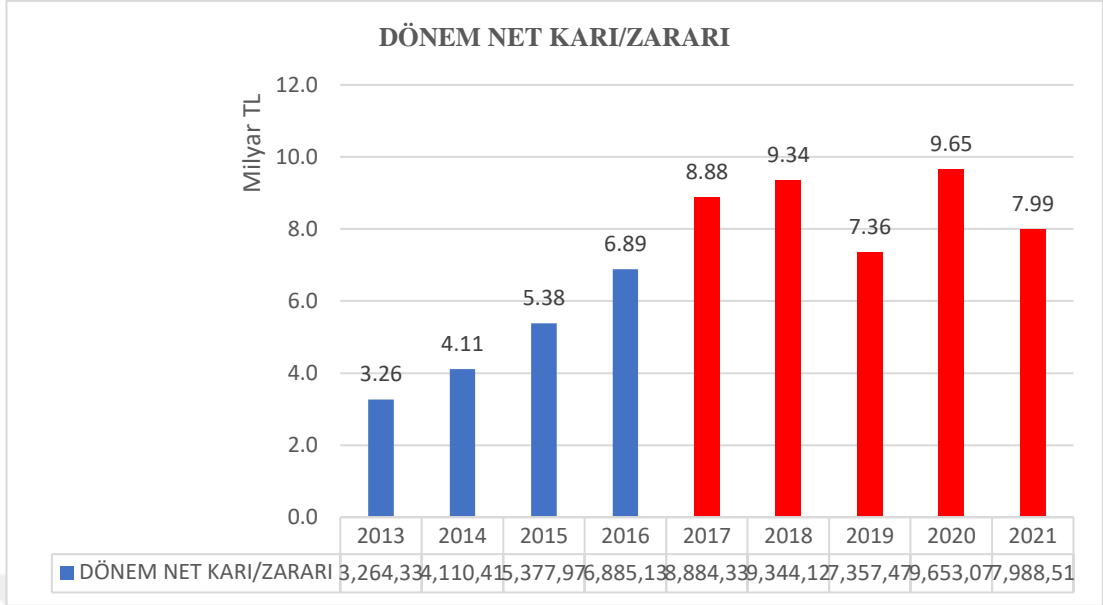


Şekil 4.3. T.C. Ziraat Bankası AŞ'ye Ait Özkaynaklar Grafiği

Kaynak: Veriler T.C. Ziraat Bankası AŞ'nin 2013-2021 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.⁵

Ziraat Bankası'nın Varlık fonuna devredilmeden önce ve sonraki yıllara ait Net Dönem Kar/Zarar değerleri Şekil 4'te gösterilmektedir. Ziraat Bankası'nın Varlık Fonu'na devredilmeden önceki yıllarda sürekli bir artış trendine sahip iken 2018 yılı sonrasında iniş çıkışlar göstermiştir. Varlık Fonuna devredildikten sonra 2018 yılında 9,34 milyar TL net kar açıklanmışken 2019 yılında yaklaşık %20 düşüşle 7,36 milyar TL bir kar açıklamıştır. 2020 yılında tekrar kar oranını artırmasına karşın 2021 yılında tekrar düşüş yaşayarak 8 milyar TL civarında bir karlılık açıklamıştır.

⁵<https://www.ziraatbank.com.tr/tr/yatirimci-iliskileri/finansal-bilgiler/denetim-raporu-ve-mali-tablolar>, 2022

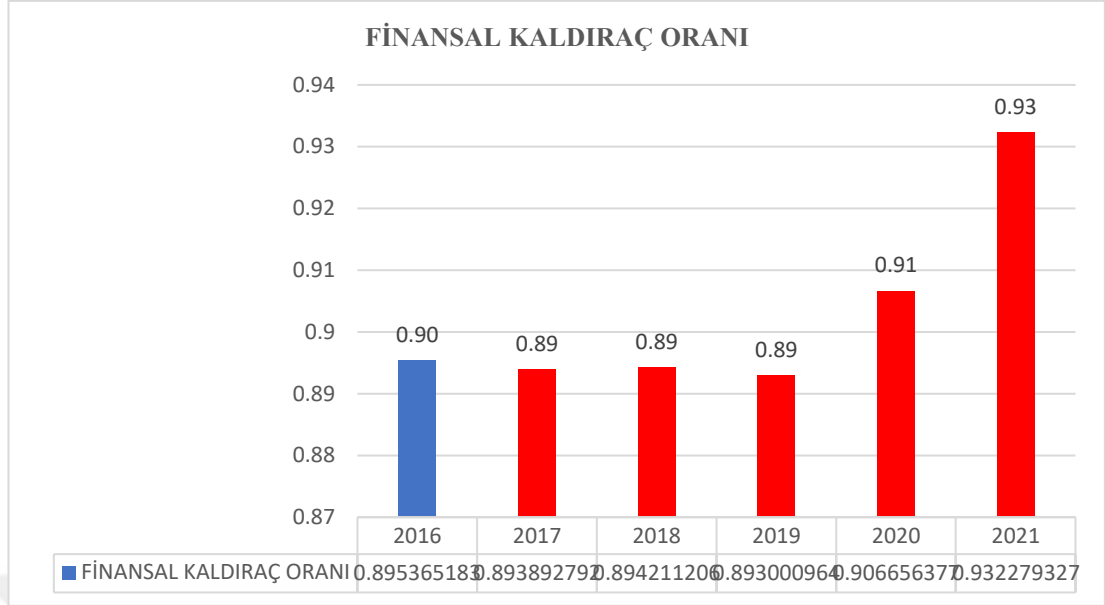


Şekil 4.4. T.C. Ziraat Bankası AŞ'ye Ait Dönem Net Karı / Zararı Grafiği

Kaynak: Veriler T.C. Ziraat Bankası AŞ'nin 2013-2021 yıllarını kapsayan gelir tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.⁶

Ziraat Bankası'nın Varlık fonuna devredilmeden önceki yıl ve sonraki yıllara ait Finansal Kaldıraç Oranı Şekil 5'te gösterilmektedir. Kurumun yabancı kaynakların toplam aktiflere oranı (kaldıraç oranı) varlık fonuna devredilmeden önce %90 olup sektör ortalamasının çok üstündedir. Bu oranın %50'nin üstünde olması işletmenin sermayesinin özkaynak değil yabancı kaynak ağırlıklı olduğunu gösterir. Yani kurum sermaye yapısında önemli ölçüde dış kaynak kullanma eğilimindedir. Bununla birlikte kurumun varlık fonuna devredildikten sonra 2017,2018 ve 2019 yıllarında kaldıraç oranında hafif iyileşmeler olduğu gözlemlenmiştir. Bu durum söz konusu yıllarda özkaynağının artması ya da borçlarında azalma olduğu anlamına gelebilir. Fakat son 2 yılı incelendiğinde kaldıraç oranının %90'ın da üzerine çıktığını hatta 2021 yılında bu oranın %93'e ulaştığı görülmektedir ki bu oran sektör ortalamasının çok üstündedir ve çok riskli bir durumdur. Bu durum kurumun yabancı kaynak kullanımında yani borcunda ciddi artışlar olduğu anlamına gelir. Bu oranın yüksek olması kurumun faiz ve borç ödeme açısında zor durumlara düşme olasılığının yüksek olduğunu gösterir.

⁶<https://www.ziraatbank.com.tr/tr/yatirimci-iliskileri/finansal-bilgiler/denetim-raporu-ve-mali-tablolar>, 2022

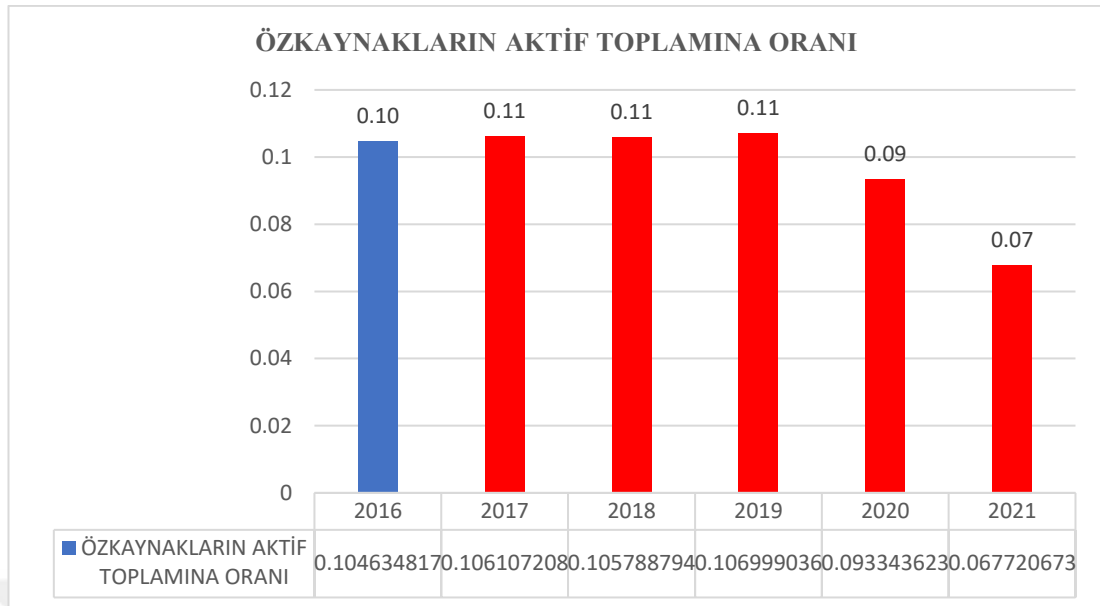


Şekil 4.5. T.C. Ziraat Bankası AŞ'ye Ait Finansal Kaldıraç Oranı Grafiği

Kaynak: Veriler T.C. Ziraat Bankası AŞ'nin 2016-2021 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.⁷

Ziraat Bankası'nın Varlık fonuna devredilmeden önceki yıl ve sonraki yıllara ait Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı Şekil 6'da gösterilmektedir. Bu oranın yorumlanması kaldıraç oranının yorumlanmasıyla benzerdir. Kurumun özkaynaklarının aktif toplamına oranı varlık fonuna devredilmeden önce %10 olup sektör ortalamalarının çok altındadır. Bu oran kurumun varlık fonuna devredildikten sonra 3 yıl boyunca minimal bir iyileşme gösterse de sonraki yıllarda bu oran kurumun varlık fonuna devredilmeden önceki oranın dahi altına düşmüştür.

⁷<https://www.ziraatbank.com.tr/tr/yatirimci-iliskileri/finansal-bilgiler/denetim-raporu-ve-mali-tablolar>, 2022



Şekil 4.6. T.C. Ziraat Bankası AŞ'ye Ait Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı Grafiği

Kaynak: Veriler T.C. Ziraat Bankası AŞ'nin 2016-2021 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.⁸

Genel olarak T.C. Ziraat Bankası AŞ Varlık Fonu'na aktarıldıktan sonra toplam aktiflerini ve öz kaynaklarını artırırken karlılıklarında cari bir artış sergilemişken reel bir artışın olmadığı söylenebilir. Çünkü karlılığında düzenli bir artış gösterememiştir. Tablolar dikkatle incelendiğinde; hem finansal kaldıraç oranının kurumun fona devredilmeden önceki oranın üstüne çıkması hem de özkaynakların aktiflere oranının kurumun fona devredilmeden önceki oranın altına inmesi kurumun faiz ve borç ödeme açısından zor durumlara düşme riskinin yükseldiği ve mali anlamda kurumun varlık fonuna devredildikten sonra finansal olarak olumlu bir seyir izlemediği görülmektedir.

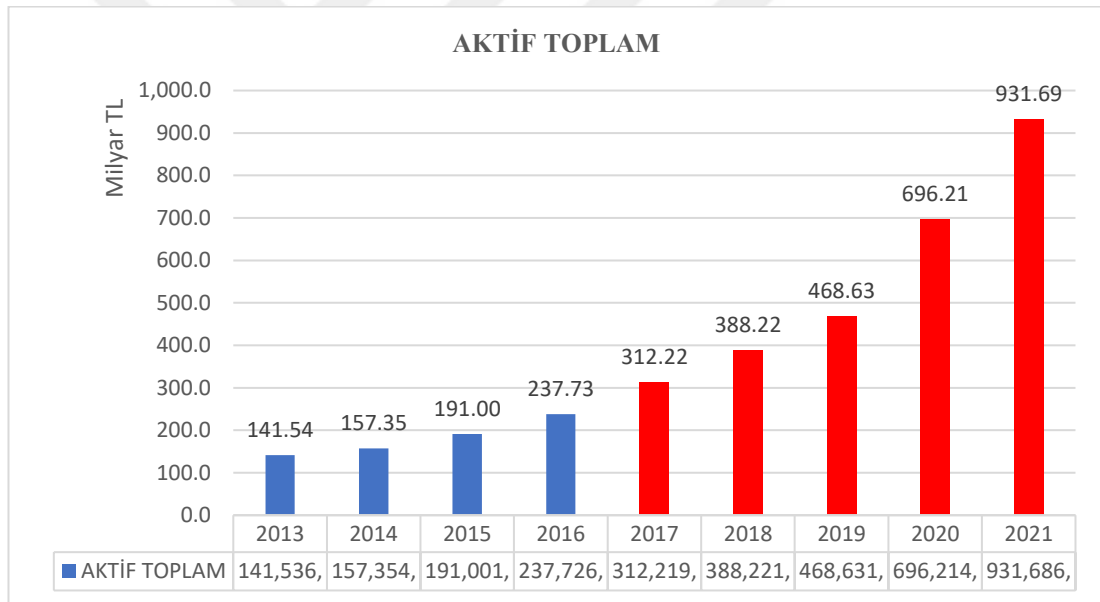
4.3.2. Türkiye Halk Bankası AŞ

Türkiye Halk Bankası AŞ 1933 tarihinde 2284 sayılı “*Halk Bankası ve Halk Sandıkları Kanunu*” kapsamında kurulmuş ve 1938’de faaliyetine başlamıştır. Halk Bankası AŞ'nin Mustafa Kemal Atatürk'ün talimatıyla küçük esnaf ve büyük sanayicilerin gerek duydukları kredilere daha kolay ve daha uygun şartlar altında ulaşabilmeleri amacıyla kurulmuştur.

⁸<https://www.ziraatbank.com.tr/tr/yatirimci-iliskileri/finansal-bilgiler/denetim-raporu-ve-mali-tablolar>, 2022

Türkiye Halk Bankası AŞ Özelleştirme Yüksek Kurulu'nun 03.02.2017 tarihli ve 2017/1 sayı kararıyla devlete ait olan payları özelleştirme kapsamına alınan Türkiye Halk Bankası AŞ'nin %51,11'lik payının, özelleştirme kapsamından çıkartılarak 19.08.2016 tarihli ve 6741 sayı kararı ile Türkiye Varlık Fonu'na devredilmiştir. Varlık fonu adına yönetim kurulu başkanı Recep Süleyman Özdil ve genel müdürü Osman Arslan'dır.

Halk Bankası'nın Varlık fonuna devredilmeden önce ve sonraki yıllara ait Toplam varlıkları (Aktif Toplamı) Şekil 7'de gösterilmektedir. Türkiye Halk Bankası AŞ'nin Varlık Fonu'na devredilmeden önceki ve sonraki yıllarda sürekli bir artış trendine sahip olduğu görülmektedir. Türkiye Halk Bankası AŞ 2016 yılında Varlık Fonu'na devredilmeden önce 237,73 milyar TL olan toplam aktifi 2021 yılı sonu itibariyle 900 milyar TL'nin üzerine çıkmıştır.



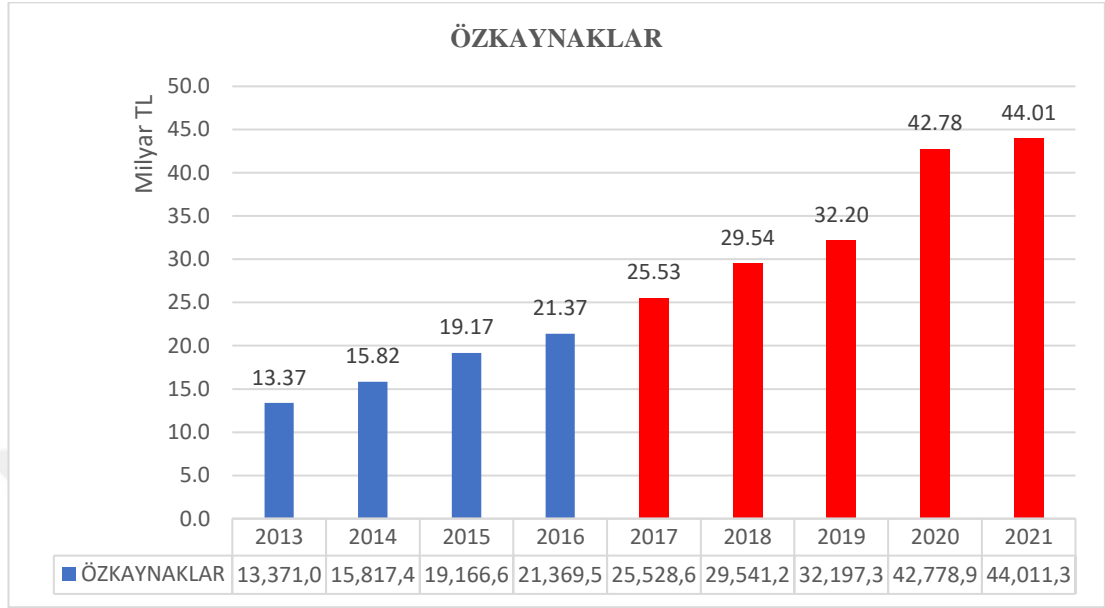
Şekil 4.7. Türkiye Halk Bankası AŞ'ye Ait Aktif Toplam Grafiği

Kaynak: Veriler Türkiye Halk Bankası AŞ'nin 2013-2021 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.⁹

Halk Bankası'nın Varlık fonuna devredilmeden önce ve sonraki yıllara ait toplam özkaynakları Şekil 8'de gösterilmektedir. Türkiye Halk Bankası AŞ'nin Varlık Fonu'na devredilmeden önceki ve sonraki yıllarda sürekli bir artış trendine sahip olduğu görülmektedir. Türkiye Halk Bankası AŞ 2016 yılında Varlık Fonu'na

⁹<https://www.halkbank.com.tr/tr/yatirimci-iliskileri/finansal-bilgiler/finansal-bilgiler/finansal-tablolar-ve-bagimsiz-denetim-raporlari.html>, 2022

devredilmeden önce 21,37 milyar TL olan özkaynağı 2021 yılı sonu itibariyle 44 milyar TL'nin üzerine çıkmıştır.

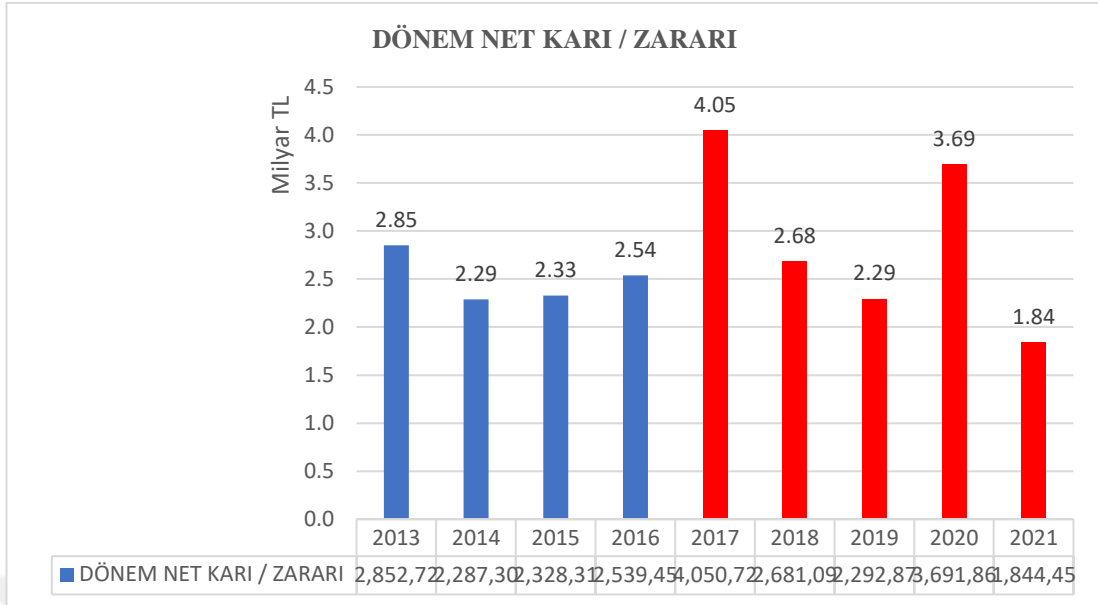


Şekil 4.8. Türkiye Halk Bankası AŞ'ye Ait Özkaynaklar Grafiği

Kaynak: Veriler Türkiye Halk Bankası AŞ'nin 2013-2021 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.¹⁰

Halk Bankası'nın Varlık fonuna devredilmeden önce ve sonraki yıllara ait Net Dönem Kar/Zarar değerleri Şekil 9'da gösterilmektedir Türkiye Halk Bankası AŞ'nin Varlık Fonu'na devredilmeden önceki yıllarda durağan bir karlılık yapısına sahip iken varlık fonuna devredildiği yılın hemen sonrası olan 2017 yılında 4,05 milyar TL'lik bir kar açıklayarak bir önceki yıla göre karlılığını yaklaşık %50 artırmıştır. Fakat sonraki yıllarda karlılık değerlerinde iniş çıkışlar göstermiş ve istikrar gösterememiştir. Varlık Fonuna devredildikten sonra 2018 ve 2019 yılında düşüşler yaşadıkten sonra 2020 yılında kar oranını yükseltmesine karşın 2021 yılında 2014 yılının da gerisine düşerek 2 milyar TL'nin altında bir kar açıklamıştır.

¹⁰<https://www.halkbank.com.tr/tr/yatirimci-iliskileri/finansal-bilgiler/finansal-bilgiler/finansal-tablolar-ve-bagimsiz-denetim-raporlari.html>, 2022

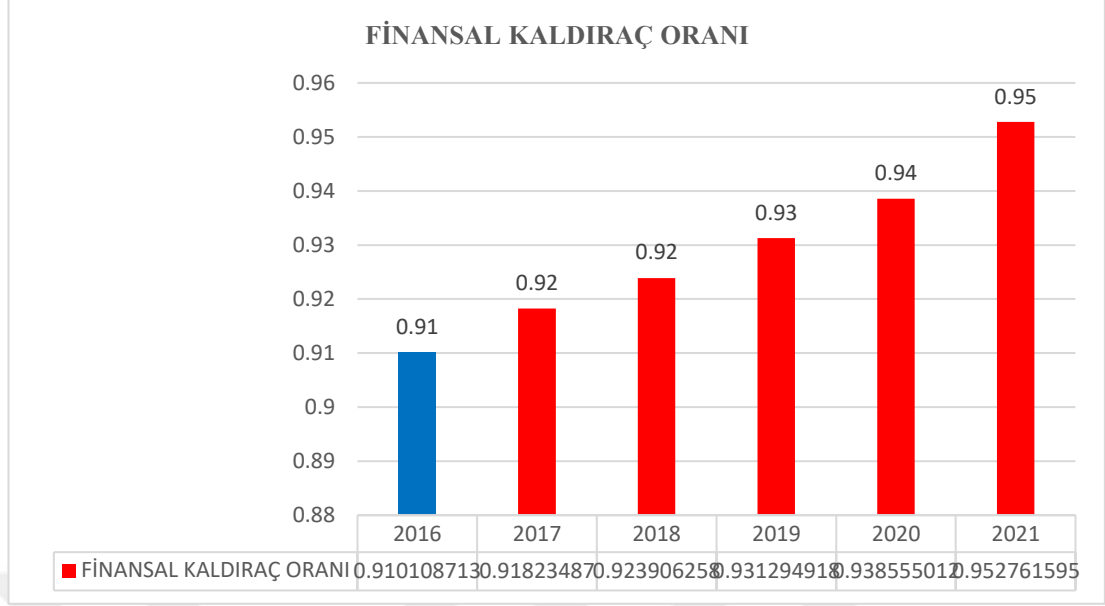


Şekil 4.9. Türkiye Halk Bankası AŞ'ye Ait Dönem Net Karı / Zararı Grafiği

Kaynak: Veriler Türkiye Halk Bankası AŞ'nin 2013-2021 yıllarını kapsayan gelir tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.¹¹

Halk Bankası'nın Varlık fonuna devredilmeden önceki yıl ve sonraki yıllara ait Finansal Kaldıraç Oranı Şekil 10'da gösterilmektedir. Kurumun yabancı kaynakların toplam aktiflere oranı (kaldıraç oranı) varlık fonuna devredilmeden önce %91 olup riskli seviyededir sektör ortalamasının üstünde ve riskli seviyededir. Bu oranın %50'nin üstünde olması işletmenin sermayesinin özkaynak değil yabancı kaynak ağırlıklı olduğunu gösterir. Yani kurum sermaye yapısında önemli ölçüde dış kaynak kullanma eğilimindedir. Kurumun varlık fonuna devredildikten sonraki yılları incelendiğinde kaldıraç oranının %91'in de üzerine çıktığı ve sürekli bir artış sergilediği hatta 2021 yılında bu oranın %95'e ulaştığı görülmektedir. Bu durum kurumun yabancı kaynak kullanımında yani borcunda ciddi artışlar olduğu anlamına gelir ki bu oran sektör ortalamasının (%50-60) çok üstünde ve çok riskli bir durumdur. Bu oranın yüksek olması kurumun faiz ve borç ödeme açısında zor durumlara düşme olasılığının yüksek olduğunu gösterir.

¹¹<https://www.halkbank.com.tr/tr/yatirimci-iliskileri/finansal-bilgiler/finansal-bilgiler/finansal-tablolar-ve-bagimsiz-denetim-raporlari.html>, 2022

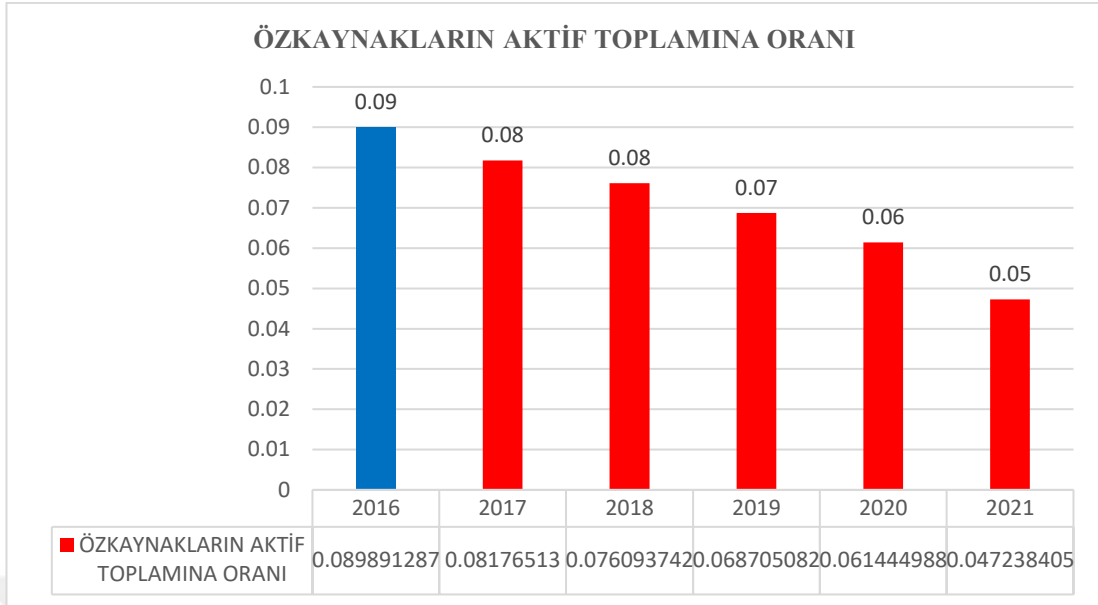


Şekil 4.10. Türkiye Halk Bankası AŞ'ye Ait Finansal Kaldıraç Oranı Grafiği

Kaynak: Veriler Türkiye Halk Bankası AŞ'nin 2016-2021 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.¹²

Türkiye Halk Bankası AŞ'nin Varlık fonuna devredilmeden önceki yıl ve sonraki yıllara ait Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı Şekil 11'de gösterilmektedir. Bu oranın yorumlanması kaldıraç oranının yorumlanmasıyla benzerdir. Kurumun özkaynaklarının aktif toplamına oranı varlık fonuna devredilmeden önce %9 olup sektör ortalamalarının çok altındadır. Kurumun varlık fonuna devredildikten sonra ki yılları incelendiğinde bu oranın sürekli bir düşüş sergilediği hatta 2021 yılında %5'e kadar düştüğü yani fona devredilmeden önceki oranın dahi altına düştüğü görülmektedir.

¹²<https://www.halkbank.com.tr/tr/yatirimci-iliskileri/finansal-bilgiler/finansal-bilgiler/finansal-tablolar-ve-bagimsiz-denetim-raporlari.html>, 2022



Şekil 4.11. Veriler Türkiye Halk Bankası AŞ'ye Ait Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı Grafiği

Kaynak: Veriler Türkiye Halk Bankası AŞ'nin 2016-2021 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.¹³

Türkiye Halk Bankası AŞ Varlık Fonu'na aktarıldıktan sonra toplam aktiflerini ve öz kaynaklarını artırırken karlılık açısından bu durum benzerlik göstermemektedir. Nitekim Varlık fonuna devredildikten hemen sonra karını yaklaşık iki kat artıran banka 2021 yılı itibariyle devredilmeden önceki karlılığının dahi altına düşmüştür. Tablolar dikkatle incelendiğinde; hem finansal kaldıraç oranının kurumun fona devredilmeden önceki oranın üstüne çıkması hem de özkaynakların aktiflere oranının kurumun fona devredilmeden önceki oranın altına inmesi kurumun faiz ve borç ödeme açısından zor durumlara düşme riskinin yükseldiği ve mali anlamda kurumun varlık fonuna devredildikten sonra finansal olarak olumlu bir seyir izlemediği görülmektedir.

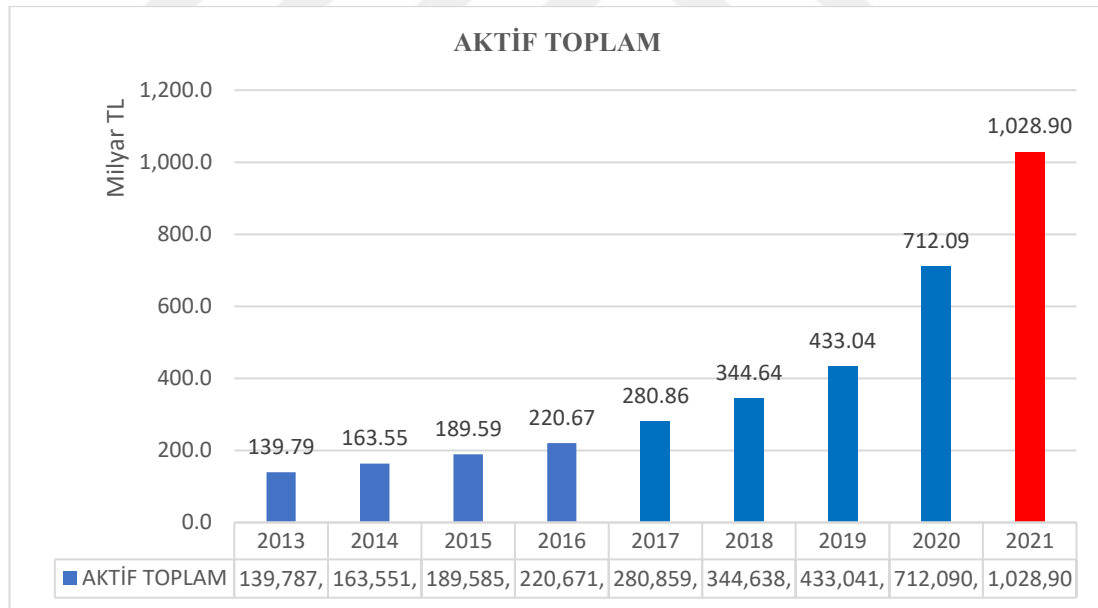
4.3.3. Türkiye Vakıflar Bankası TAO ve Finansal Kuruluşları

Vakıfbank vakıfların gelirleri etkin bir biçimde değerlendirilebilmesi amacıyla iktisadi kalkınma odaklı bir banka olarak 1954 yılında faaliyetine başlamıştır. 6219 sayılı özel kanun kapsamında elli milyon Türk Lirası sermayeye sahip olan bir anonim şirket statüsünde kurulmuştur. Bankanın %25,18'lik sermayesi 2005 yılında ilk olarak halka arz edilmiştir. Banka sermayesinin %43'lük kısmı

¹³<https://www.halkbank.com.tr/tr/yatirimci-iliskileri/finansal-bilgiler/finansal-bilgiler/finansal-tablolar-ve-bagimsiz-denetim-raporlari.html>, 2022

Vakıflar Genel Müdürlüğü bünyesinde bulunan vakıflara, %15,64'ü sonradan Vakıfbank bünyesine dahil olan vakıflara ait olan %58,51'lik Vakıfbank payları Aralık 2019 tarihinde Cumhurbaşkanlığı kararıyla T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı yönetimine bırakılmıştır. Ayrıca Vakıfbank paylarının %16,10'luk kısmı ise Vakıfbank mensuplarının üye olduğu Vakıflar Bankası Emekli Sandığı bünyesine ve kalan kısım ise diğer tüzel ve gerçek kişilere aittir. Vakıfbank 20 Mayıs 2020 tarihinde, yeni hisseler ihraç edilerek tamamı 7.000.000.000 TL toplam satış hasılatıyla halka arz edilmeden tahsis satışla Türkiye Varlık Fonu'na satılmıştır. Bankanın mevcut yönetim kurulu başkanı Mustafa Saydam ve genel müdürü ise Abdi Serdar Üstünsalih'dir.

Vakıfbank'ın varlık fonuna devredilmeden önce ve sonraki yıllara ait toplam varlıkları (Aktif Toplamı) Şekil 12 'de gösterilmektedir. Vakıfbank, Varlık Fonu'na devredilmeden önceki yıllarda sürekli bir artış trendine sahip olduğu görülmektedir. Vakıfbank 2020 yılında Varlık Fonu'na devredilmeden önce 712,09 milyar TL olan toplam aktifi 2021 yılı sonu itibariyle 1 trilyon TL'nin üzerine çıkmıştır.

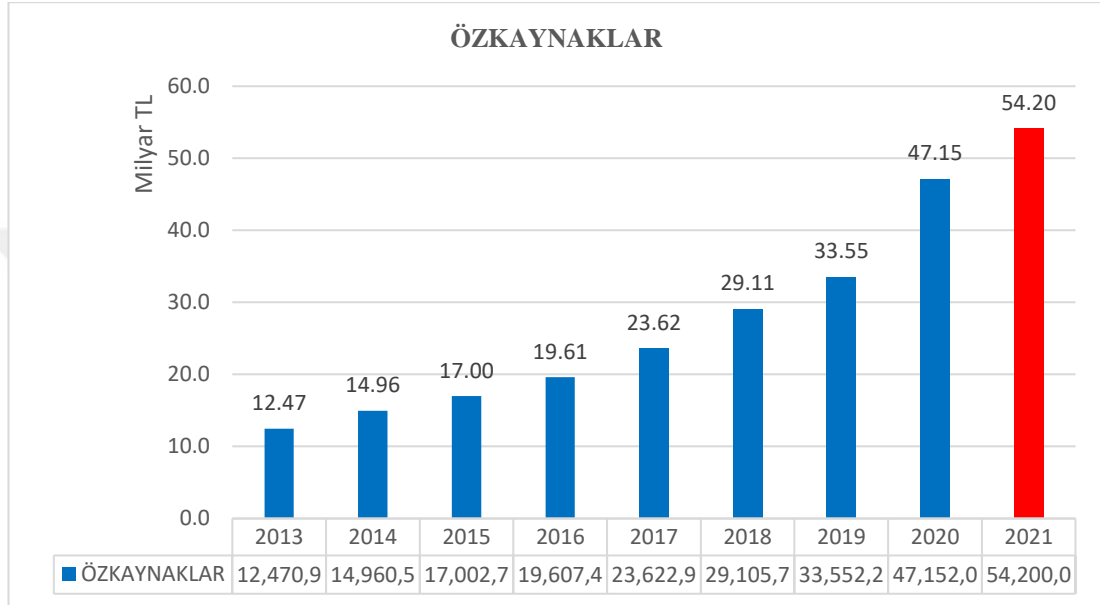


Şekil 4.12. Türkiye Vakıflar Bankası TAO ve Finansal Kuruluşlarına Ait Aktif Toplam Grafiği

Kaynak: Veriler Türkiye Vakıflar Bankası TAO'nun 2013-2021 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.¹⁴

¹⁴ <https://www.vakifbank.com.tr/konsolide-raporlar.aspx?pageID=2533>, 2022

Vakıfbank'ın Varlık fonuna devredilmeden önce ve sonraki yıllara ait toplam özkaynakları Şekil 13'te gösterilmektedir. Vakıfbank'ın Varlık Fonu'na devredilmeden önceki ve sonraki yıllarda sürekli bir artış trendine sahip olduğu görülmektedir. Vakıfbank 2020 yılında Varlık Fonu'na devredilmeden önce 47,15 milyar TL olan özkaynağı 2021 yılı sonu itibariyle 55 milyar TL civarında gerçekleşmiştir.

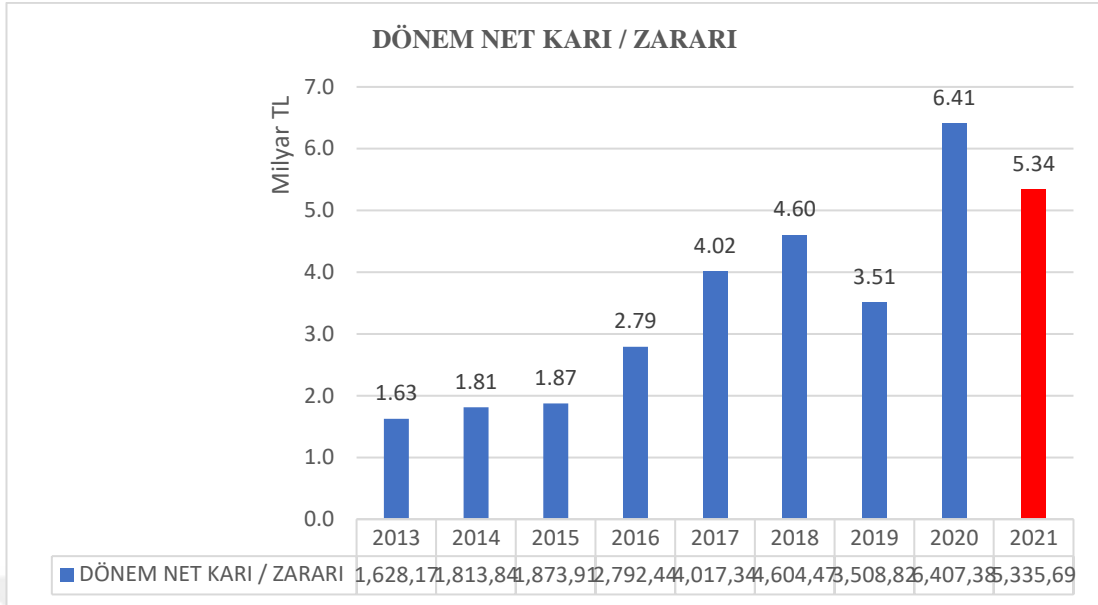


Şekil 4.13. Türkiye Vakıflar Bankası TAO ve Finansal Kuruluşlarına Ait Özkaynaklar Grafiği

Kaynak: Veriler Türkiye Vakıflar Bankası TAO'nun 2013-2021 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.¹⁵

Vakıfbank'ın Varlık fonuna devredilmeden önceki ve sonraki yıllara ait Net Dönem Kar/Zarar değerleri Şekil 14'te gösterilmektedir. Vakıfbank'ın Varlık Fonu'na devredilmeden önceki yıllarda 2018 yılına kadar artış göstermiş sonrasında iniş çıkışlar göstermiştir. Varlık Fonuna devredildikten sonra düşüş yaşayarak 2021 yılında 5 milyar TL'nin üstünde net kar açıklanmıştır.

¹⁵ <https://www.vakifbank.com.tr/konsolide-raporlar.aspx?pageID=2533>, 2022

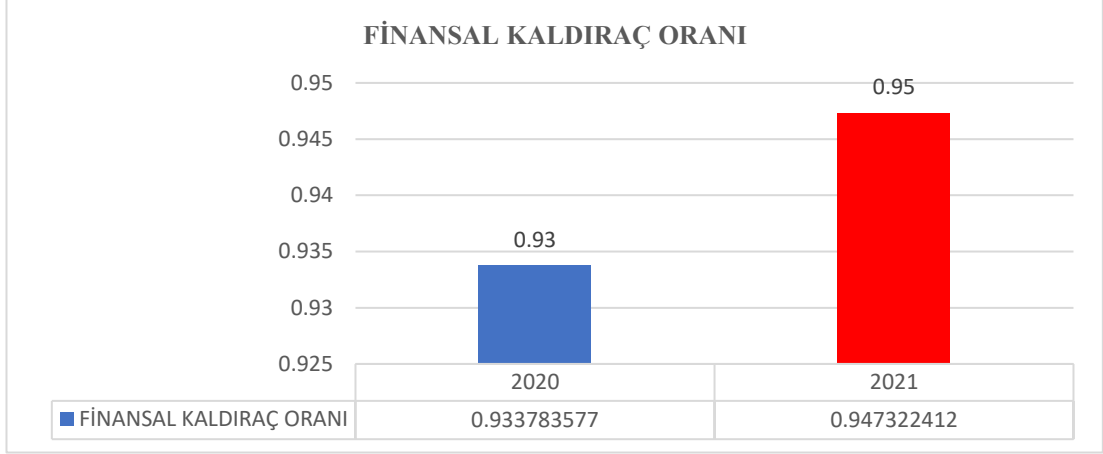


Şekil 4.14. Türkiye Vakıflar Bankası TAO ve Finansal Kuruluşlarına Ait Dönem Net Karı / Zararı Grafığı

Kaynak: Veriler Türkiye Vakıflar Bankası TAO'nun 2013-2021 yıllarını kapsayan gelir tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.¹⁶

Vakıfbank'ın Varlık Fonuna devredilmeden önceki yıl ve sonraki yıllara ait Finansal Kaldıraç Oranı Şekil 15'te gösterilmektedir. Kurumun yabancı kaynakların toplam aktiflere oranı (kaldıraç oranı) varlık fonuna devredilmeden önce %93 olup sektör ortalamasının üstünde ve riskli bir durumdadır. Bu oranın %50'nin üstünde olması işletmenin sermayesinin özkaynak değil yabancı kaynak ağırlıklı olduğunu gösterir. Yani kurum sermaye yapısında önemli ölçüde dış kaynak kullanma eğilimindedir. Bununla birlikte kurumun varlık fonuna devredildikten sonraki yılı yani 2021 yılı incelendiğinde kaldıraç oranının daha da arttığı görülmektedir. Bu durum kurumun yabancı kaynak kullanımında yani borcunda ciddi artışlar olduğu anlamına gelir. Bu oranın yüksek olması kurumun faiz ve borç ödeme açısında zor durumlara düşme riskinin yüksek olduğunu gösterir.

¹⁶ <https://www.vakifbank.com.tr/konsolide-raporlar.aspx?pageID=2533>, 2022



Şekil 4.15. Türkiye Vakıflar Bankası TAO ve Finansal Kuruluşlarına Ait Finansal Kaldıraç Oranı Grafiği

Kaynak: Veriler Türkiye Vakıflar Bankası TAO'nun 2020-2021 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.¹⁷

Vakıfbank'ın Varlık Fonuna devredilmeden önceki yıl ve sonraki yıllara ait özkaynakların aktif toplamına oranının şekil 16'da gösterilmektedir. Bu oranın yorumlanması kaldıraç oranının yorumlanmasıyla benzerdir. Kurumun özkaynaklarının aktif toplamına oranı varlık fonuna devredilmeden önce %7 olup sektör ortalamalarının çok altındadır. Bu oran, kurum varlık fonuna devredildikten sonra %5'e düşmüştür ki bu oran kurumun varlık fonuna devredilmeden önceki oranın dahi altındadır.



Şekil 4.16. Türkiye Vakıflar Bankası TAO ve Finansal Kuruluşlarına Ait Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı Grafiği

Kaynak: Veriler Türkiye Vakıflar Bankası TAO'nun 2020-2021 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.¹⁸

¹⁷ <https://www.vakifbank.com.tr/konsolide-raporlar.aspx?pageID=2533>, 2022

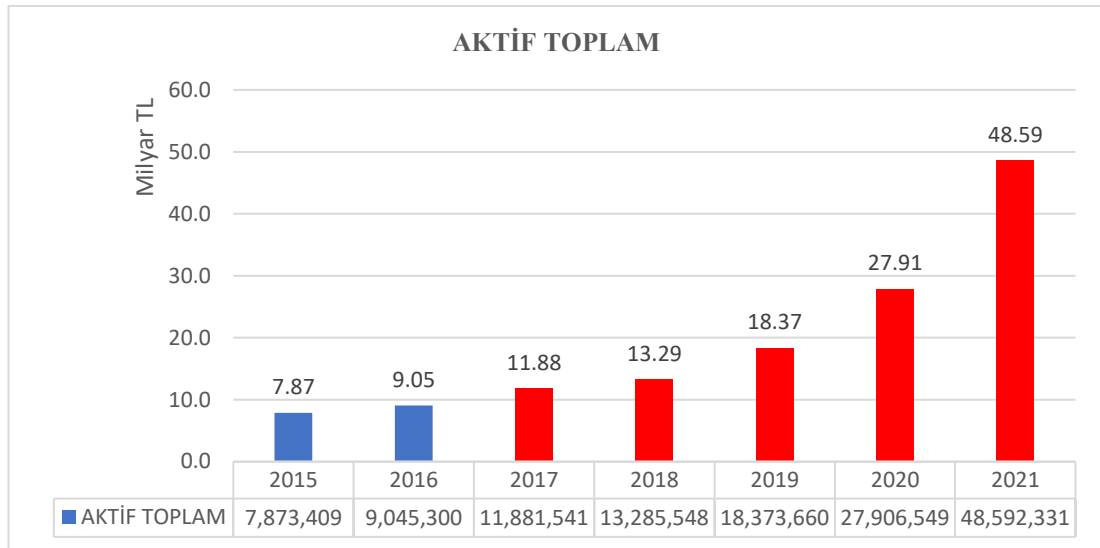
¹⁸ <https://www.vakifbank.com.tr/konsolide-raporlar.aspx?pageID=2533>, 2022

Genel olarak Vakıfbank Varlık Fonu'na aktarıldıktan sonra toplam aktiflerini ve öz kaynaklarını artırırken karlılıklarında reel bir düşüş olduğu söylenebilir. Tablolar dikkatle incelendiğinde; hem finansal kaldıraç oranının kurumun fona devredilmeden önceki oranın üstüne çıkması hem de özkaynakların aktiflere oranının kurumun fona devredilmeden önceki oranın altına inmesi kurumun faiz ve borç ödeme açısından zor durumlara düşme riskinin yükseldiği ve mali anlamda kurumun varlık fonuna devredildikten sonra olumlu bir seyir izlemediği görülmektedir.

4.3.4. Borsa İstanbul AŞ

Borsa İstanbul Anonim Şirketi ("BİST" veya "Şirket"), 30 Aralık 2012 tarihinde Resmî Gazete' de yayımlanarak yürürlüğe giren 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 138'inci maddesi uyarınca borsacılık faaliyetleri yapmak üzere kurulmuş olup, esas sözleşmenin 3 Nisan 2013 tarihinde tescil ve ilan edilmesiyle faaliyet izni almıştır. BİST ilgili mevzuat çerçevesinde, sermaye piyasası araçlarının, kambiyo ve kıymetli madenler ile kıymetli taşların ve Sermaye Piyasası Kurulu'nca ("SPK") uygun görülen diğer sözleşmelerin, belgelerin ve kıymetlerin serbest rekabet şartları altında kolay ve güvenli bir şekilde, şeffaf, etkin rekabetçi, dürüst ve istikrarlı bir ortamda alınıp satılabilmesini sağlamak, bunlara ilişkin alım satım emirlerini sonuçlandırarak şekilde bir araya getirmek veya bu emirlerin bir araya gelmesini kolaylaştırmak ve oluşan fiyatları tespit ve ilan etmek üzere piyasalar, pazarlar, platformlar ve sistemler ile teşkilatlanmış diğer pazar yerleri oluşturmak, kurmak ve geliştirmek, bunları ve başka borsaları veyahut borsaların piyasalarını yönetmek ve/veya işletmek üzere adı geçen Kanun'a dayanılarak kurulmuş özel hukuk tüzel kişiliğine haiz bir kurumdur.

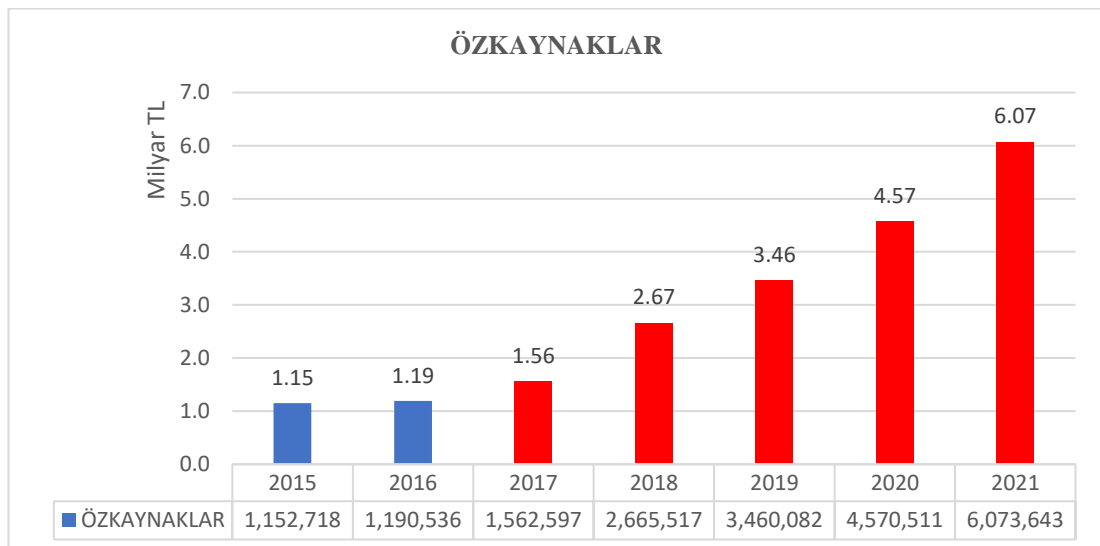
BİST'in varlık fonuna devredilmeden önce ve sonraki yıllara ait toplam varlıkları (Aktif Toplamı) Şekil 17'de gösterilmektedir. BİST, Varlık Fonu'na devredilmeden önceki yıllarda sürekli bir artış trendine sahip olduğu görülmektedir. BİST'in 2016 yılında Varlık Fonu'na devredilmeden önce 9,05 milyar TL olan toplam aktifi 2021 yılı sonu itibariyle 48 milyar TL'nin üzerine çıkmıştır.



Şekil 4.17. Borsa İstanbul AŞ'ye Ait Aktif Toplam Grafiği

Kaynak: Veriler Borsa İstanbul AŞ'nin 2015-2021 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.¹⁹

BİST'in Varlık fonuna devredilmeden önce ve sonraki yıllara ait toplam özkaynakları Şekil 18'de gösterilmektedir. BİST'in Varlık Fonu'na devredilmeden önceki ve sonraki yıllarda sürekli bir artış trendine sahip olduğu görülmektedir. BİST 2016 yılında Varlık Fonu'na devredilmeden önce 1,19 milyar TL olan özkaynağı 2021 yılı sonu itibariyle 6 milyar TL'nin üzerine çıkmıştır.

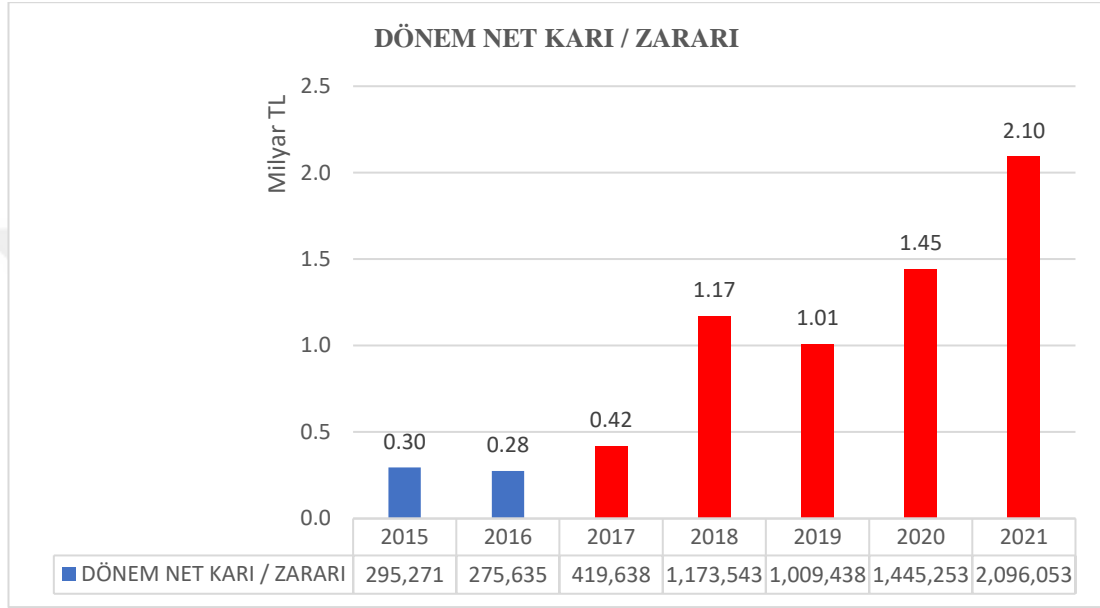


Şekil 4.18. Borsa İstanbul AŞ'ye Ait Özkaynaklar Grafiği

Kaynak: Veriler Borsa İstanbul AŞ'nin 2015-2021 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.²⁰

¹⁹ <https://borsaistanbul.com/tr/sayfa/191/finansal-tablo-ve-raporlar>, 2022

BİST'in Varlık fonuna devredilmeden önceki ve sonraki yıllara ait Net Dönem Kar/Zarar değerleri Şekil 19'da gösterilmektedir. BİST'in Varlık Fonu'na devredilmeden önceki yıllardaki karı düşüş trendine sahipken sonrasında 2019 yılında kısmi bir düşüş yaşasa da genel anlamda ciddi yükselişler göstermiştir. Varlık Fonuna devredilmeden önce yani 2016 yılında 275,6 milyon TL kar eden BİST 2021 yılında ise 2 milyar TL'nin üzerinde kar elde etmiştir.



21

Şekil 4.19. Borsa İstanbul AŞ'ye Ait Dönem Net Karı / Zararı Grafiği

Kaynak: Veriler Borsa İstanbul AŞ'nin 2015-2021 yıllarını kapsayan gelir tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.²²

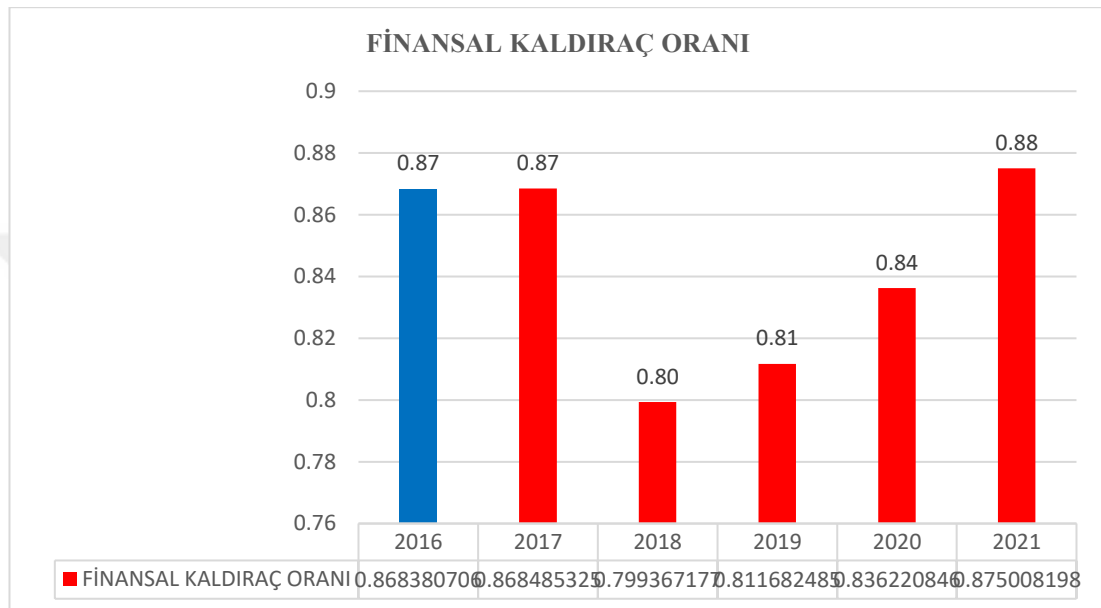
BİST'in Varlık fonuna devredilmeden önceki yıl ve sonraki yıllara ait Finansal Kaldıraç Oranı Şekil 20'de gösterilmektedir. Kurumun yabancı kaynakların toplam aktiflere oranı (kaldıraç oranı) varlık fonuna devredilmeden önce %87 olup sektör ortalamasının üstünde ve riskli bir durumdadır. Bu oranın %50'nin üstünde olması işletmenin sermayesinin özkaynak değil yabancı kaynak ağırlıklı olduğunu gösterir. Yani kurum sermaye yapısında önemli ölçüde dış kaynak kullanma eğilimindedir. Bununla birlikte kurumun varlık fonuna devredildikten sonra kaldıraç oranında 2017 yılında bir değişim olmazken 2018 yılında bir düşüş yani bir iyileşme yaşanmış olup

²⁰ <https://borsaistanbul.com/tr/sayfa/191/finansal-tablo-ve-raporlar>, 2022

²¹ 2016 yılı gelir tablosunda 2015 yılına ait dönem net karı/zararı 255.789 milyon TL olarak yeniden düzenlenmiştir.

²² <https://borsaistanbul.com/tr/sayfa/191/finansal-tablo-ve-raporlar>, 2022

sonraki yıllarda tekrardan artış eğilimi sergilediği görülmektedir. 2021 yılında bu oranin %88'e ulaştığını yani kurumun varlık fonuna devredilmeden önceki oranin dahi üstüne çıktığı görülmektedir. Bu durum kurumun yabancı kaynak kullanımında yani borcunda ciddi artışlar olduğu anlamına gelir. Bu oranin yüksek olması kurumun faiz ve borç ödeme açısından zor durumlara düşme riskinin yüksek olduğunu gösterir.

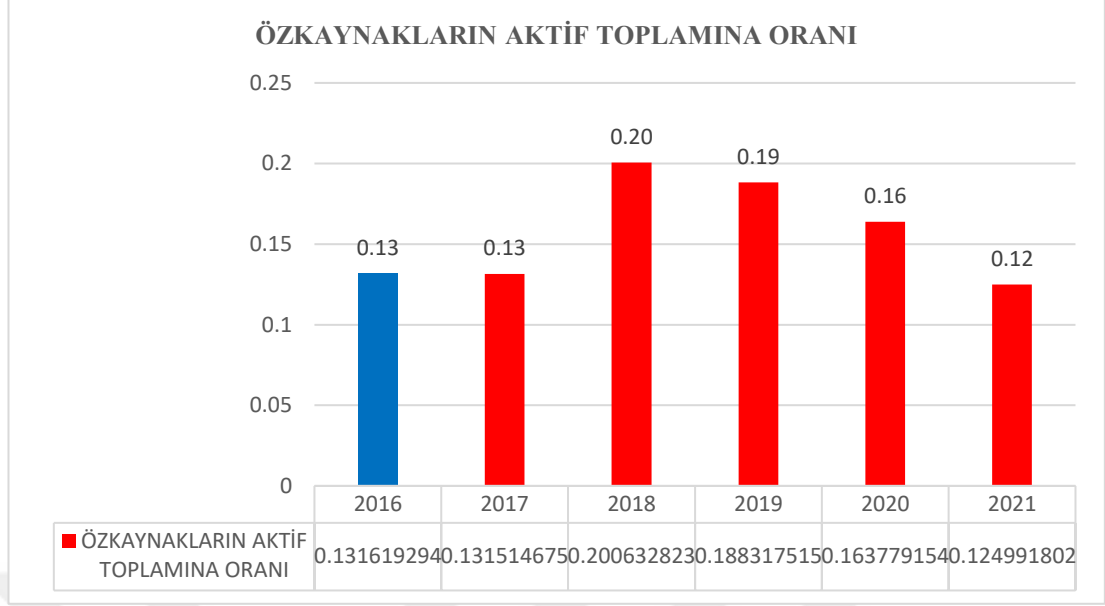


Şekil 4.20. Borsa İstanbul AŞ'ye Ait Finansal Kaldıraç Oranı Grafiği

Kaynak: Veriler Borsa İstanbul AŞ'nin 2016-2021 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.²³

BİST'in Varlık fonuna devredilmeden önceki yıl ve sonraki yıllara ait Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı Şekil 21'de gösterilmektedir. Bu oranin yorumlanması kaldıraç oranının yorumlanmasıyla benzerdir. Kurumun özkaynaklarının aktif toplamına oranı varlık fonuna devredilmeden önce %13 olup sektör ortalamalarının çok altındadır. Bu oran kurumun varlık fonuna devredildikten sonra 2018 yılında minimal bir iyileşme gösterse de sonraki yıllarda bu oran kurumun varlık fonuna devredilmeden önceki oranin dahi altına düşmüştür.

²³ <https://borsaistanbul.com/tr/sayfa/191/finansal-tablo-ve-raporlar>, 2022



Şekil 4.21. Borsa İstanbul AŞ’ye Ait Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı Grafiği

Kaynak: Veriler Borsa İstanbul AŞ’nin 2016-2021 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.²⁴

Genel olarak Borsa İstanbul AŞ Varlık Fonu’na aktarıldıktan sonra hem toplam aktiflerini hem öz kaynaklarını hem de karını arttırmıştır. Fakat hem finansal kaldıraç oranının kurumun fona devredilmeden önceki oranın üstüne çıkması hem de özkaynakların aktiflere oranının kurumun fona devredilmeden önceki oranın altına inmesi, kurumun faiz ve borç ödeme açısından zor durumlara düşme riskinin yükseldiğini göstermektedir.

4.3.5. Türkiye Sigorta AŞ

Şirket, 1957 yılında Türkiye’de tescil edilmiş olup, Türk Ticaret Kanunu (“TTK”) hükümlerine göre kurulmuş Anonim Şirket statüsündedir. Şirket Genel Müdürlüğü, “Güneş Plaza, Büyükdere Cad. No:110 Esentepe Şişli 34394 İstanbul” adresinde yer almaktadır. Şirket, oto ve oto dışı kaza, yangın, nakliyat, mühendislik, sağlık, tarım, sorumluluk, finansal kayıplar, kredi ve hukuksal koruma branşları başta olmak üzere tüm hayat dışı sigortacılık branşlarında faaliyet göstermektedir.

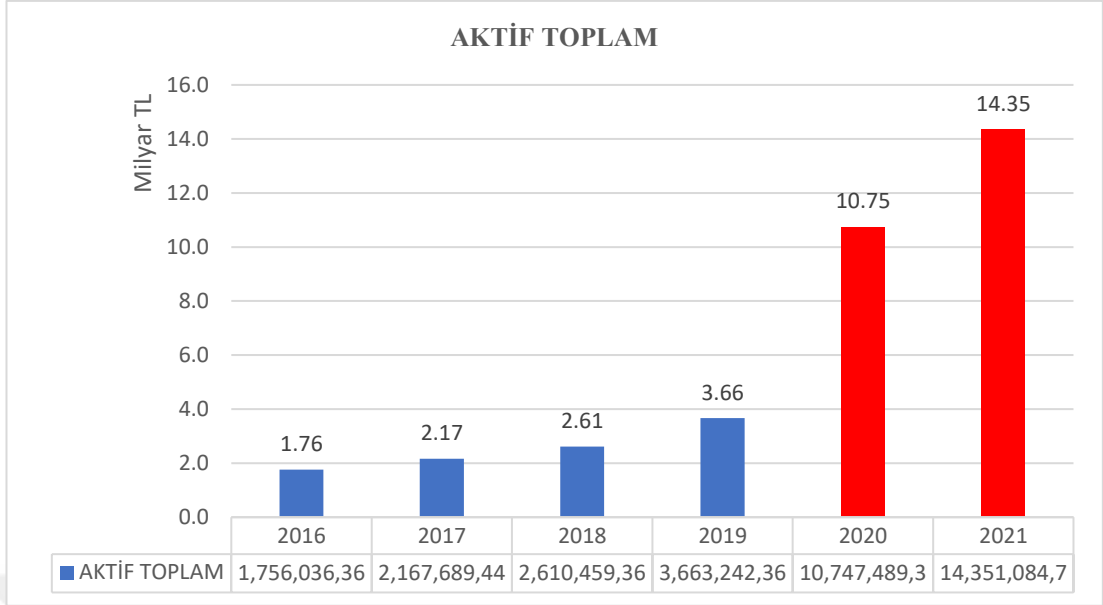
31 Aralık 2021 ve 31 Aralık 2020 tarihleri itibarıyla, Türkiye Sigorta AŞ’nin (eski unvanıyla Güneş Sigorta AŞ) %81,10 ortaklık payı ile hakim ortağı TVF Finansal Yatırımlar AŞ (“TVF Finansal Yatırımlar”) olup; nihai ortağı T.C.

²⁴ <https://borsaistanbul.com/tr/sayfa/191/finansal-tablo-ve-raporlar>, 2022

Cumhurbaşkanlığı Türkiye Varlık Fonu'dur. Şirket'in 31 Aralık 2021 ve 31 Aralık 2020 tarihleri itibarıyla hisselerinin %18,90'ı halka açık hisselerdir.

Sigortacılık ve Özel Emeklilik Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nun 23 Haziran 2020 tarihli ve 97354901-010.99-01/41 sayılı yazısıyla onay verilen ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun 16 Temmuz 2020 tarihli kararı ile onaylanan duyuru metnine istinaden; Şirket, 27 Ağustos 2020 tarihli Olağanüstü Genel Kurul'da alınan kararla Ziraat Sigorta AŞ ve Halk Sigorta AŞ ile tüm aktif ve pasifleriyle birlikte bir bütün olarak tasfiyesiz infisah yoluyla devralınması suretiyle birleşmiş ve Türkiye Sigorta AŞ unvanını almıştır. Ayrıca, 27 Ağustos 2020 tarihli Olağanüstü Genel Kurul'da alınan kararla Şirket sermayesi 1,161,523,363 TL'ye artırılmış ve söz konusu sermaye artışı ilgili mevzuat uyarınca Ziraat Sigorta AŞ ve Halk Sigorta AŞ'nin tüm aktif ve pasifleriyle birlikte bir bütün olarak tasfiyesiz infisah yoluyla devralınması suretiyle karşılanmıştır. 27 Ağustos 2020 tarihli Olağanüstü Genel Kurul kararının 31 Ağustos 2020 tarihinde tescil edildiği 3 Eylül 2020 tarihli Ticaret Sicil Gazetesi'nde ilan olunmuştur. Bu işlemler sonucunda TVF Finansal Yatırımların Şirket sermayesindeki payı %81,10'a yükselmiştir.

Türkiye Sigorta AŞ'nin varlık fonuna devredilmeden önce ve sonraki yıllara ait toplam varlıkları (Aktif Toplamı) Şekil 22'de gösterilmektedir. Türkiye Sigorta AŞ, Varlık Fonu'na devredilmeden önceki yıllarda sürekli bir artış trendine sahip olduğu görülmektedir. Türkiye Sigorta AŞ'nin 2019 yılında Varlık Fonu'na devredilmeden önce 3,66 milyar TL olan toplam aktif 2021 yılı sonu itibarıyla 14 milyar TL'nin üzerine çıkmıştır.



25

Şekil 4.22. Türkiye Sigorta AŞ'ye Ait Aktif Toplam Grafiği

Kaynak: Veriler Türkiye Sigorta AŞ'nin 2016-2021 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.²⁶

Türkiye Sigorta AŞ'nin Varlık fonuna devredilmeden önce ve sonraki yıllara ait toplam özkaynakları Şekil 23'te gösterilmektedir. Türkiye Sigorta AŞ'nin Varlık Fonu'na devredilmeden önceki ve sonraki yıllarda sürekli bir artış trendine sahip olduğu görülmektedir. Türkiye Sigorta AŞ 2019 yılında Varlık Fonu'na devredilmeden önce 1,29 milyar TL olan özkaynağı 2021 yılı sonu itibariyle 4 milyar TL'nin üzerine çıkmıştır.

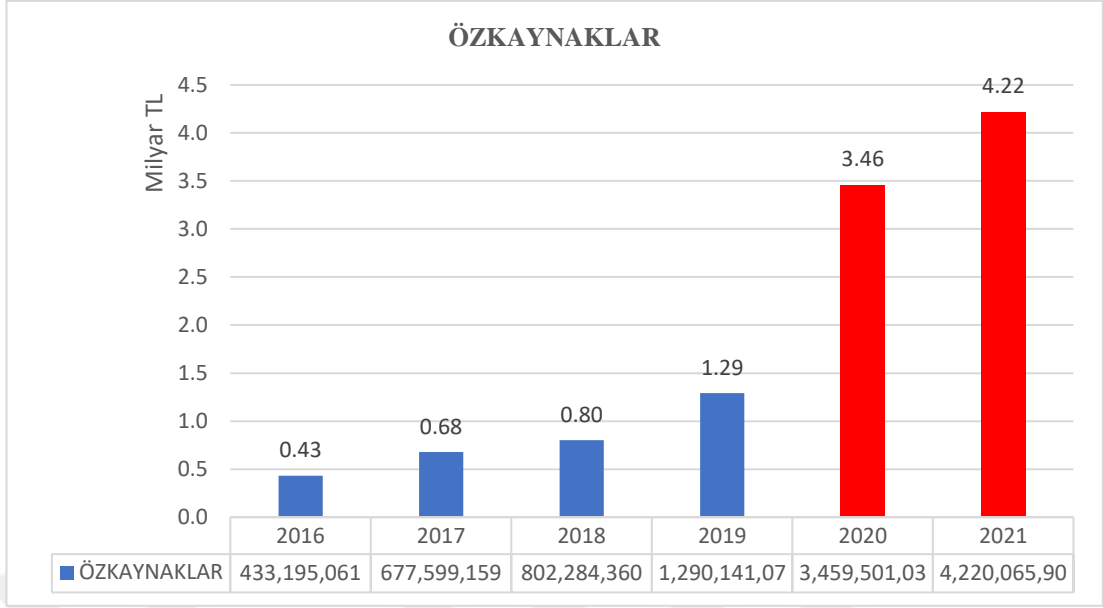
²⁵ 2017 yılı bilançosunda 2016 yılına ait aktif toplam 1.739.461.693 TL olarak yeniden düzenlenmiştir.

2019 yılı bilançosunda 2018 yılına ait aktif toplam 6.571.002.374 TL olarak yeniden düzenlenmiştir.

2020 yılı bilançosunda 2019 yılına ait aktif toplam 8.704.611.067 TL olarak yeniden düzenlenmiştir.

2021 yılı bilançosunda 2020 yılına ait aktif toplam 11.064.114.586 TL olarak yeniden düzenlenmiştir.

²⁶ <https://www.turkiyesigorta.com.tr/yatirimci-iliskileri/sigorta/finansal-bilgiler/finansal-tablolar>, 2022



27

Şekil 4.23. Türkiye Sigorta AŞ'ye Ait Özkaynaklar Grafiği

Kaynak: Veriler Türkiye Sigorta AŞ'nin 2016-2021 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.²⁸

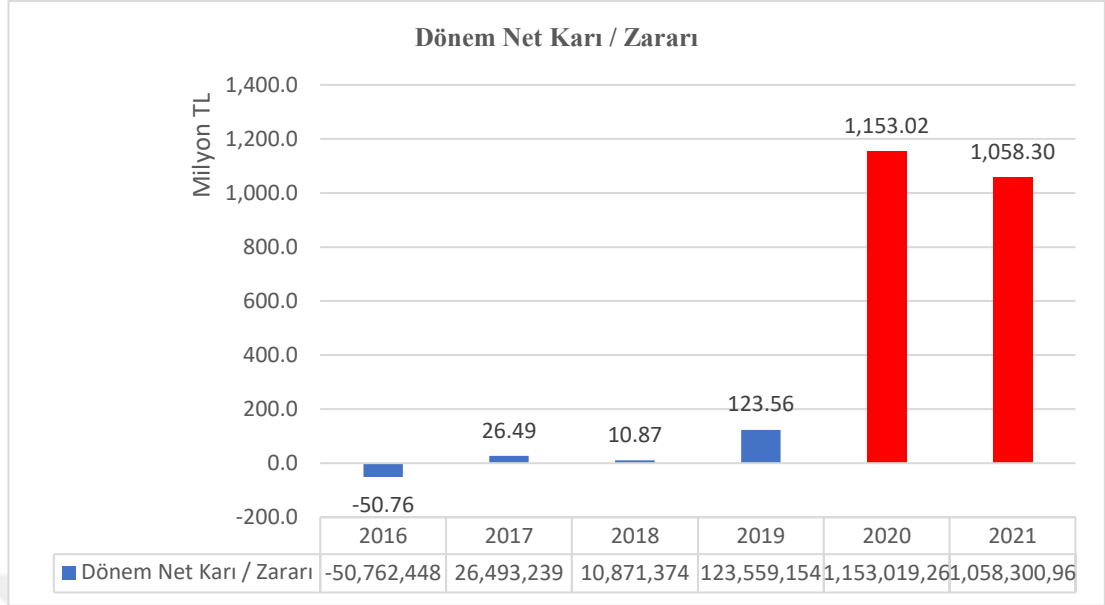
Türkiye Sigorta AŞ'nin Varlık fonuna devredilmeden önceki ve sonraki yıllara ait Net Dönem Kar/Zarar değerleri Şekil 24'te gösterilmektedir. Türkiye Sigorta AŞ Varlık Fonu'na devredilmeden önce 2016 yılında 50 milyon TL'nin üzerinde zarar etmiş fakat sonraki 3 yılda kar elde etmiştir. Varlık Fonuna devredildikten sonra 2020 yılında karını 1 milyar TL'nin üzerine çıkartan Türkiye Sigorta AŞ 2021 yılını da yine 1 milyar TL'nin üzerinde kar ile kapatmıştır.

²⁷ 2017 yılı bilançosunda 2016 yılına ait özkaynaklar 499.493.732 TL olarak yeniden düzenlenmiştir.

2020 yılı bilançosunda 2018 yılına ait özkaynaklar 1.591.545.217 TL olarak yeniden düzenlenmiştir.

2020 yılı bilançosunda 2019 yılına ait özkaynaklar 2.484.251.273 TL olarak yeniden düzenlenmiştir.

²⁸ <https://www.turkiyesigorta.com.tr/yatirimci-iliskileri/sigorta/finansal-bilgiler/finansal-tablolar>, 2022



29

Şekil 4.24. Türkiye Sigorta AŞ'ye Ait Dönem Net Karı / Zararı Grafiği

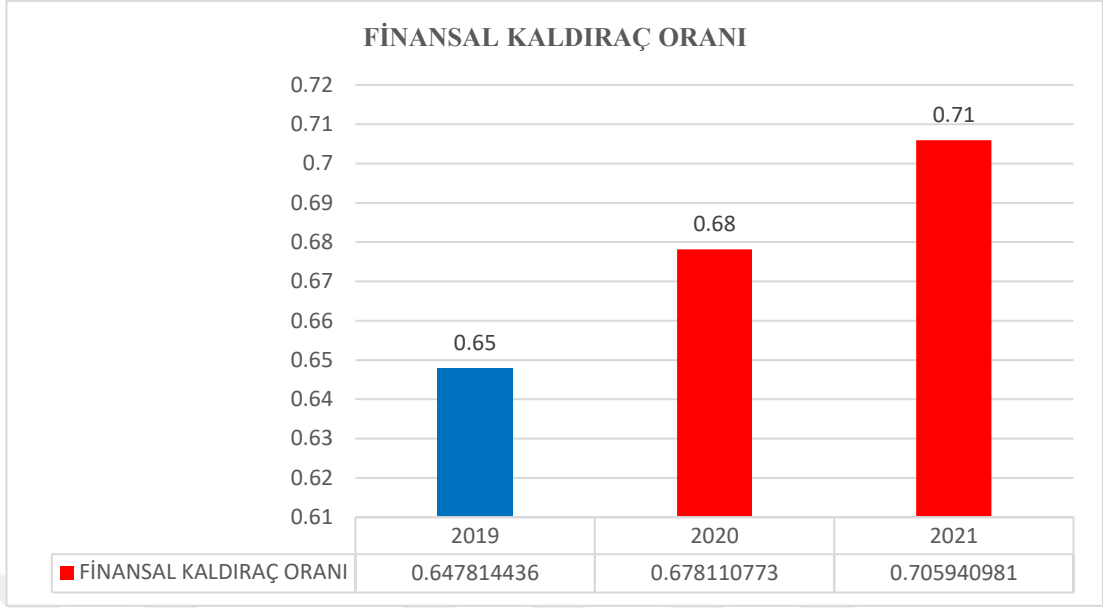
Kaynak: Veriler Türkiye Sigorta AŞ'nin 2016-2021 yıllarını kapsayan gelir tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.³⁰

Türkiye Sigorta AŞ'nin Varlık Fonuna devredilmeden önceki yıl ve sonraki yıllara ait Finansal Kaldıraç Oranı Şekil 25'te gösterilmektedir. Kurumun yabancı kaynakların toplam aktiflere oranı (kaldıraç oranı) varlık fonuna devredilmeden önce %65 olup sektör ortalamasına yakındır. Bu oranın %50'nin üstünde olması işletmenin sermayesinin özkaynak değil yabancı kaynak ağırlıklı olduğunu gösterir. Yani kurum sermaye yapısında özkaynaktan çok dış kaynak kullanma eğilimindedir. Bununla birlikte kurumun varlık fonuna devredildikten sonraki yılları incelendiğinde kaldıraç oranının artış eğilimine girdiğini görülmektedir. 2021 yılında kaldıraç oranı %70'i aşmıştır ve bu biraz riskli bir durumdur. Bu durum kurumun yabancı kaynak kullanımında yani borcunda artışlar olduğu anlamına gelir ki bu oran sektör ortalamasının üstündedir. Bu oranın yüksek olması kurumun faiz ve borç ödeme açısından zor durumlara düşme riskini yüksek olduğunu gösterir.

²⁹ 2017 yılı gelir tablosunda 2016 yılına ait dönem net karı / zararı -48.065.707 TL olarak yeniden düzenlenmiştir.

2020 yılı gelir tablosunda 2019 yılına ait dönem net karı / zararı 828.378.599 TL olarak yeniden düzenlenmiştir.

³⁰ <https://www.turkiyesigorta.com.tr/yatirimci-iliskileri/sigorta/finansal-bilgiler/finansal-tablolar>, 2022

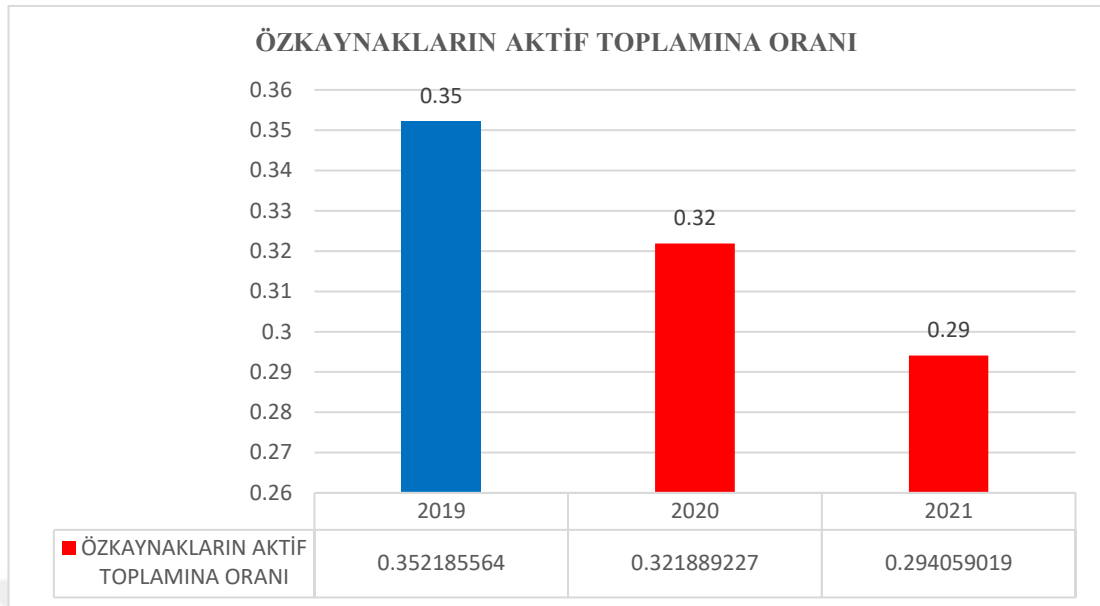


Şekil 4.25. Türkiye Sigorta AŞ'ye Ait Finansal Kaldıraç Oranı Grafiği

Kaynak: Veriler Türkiye Sigorta AŞ'nin 2019-2021 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.³¹

Türkiye Sigorta AŞ'nin Varlık Fonuna devredilmeden önceki yıl ve sonraki yıllara ait Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı Şekil 26'da gösterilmektedir. Bu oranın yorumlanması kaldıraç oranının yorumlanmasıyla benzerdir. Kurumun özkaynaklarının aktif toplamına oranı varlık fonuna devredilmeden önce %35 olup sektör ortalamasına yakındır. Bu oran, kurum varlık fonuna devredildikten sonra %29'a kadar düşmüştür ki bu oran kurumun varlık fonuna devredilmeden önceki oranın dahi altındadır.

³¹<https://www.turkiyesigorta.com.tr/yatirimci-iliskileri/sigorta/finansal-bilgiler/finansal-tablolar>, 2022



Şekil 4.26. Türkiye Sigorta AŞ'ye Ait Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı Grafiği

Kaynak: Veriler Türkiye Sigorta AŞ'nin 2019-2021 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.³²

Genel olarak Türkiye Sigorta AŞ Varlık Fonu'na aktarıldıktan sonra hem toplam aktiflerini hem öz kaynaklarını hem de karını arttırmıştır. Fakat hem finansal kaldıraç oranının kurumun fona devredilmeden önceki oranın üstüne çıkması hem de özkaynakların aktiflere oranının kurumun fona devredilmeden önceki oranın altına inmesi kurumun faiz ve borç ödeme açısından zor durumlara düşme riskinin yükseldiğini göstermektedir.

4.3.6. Türk Hava Yolları AŞ

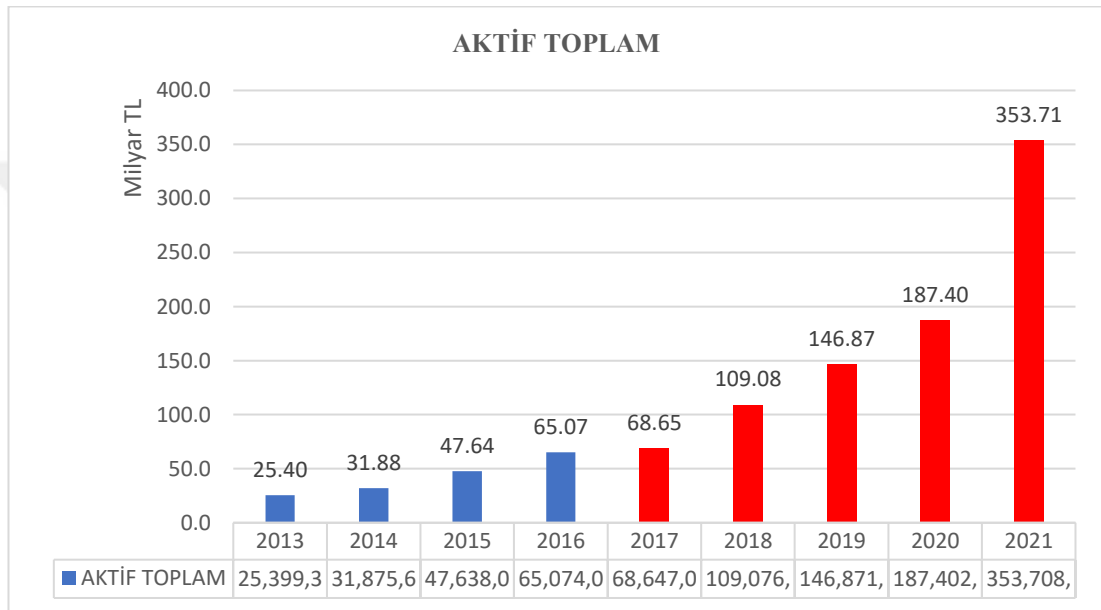
1933 yılında ilk olarak “Havayolları Devlet İşletme İdaresi” olarak faaliyetine başlayan Türk Hava Yolları A.O., 1935'e kadar Millî Savunma Bakanlığı'na bağlı kalmıştır. Daha sonra önce Bayındırlık Bakanlığı'na, sonrasında ise Ulaştırma Bakanlığı'na bağlı olarak faaliyetlerine devam etmiştir. 1956'da Türk Hava Yolları Anonim Ortaklığı olarak adı ve yönetimi değiştirilmiştir.

Özelleştirme Yüksek Kurulu kararınca özelleştirme kapsamına alınan THY'nin %49,12'lik payı özelleştirme kapsamından çıkarılarak 6741 sayılı ve

³²<https://www.turkiyesigorta.com.tr/yatirimci-iliskileri/sigorta/finansal-bilgiler/finansal-tablolar>, 2022

19.08.2016 tarihli kanun uyarınca Türkiye Varlık Fonu'na devredilmiştir. THY'nin genel müdürü ve yönetim kurulu başkanı Bilal Ekşi'dir.

THY'nin Varlık fonuna devredilmeden önce ve sonraki yıllara ait Toplam varlıkları (Aktif Toplamı) Şekil 27'de gösterilmektedir. THY'nin Varlık Fonu'na devredilmeden önceki ve sonraki yıllarda sürekli bir artış trendine sahip olduğu görülmektedir. THY 2016 yılında Varlık Fonu'na devredilmeden önce 65,07 milyar TL olan toplam aktifi 2021 yılı sonu itibariyle 350 milyar TL'nin üzerine çıkmıştır.

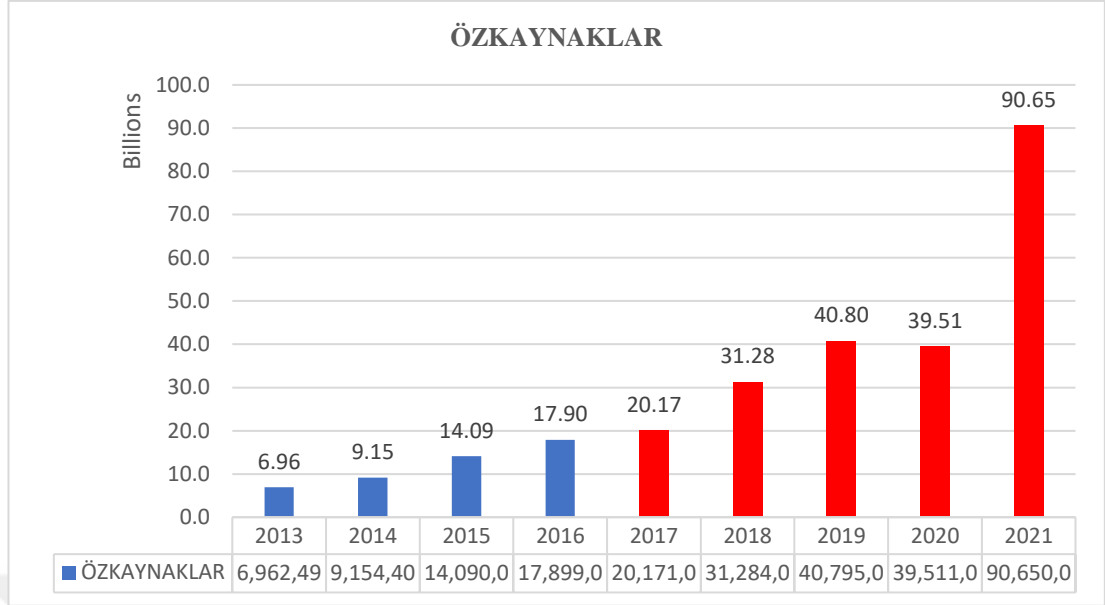


Şekil 4.27. Türk Hava Yolları AŞ'ye Ait Aktif Toplam Grafiği

Kaynak: Veriler Türkiye Hava Yolları AŞ'nin 2013-2021 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.³³

THY'nin Varlık fonuna devredilmeden önce ve sonraki yıllara ait toplam özkaynakları Şekil 28'de gösterilmektedir. THY'nin Varlık Fonu'na devredilmeden önceki ve sonraki yıllarda 2020 yılı dışında sürekli bir artış trendine sahip olduğu görülmektedir. THY 2016 yılında Varlık Fonu'na devredilmeden önce 18 milyar civarında olan özkaynağı 2021 yılı sonu itibariyle 90 milyar TL'nin üzerine çıkmıştır.

³³ <https://investor.turkishairlines.com/tr/mali-ve-operasyonel-veriler/finansal-raporlar>, 2022

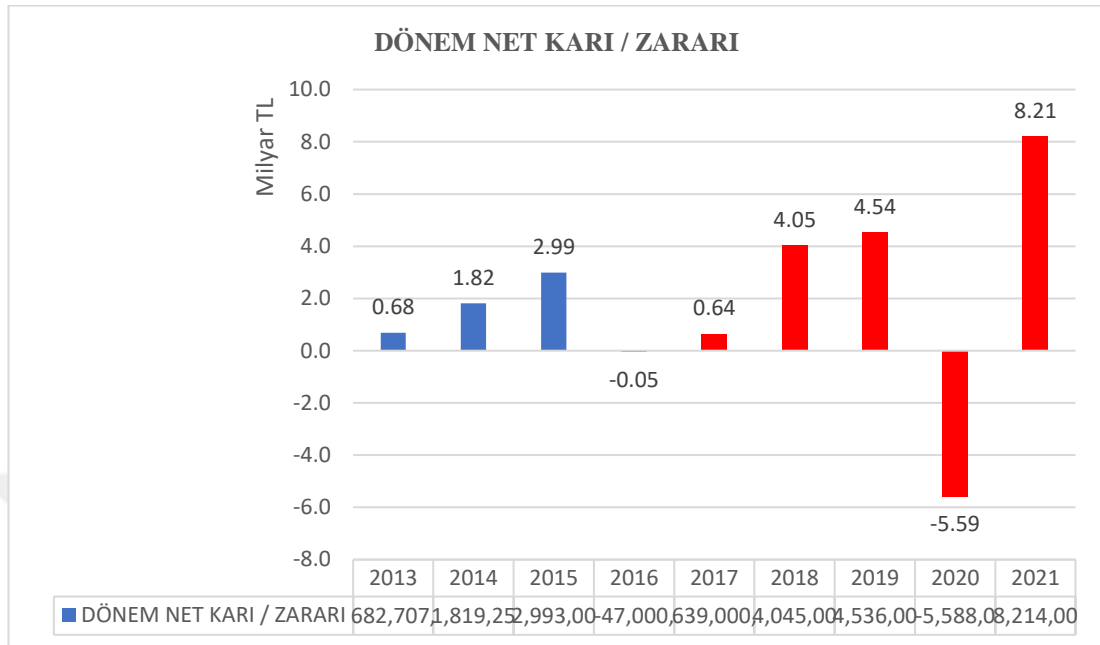


Şekil 4.28. Türk Hava Yolları AŞ'ye Ait Özkaynaklar Grafiği

Kaynak: Veriler Türkiye Hava Yolları AŞ'nin 2013-2021 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.³⁴

THY'nin Varlık fonuna devredilmeden önce ve sonraki yıllara ait Net Dönem Kar/Zarar değerleri Şekil 29'da gösterilmektedir. THY'nin Varlık Fonu'na devredilmeden önceki yıllarda 2016 yılına kadar sürekli bir artış trendine sahip iken 2016 yılında 47 milyon TL zarar açıklamıştır. Varlık Fonuna devredildikten sonra karlılığını artırmaya devam eden firma 2020 yılında 5,59 milyar TL zarar açıklarken 2021 yılında ise 8 milyar TL'nin üzerinde bir karlılık açıklamıştır.

³⁴ <https://investor.turkishairlines.com/tr/mali-ve-operasyonel-veriler/finansal-raporlar>, 2022

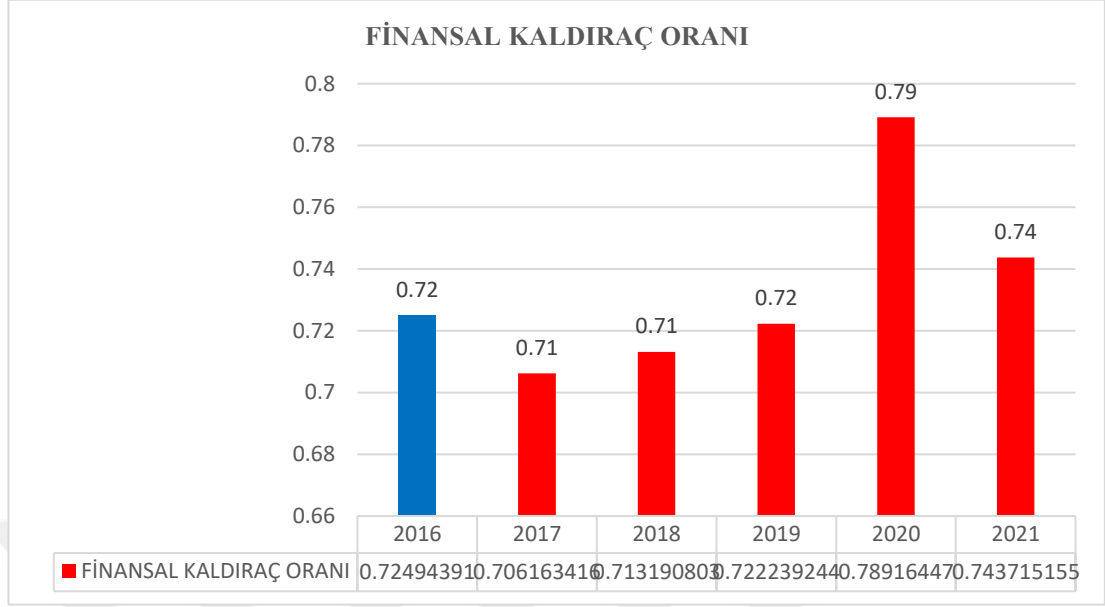


Şekil 4.29. Türk Hava Yolları AŞ'ye Ait Dönem Net Karı / Zararı Grafiği

Kaynak: Veriler Türkiye Hava Yolları AŞ'nin 2013-2021 yıllarını kapsayan gelir tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.³⁵

THY'nin Varlık Fonuna devredilmeden önceki yıl ve sonraki yıllara ait Finansal Kaldıraç Oranı Şekil 30'da gösterilmektedir. Kurumun yabancı kaynakların toplam aktiflere oranı (kaldıraç oranı) varlık fonuna devredilmeden önce %72 olup sektör ortalamasının üstünde ve biraz riskli bir durumdadır. Bu oranın %50'nin üstünde olması işletmenin sermayesinin özkaynak değil yabancı kaynak ağırlıklı olduğunu gösterir. Yani kurum sermaye yapısında önemli ölçüde dış kaynak kullanma eğilimindedir. Bununla birlikte kurumun varlık fonuna devredildikten sonra 2020 yılında kaldıraç oranının %79'a kadar çıktığı, 2021 yılında ise %74'e düşmesine rağmen kurumun varlık fonuna devredilmeden önceki seviyesinin üstünde olduğu görülmektedir. Bu durum kurumun yabancı kaynak kullanımında yani borcunda artışlar olduğu anlamına gelir ki bu oran sektör ortalamasının da üstündedir. Bu oranın yüksek olması kurumun faiz ve borç ödeme açısından zor durumlara düşme riskinin yüksek olduğunu gösterir.

³⁵ <https://investor.turkishairlines.com/tr/mali-ve-operasyonel-veriler/finansal-raporlar>, 2022

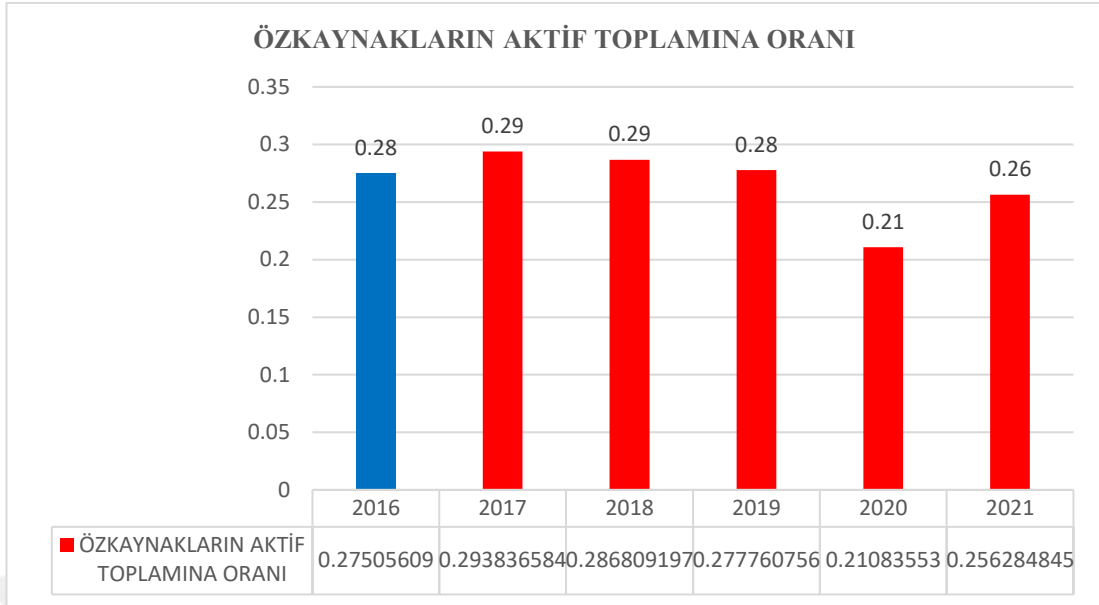


Şekil 4.30. Türkiye Hava Yolları AŞ'ye Ait Finansal Kaldıraç Oranı Grafiği

Kaynak: Veriler Türkiye Hava Yolları AŞ'nin 2016-2021 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.³⁶

THY'nin Varlık Fonuna devredilmeden önceki yıl ve sonraki yıllara ait Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı Şekil 31'da gösterilmektedir. Bu oranın yorumlanması kaldıraç oranının yorumlanmasıyla benzerdir. Kurumun özkaynaklarının aktif toplamına oranı varlık fonuna devredilmeden önce %28 olup sektör ortalamalarının altındadır. Bu oran, kurum varlık fonuna devredildikten sonra 2020 yılında %21'e kadar düşmüştür ve 2021 yılında oran %26 olarak gerçekleşmiştir ki bu oran kurumun varlık fonuna devredilmeden önceki oranın dahi altındadır.

³⁶ <https://investor.turkishairlines.com/tr/mali-ve-operasyonel-veriler/finansal-raporlar>, 2022



Şekil 4.31. Türkiye Hava Yolları AŞ'ye Ait Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı Grafiği

Kaynak: Veriler Türkiye Hava Yolları AŞ'nin 2016-2021 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.³⁷

Genel olarak THY Varlık Fonu'na aktarıldıktan sonra toplam aktiflerini, öz kaynaklarını ve karlılığını 2020 yılı hariç artırmıştır. Fakat hem finansal kaldıraç oranının kurumun fona devredilmeden önceki oranın üstüne çıkması hem de özkaynakların aktiflere oranının kurumun fona devredilmeden önceki oranın altına inmesi kurumun faiz ve borç ödeme açısından zor durumlara düşme riskinin yükseldiğini göstermektedir.

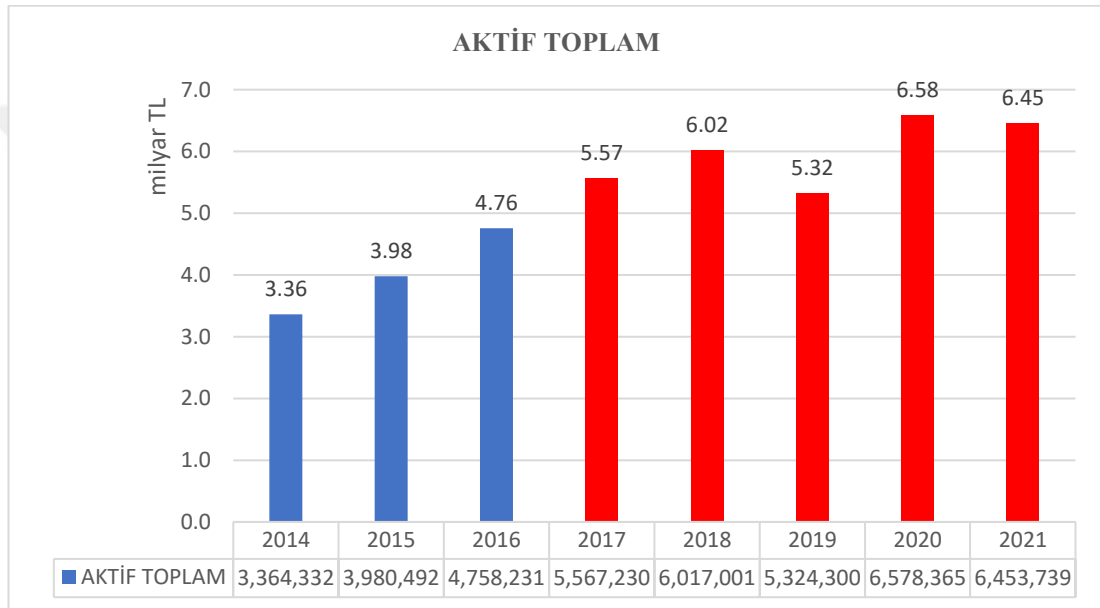
4.3.7. Posta ve Telgraf Teşkilatı AŞ

Posta teşkilatı ilk olarak Osmanlı Devleti'nde Tanzimat Fermanı ile birlikte ortaya çıkan gelişme hareketleri sonucunda halkın posta ihtiyacını karşılamak üzere 1840 yılında bir Nezaret olarak kurulmuştur. Cumhuriyetin ilk dönemlerinde İçişleri Bakanlığı sorumluluğunda olan PTT Genel Müdürlüğü 1933 yılında Bayındırlık Bakanlığı kapsamında alınmış daha sonra 1939 yılında Ulaştırma Bakanlığı'na bağlanmıştır. 1954'de Kamu İktisadi Teşebbüsü (KİT), 1984 yılında ise Kamu İktisadi Kuruluşu (KİK) olarak faaliyetini sürdürmüştür. 1994'de PTT İşletmesi Genel Müdürlüğü; Türk Telekomünikasyon Anonim Şirketi ve T.C. Posta İşletmesi Genel Müdürlüğü olarak iki ayrı şirkete bölünmüştür. 24.01.2017 tarih ve 2017/9756

³⁷ <https://investor.turkishairlines.com/tr/mali-ve-operasyonel-veriler/finansal-raporlar>, 2022

sayı Bakanlar Kurulu kararıyla Posta ve Telgraf Teşkilatı AŞ (PTT) hazineden tümüyle Türkiye Varlık Fonu'na devredilmiştir. PTT'nin 2022 yılı itibariyle yönetim kurulu başkanı Mükremin Kara ve genel müdürü Hakan Gülten'dir.

PTT'nin Varlık fonuna devredilmeden önce ve sonraki yıllara ait Toplam varlıkları (Aktif Toplamı) Şekil 32'de gösterilmektedir. PTT'nin Varlık Fonu'na devredilmeden önceki ve sonraki yıllarda sürekli bir artış trendine sahip olduğu görülmektedir. PTT, Varlık Fonu'na devredilmeden önce 2016 yılında 4,76 milyar TL olan toplam aktifi 2021 yılı sonu itibariyle 6 milyar TL'nin üzerine çıkmıştır.



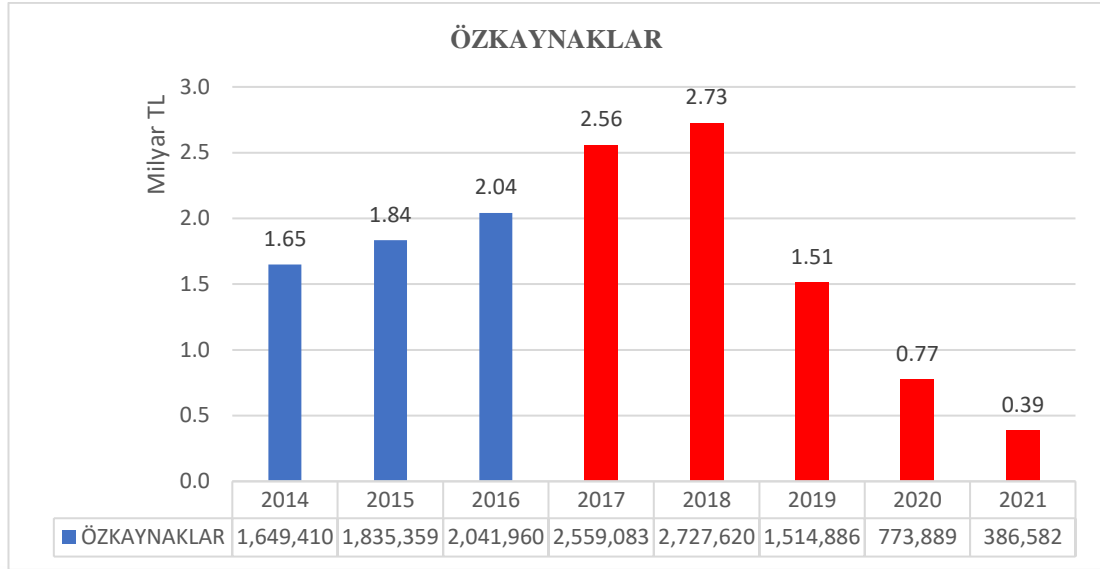
Şekil 4.32. Posta ve Telgraf Teşkilatı AŞ'ye Ait Aktif Toplam Grafiği

Kaynak: Veriler Posta ve Telgraf Teşkilatı AŞ'nin 2014-2021 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.³⁸

PTT'nin Varlık fonuna devredilmeden önce ve sonraki yıllara ait toplam özkaynakları Şekil 33'te gösterilmektedir. PTT'nin Varlık Fonu'na devredilmeden önceki ve sonraki yıllarda sürekli bir artış trendine sahip olduğu görülmektedir. PTT 2016 yılında Varlık Fonu'na devredilmeden önce 2 milyar TL üzerinde olan özkaynağı 2021 yılı sonu itibariyle 400 milyon TL'nin altına inmiştir.

³⁸ <https://www.ptt.gov.tr/Sayfalar/Kurumsal/BilgiBankasi.aspx>, 2022

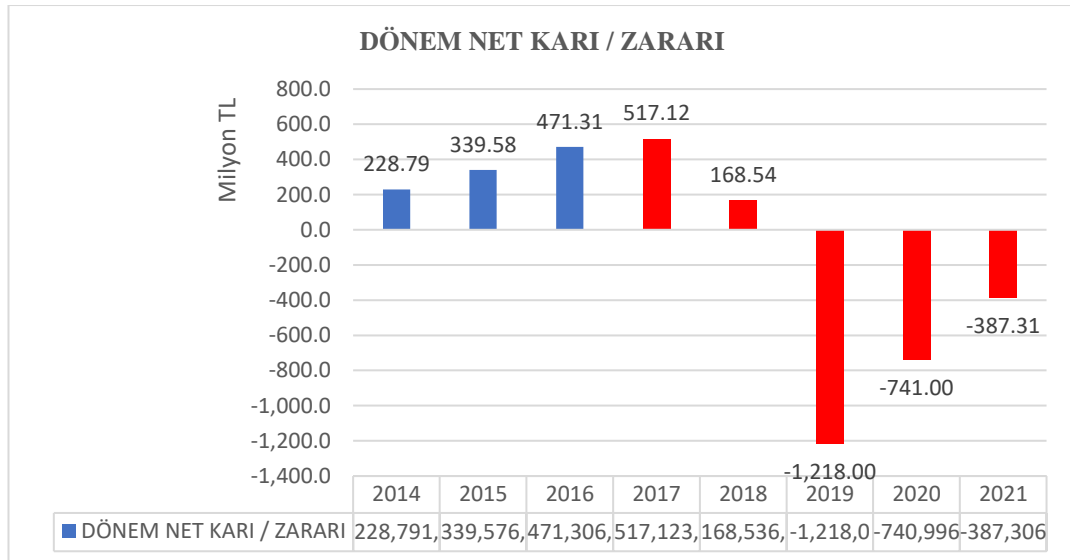
<https://savistay.gov.tr/reports/category/8-kamu-isletmeleri-genel-raporlari>, 2022



Şekil 4.33. Posta ve Telgraf Teşkilatı AŞ'ye Ait Özkaynaklar Grafiği

Kaynak: Veriler Posta ve Telgraf Teşkilatı AŞ'nin 2014-2021 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından ve sayıştay raporlarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.

PTT'nin Varlık fonuna devredilmeden önce ve sonraki yıllara ait Net Dönem Kar/Zarar değerleri Şekil 34'te gösterilmektedir. PTT'nin Varlık Fonu'na devredilmeden önceki yıllarda sürekli bir artış trendine sahip iken 2017 yılında artış göstermiş, fakat 2018 yılında önceki yılların dahi altına düşerek 168 milyon TL kar açıklamıştır. 2018'den sonra 3 yıl boyunca büyük sürekli zarar etmiştir.

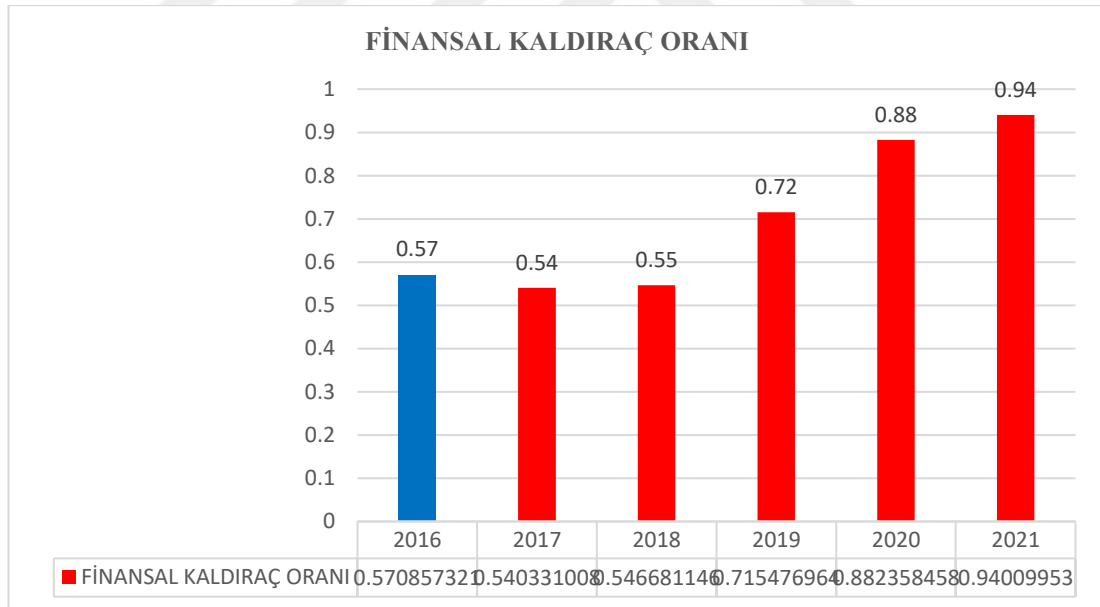


Şekil 4.34. Posta ve Telgraf Teşkilatı AŞ'ye Ait Dönem Net Karı / Zararı Grafiği

Kaynak: Veriler Posta ve Telgraf Teşkilatı AŞ'nin 2014-2021 yıllarını kapsayan gelir tablolarından ve sayıştay raporlarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.³⁹

³⁹ <https://www.ptt.gov.tr/Sayfalar/Kurumsal/BilgiBankasi.aspx>, 2022

PTT'nin Varlık Fonuna devredilmeden önceki yıl ve sonraki yıllara ait Finansal Kaldıraç Oranı Şekil 35'te gösterilmektedir. Kurumun yabancı kaynakların toplam aktiflere oranı (kaldıraç oranı) varlık fonuna devredilmeden önce %57 olup gayet kabul gören bir seviyededir. Bu oranın %57'nin üstünde olması işletmenin sermayesinin özkaynak değil az bir farkla yabancı kaynak ağırlıklı olduğunu gösterir. Yani kurum sermaye yapısında az da olsa dış kaynak kullanma eğilimindedir. Bununla birlikte kurumun varlık fonuna devredildikten sonra 2017 yılında ve 2018 yılında az bir düşüş sergilerken 2019'dan sonra çok ciddi bir artış sergilemiştir. Öyle ki 2016 yılında yani varlık fonuna devredilmeden önceki yılda %57 olan kaldıraç oranı 2021 yılında resmen fırlayarak %94'e yükselmiş ki bu oran sektör ortalamasının çok üstündedir ve çok riskli bir durumdur. Bu durum kurumun özkaynaklarında çok ciddi düşüşler yaşadığı ve yabancı kaynak kullanımında yani borcunda müthiş artışlar olduğu anlamına gelir. Bu oranın yüksek olması kurumun faiz ve borç ödeme açısında zor durumlara düşme olasılığının yüksek olduğunu gösterir.



Şekil 4.35. Posta ve Telgraf Teşkilatı AŞ'ye Ait Finansal Kaldıraç Oranı Grafiği

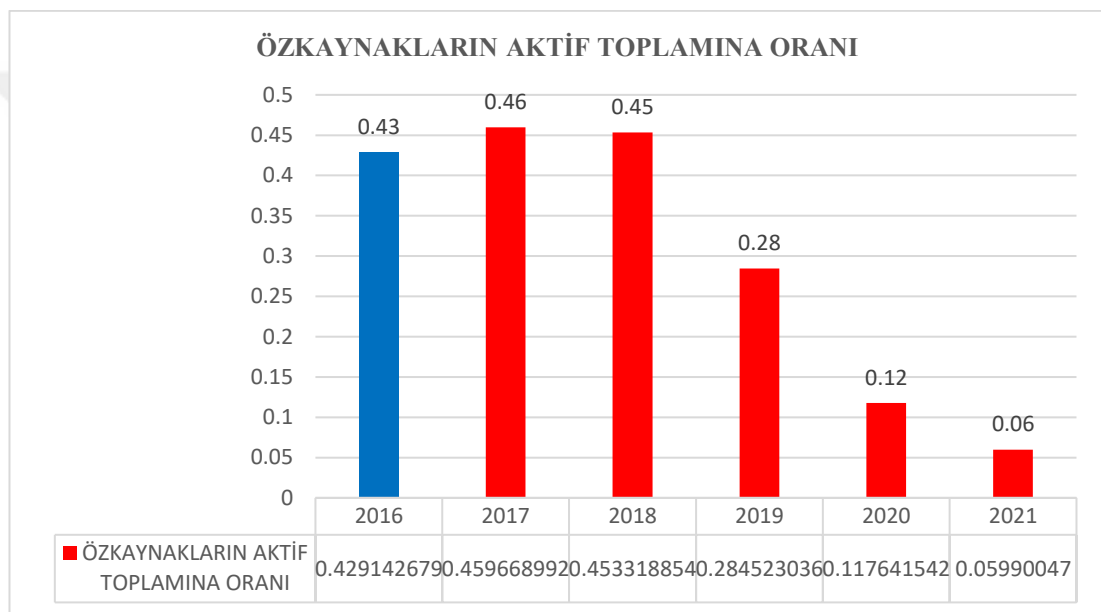
Kaynak: Veriler Posta ve Telgraf Teşkilatı AŞ'nin 2014-2021 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından ve sayıştay raporlarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.⁴⁰

<https://sayistay.gov.tr/reports/category/8-kamu-isletmeleri-genel-raporlari>, 2022

⁴⁰ <https://www.ptt.gov.tr/Sayfalar/Kurumsal/BilgiBankasi.aspx>, 2022

<https://sayistay.gov.tr/reports/category/8-kamu-isletmeleri-genel-raporlari>, 2022

PTT'nin Varlık Fonuna devredilmeden önceki yıl ve sonraki yıllara ait Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı Şekil 16'da gösterilmektedir. Bu oranın yorumlanması kaldıraç oranının yorumlanmasıyla benzerdir. Nitekim kaldıraç oranında sektör ortalaması ve istenen oran %50 ile %60 bandındadır. Özkaynakların Aktif Toplamına Oranının sektör ortalaması ise %40 ile %50 bandındadır. Kurumun özkaynaklarının aktif toplamına oranı varlık fonuna devredilmeden önce %43 olup sektör ortalamasını tutturmuştur. Bu oran, kurum varlık fonuna devredildikten sonra %6'ya düşmüştür ki bu oran kurumun varlık fonuna devredilmeden önceki oranın çok altındadır.



Şekil 4.36. Posta ve Telgraf Teşkilatı AŞ'ye Ait Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı Grafiği

Kaynak: Veriler Posta ve Telgraf Teşkilatı AŞ'nin 2014-2021 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından ve sayıştay raporlarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.⁴¹

Genel olarak PTT Varlık Fonu'na aktarıldıktan sonra toplam aktiflerini artırırken öz kaynaklarında ve karlılıklarında 2017 yılı için bir artış gösterse de sonraki yıllarda sürekli bir düşüş sergilemiştir. Son 3 yılda çok ciddi zarar eden kurum 2019 yılında 1,2 milyar rekor zarar açıklamıştır. Tablolar dikkatle incelendiğinde; hem finansal kaldıraç oranının kurumun fona devredilmeden önceki oranının çok üstüne çıkması hem de özkaynakların aktiflere oranının kurumun fona devredilmeden önceki oranının çok altına inmesi kurumun faiz ve borç ödeme

⁴¹ <https://www.ptt.gov.tr/Sayfalar/Kurumsal/BilgiBankasi.aspx>, 2022

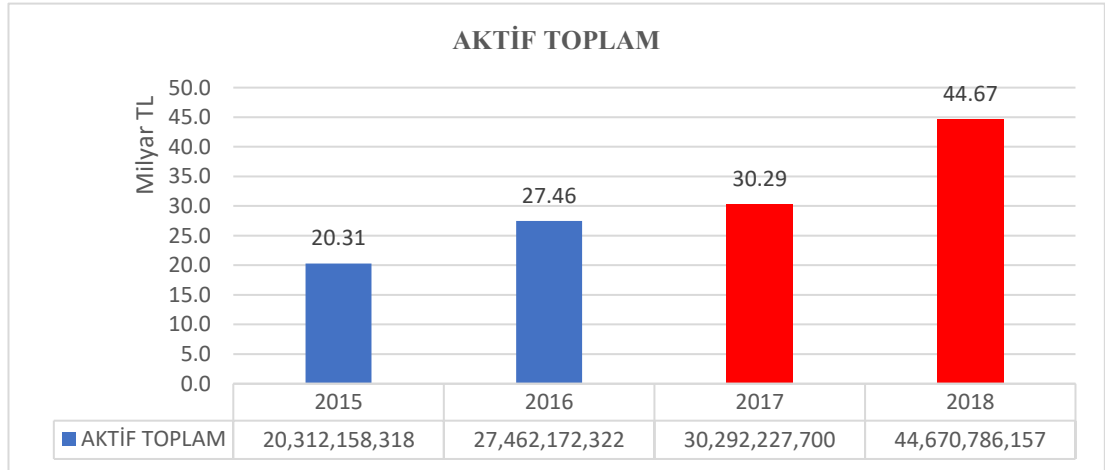
<https://sayistay.gov.tr/reports/category/8-kamu-isletmeleri-genel-raporlari>, 2022

açısından zor durumlara düşme riskinin aşırı derecede yükseldiği ve mali anlamda kurumun varlık fonuna devredildikten sonra olumlu bir seyir izlemediği görülmektedir.

4.3.8. Boru Hatları ile Petrol Taşıma AŞ (BOTAŞ)

Boru Hatları ile Petrol Taşıma AŞ (BOTAŞ) TPAO'ya bağlı bir iştirak olarak 1974 senesinde kurulmuş ve 1995'de ise iktisadi devlet teşekkülü statüsüne geçmiştir. Bugün doğalgaz piyasası çerçevesinde tanımlanan gaz ihracat, ithalat, iletim, depolama, toptan satış, petrol iletimi faaliyetleri yürütmekte olan firma aynı zamanda LNG ticareti de yapmaktadır. BOTAŞ genel müdürü ve yönetim kurulu başkanı Burhan Özcan'dır. BOTAŞ 24.01.2017 tarih ve 2017/9756 sayılı Bakanlar Kurulu kararıyla Hazine'ye ait tüm payları ile Türkiye Varlık Fonu'na aktarılmıştır.

BOTAŞ'ın Varlık fonuna devredilmeden önce ve sonraki yıllara ait Toplam varlıkları (Aktif Toplamı) Şekil 37'de gösterilmektedir. BOTAŞ'ın Varlık Fonu'na devredilmeden önceki ve sonraki yıllarda sürekli bir artış trendine sahip olduğu görülmektedir. BOTAŞ 2016 yılında Varlık Fonu'na devredilmeden önce 27,46 milyar TL olan toplam aktifi 2018 yılı sonu itibariyle 44 milyar TL'nin üzerine çıkmıştır.



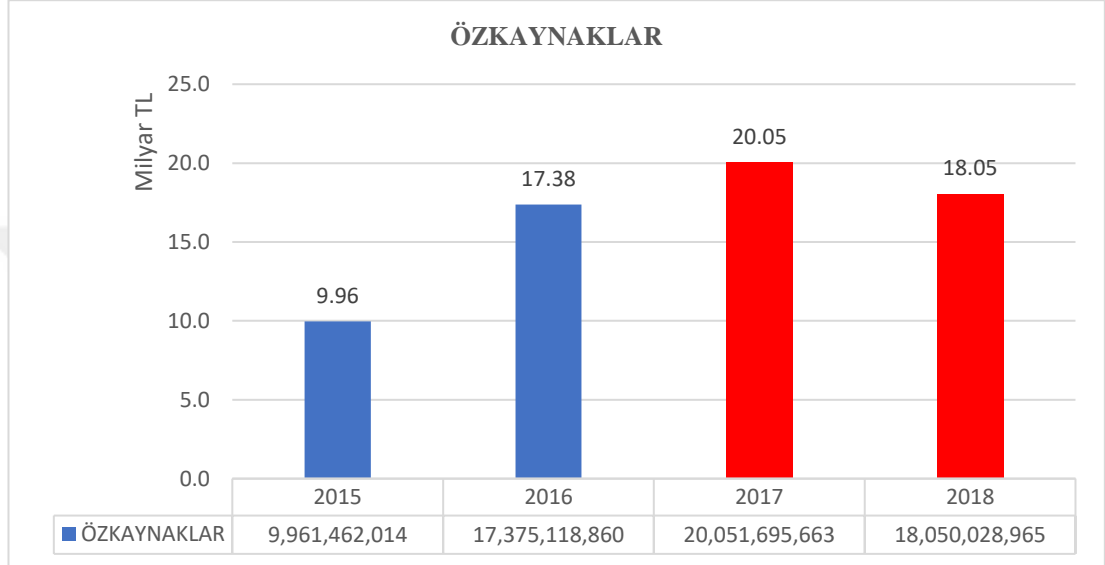
42

Şekil 4.37. Boru Hatları ile Petrol Taşıma AŞ'ye Ait Aktif Toplam Grafiği

Kaynak: Veriler Boru Hatları ile Petrol Taşıma AŞ'nin 2014-2018 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.⁴³

⁴² Boru Hatları ile Petrol Taşıma AŞ'nin 2018 sonrası verileri kamuoyu ile paylaşılmadığı için tarafımızca incelenememiştir.

BOTAŞ'ın Varlık fonuna devredilmeden önce ve sonraki yıllara ait toplam özkaynakları Şekil 38'de gösterilmektedir. BOTAŞ özkaynak açısından Varlık Fonu'na devredilmeden önceki yıllarda sürekli bir artış trendine sahipken sonrasında bir düşüş trendine girmiştir. BOTAŞ'ın 2016 yılında Varlık Fonu'na devredilmeden önce 17,38 milyar TL olan özkaynağı 2018 yılı sonu itibariyle 18 milyar TL'nin üzerine çıkmıştır.



44

Şekil 4.38. Boru Hatları ile Petrol Taşıma AŞ'ye Ait Özkaynaklar Grafiği

Kaynak: Veriler Boru Hatları ile Petrol Taşıma AŞ'nin 2014-2018 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.⁴⁵

BOTAŞ'ın Varlık fonuna devredilmeden önce ve sonraki yıllara ait Net Dönem Kar/Zarar değerleri Şekil 39'da gösterilmektedir. BOTAŞ karlılık açısından Varlık Fonu'na devredilmeden önceki yıllarda bir artış trendine sahip iken varlık fonuna devredildiği yılın hemen sonrası olan 2017 yılında %70'lik bir düşüşle 3 milyar TL civarı bir kar açıklamıştır. Fakat 2018 yılında karlılık ortadan kalkarak 2,48 milyar TL'lik bir zarar ortaya çıkmıştır. Daha sonraki yıllarda BOTAŞ kamuya finansal verilerini açıklamamıştır.

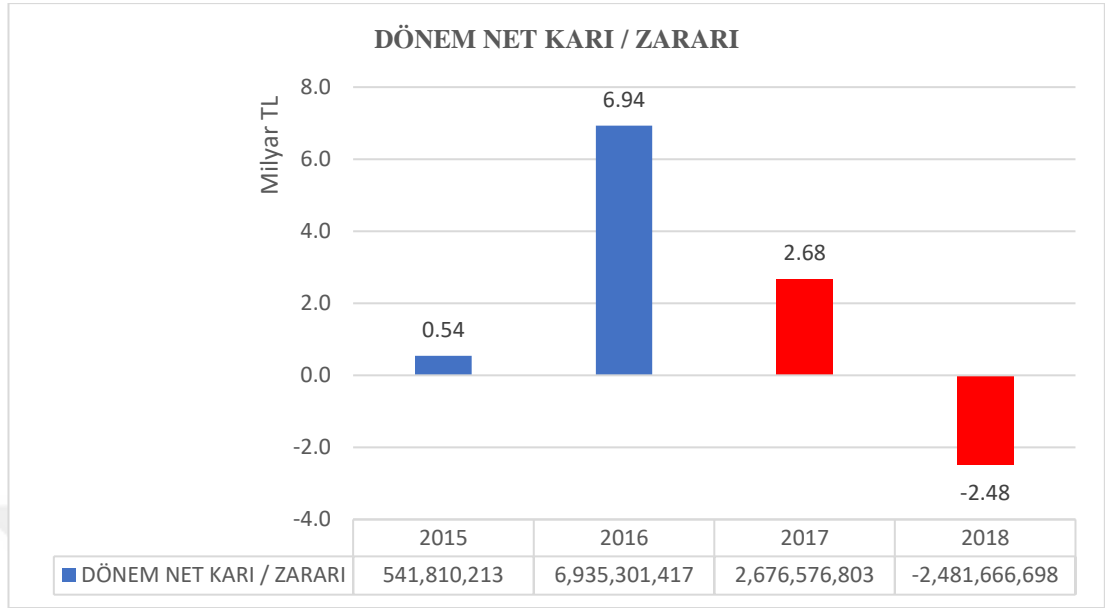
⁴³ <https://www.botas.gov.tr/Sayfa/bilanco/45>, 2022

<https://www.botas.gov.tr/Sayfa/gelir-tablosu/48>, 2022

⁴⁴ Boru Hatları ile Petrol Taşıma AŞ'nin 2018 sonrası verileri kamuoyu ile paylaşılmadığı için tarafımızca incelenememiştir.

⁴⁵ <https://www.botas.gov.tr/Sayfa/bilanco/45>, 2022

<https://www.botas.gov.tr/Sayfa/gelir-tablosu/48>, 2022



46

Şekil 4.39. Boru Hatları ile Petrol Taşıma AŞ'ye Ait Dönem Net Karı / Zararı Grafiği

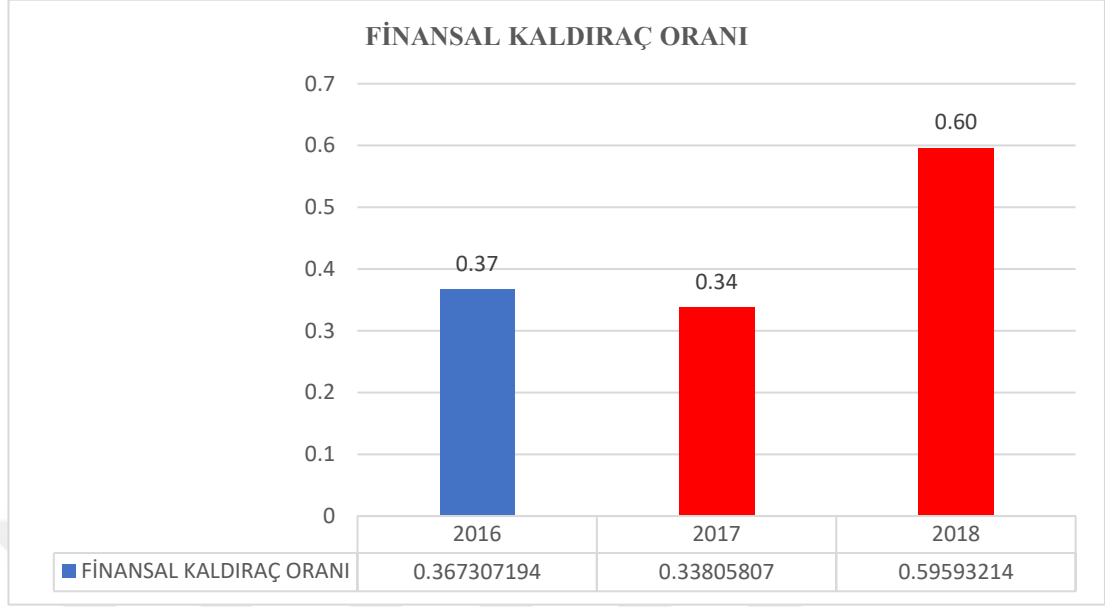
Kaynak: Veriler Boru Hatları ile Petrol Taşıma AŞ'nin 2014-2018 yıllarını kapsayan gelir tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.⁴⁷

BOTAŞ'ın Varlık Fonuna devredilmeden önceki yıl ve sonraki yıllara ait Finansal Kaldıraç Oranı Şekil 40'ta gösterilmektedir. Kurumun yabancı kaynakların toplam aktiflere oranı (kaldıraç oranı) varlık fonuna devredilmeden önce %37 olup sektör ortalamasının biraz altındadır. Bu oranın %50'nin altında olması işletmenin sermayesinin yabancı kaynak değil özkaynak ağırlıklı olduğunu gösterir. Yani kurum sermaye yapısında önemli ölçüde özkaynak kullanma eğilimindedir. Bu oranın %50'nin altında olması kurumun faiz ve borç ödeme açısından zorlanmayacağını gösterir ve bu istenilen bir durumdur. Fakat kurum varlık fonuna devredildikten sonra finansal kaldıraç oranı 2017 yılında düşüş göstermişse de 2018 yılında %60'a çıkarak kurumun varlık fonuna devrinden önceki seviyenin çok üstüne çıkmıştır. Bu durum kurumun yabancı kaynak kullanımında yani borcunda artışlar olduğu anlamına gelir. Bu oranın yüksek olması kurumun faiz ve borç ödeme açısından zor durumlara düşme olasılığının yüksek olduğunu gösterir.

⁴⁶ Boru Hatları ile Petrol Taşıma AŞ'nin 2018 sonrası verileri kamuoyu ile paylaşılmadığı için tarafımızca incelenememiştir.

⁴⁷ <https://www.botas.gov.tr/Sayfa/bilanco/45>, 2022

<https://www.botas.gov.tr/Sayfa/gelir-tablosu/48>, 2022



48

Şekil 4.40. Boru Hatları ile Petrol Taşıma AŞ'ye Ait Finansal Kaldıraç Oranı Grafiği

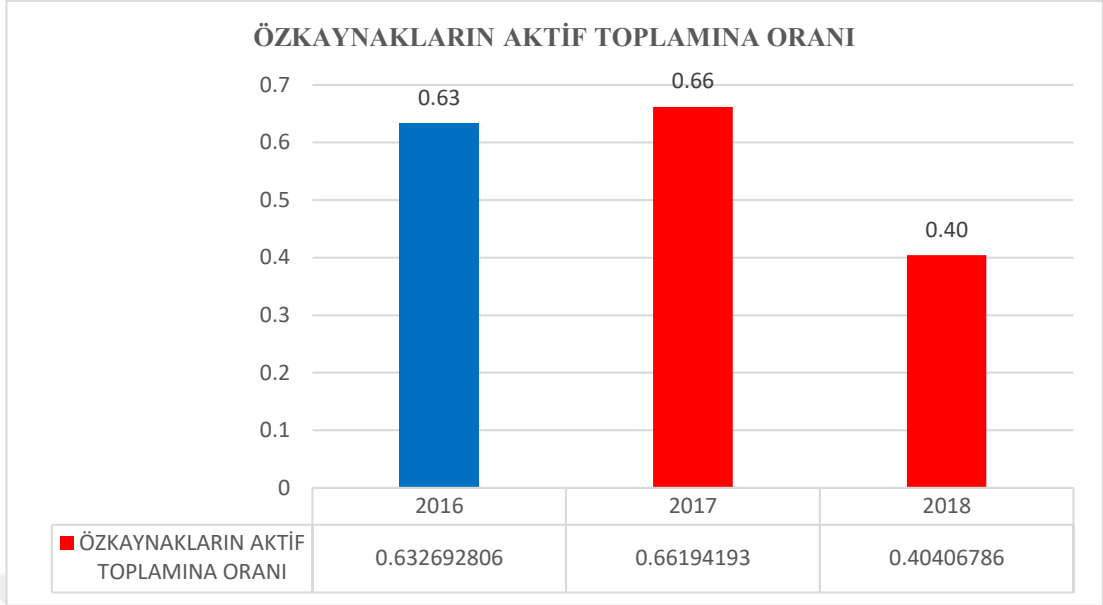
Kaynak: Veriler Boru Hatları ile Petrol Taşıma AŞ'nin 2016-2018 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.⁴⁹

BOTAŞ'ın Varlık Fonuna devredilmeden önceki yıl ve sonraki yıllara ait Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı Şekil 41'de gösterilmektedir. Bu oranın yorumlanması kaldıraç oranının yorumlanmasıyla benzerdir. Kurumun özkaynaklarının aktif toplamına oranı varlık fonuna devredilmeden önce %63 olup sektör ortalamasının biraz üstündedir. Bu kabul edilebilir bir seviyedir. Kurumun borç ve faiz ödemede zorlanmayacağını gösterir. Bu oran, kurum varlık fonuna devredildikten sonra %40'a kadar düşmüştür ki bu oran kurumun varlık fonuna devredilmeden önceki oranın altındadır.

⁴⁸ Boru Hatları ile Petrol Taşıma AŞ'nin 2018 sonrası verileri kamuoyu ile paylaşılmadığı için tarafımızca incelenememiştir.

⁴⁹ <https://www.botas.gov.tr/Sayfa/bilanco/45>, 2022

<https://www.botas.gov.tr/Sayfa/gelir-tablosu/48>, 2022



50

Şekil 4.41. Boru Hatları ile Petrol Taşıma AŞ'ye Ait Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı Grafiği

Kaynak: Veriler Boru Hatları ile Petrol Taşıma AŞ'nin 2016-2018 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.⁵¹

Genel olarak BOTAŞ Varlık Fonu'na aktarıldıktan sonra toplam aktiflerini ve öz kaynaklarını artırmıştır. Fakat karlılık açısından olumsuz bir durum söz konusudur. Nitekim Varlık fonuna devredildikten hemen sonra kar oranı düşmüş ve 2018 yılında zarar açıklamıştır. Tablolar dikkatle incelendiğinde; hem finansal kaldıraç oranının kurumun fona devredilmeden önceki oranın üstüne çıkması hem de özkaynakların aktiflere oranının kurumun fona devredilmeden önceki oranın altına inmesi kurumun faiz ve borç ödeme açısından zor durumlara düşme riskinin yükseldiği aynı zamanda kurumun karlılığının negatife dönüşmesi sebebiyle mali anlamda kurumun varlık fonuna devredildikten olumlu bir seyir izlemediği görülmektedir.

4.3.9. Türkiye Petrolleri AO

Türkiye Petrolleri Anonim Ortaklığı (TPAO) 1963'te akaryakıt istasyonları ile faaliyetine başlamış ve 2009 yılında TP Petrol Dağıtım AŞ olarak faaliyetlerine

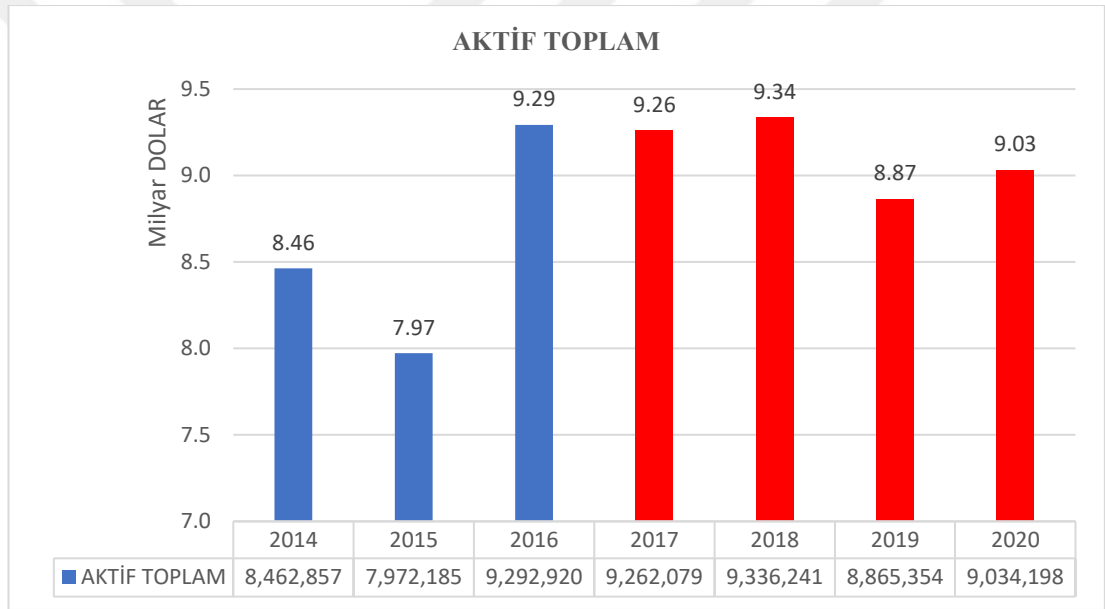
⁵⁰ Boru Hatları ile Petrol Taşıma AŞ'nin 2018 sonrası verileri kamuoyu ile paylaşılmadığı için tarafımızca incelenememiştir.

⁵¹ <https://www.botas.gov.tr/Sayfa/bilanco/45>, 2022

<https://www.botas.gov.tr/Sayfa/gelir-tablosu/48>, 2022

devam etmektedir. 2016 yılında Zülfiıklarlar Holding kapsamındaki akaryakıt dağıtım firması Turkuaz Petrol tarafından, özelleştirilmiştir. 24.01.2017 tarih ve 2017/9756 sayılı Bakanlar Kurulu kararıyla TPAO tüm hisseleriyle birlikte TVF'ye devredilmiştir. Firmanın şu anki yönetim kurulu başkanı ve genel müdürü Melih Han Bilgin'dir.

TPAO'nun varlık fonuna devredilmeden önce ve sonraki yıllara ait toplam varlıkları (Aktif Toplamı) Şekil 42'de gösterilmektedir. TPAO, Varlık Fonu'na devredilmeden önceki yıllarda aktiflerde iniş çıkışlar olduğu görülmektedir. TPAO Varlık Fonu'na 2017'de devredildikten sonra durağan bir aktif değerine sahip olmuştur.



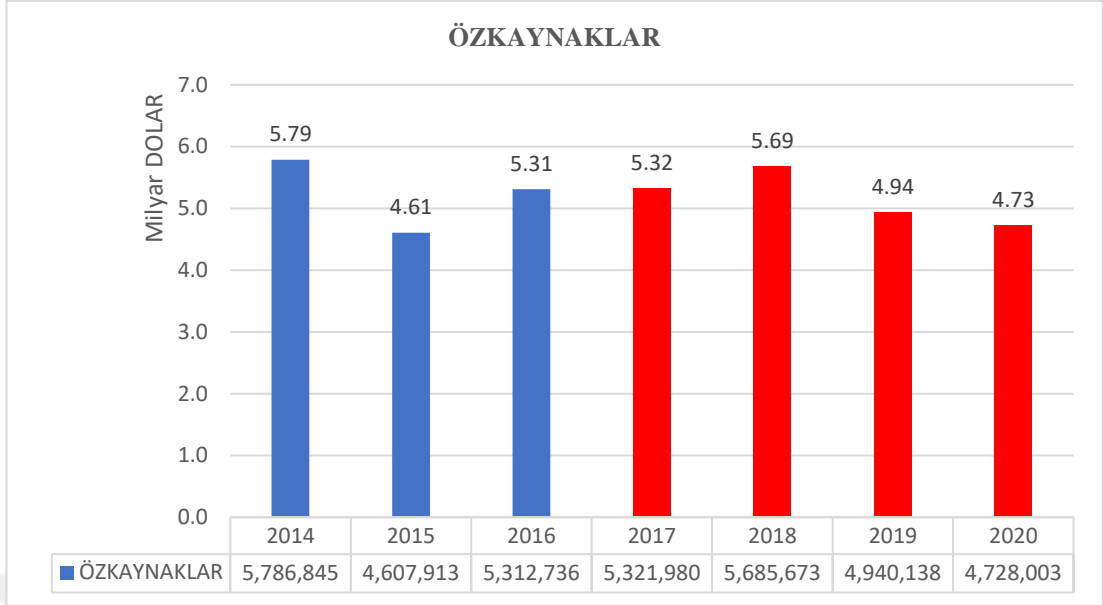
Şekil 4.42. Türkiye Petrolleri AO'ya Ait Aktif Toplam Grafiği

Kaynak: Veriler Türkiye Petrolleri AO'nun 2014-2021 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.⁵²

TPAO Varlık fonuna devredilmeden önce ve sonraki yıllara ait toplam özkaynakları Şekil 43'te gösterilmektedir. TPAO Varlık Fonu'na devredilmeden önceki ve sonraki yıllarda değişken bir özkaynak yapısına sahiptir. Fakat Varlık Fonuna devredildikten sonra TPAO'nun özkaynakları büyük bir düşüş yaşamıştır.

⁵² <https://www.tpa.gov.tr/ufrsye-gore-gelir-tablosu>, 2022

<https://www.tpa.gov.tr/ufrsye-gore-bilanco>, 2022



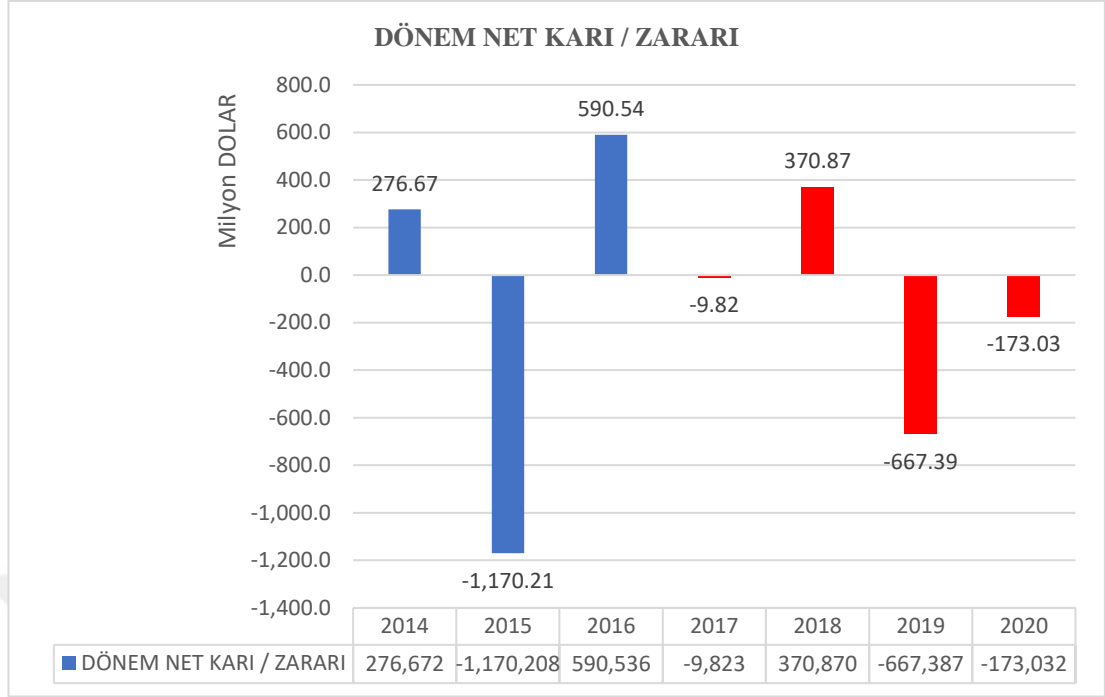
Şekil 4.43. Türkiye Petrolleri AO'ya Ait Özkaynaklar Grafiği

Kaynak: Veriler Türkiye Petrolleri AO'nun 2014-2021 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.⁵³

TPAO'nun Varlık fonuna devredilmeden önceki ve sonraki yıllara ait Net Dönem Kar/Zarar değerleri Şekil 44'te gösterilmektedir. TPAO Varlık Fonu'na devredilmeden önceki yıllarda 2016 yılında artış göstermiş devrin hemen sonrasında yaklaşık %70'lik bir düşüş ortaya çıkmıştır. 2018 yılında tekrar yükseliş yaşansa da 2019 ve 2020 yıllarında devir öncesi karlılığa ulaşamamış hatta ciddi boyutta zarar açıklamıştır.

⁵³ <https://www.tpao.gov.tr/ufrsye-gore-gelir-tablosu>, 2022

<https://www.tpao.gov.tr/ufrsye-gore-bilanco>, 2022



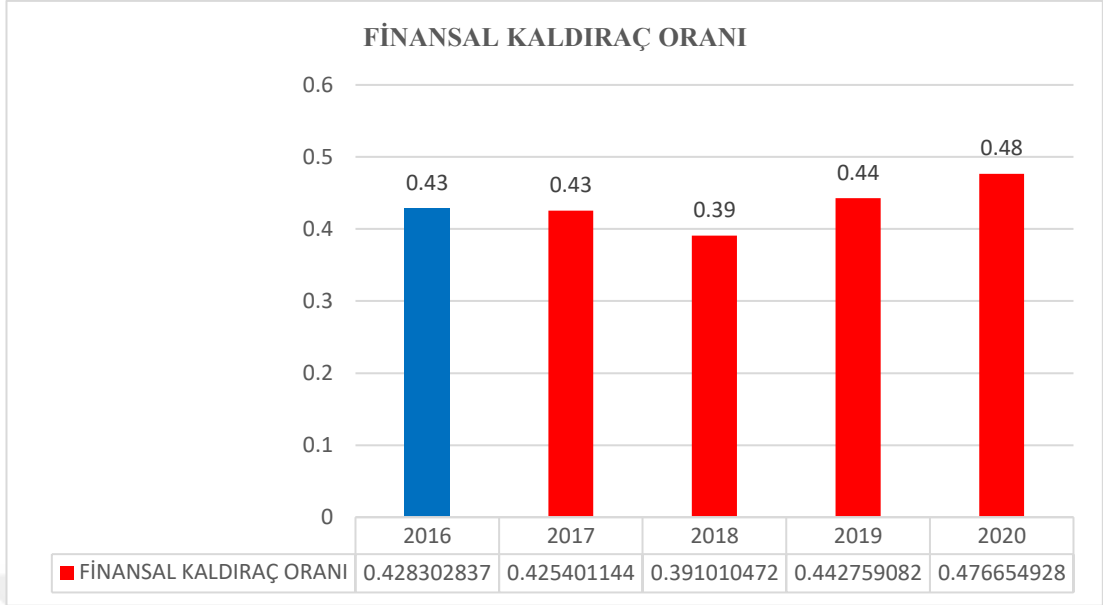
Şekil 4.44. Türkiye Petrolleri AO'ya Ait Dönem Net Karı / Zararı Grafiği

Kaynak: Veriler Türkiye Petrolleri AO'nun 2014-2021 yıllarını kapsayan gelir tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.⁵⁴

TPAO'nun Varlık Fonuna devredilmeden önceki yıl ve sonraki yıllara ait Finansal Kaldıraç Oranı Şekil 45'te gösterilmektedir. Kurumun yabancı kaynakların toplam aktiflere oranı (kaldıraç oranı) varlık fonuna devredilmeden önce %43 olup gayet kabul edilebilir bir seviyededir. Bu oranın %50'nin altında olması işletmenin sermayesinin yabancı kaynak değil özkaynak ağırlıklı olduğunu gösterir. Yani kurum sermaye yapısında önemli ölçüde özkaynak kullanma eğilimindedir. Bu oranın %50'nin altında olması kurumun faiz ve borç ödeme açısından zorlanmayacağını gösterir ve bu istenilen bir durumdur. Kurumun varlık fonuna devredildikten sonraki yılları incelendiğinde bile bu oranın %50'yi aşmadığını görüyoruz. Dolayısıyla kurumun borç ve faiz ödemelerinde zor duruma düşme riski kabul edilebilir seviyededir.

⁵⁴ <https://www.tpa.gov.tr/ufrsye-gore-gelir-tablosu>, 2022

<https://www.tpa.gov.tr/ufrsye-gore-bilanco>, 2022



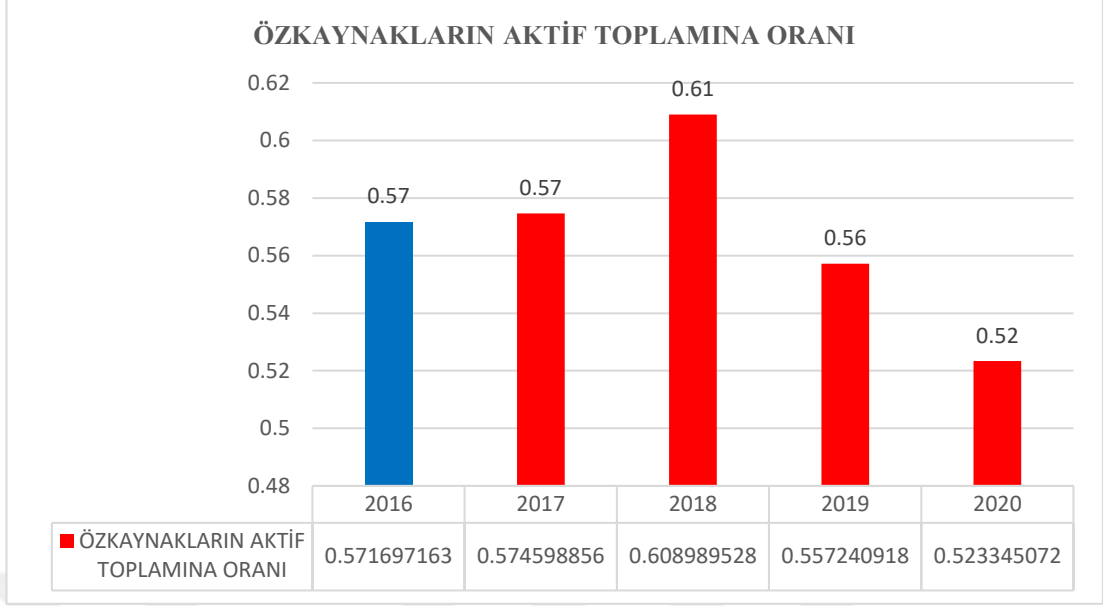
Şekil 4.45. Türkiye Petrolleri AO'ya Ait Finansal Kaldıraç Oranı Grafiği

Kaynak: Veriler Türkiye Petrolleri AO'nun 2016-2020 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.⁵⁵

TPAO'nun Varlık Fonuna devredilmeden önceki yıl ve sonraki yıllara ait Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı Şekil 46'da gösterilmektedir. Bu oranın yorumlanması kaldıraç oranının yorumlanmasıyla benzerdir. Nitekim kaldıraç oranında sektör ortalaması ve istenen oran %50 ile %60 bandındadır. Özkaynakların Aktif Toplamına Oranının sektör ortalaması ise %40 ile %50 bandındadır. Kurumun özkaynaklarının aktif toplamına oranı varlık fonuna devredilmeden önce %57 olup sektör ortalamasının çok az üstündedir. Bu oran, kurum varlık fonuna devredildikten sonra %52'ye düşmüştür ki bu oran kurumun varlık fonuna devredilmeden önceki oranın altında olup bir iyileşme belirtisidir.

⁵⁵ <https://www.tpao.gov.tr/ufrsye-gore-gelir-tablosu>, 2022

<https://www.tpao.gov.tr/ufrsye-gore-bilanco>, 2022



Şekil 4.46. Türkiye Petrolleri AO'ya Ait Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı Grafiği

Kaynak: Veriler Türkiye Petrolleri AO'nun 2016-2020 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.⁵⁶

Genel olarak TPAO Varlık Fonu'na aktarıldıktan sonra toplam aktiflerini stabil olarak korurken, öz kaynaklarında azalış ortaya çıkmıştır. Bunun yanı sıra karlılıklarında hem cari hem de reel bir düşüş meydana gelmiştir. Fakat tablolar dikkatle incelendiğinde; her ne kadar, hem finansal kaldıraç oranının kurumun fona devredilmeden önceki oranın üstüne çıkması hem de özkaynakların aktiflere oranının kurumun fona devredilmeden önceki oranın altına inmesi gibi bir durum söz konusuysa da bu oranlar makul seviyelerde değişim göstermiş olduğu için kurumun faiz ve borç ödeme açısından zor durumlara düşme riskinin az olduğu görülmektedir. Fakat özkaynaklarında düşüş yaşaması ve fona devredildikten sonraki yıllarda zarar etmesi elbette ki varlık fonuna devredildikten sonra olumlu bir seyir izlemediği görülmektedir.

4.3.10. Türkcell İletişim Hizmetler AŞ

Türkcell İletişim Hizmetleri Anonim Şirketi ("Türkcell- Ana ortaklık"), 5 Ekim 1993 tarihinde İstanbul'da kurulmuş ve 1994 yılında faaliyetlerine başlamıştır. Türkcell'in ("Şirket") faaliyet konuları, Türkiye Cumhuriyeti Ulaştırma ve Altyapı

⁵⁶ <https://www.tpao.gov.tr/ufrsye-gore-gelir-tablosu>, 2022

<https://www.tpao.gov.tr/ufrsye-gore-bilanco>, 2022

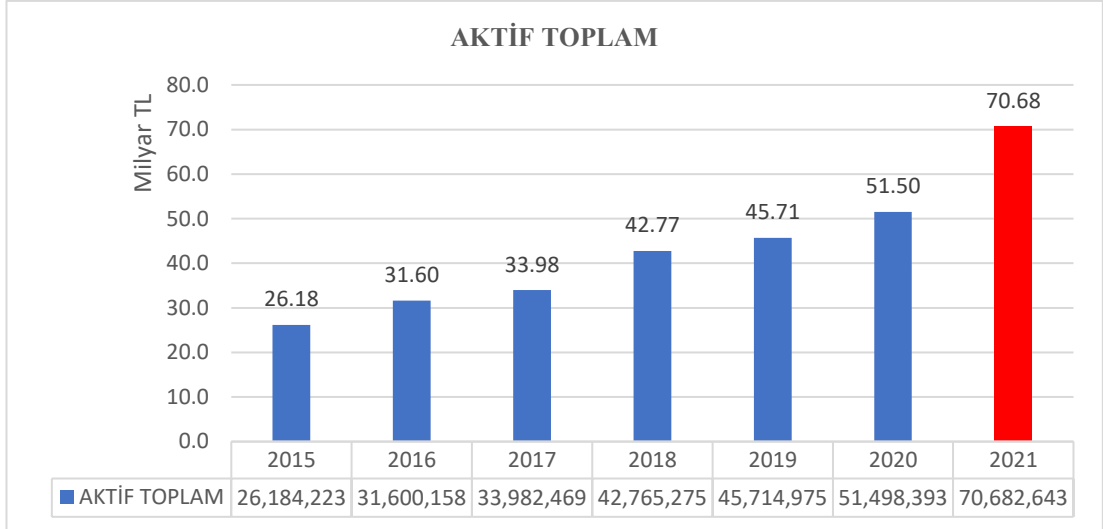
Bakanlığı (“Bakanlık”) ile imzalanmış bulunan GSM (“Global System for Mobile Communications”) Pan Avrupa Mobil Telefon Sistemi ihalesinde öngörülen iş ve hizmetler ile Posta ve Telgraf Teşkilatı AŞ’nin (“PTT”) kanununa aykırı olmamak üzere, her türlü telefon, telekomünikasyon ve benzeri hizmetler, IMT hizmet ve altyapılarına ilişkin yetkilendirme kapsamındaki faaliyetlerdir. 31 Aralık 2021 tarihi itibarıyla, Türkcell’in hisse senetleri Borsa İstanbul AŞ (“BIST”) ve New York Hisse Senetleri Borsası’nda (“New York Stock Exchange”- “NYSE”) işlem görmektedir.

Şirket, 26 Ağustos 2015 tarihinde BTK tarafından düzenlenen, kamuoyunda (“4.5G Lisans”) olarak bilinen “IMT Hizmet ve Altyapılarına İlişkin Yetkilendirme İhalesi”nde toplam 1.623.460 Avro (KDV hariç) bedel ile 13 yıl geçerli olmak üzere toplam 172,4 MHz frekans almaya hak kazanmıştır. IMT Yetkilendirme süresi, 30 Nisan 2029 tarihine kadar olup, operatörler IMT hizmetlerinin sunumuna 1 Nisan 2016 tarihinden itibaren başlamıştır.

31 Aralık 2021 tarihi itibarıyla, TVF Bilgi Teknolojileri İletişim Hizmetleri Yatırım Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi (“TVF BTIH”), ve IMTIS Holdings S.a r l. (“IMTIS Holdings”)’in Şirket sermayesindeki ve oy haklarındaki payları, sırasıyla, %26,2 ve %19,8’dir. Şirket’in hisselerinin %53,95’i halen olduğu üzere halka açık olarak yurtiçi ve yurtdışı borsalarda işlem görmeye devam etmektedir.

31 Aralık 2021 tarihi itibarıyla Şirket’in ana ve nihai ortakları sırasıyla TVF BTIH ve TVF’dir. TVF, 6741 sayılı Kanun ile, 26 Ağustos 2016 tarihinde resmi gazetede yayımlanarak kurulmuştur.

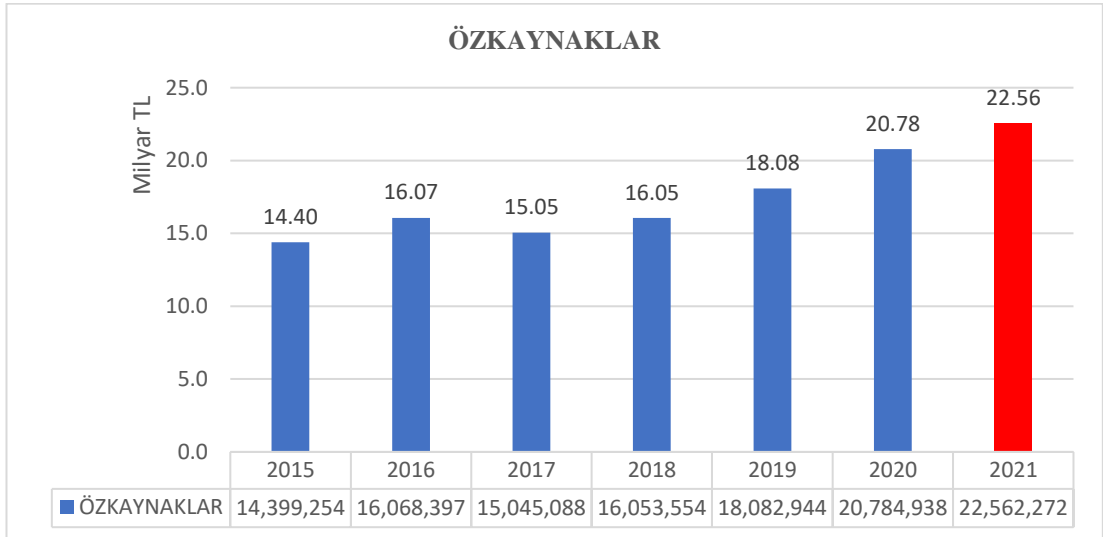
Türkcell İletişim Hizmetleri AŞ Varlık fonuna devredilmeden önce ve sonraki yıllara ait Toplam varlıkları (Aktif Toplamı) Şekil 47’de gösterilmektedir. Türkcell İletişim Hizmetleri AŞ’nin Varlık Fonu’na devredilmeden önceki ve sonraki yıllarda sürekli bir artış trendine sahip olduğu görülmektedir. Türkcell İletişim Hizmetleri AŞ Varlık Fonu’na devredilmeden önce 2020 yılında 51,50 milyar TL iken olan toplam aktifi 2021 yılı sonu itibarıyla 70 milyar TL’nin üzerine çıkmıştır.



Şekil 4.47. Türkcell İletişim Hizmetleri AŞ'ye Ait Aktif Toplam Grafiği

Kaynak: Veriler Türkcell İletişim Hizmetleri AŞ'nin 2015-2021 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.⁵⁷

Türkcell'in Varlık fonuna devredilmeden önce ve sonraki yıllara ait toplam özkaynakları Şekil 48'de gösterilmektedir. Türkcell özkaynak açısından Varlık Fonu'na devredilmeden önceki yıllarda 2015 yılında düşüş yaşamışsa da genel olarak bir artış trendine sahiptir. Türkcell'in 2020 yılında Varlık Fonu'na devredilmeden önce 20,78 milyar TL olan özkaynağı 2021 yılı sonu itibariyle 22 milyar TL'nin üzerine çıkmıştır.

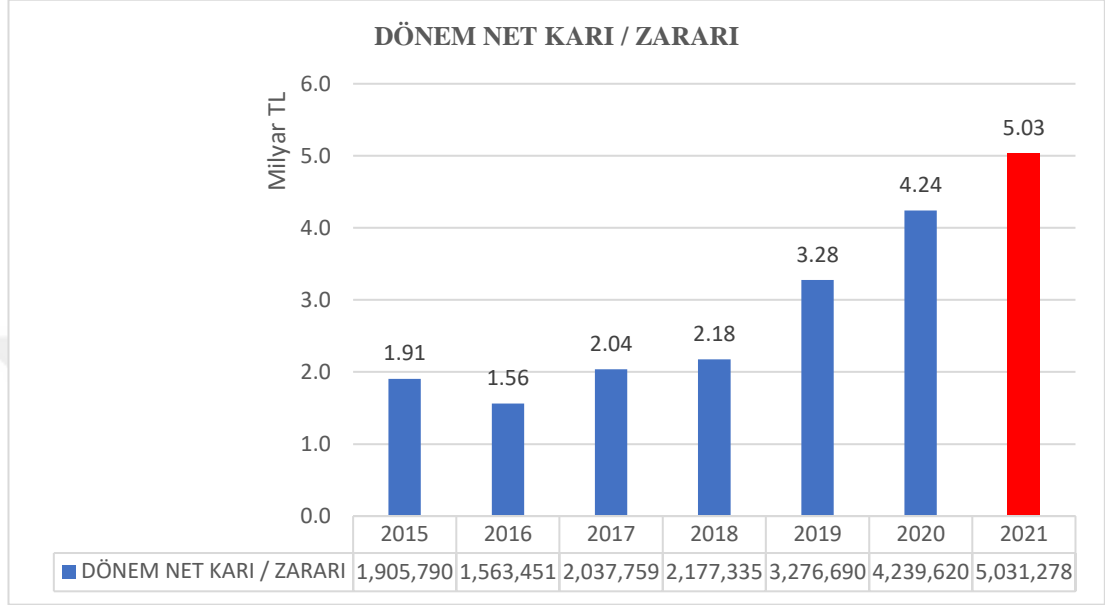


Şekil 4.48. Türkcell İletişim Hizmetleri AŞ'ye Ait Özkaynaklar Grafiği

Kaynak: Veriler Türkcell İletişim Hizmetleri AŞ'nin 2015-2021 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.⁵⁸

⁵⁷ <https://m.turkcell.com.tr/tr/hakkimizda/yatirimci-iliskileri/ceyrek-finansal-sonuclar>, 2022

Türkcell'in Varlık fonuna devredilmeden önceki ve sonraki yıllara ait Net Dönem Kar/Zarar değerleri Şekil 49'da gösterilmektedir. Türkcell'in Varlık Fonu'na devredilmeden önce 2020 yılında 4,24 milyar TL iken 2021 yılında 5 milyar TL'nin üzerine çıkmıştır.



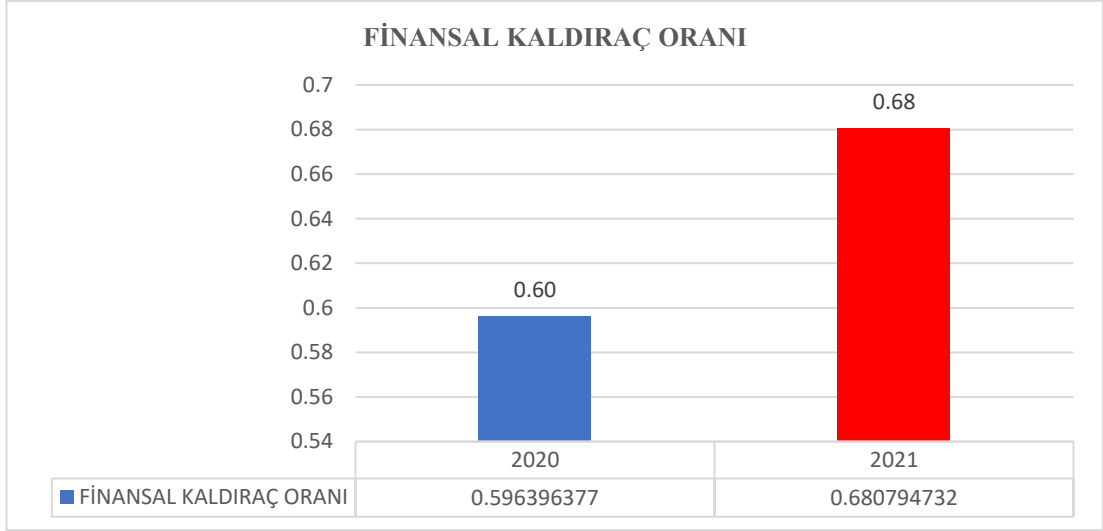
Şekil 4.49. Türkcell İletişim Hizmetleri AŞ'ye Ait Dönem Net Karı / Zararı Grafiği

Kaynak: Veriler Türkcell İletişim Hizmetleri AŞ'nin 2015-2021 yıllarını kapsayan gelir tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.⁵⁹

Türkcell'in Varlık Fonuna devredilmeden önceki yıl ve sonraki yıllara ait Finansal Kaldıraç Oranı Şekil 50'de gösterilmektedir. Kurumun yabancı kaynakların toplam aktiflere oranı (kaldıraç oranı) varlık fonuna devredilmeden önce %60'tır. Bu oranın %50'nin üstünde olması işletmenin sermayesinin özkaynak değil yabancı kaynak ağırlıklı olduğunu gösterir. Yani kurum sermaye yapısında önemli ölçüde dış kaynak kullanma eğilimindedir. Bununla birlikte kurumun varlık fonuna devredildikten sonraki yılı yani 2021 yılı incelendiğinde kaldıraç oranının daha da arttığı görülmektedir. Bu durum kurumun yabancı kaynak kullanımında yani borcunda ciddi artışlar olduğu anlamına gelir ki bu oran sektör ortalamasının üstündedir. Bu oranın yüksek olması kurumun faiz ve borç ödeme açısında zor durumlara düşme olasılığının yüksek olduğunu gösterir.

⁵⁸ <https://m.turkcell.com.tr/tr/hakkimizda/yatirimci-iliskileri/ceyrek-finansal-sonuclar>, 2022

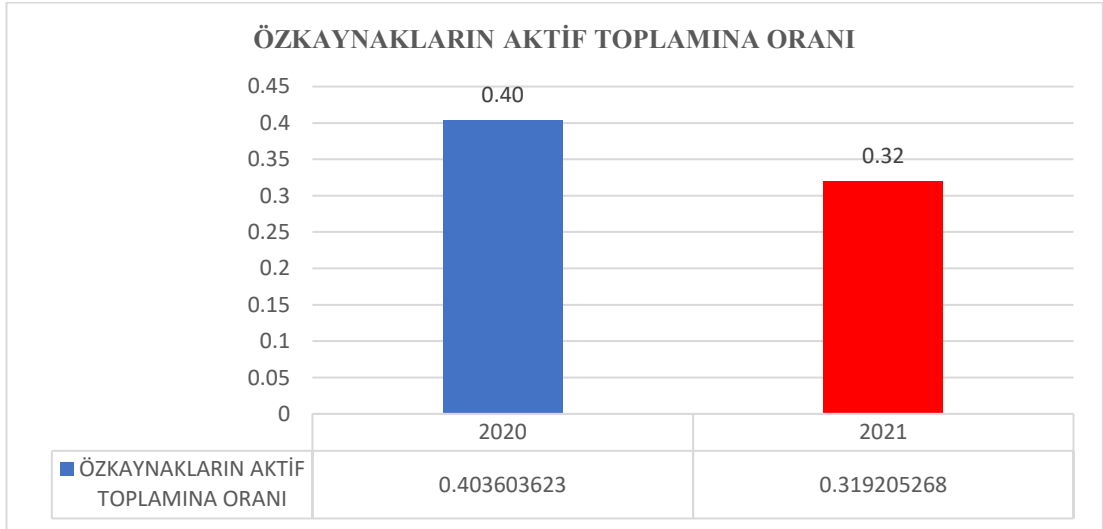
⁵⁹ <https://m.turkcell.com.tr/tr/hakkimizda/yatirimci-iliskileri/ceyrek-finansal-sonuclar>, 2022



Şekil 4.50. Türkcell İletişim Hizmetleri AŞ'ye Ait Finansal Kaldıraç Oranı Grafiği

Kaynak: Veriler Türkcell İletişim Hizmetleri AŞ'nin 2020-2021 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.⁶⁰

Türkcell'in Varlık fonuna devredilmeden önceki yıl ve sonraki yıllara ait Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı şekil 51'de gösterilmektedir. Bu oranın yorumlanması kaldıraç oranının yorumlanmasıyla benzerdir. Kurumun özkaynaklarının aktif toplamına oranı varlık fonuna devredilmeden önce %40'tır. Bu oran kurum varlık fonuna devredildikten sonra %32'ye düşmüştür ki bu oran kurumun varlık fonuna devredilmeden önceki oranın altındadır.



Şekil 4.51. Türkcell İletişim Hizmetleri AŞ'ye Ait Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı Grafiği

Kaynak: Veriler Türkcell İletişim Hizmetleri AŞ'nin 2020-2021 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.⁶¹

⁶⁰ <https://m.turkcell.com.tr/tr/hakkimizda/yatirimci-iliskileri/ceyrek-finansal-sonuclar>, 2022

Genel olarak Türkcell Varlık Fonu'na aktarıldıktan sonra hem toplam aktiflerini hem öz kaynaklarını hem de karını arttırmıştır. Fakat Tablolar dikkatle incelendiğinde; hem finansal kaldıraç oranının kurumun fona devredilmeden önceki oranın üstüne çıkması hem de özkaynakların aktiflere oranının kurumun fona devredilmeden önceki oranın altına inmesi kurumun faiz ve borç ödeme açısından zor durumlara düşme riskinin yükseldiği ve mali anlamda kurumun varlık fonuna devredildikten sonra olumlu bir seyir izlemediği görülmektedir.

4.3.11. Türksat Uydu Haberleşme Kablo TV ve İşletme AŞ

TÜRKSAT, 02 Temmuz 2004 tarihli Resmî Gazete'de yayınlanan, 406 sayılı Telgraf ve Telefon Yasası'na 16 Haziran 2004 tarih ve 5189 sayılı "Çeşitli Yasalarda Değişiklik Yapılmasına Dair Yasa"nın 5. maddesiyle ilave edilen 33. maddeye göre, milli egemenlik çerçevesindeki uydu yörünge konumlarının hakları, yönetimiyle firma yetkisini elinde bulundurmak ve bununla alakalı yükümlülükleri ifade etmek, adına kayıtlı ve öteki operatörlere ait uyduları işletmeye vermekle söz konusu sahalarda faaliyette bulunmak üzere Türk Ticaret Yasası ile özel hukuk maddelerine tabi olup 22 Temmuz 2004'de kurulmuştur. Firmamız, 08 Ekim 2005 tarihli Resmî Gazete'de yayınlanan, 23 Eylül 2005 tarih ile 2005/9481 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile milli uydu programıyla insan kaynağı yetiştirme hususlarında ve 13 Mart 2009 tarihli Resmî Gazete' de yayınlanan, 25 Şubat 2009 tarih ve 14697 sayılı Bakanlar Kurulu Kararıyla de yeni uyduların temin edilmesi için yetki verilmiştir.

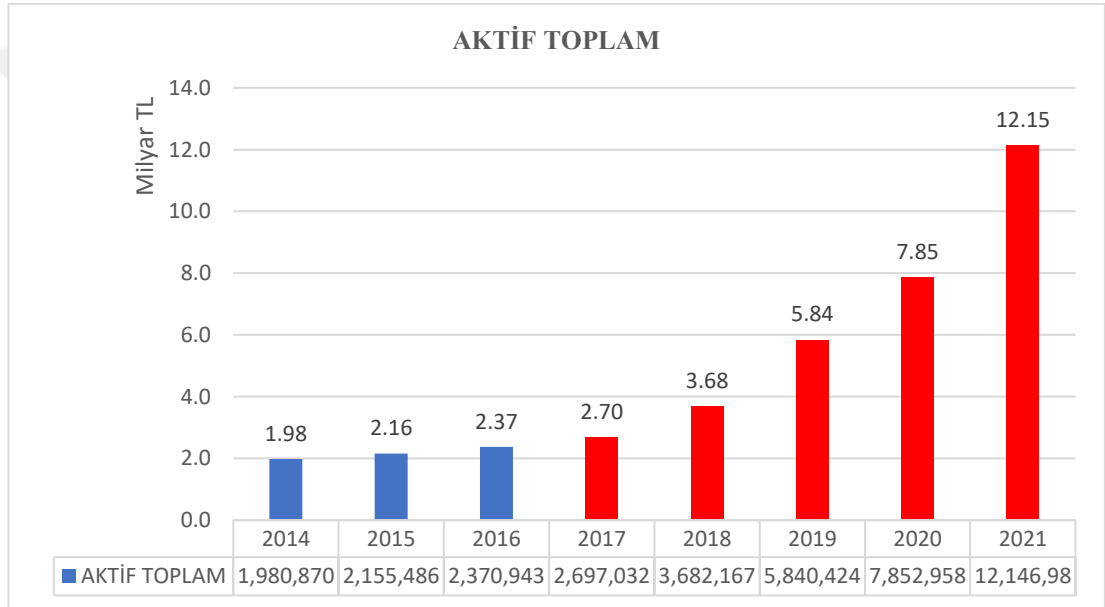
TÜRKSAT, TÜRKSAT uydularıyla öteki uydular üstünden tüm uydu haberleşmelerini yapan dünyanın öncü uydu operatörlerinden birisidir. Milli hakimiyet çerçevesindeki uydu yörünge konumlarının haklarına, yönetimiyle firma yetkisini elinde bulunduran TÜRKSAT, milli ve milletlerarası uydu operatörlerine ait uydular üstünden haberleşme altyapısını kurma, işletmeyle ticaret faaliyetlerinde bulunma görevlerini yapar. TÜRKSAT sahibi olduğu uydulardan Asya ile Afrika'ya uzanmakta olan geniş bir alanda telekomünikasyon hizmeti sunmaktadır.

Uydulardan aldığı direkt televizyon yayınları, kırsal alanlardaki telefon haberleşmesi, acil duruma yönelik haberleşme, milletlerarası telefon haberleşmesiyle

⁶¹ <https://m.turkcell.com.tr/tr/hakkimizda/yatirimci-iliskileri/ceyrek-finansal-sonuclar>, 2022

kurumlara yönelik ağ hizmetlerinin yanında TÜRKSAT, sahibi olduğu kablo platformundan yurtiçi abonelerine sayısal kablo TV ile geniş bant internet hizmeti vermektedir.

TÜRKSAT'ın Varlık fonuna devredilmeden önce ve sonraki yıllara ait Toplam varlıkları (Aktif Toplamı) Şekil 52'de gösterilmektedir. TÜRKSAT'ın Varlık Fonu'na devredilmeden önceki ve sonraki yıllarda sürekli bir artış trendine sahip olduğu görülmektedir. TÜRKSAT 2016 yılında Varlık Fonu'na devredilmeden önce 2,37 milyar TL iken olan toplam aktifi 2021 yılı sonu itibariyle 12 milyar TL'nin üzerine çıkmıştır.



62

Şekil 4.52. Türksat Uydu Haberleşme Kablo TV ve İşletme AŞ'ye Ait Aktif Toplam Grafiği

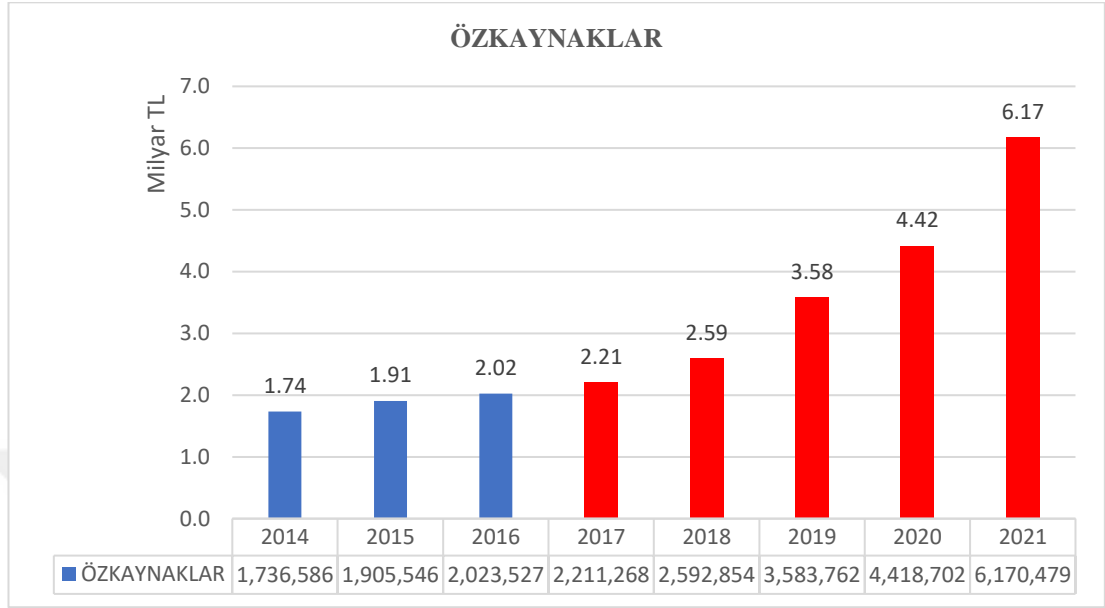
Kaynak: Veriler Türksat Uydu Haberleşme Kablo TV ve İşletme AŞ'nin 2014-2021 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.⁶³

TÜRKSAT'ın Varlık fonuna devredilmeden önce ve sonraki yıllara ait toplam özkaynakları Şekil 53'te gösterilmektedir. TÜRKSAT özkaynak açısından Varlık Fonu'na devredilmeden önceki ve sonraki yıllarda sürekli bir artış trendine sahip olduğu görülmektedir. TÜRKSAT'ın 2016 yılında Varlık Fonu'na

⁶² 2019 yılı bilançosunda 2018 yılına ait aktif toplam 4.306.276.654 TL olarak yeniden düzenlenmiştir.

⁶³ <https://www.turksat.com.tr/tr/hakkimizda/faaliyet-raporlari>, 2022

devredilmeden önce 2,02 milyar TL olan özkaynağı 2021 yılı sonu itibariyle 6 milyar TL'nin üzerine çıkmıştır.



64

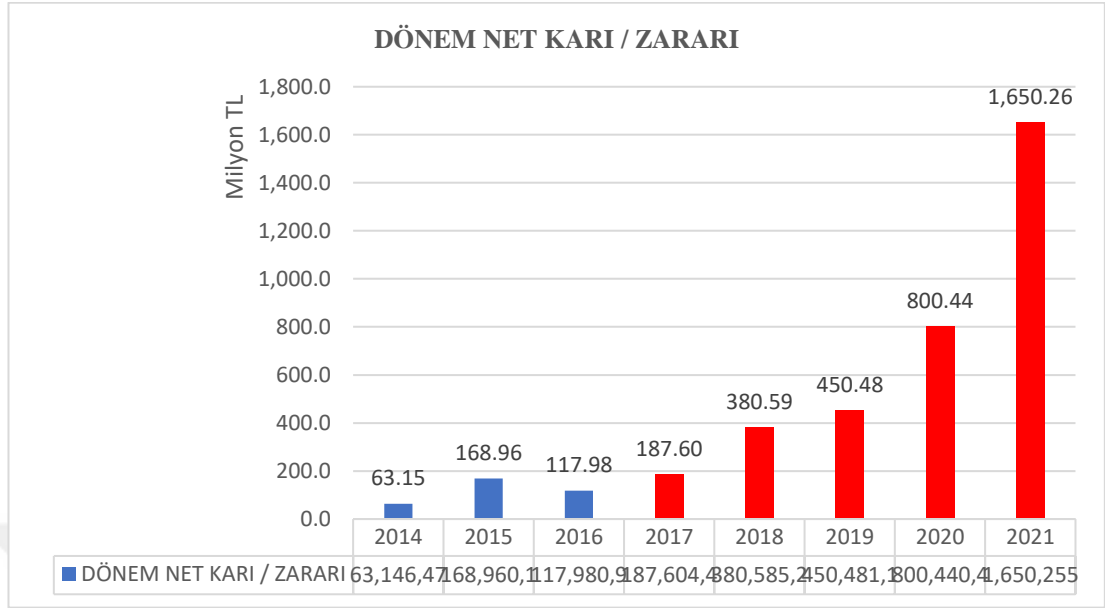
Şekil 4.53. Türksat Uydu Haberleşme Kablo TV ve İşletme AŞ'ye Ait Özkaynaklar Grafiği

Kaynak: Veriler Türksat Uydu Haberleşme Kablo TV ve İşletme AŞ'nin 2014-2021 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.⁶⁵

TÜRKSAT'ın Varlık fonuna devredilmeden önceki ve sonraki yıllara ait Net Dönem Kar/Zarar değerleri Şekil 54'te gösterilmektedir. TÜRKSAT'ın Varlık Fonu'na devredilmeden önce 2016 yılında 117,98 milyon TL iken 2021 yılında 1,6 milyar TL'nin üzerine çıkmıştır.

⁶⁴ 2019 yılı bilançosunda 2018 yılına ait özkaynaklar 3.123.054.137 TL olarak yeniden düzenlenmiştir.

⁶⁵ <https://www.turksat.com.tr/tr/hakkimizda/faaliyet-raporlari>, 2022



66

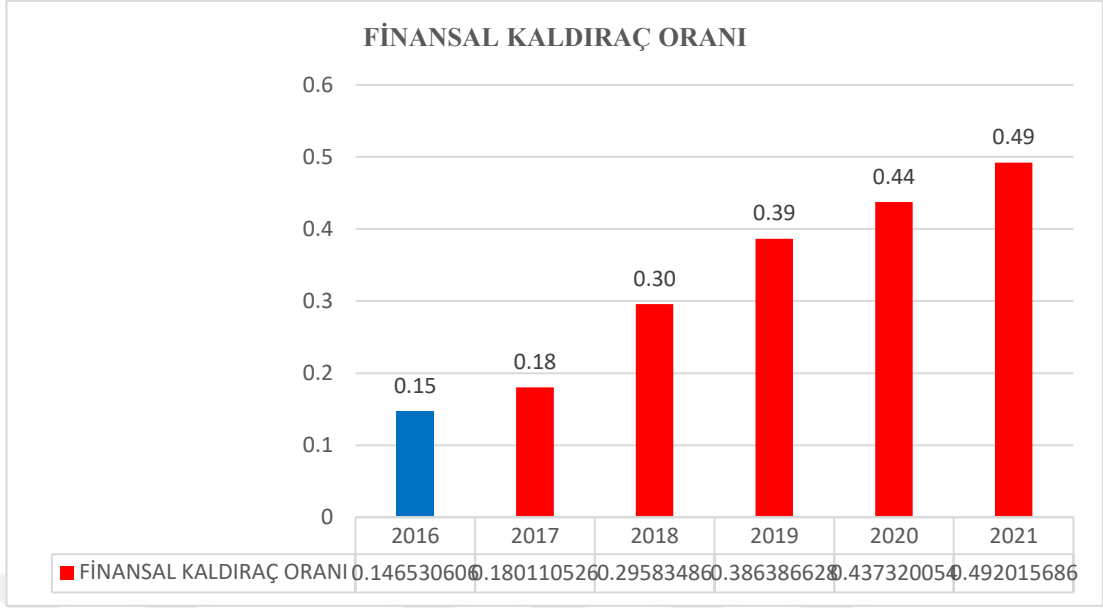
Şekil 4.54. Türksat Uydur Haberleşme Kablo TV ve İşletme AŞ'ye Ait Dönem Net Karı / Zararı Grafiği

Kaynak: Veriler Türksat Uydur Haberleşme Kablo TV ve İşletme AŞ'nin 2014-2021 yıllarını kapsayan gelir tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.⁶⁷

TÜRKSAT'ın Varlık Fonuna devredilmeden önceki yıl ve sonraki yıllara ait Finansal Kaldıraç Oranı Şekil 55'te gösterilmektedir. Kurumun yabancı kaynakların toplam aktiflere oranı (kaldıraç oranı) varlık fonuna devredilmeden önce %15 olup sektör ortalamasının çok altındadır. Bu oranın %50'nin altında olması işletmenin sermayesinin yabancı kaynak değil özkaynak ağırlıklı olduğunu gösterir. Yani kurum sermaye yapısında önemli ölçüde özkaynak kullanma eğilimindedir. Bununla birlikte kurumun varlık fonuna devredildikten sonraki yılları incelendiğinde kaldıraç oranının daha arttığını ve sektör ortalamasına hemen hemen geldiği görülmektedir. Bu bağlamda kurumun dış kaynak kullanımını arttırıp kaldıraç etkisinden faydalandığı söylenebilir.

⁶⁶ 2019 yılı gelir tablosunda 2018 yılına ait dönem net karı/zararı 411.803.557 TL olarak yeniden düzenlenmiştir.

⁶⁷ <https://www.turksat.com.tr/tr/hakkimizda/faaliyet-raporlari>, 2022

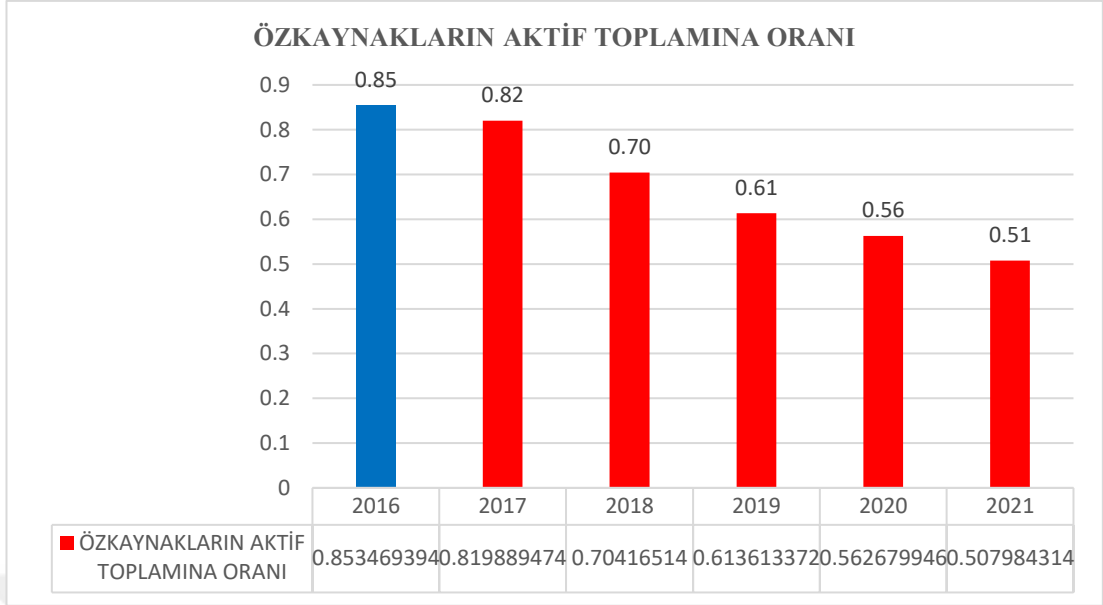


Şekil 4.55. Türksat Uydu Haberleşme Kablo TV ve İşletme AŞ'ye Ait Finansal Kaldıraç Oranı Grafiği

Kaynak: Veriler Türksat Uydu Haberleşme Kablo TV ve İşletme AŞ'nin 2016-2021 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.⁶⁸

TÜRKSAT'ın Varlık Fonuna devredilmeden önceki yıl ve sonraki yıllara ait Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı Şekil 56'da gösterilmektedir. Bu oranın yorumlanması kaldıraç oranının yorumlanmasıyla benzerdir. Kurumun özkaynaklarının aktif toplamına oranı varlık fonuna devredilmeden önce %85 olup sektör ortalamasının üstündedir. Bu oran, kurum varlık fonuna devredildikten sonra %51'e kadar düşmüştür ki bu oran kurumun varlık fonuna devredilmeden önceki oranın altındadır fakat bu olumsuz bir durum olarak değerlendirilmemeli görüşümdedir. Çünkü kurum dış kaynak kullanımını arttırarak özkaynak karlılığını arttırmayı sağlamıştır. Yani kurumun kaldıraç etkisinden faydalanmış olduğu görülmektedir.

⁶⁸ <https://www.turksat.com.tr/tr/hakkimizda/faaliyet-raporlari>, 2022



Şekil 4.56. Türksat Uydu Haberleşme Kablo TV ve İşletme AŞ'ye Ait Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı Grafiği

Kaynak: Veriler Türksat Uydu Haberleşme Kablo TV ve İşletme AŞ'nin 2016-2021 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.⁶⁹

TÜRKSAT'ın Varlık Fonu'na aktarıldıktan sonra hem toplam aktiflerini hem öz kaynaklarını hem de karını arttırmıştır. Tablolar dikkatle incelendiğinde hem finansal kaldıraç oranının hem de özkaynakların aktiflere oranının kurumun fona devredildikten sonra istenilen seviyelerde seyretmesi kurumun faiz ve borç ödeme açısından zor durumlara düşme riskinin minimum olduğunu ve mali anlamda kurumun varlık fonuna devredildikten sonra olumlu bir gidişat sergilediği görülmektedir.

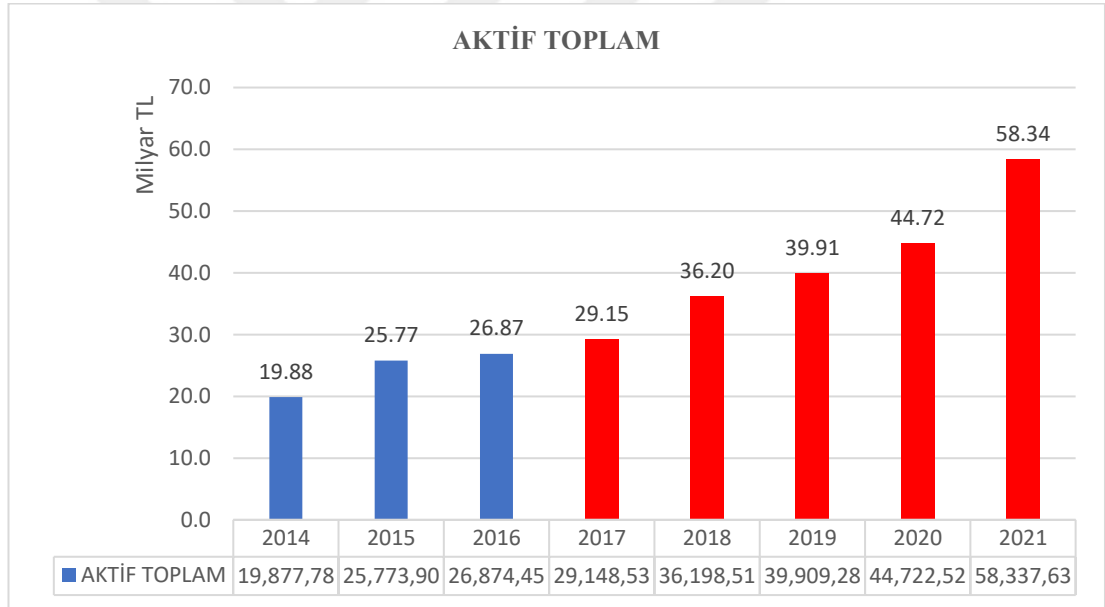
4.3.12. Türk Telekomünikasyon AŞ

1840'ta posta faaliyetlerinin yürütülmesi adına kurulan Posta Nezareti yıllar içinde PTT Nezareti, PTT İşletmesi Genel Müdürlüğü, Posta İşletmesi Genel Müdürlüğü, Türk Telekomünikasyon Anonim Şirketi olarak faaliyetine devam etmiştir. 1995 yılından itibaren PTT ile ayrı kurumlar olarak Türk Telekomünikasyon AŞ adıyla ayrıca faaliyetlerini yürütmeye başlamıştır. 1998 yılında mobil telefon işletme lisansı almıştır. 2001 yılında ise Aycell Haberleşme ve Pazarlama Hizmetleri AŞ olarak Türk Telekom'a bağlı mobil işletim ağı hayata geçmiştir. 2005 yılında özelleştirme kapsamında, %55'lik payı Oger Telekomünikasyon AŞ'ye

⁶⁹ <https://www.turksat.com.tr/tr/hakkimizda/faaliyet-raporlari>, 2022

devredilmiştir. 2018 yılında Oger Telekom banka kredi borçlarını ödeyemediğinden kreditor bankalar tarafından şirket hisseleri devralınmıştır. Bununla birlikte 24.01.2017 tarih ve 2017/9756 sayılı Bakanlar Kurulu kararıyla Türk Telekomünikasyon AŞ %6,68'lik Hazine payı Türkiye Varlık Fonu'na aktarılmıştır. Türk Telekom genel müdür Ümit Önal, Yönetim Kurulu Başkanı ise Ömer Fatih SAYAN'dır.

Türk Telekom'un Varlık fonuna devredilmeden önce ve sonraki yıllara ait Toplam varlıkları (Aktif Toplamı) Şekil 57'de gösterilmektedir. Türk Telekomünikasyon AŞ'nin Varlık Fonu'na devredilmeden önceki ve sonraki yıllarda sürekli bir artış trendine sahip olduğu görülmektedir. Telekomünikasyon AŞ 2016 yılında Varlık Fonu'na devredilmeden önce yaklaşık 26,87 milyar TL olan toplam aktifi 2021 yılı sonu itibariyle 58 milyar TL'nin üzerine çıkmıştır.



Şekil 4.57. Türk Telekomünikasyon AŞ'ye Ait Aktif Toplam Grafiği

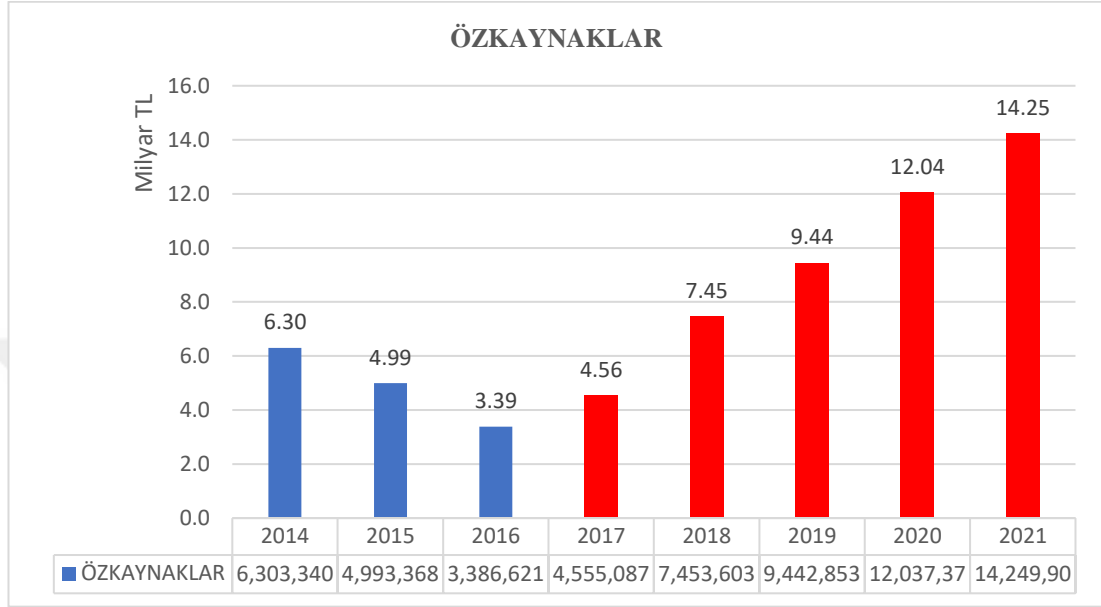
Kaynak: Veriler Türk Telekomünikasyon AŞ'nin 2016-2021 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından ve KAP'tan alınarak tarafımızca derlenmiştir.⁷⁰

Türk Telekom'un Varlık fonuna devredilmeden önce ve sonraki yıllara ait toplam özkaynakları Şekil 58'de gösterilmektedir. Telekomünikasyon AŞ'nin Varlık

⁷⁰<https://www.kap.org.tr/tr/sirket-finansal-bilgileri/4028e4a241e538ab0141ea9c96912c8b>, 2022

<https://www.tyatirimciiliskileri.com.tr-tr/mali-operasyonel-veriler/sayfalar/faaliyet-raporlari>, 2022

Fonu'na devredilmeden önceki düşüş trendinde iken sonraki yıllarda sürekli bir artış trendine sahip olduğu görülmektedir. Telekomünikasyon AŞ 2016 yılında Varlık Fonu'na devredilmeden önce 3,39 milyar TL olan özkaynağı 2021 yılı sonu itibariyle 14 milyar TL'nin üzerine çıkmıştır.



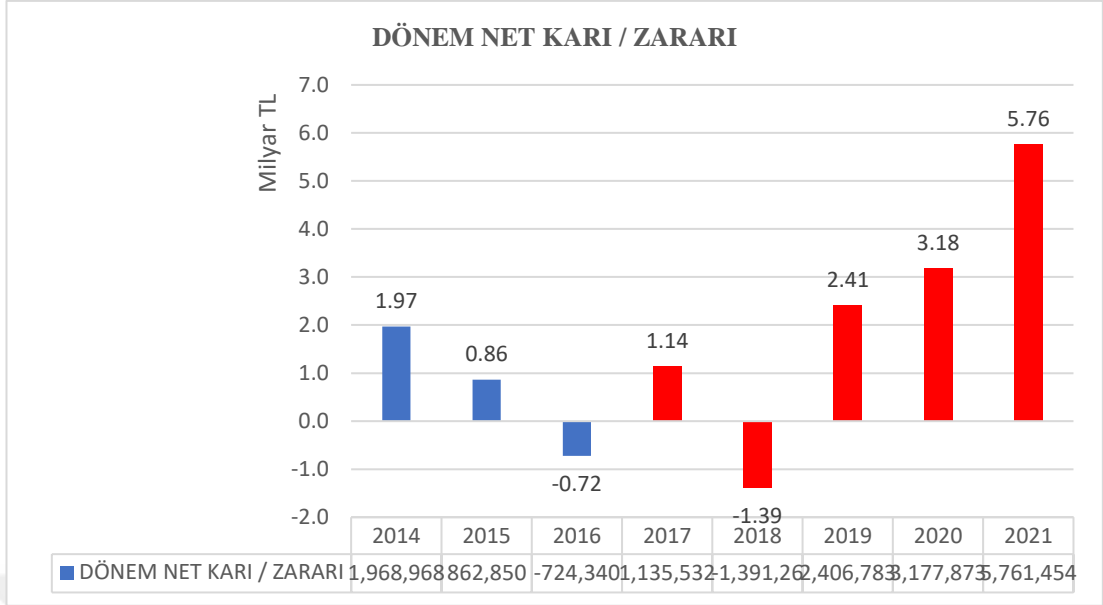
Şekil 4.58. Türk Telekomünikasyon AŞ'ye Ait Özkaynaklar Grafiği

Kaynak: Veriler Türk Telekomünikasyon AŞ'nin 2016-2021 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından ve KAP'tan alınarak tarafımızca derlenmiştir.⁷¹

Türk Telekom'un Varlık fonuna devredilmeden önce ve sonraki yıllara ait Net Dönem Kar/Zarar değerleri Şekil 59'da gösterilmektedir. Telekomünikasyon AŞ'nin Varlık Fonu'na devredilmeden önceki yıllarda azalan bir karlılık yapısına sahip iken varlık fonuna devredildiği yılın hemen sonrası olan 2017 yılında 1 milyar TL'nin üzerinde bir kar açıklayarak bir önceki yıla göre karlılığını yaklaşık %40 artırmıştır. Sonraki yıllarda karlılık değerlerinde 2018 yılı hariç artan bir seyir gözlenmiştir. 2021 yılında 2016 yılına göre cari anlamda yaklaşık 8 katlık bir artış sergilemiştir.

⁷¹<https://www.kap.org.tr/tr/sirket-finansal-bilgileri/4028e4a241e538ab0141ea9c96912c8b>, 2022

<https://www.tyatirimciiliskileri.com.tr/tr-tr/mali-operasyonel-veriler/sayfalar/faaliyet-raporlari>, 2022



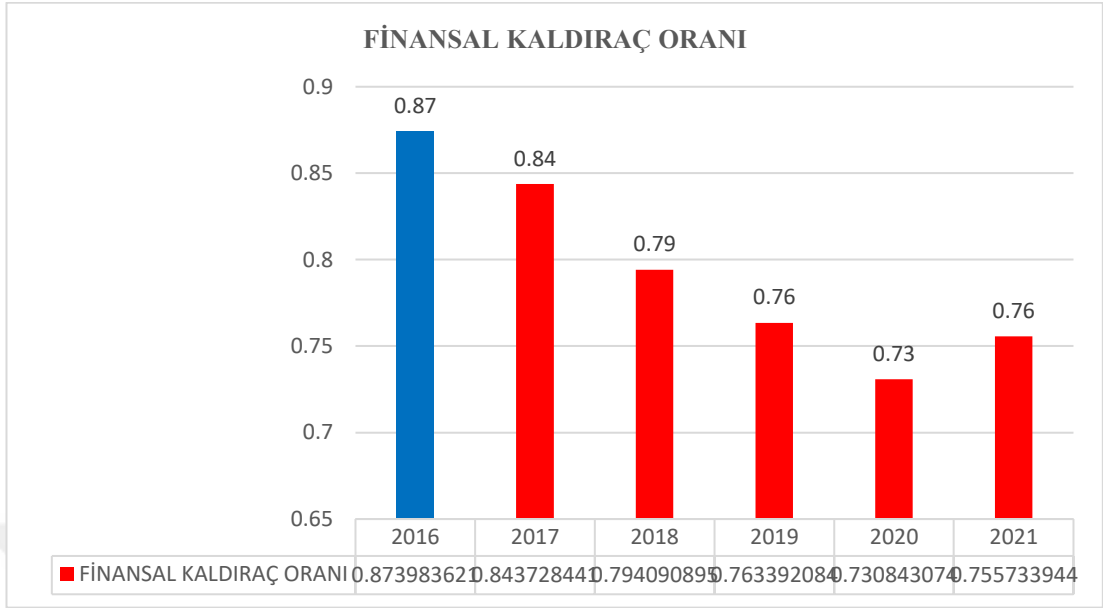
Şekil 4.59. Türk Telekomünikasyon AŞ'ye Ait Dönem Net Karı / Zararı Grafiği

Kaynak: Veriler Türk Telekomünikasyon AŞ'nin 2016-2021 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından ve KAP'tan alınarak tarafımızca derlenmiştir.⁷²

Türk Telekom'un Varlık Fonuna devredilmeden önceki yıl ve sonraki yıllara ait Finansal Kaldıraç Oranı Şekil 60'ta gösterilmektedir. Kurumun yabancı kaynakların toplam aktiflere oranı (kaldıraç oranı) varlık fonuna devredilmeden önce %87 olup sektör ortalamalarının üstündedir ve bu kurum için çok riskli bir durumdur. Bu oranın %50'nin üstünde olması işletmenin sermayesinin özkaynak değil yabancı kaynak ağırlıklı olduğunu gösterir. Yani kurum sermaye yapısında önemli ölçüde dış kaynak kullanma eğilimindedir. Bununla birlikte kurumun varlık fonuna devredildikten sonraki yılları incelendiğinde bu oranın iyi bir düşüş sergilediğini görülmektedir. Bu oranın yüksek olması kurumun faiz ve borç ödeme açısından zor durumlara düşme olasılığının yüksek olduğunu gösterir. Türk Telekom bu oranı düşürerek faiz ve borç ödeme açısından zor durumlara düşme olasılığını da düşürmüştür.

⁷²<https://www.kap.org.tr/tr/sirket-finansal-bilgileri/4028e4a241e538ab0141ea9c96912c8b>, 2022

<https://www.tyatirimciiliskileri.com.tr/tr-tr/mali-operasyonel-veriler/sayfalar/faaliyet-raporlari>, 2022



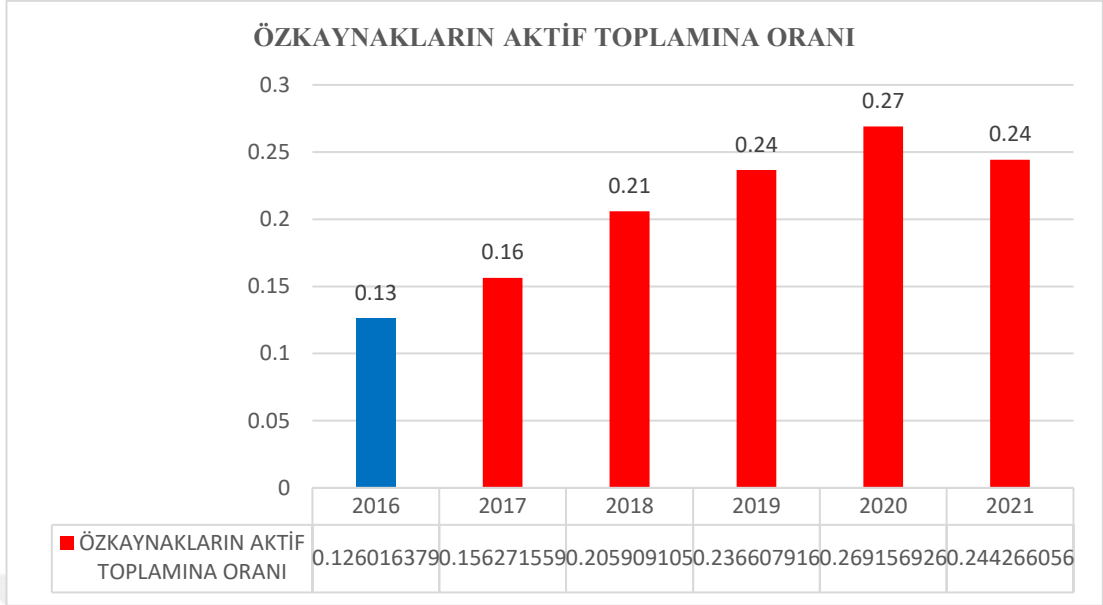
Şekil 4.60. Türk Telekomunikasyon AŞ'ye Ait Finansal Kaldıraç Oranı Grafiği

Kaynak: Veriler Türk Telekomunikasyon AŞ'nin 2016-2021 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından ve KAP'tan alınarak tarafımızca derlenmiştir.⁷³

Türk Telekom'un Varlık Fonuna devredilmeden önceki yıl ve sonraki yıllara ait Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı Şekil 61'de gösterilmektedir. Bu oranın yorumlanması kaldıraç oranının yorumlanmasıyla benzerdir. Kurumun özkaynaklarının aktif toplamına oranı varlık fonuna devredilmeden önce %13 olup sektör ortalamalarının çok altındadır. Bu oran, kurum varlık fonuna devredildikten sonra %24 e kadar çıkmışsa da sektör ortalamasının hala altında olduğunu söyleyebiliriz.

⁷³<https://www.kap.org.tr/tr/sirket-finansal-bilgileri/4028e4a241e538ab0141ea9c96912c8b>, 2022

<https://www.tyatirimciiliskileri.com.tr/tr-tr/mali-operasyonel-veriler/sayfalar/faaliyet-raporlari>, 2022



Şekil 4.61. Türk Telekomünikasyon AŞ'ye Ait Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı Grafiği

Kaynak: Veriler Türk Telekomünikasyon AŞ'nin 2016-2021 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından ve KAP'tan alınarak tarafımızca derlenmiştir.⁷⁴

Genel olarak Telekomünikasyon AŞ Varlık Fonu'na aktarıldıktan sonra toplam aktiflerini, öz kaynaklarını ve karlılığını artırarak bir artış trendi yaşamıştır. Tablolar dikkatle incelendiğinde; hem finansal kaldıraç oranının kurumun fona devredilmeden önceki oranın altına inmesi hem de özkaynakların aktiflere oranının kurumun fona devredilmeden önceki oranın üstüne çıkması kurumun faiz ve borç ödeme açısından zor durumlara düşme riskinin önceki yıllara nazaran düştüğü ve mali anlamda kurumun varlık fonuna devredildikten sonra olumlu bir gidişat sergilediği görülmektedir.

4.3.13. Çay İşletmeleri Genel Müdürlüğü

1924 yılında 407 sayılı kanunla yasal güvence altına alınan çay tarımı ile birlikte 1937 ve 1940 yıllarında çay bahçeleri kurulmuştur. Türkiye'de ilk çay mahsulü 1938 yılında alınmış ve 1947 yılında ilk çay fabrikası kurulmuştur. Çay üretim faaliyeti Devlet Ziraat İşletmeleri tarafından 1948 yılına dek yürütülmüş, bu

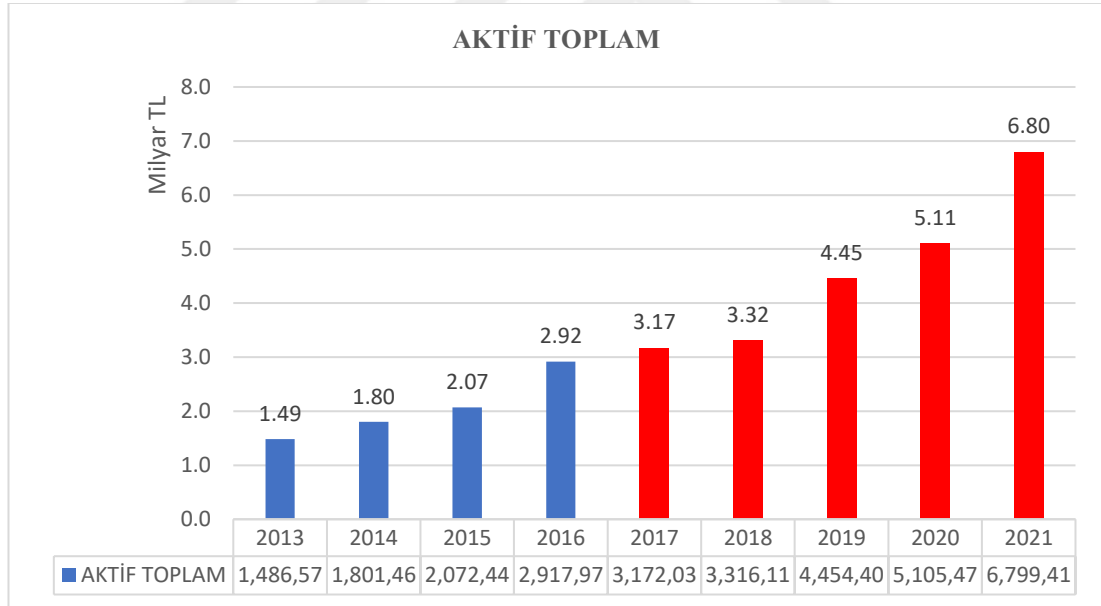
⁷⁴<https://www.kap.org.tr/tr/sirket-finansal-bilgileri/4028e4a241e538ab0141ea9c96912c8b>, 2022

<https://www.tyatirimciiliskileri.com.tr/tr-tr/mali-operasyonel-veriler/sayfalar/faaliyet-raporlari>, 2022

yıldan sonra 1971'e kadar Tarım Bakanlığı ve Tekel Genel Müdürlüğü sorumluluğu altına alınmıştır.

1971'de yürürlüğe giren 1497 sayılı kanun kapsamında tüm çaycılık işlemleri Çay Kurumu Genel Müdürlüğü'ne altında toplanmıştır. 1982 yılında 2929 sayılı kanun kapsamında bu kurum Çay İşletmeleri Genel Müdürlüğü olarak değiştirilmiştir. Böylece kamu iktisadi teşebbüsü olmuştur. 24.01.2017 tarih ve 2017/9756 sayı Bakanlar Kurulu kararıyla Çay İşletmeleri Genel Müdürlüğü (ÇAYKUR) Türkiye Varlık Fonu'na devredilmiştir. ÇAYKUR yönetim kurulu başkanı Ekrem Yüce ve Genel müdür Yusuf Ziya Alim'dir.

ÇAYKUR'un varlık fonuna devredilmeden önce ve sonraki yıllara ait toplam varlıkları (Aktif Toplamı) Şekil 62'de gösterilmektedir. ÇAYKUR Varlık Fonu'na devredilmeden önceki ve sonraki yıllarda sürekli bir artış trendine sahip olduğu görülmektedir. ÇAYKUR 2016 yılında Varlık Fonu'na devredilmeden önce 3 milyar TL civarında olan toplam aktifi 2021 yılı sonu itibariyle 6,8 milyar TL'ye ulaşmıştır.



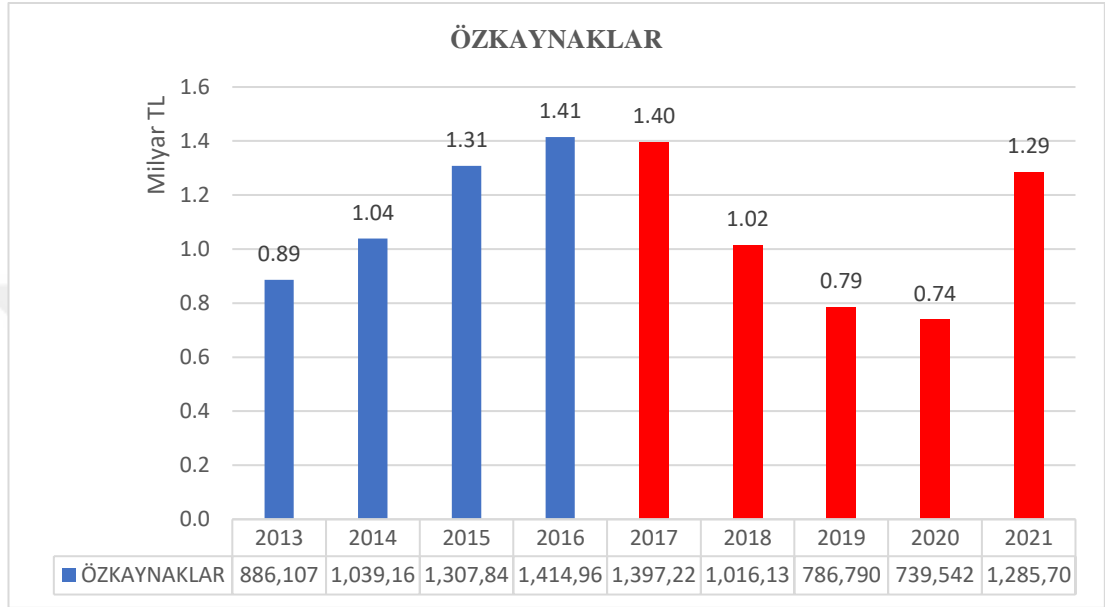
Şekil 4.62. Çay İşletmeleri Genel Müdürlüğü'ne Ait Aktif Toplam Grafiği

Kaynak: Veriler Çay İşletmeleri Genel Müdürlüğü'nün 2014-2021 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.⁷⁵

ÇAYKUR'un Varlık fonuna devredilmeden önce ve sonraki yıllara ait toplam özkaynakları Şekil 63'te gösterilmektedir. ÇAYKUR'un Varlık Fonu'na

⁷⁵ <https://www.caykur.gov.tr/Pages/Yayinlar/FaaliyetRaporlari.aspx>, 2022

devredilmeden önceki yıllarda sürekli bir artış trendine sahip olduğu görülürken, 2017’den sonra 2020 yılına kadar bir azalış trendine girmiş 2021 yılında ise tekrar bir özkaynak artışı sağlanmıştır. ÇAYKUR 2016 yılında Varlık Fonu’na devredilmeden önce 1,4 milyar TL civarında olan özkaynağı 2021 yılı sonu itibariyle 1,3 milyar TL civarına kadar düşmüştür.

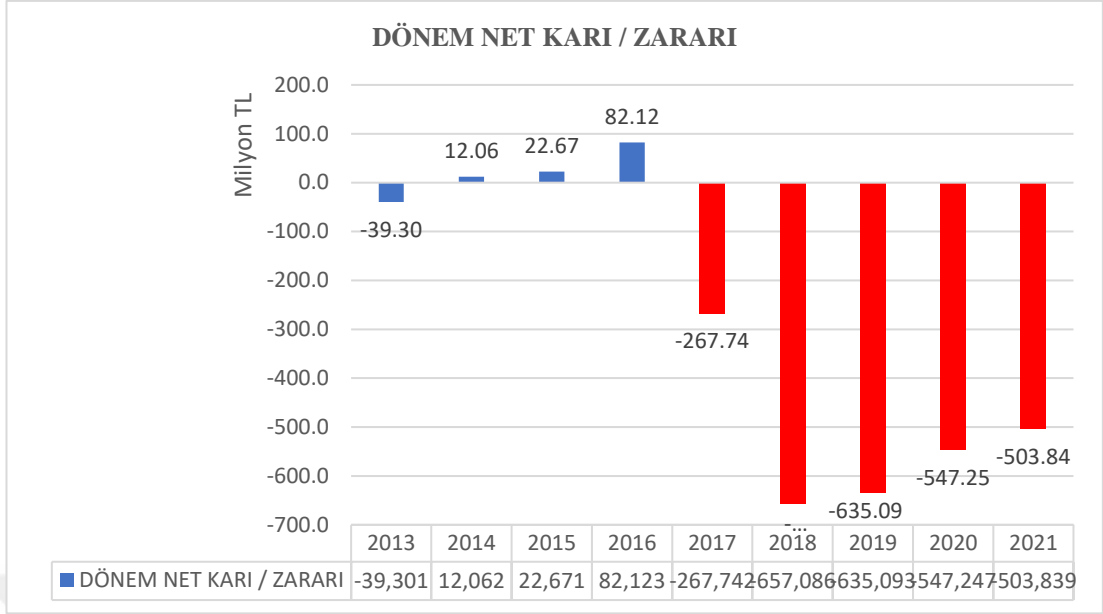


Şekil 4.63. Çay İşletmeleri Genel Müdürlüğü’ne Ait Özkaynaklar Grafiği

Kaynak: Veriler Çay İşletmeleri Genel Müdürlüğü’nün 2014-2021 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.⁷⁶

ÇAYKUR’un Varlık fonuna devredilmeden önceki ve sonraki yıllara ait Net Dönem Kar/Zarar değerleri Şekil 64’te gösterilmektedir. ÇAYKUR Varlık Fonu’na devredilmeden önceki yıllarda oldukça düşük karlılıklara sahipken 2017 yılından sonra sürekli zarar etmiştir. Varlık fonuna devredildikten sonra sürekli zarar eden firma son dört yılda 3 milyar TL civarında zarar açıklamıştır.

⁷⁶ <https://www.caykur.gov.tr/Pages/Yayinlar/FaaliyetRaporlari.aspx>, 2022

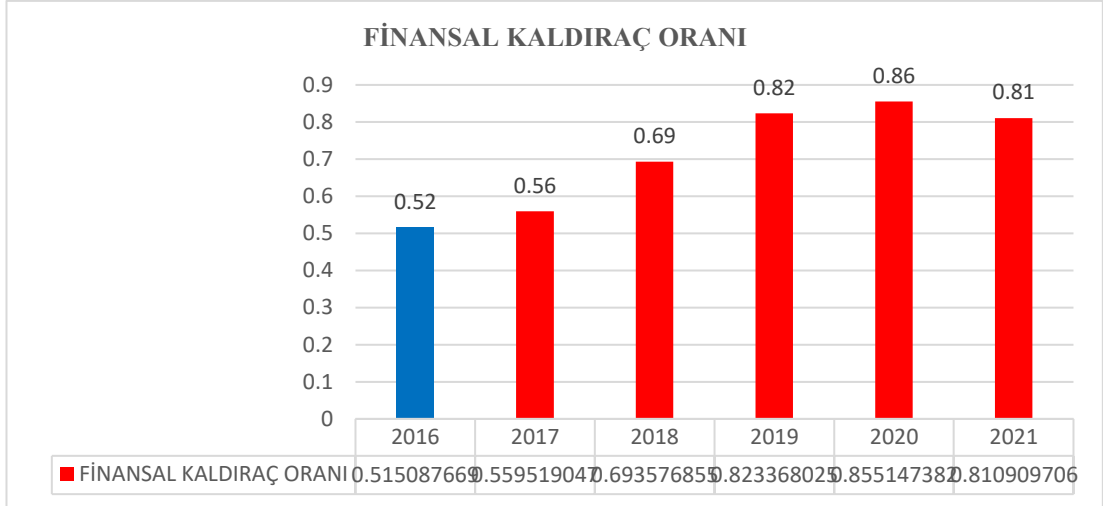


Şekil 4.64. Çay İşletmeleri Genel Müdürlüğü'ne Ait Dönem Net Karı / Zararı Grafiği

Kaynak: Veriler Çay İşletmeleri Genel Müdürlüğü'nün 2014-2021 yıllarını kapsayan gelir tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.⁷⁷

ÇAYKUR'un Varlık Fonuna devredilmeden önceki yıl ve sonraki yıllara ait Finansal Kaldıraç Oranı Şekil 65'te gösterilmektedir. Kurumun yabancı kaynakların toplam aktiflere oranı (kaldıraç oranı) varlık fonuna devredilmeden önce %52 seviyesinde olup gayet makul bir seviyededir. Bu oranın %50'nin üstünde olması işletmenin sermayesinin özkaynak değil yabancı kaynak ağırlıklı olduğunu gösterir. Yani kurum sermaye yapısında önemli ölçüde dış kaynak kullanma eğilimindedir. Bununla birlikte kurumun varlık fonuna devredildikten sonraki yılları incelendiğinde kaldıraç oranının daha da arttığı görülmektedir. Bu oran 2021 yılında %80'nin üzerinde gerçekleşmiştir ki bu oran sektör ortalamasının çok üstündedir ve çok riskli bir durumdur. Bu durum kurumun yabancı kaynak kullanımında yani borcunda ciddi artışlar olduğu ve özkaynakların ciddi düşüşler olduğu anlamına gelir. Bu oranın yüksek olması kurumun faiz ve borç ödeme açısında zor durumlara düşme olasılığının yüksek olduğunu gösterir.

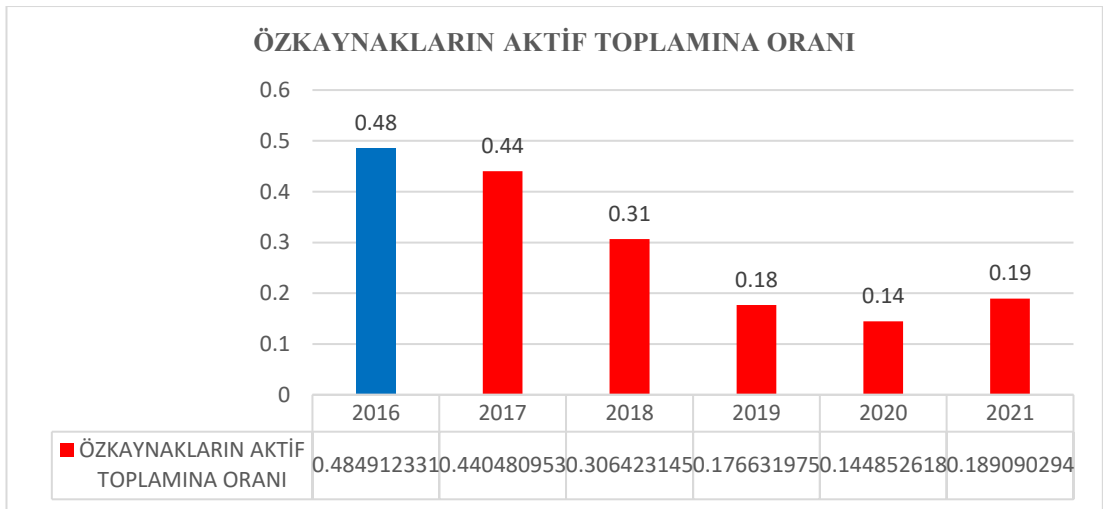
⁷⁷ <https://www.caykur.gov.tr/Pages/Yayinlar/FaaliyetRaporlari.aspx>, 2022



Şekil 4.65. Çay İşletmeleri Genel Müdürlüğü'ne Ait Finansal Kaldıraç Oranı Grafiği

Kaynak: Veriler Çay İşletmeleri Genel Müdürlüğü'nün 2016-2021 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.⁷⁸

ÇAYKUR'un Varlık Fonuna devredilmeden önceki yıl ve sonraki yıllara ait Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı Şekil 66'da gösterilmektedir. Bu oranın yorumlanması kaldıraç oranının yorumlanmasıyla benzerdir. Kurumun özkaynaklarının aktif toplamına oranı varlık fonuna devredilmeden önce %48 olup gayet makul bir seviyededir. Bu oran, kurum varlık fonuna devredildikten sonra düşüş sergilemiş ve 2021 yılında %19 olarak gerçekleşmiştir ki bu oran kurumun varlık fonuna devredilmeden önceki oranın dahi altındadır.



Şekil 4.66. Çay İşletmeleri Genel Müdürlüğü'ne Ait Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı Grafiği

Kaynak: Veriler Çay İşletmeleri Genel Müdürlüğü'nün 2016-2021 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.⁷⁹

⁷⁸ <https://www.caykur.gov.tr/Pages/Yayinlar/FaaliyetRaporlari.aspx>, 2022

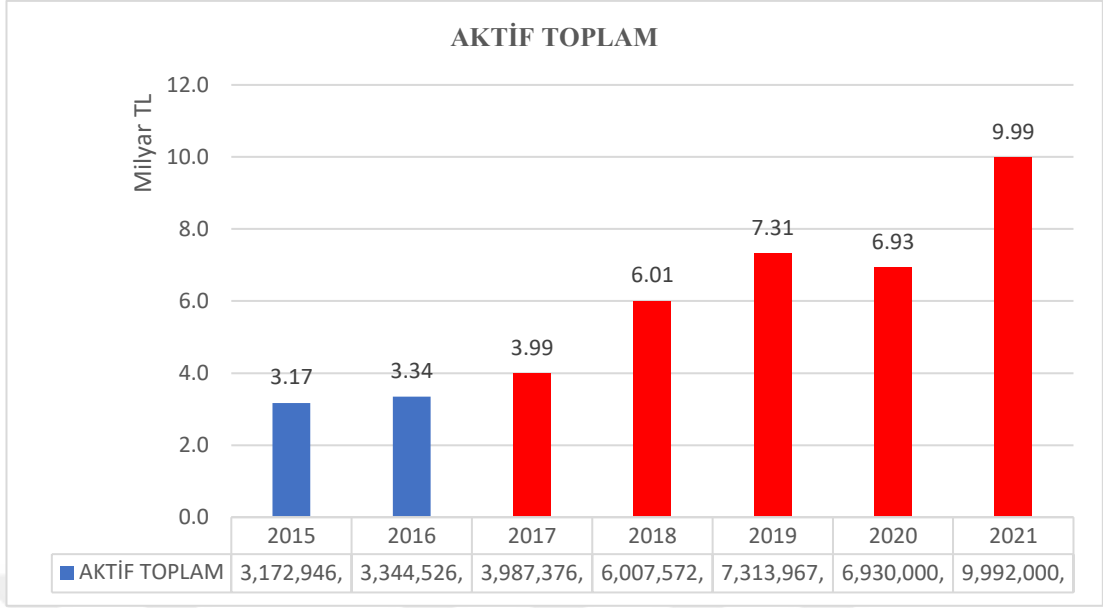
Genel olarak ÇAYKUR Varlık Fonu'na aktarıldıktan sonra toplam aktiflerini artırırken, öz kaynaklarında düşüş yaşanmıştır. Bununla birlikte TVF'ye devredilmeden önceki iki yıl içerisinde öngörülen bilançonun üstünde kâr ettiği de gözlemlenmektedir. Fakat kurumun fona devredildikten sonra sürekli olarak ciddi boyutta zarar açıkladığı görülmektedir. Tablolar dikkatle incelendiğinde; hem finansal kaldıraç oranının kurumun fona devredilmeden önceki oranın üstüne çıkması hem de özkaynakların aktiflere oranının kurumun fona devredilmeden önceki oranın altına inmesi kurumun faiz ve borç ödeme açısından zor durumlara düşme riskinin yükseldiği ve mali anlamda kurumun varlık fonuna devredildikten sonra çok olumlu bir seyir izlemediği görülmektedir.

4.3.14. Eti Maden İşletmeleri AŞ

Türkiye yeraltı ve yerüstü doğal kaynaklarının etkin bir şekilde çıkarılması ve işlenmesinin finansmanının sağlanması amacıyla 1935 yılında bir banka olarak kurulmuştur. Daha sonra 1993'de bankacılık faaliyetleri özelleştirilerek, madencilik faaliyetleri Eti Holding AŞ olarak ayrılmıştır. 2004'de firma tekrar yapılandırılarak Eti Maden İşletmeleri adını almıştır. 24.01.2017 tarih ve 2017/9756 sayılı Bakanlar Kurulu kararı gereği Eti Maden İşletmeleri Genel Müdürlüğü TVF kapsamına alınmıştır.

Eti Maden İşletmeleri AŞ'nin varlık fonuna devredilmeden önce ve sonraki yıllara ait toplam varlıkları (Aktif Toplamı) Şekil 67'de gösterilmektedir. Eti Maden İşletmeleri AŞ, Varlık Fonu'na devredilmeden önceki yıllarda sürekli bir artış trendine sahip olduğu görülmektedir. Eti Maden İşletmeleri AŞ 2016 yılında Varlık Fonu'na devredilmeden önce 3,34 milyar TL olan toplam aktifi 2021 yılı sonu itibarıyla 9 milyar TL'nin üzerine çıkmıştır.

⁷⁹ <https://www.caykur.gov.tr/Pages/Yayinlar/FaaliyetRaporlari.aspx>, 2022



80

Şekil 4.67. Eti Maden İşletmeleri AŞ'ye Ait Aktif Toplam Grafiği

Kaynak: Veriler Eti Maden İşletmeleri AŞ 'nin 2015-2021 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.⁸¹

Eti Maden İşletmeleri AŞ'nin Varlık fonuna devredilmeden önce ve sonraki yıllara ait toplam özkaynakları Şekil 68'de gösterilmektedir. Eti Maden İşletmeleri AŞ'nin Varlık Fonu'na devredilmeden önceki ve sonraki yıllarda sürekli bir artış trendine sahip olduğu görülmektedir. Eti Maden İşletmeleri AŞ 2016 yılında Varlık Fonu'na devredilmeden önce 3 milyar TL civarında olan özkaynağı 2021 yılı sonu itibariyle 8,62 milyar TL'ye ulaşmıştır.

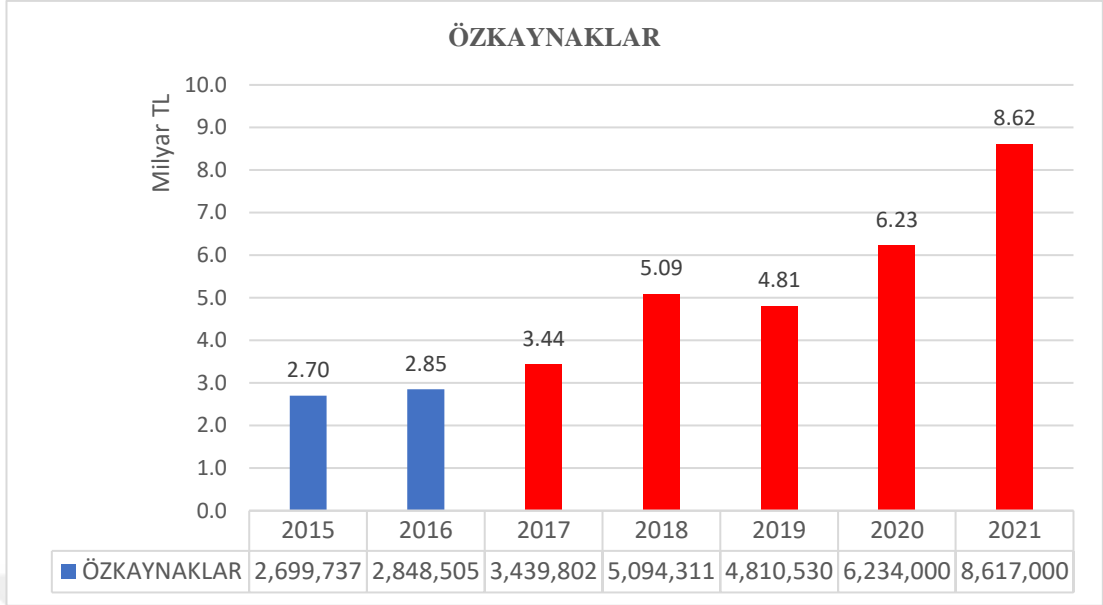
⁸⁰ 2015 yılı aktif toplam verisi 2016 yılı bilançosundan, 2017 yılı aktif toplam verisi 2018 yılı bilançosundan alınmıştır.

2019 yılı bilançosunda 2017 yılına ait aktif toplam 3.965.304.815 TL olarak yeniden düzenlenmiştir.

2019 yılı bilançosunda 2018 yılına ait aktif toplam 5.559.180.245 TL olarak yeniden düzenlenmiştir.

2020 yılı bilançosunda 2019 yılına ait aktif toplam 6.184.000.000 TL olarak yeniden düzenlenmiştir.

⁸¹ <https://www.etimaden.gov.tr/bagimsiz-deneti-m>, 2022



82

Şekil 4.68. Eti Maden İşletmeleri AŞ'ye Ait Özkaynaklar Grafiği

Kaynak: Veriler Eti Maden İşletmeleri AŞ 'nin 2015-2021 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.⁸³

Eti Maden İşletmeleri AŞ'nin Varlık fonuna devredilmeden önceki ve sonraki yıllara ait Dönem Net Kar/Zarar değerleri Şekil 69'da gösterilmektedir. Eti Maden İşletmeleri AŞ'nin Net Dönem Kar/Zarar değerlerinin Varlık Fonu'na devredilmeden önceki ve sonraki yıllarda sürekli bir artış trendine sahip olduğu görülmektedir. Eti Maden İşletmeleri AŞ 2016 yılında Varlık Fonu'na devredilmeden önce 1 milyar TL olan net dönem karı 2021 yılı sonu itibariyle 4 milyar TL'nin üzerine çıkmıştır.

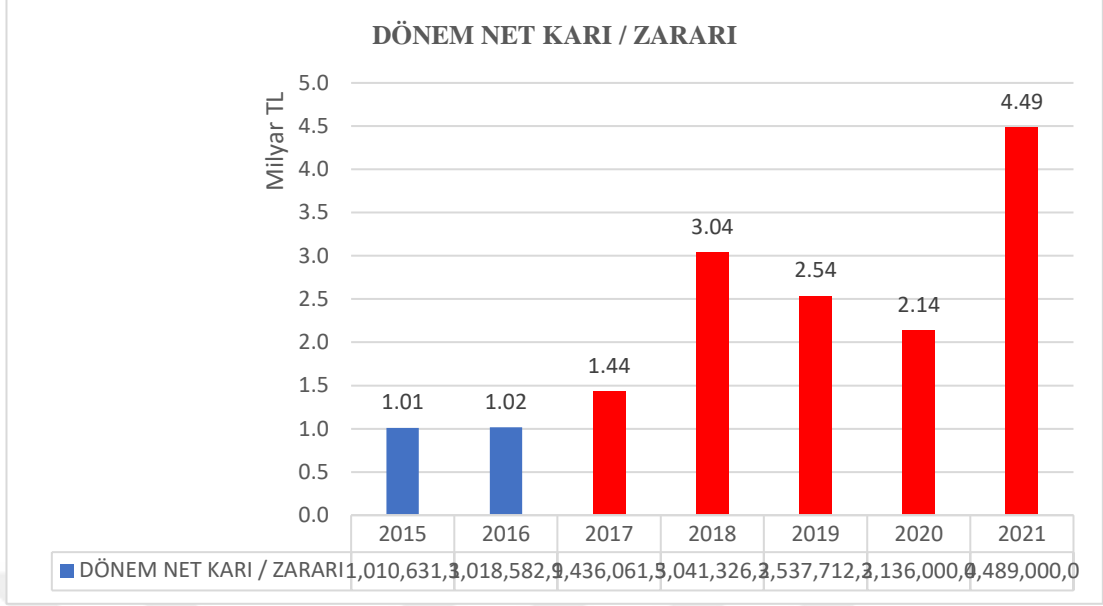
⁸² 2015 yılı özkaynaklar verisi 2016 yılı bilançosundan, 2017 yılı özkaynaklar verisi 2018 yılı bilançosundan alınmıştır.

2019 yılı bilançosunda 2017 yılına ait özkaynaklar 3.371.719.111 TL olarak yeniden düzenlenmiştir.

2019 yılı bilançosunda 2018 yılına ait özkaynaklar 4.594.573.486 TL olarak yeniden düzenlenmiştir.

2020 yılı bilançosunda 2019 yılına ait özkaynaklar 4.628.000.000 TL olarak yeniden düzenlenmiştir.

⁸³ <https://www.etimaden.gov.tr/bagimsiz-deneti-m>, 2022



84

Şekil 4.69. Eti Maden İşletmeleri AŞ'ye Ait Dönem Net Karı / Zararı Grafiği

Kaynak: Veriler Eti Maden İşletmeleri AŞ 'nin 2015-2021 yıllarını kapsayan gelir tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.⁸⁵

Eti Maden İşletmeleri AŞ'nin Varlık Fonuna devredilmeden önceki yıl ve sonraki yıllara ait Finansal Kaldıraç Oranı Şekil 70'te gösterilmektedir. Kurumun yabancı kaynakların toplam aktiflere oranı (kaldıraç oranı) varlık fonuna devredilmeden önce %15 olup sektör ortalamasının altındadır. Bu oranın %50'nin altında olması işletmenin sermayesinin yabancı kaynak değil özkaynak ağırlıklı olduğunu gösterir. Yani kurum sermaye yapısında önemli ölçüde özkaynak kullanma eğilimindedir. Bununla birlikte kurumun varlık fonuna devredildikten sonraki yılları incelendiğinde 2019 yılında finansal kaldıraç oranında ciddi bir artış olduğunu görülmektedir. Yani burada kurumun dış kaynak kullanımını arttırarak özkaynak karlılığını arttırmayı hedeflediği ve bunu gerçekleştirebildiği söylenilir. Fakat 2021 yılına gelindiğinde bu oranın kurumun varlık fonuna devredilmeden önceki oranın

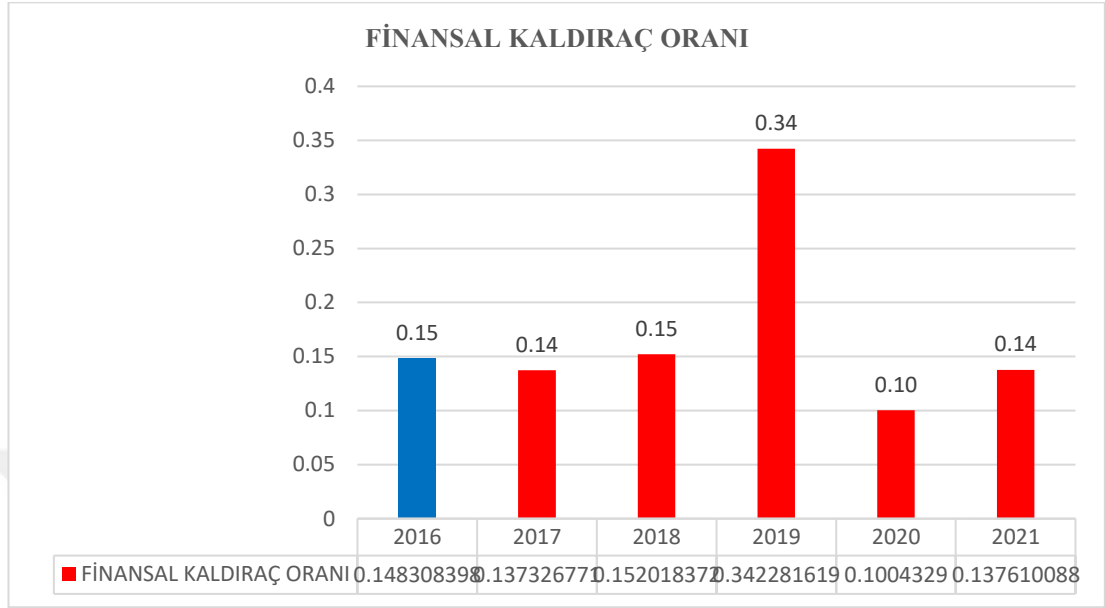
⁸⁴ 2015 yılı dönem net karı / zararı verisi 2016 yılı bilançosundan, 2017 yılı dönem net karı / zararı verisi 2018 yılı bilançosundan alınmıştır.

2019 yılı bilançosunda 2018 yılına ait dönem net karı / zararı 2.485.132.955 TL olarak yeniden düzenlenmiştir.

2020 yılı bilançosunda 2019 yılına ait dönem net karı / zararı 2.213.000.000 TL olarak yeniden düzenlenmiştir.

⁸⁵ <https://www.etimaden.gov.tr/bagimsiz-deneti-m>, 2022

dahi altına düştüğü görülmektedir. Yani kurumun son yıllarda kaldıraç etkisinden faydalanamadığı görülmektedir.

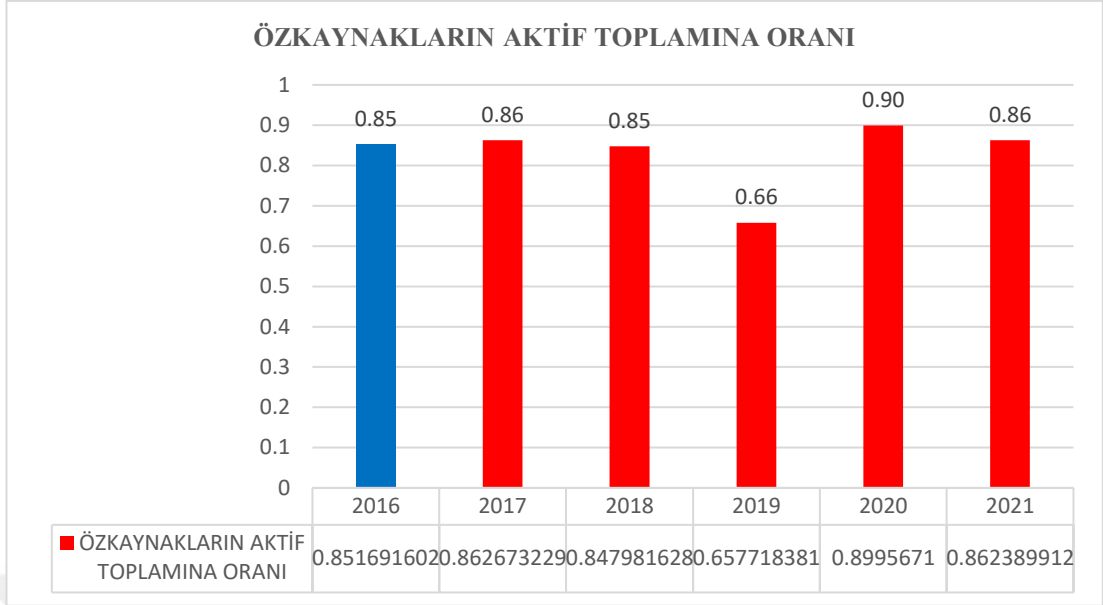


Şekil 4.70. Eti Maden İşletmeleri AŞ'ye Ait Finansal Kaldıraç Oranı Grafiği

Kaynak: Veriler Eti Maden İşletmeleri AŞ 'nin 2016-2021 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.⁸⁶

Eti Maden İşletmeleri AŞ'nin Varlık Fonuna devredilmeden önceki yıl ve sonraki yıllara ait Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı Şekil 71'de gösterilmektedir. Bu oranın yorumlanması kaldıraç oranının yorumlanmasıyla benzerdir. Kurumun özkaynaklarının aktif toplamına oranı varlık fonuna devredilmeden önce %85 olup sektör ortalamasının çok üstündedir. Bu oran, kurum varlık fonuna devredildikten sonra 2021 yılında %86'ya yükselmiştir ki bu oran kurumun varlık fonuna devredilmeden önceki oranın dahi üstündedir.

⁸⁶ <https://www.etimaden.gov.tr/bagimsiz-deneti-m>, 2022



Şekil 4.71. Eti Maden İşletmeleri AŞ'ye Ait Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı Grafiği

Kaynak: Veriler Eti Maden İşletmeleri AŞ 'nin 2016-2021 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir. ⁸⁷

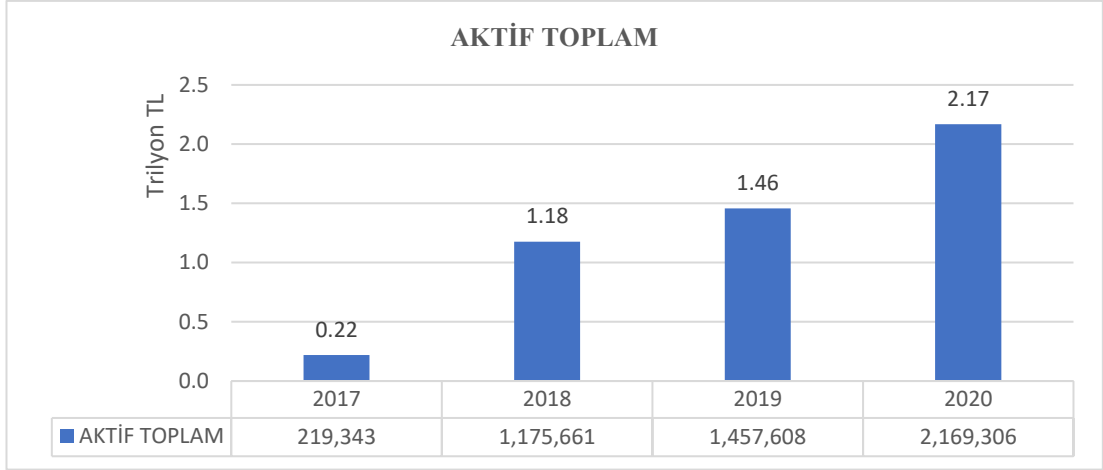
Genel olarak Eti Maden İşletmeleri AŞ Varlık Fonu'na aktarıldıktan sonra toplam aktiflerini ve öz kaynaklarını arttırdığı gibi karlılıklarında reel anlamda artış sergilemiştir. Tablolar dikkatle incelendiğinde kurumun kaldıraç etkisinden faydalanmadığını görüyoruz. Fakat hem aktif toplamında hem özkaynaklarında hem de karlılığında artış yaşadığı için mali anlamda kurumun varlık fonuna devredildikten sonra olumlu bir seyir izlediği görülmektedir.

4.3.15. TVF Yönetimi AŞ'nin Çatı Kurum Olarak Finansal Analizi

TVF'nin portföyünde yer alan ve bilançolarını kamuoyu ile paylaşan 14 kurumun mali durumlarını inceledik. Bu kısımda ise TVF'nin mali durumunu inceleyeceğiz.

TVF'nin 2017 ve 2020 yıllarını kapsayan toplam aktifler Şekil 72'de gösterilmektedir. Grafikte görüldüğü üzere fonun aktif toplamı sürekli bir artış sergilemiştir. Kurumun aktif toplamı, kurulduğu ilk yıl yaklaşık 220 milyon TL iken portföyünü genişletmesiyle birlikte aktif toplamı 2020 yılında 2 trilyon TL'nin üzerine çıkmıştır.

⁸⁷ <https://www.etimaden.gov.tr/bagimsiz-deneti-m>, 2022

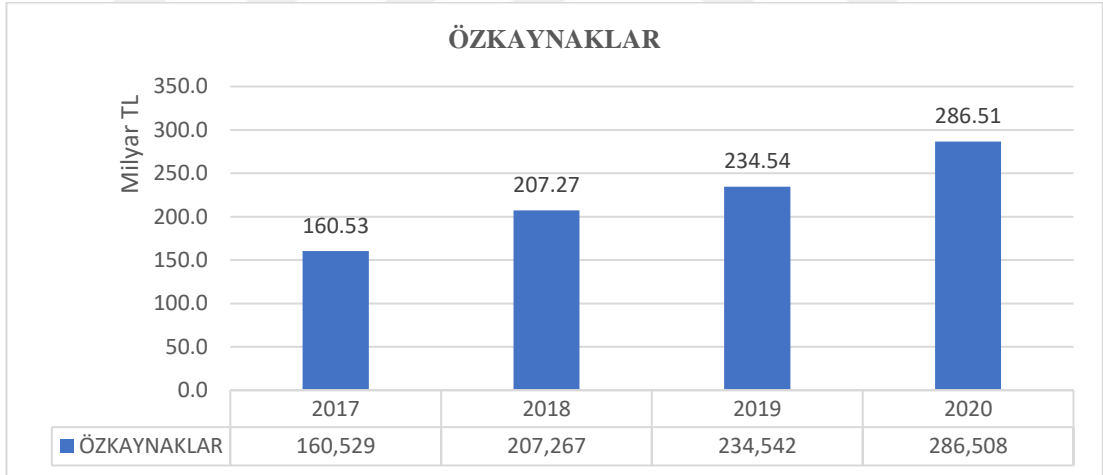


88

Şekil 4.72. Türkiye Varlık Fonu Yönetimi AŞ'ye Ait Aktif Toplam Grafiği

Kaynak: Veriler Türkiye Varlık Fonu Yönetimi AŞ 'nin 2017-2020 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.⁸⁹

TVF'nin 2017 ve 2020 yıllarını kapsayan toplam özkaynakları Şekil 73'te gösterilmektedir. Grafikte görüldüğü üzere fonun özkaynakları sürekli bir artış sergilemiştir. Kurumun özkaynakları, kurulduğu ilk yıl yaklaşık 161 milyon TL iken 2020 yılında 286 milyon TL'nin üzerine çıkmıştır.



90

Şekil 4.73. Türkiye Varlık Fonu Yönetimi AŞ'ye Ait Özkaynaklar Grafiği

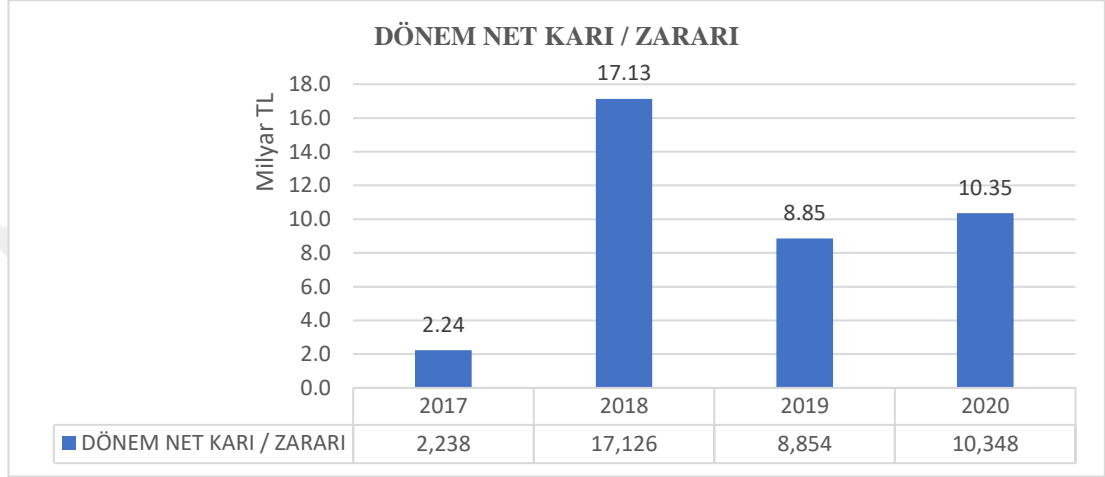
Kaynak: Veriler Türkiye Varlık Fonu Yönetimi AŞ 'nin 2017-2020 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.⁹¹

⁸⁸ Türkiye Varlık Fonu Yönetimi AŞ'nin 2021 yılına ait verileri kamuoyu ile paylaşılmadığı için tarafımızca incelenememiştir.

⁸⁹ <https://www.tvf.com.tr/yatirimci-iliskileri/raporlar>, 2022

⁹⁰ Türkiye Varlık Fonu Yönetimi AŞ'nin 2021 yılına ait verileri kamuoyu ile paylaşılmadığı için tarafımızca incelenememiştir.

TVF'nin 2017 ve 2020 yıllarını kapsayan Dönem Net Kar/Zarar değerleri Şekil 74'te gösterilmektedir. Grafikte görüldüğü üzere kurumun karı değişkenlik göstermektedir. Fonun kurulduğu yıl 2,2 milyar TL kar elde etmiştir.2018 yılında bir önceki yılın karını 8 kat arttırarak 17 milyar TL'nin üzerinde kar elde etmiştir. Fakat 2019 yılında kar yarı yarıya inmiştir. Kurum 2020 yılında ise 10 milyar TL'nin üzerinde kar açıklamıştır



92

Şekil 4.74. Türkiye Varlık Fonu Yönetimi AŞ'ye Ait Dönem Net Karı / Zararı Grafiği

Kaynak: Veriler Türkiye Varlık Fonu Yönetimi AŞ 'nin 2017-2020 yıllarını kapsayan gelir tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.⁹³

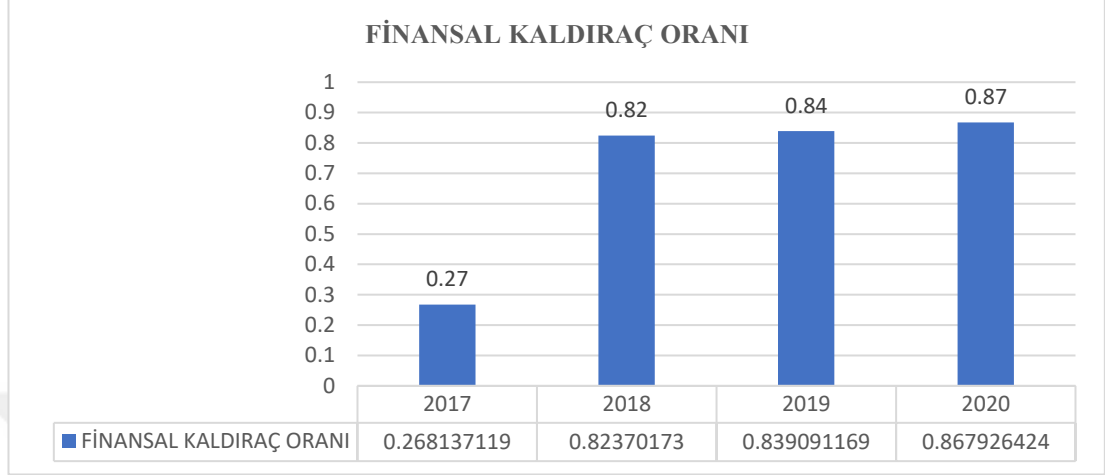
TVF'nin 2017 ve 2020 yıllarını kapsayan Finansal Kaldıraç Oranı Şekil 5'te gösterilmektedir. Kurumun yabancı kaynakların toplam aktiflere oranı (kaldıraç oranı) 2017 yılında %27 olup sektör ortalamasının altındadır. Bu oranın %50'nin altında olması işletmenin sermayesinin yabancı kaynak değil özkaynak ağırlıklı olduğunu gösterir. Yani kurum sermaye yapısında önemli ölçüde özkaynak kullanma eğilimindedir. Bununla birlikte kurumun finansal kaldıraç oranı sürekli ve sert bir artış sergilemektedir. Kurumun 2020 yılı incelendiğinde kaldıraç oranının yaklaşık %87'ye ulaştığı görülmektedir. Bu oran sektör ortalamasının çok üstünde olup çok riskli bir seviyededir. Bu durum kurumun yabancı kaynak kullanımında yani

⁹¹ <https://www.tvf.com.tr/yatirimci-iliskileri/raporlar>, 2022

⁹² Türkiye Varlık Fonu Yönetimi AŞ'nin 2021 yılına ait verileri kamuoyu ile paylaşmadığı için tarafımızca incelenememiştir.

⁹³ <https://www.tvf.com.tr/yatirimci-iliskileri/raporlar>, 2022

borcunda ciddi artışlar olduğu anlamına gelir. Bu oranın yüksek olması kurumun faiz ve borç ödeme açısından zor durumlara düşme olasılığının yüksek olduğunu gösterir.



94

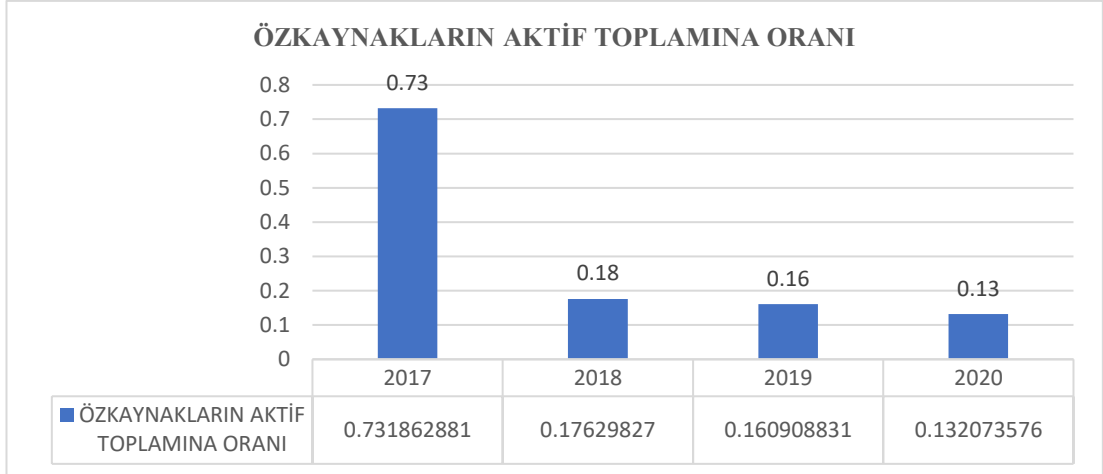
Şekil 4.75. Türkiye Varlık Fonu Yönetimi AŞ'ye Ait Finansal Kaldıraç Oranı Grafiği

Kaynak: Veriler Türkiye Varlık Fonu Yönetimi AŞ 'nin 2017-2020 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.⁹⁵

TVF'nin 2017 ve 2020 yıllarını kapsayan Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı Şekil 76'da gösterilmektedir. Bu oranın yorumlanması kaldıraç oranının yorumlanmasıyla benzerdir. Kurumun özkaynaklarının aktif toplamına oranı varlık fonuna devredilmeden önce %73 olup sektör ortalamalarının üstündedir. Kurumun sonra ki yılları incelendiğinde bu oranın sürekli bir düşüş sergilediği hatta 2020 yılında %13'e kadar düştüğü görülmektedir.

⁹⁴ Türkiye Varlık Fonu Yönetimi AŞ'nin 2021 yılına ait verileri kamuoyu ile paylaşılmadığı için tarafımızca incelenememiştir.

⁹⁵ <https://www.tvf.com.tr/yatirimci-iliskileri/raporlar>, 2022



96

Şekil 4.76. Türkiye Varlık Fonu Yönetimi AŞ'ye ait Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı Grafiği

Kaynak: Veriler Türkiye Varlık Fonu Yönetimi AŞ 'nin 2017-2020 yıllarını kapsayan bilanço tablolarından alınarak tarafımızca derlenmiştir.⁹⁷

Genel olarak TVF toplam aktiflerini ve öz kaynaklarını artırırken karlılıklarında ilk yıl ciddi bir artış göstermiş fakat sonraki iki yıl portföyü genişlemesine rağmen 2018'deki karına ulaşamamıştır. Tablolar dikkatle incelendiğinde; hem finansal kaldıraç oranının sürekli olarak artması ve riskli seviyelere çıkması hem de özkaynakların aktiflere oranının kurumun sürekli olarak düşmesi kurumun faiz ve borç ödeme açısından zor durumlara düşme riskinin yükseldiği ve mali anlamda kurumun yıldan yıla olumsuz bir seyir izlediği görülmektedir.

⁹⁶ Türkiye Varlık Fonu Yönetimi AŞ'nin 2021 yılına ait verileri kamuoyu ile paylaşılmadığı için tarafımızca incelenememiştir.

⁹⁷ <https://www.tvf.com.tr/yatirimci-iliskileri/raporlar>, 2022

SONUÇ

UVF'ler genel kapsamda cari işlemler olarak fazla veren ve emtiaya dayalı gelirler ile oluşturulmaktadır. Ülkede meydana gelen fon fazlalarını değerlendirerek yeni kuşaklar için de kaynak oluşturmayı amaçlamaktadırlar. Buna ek olarak fon fazlası olduğu durumlarda meydana gelebilecek ekonomik istikrarsızlıkların önüne geçmek amaçlanmaktadır. Dünyada UVF'ler için akademik literatür olarak yaygın bir çalışma alanı uzun yıllardır devam etmektedir. Ancak Türkiye' de bu anlamda yapılan çalışmalar 2016 yılında TVF'nin kurulmasıyla başlamıştır. Bu sebeple bu alanda yapılan çalışma sayısı sınırlıdır.

Peki TVF bir UVF midir? bir ulusal varlık fonu olarak değerlendirilmeli midir? Bu sorunun cevabı için TVF'nin web sayfasına bakmak yeterli olacaktır. TVF'nin web sayfasında TVF'nin varlığa dayalı bir kalkınma fonu olduğu ifadesi yer almaktadır (TVF, 2022). Ayrıca Türkiye hem bütçe açığı hem de cari açık veren bir ülkedir (TCMB, 2022).⁹⁸ Oysa ki ulusal varlık fonu olabilmesi için dış fazla veren ve bunu genelde de bir doğal kaynak (petrol, doğalgaz, vs.) zenginliğiyle yapan bir konumda olması gerekmektedir. Bu durumun oluşabilmesi için Türkiye'nin ekonomik büyüme ve kalkınma hedefleri ile uyumlu bir misyona sahip olması gerekmektedir. Dolayısıyla TVF web sayfasında da açıkladığı gibi varlığa dayalı bir ulusal kalkınma fonudur (TVF, 2022).

⁹⁸<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Odemeler+Dengesi+ve+Ilgili+Istatistikler/Odemeler+Dengesi+Istatistikleri/>, 2022

TVF'nin hedefleri içerisinde büyüme, kalkınma, enflasyonla mücadele istihdam artışı gibi birçok faktör bulunmaktadır. TVF portföyünde bulunan farklı piyasa işletmeleri içinde oluşturacağı etki ile büyük ölçekli yatırımlar gerçekleştirilebileceği gibi, Türkiye'nin gereksinim duyduğu stratejik yatırımlar ile ekonomik ve siyasi güvenliğe bir katkı sağlayacaktır. Bunlara ek olarak finansal sektörlerin ilerlemesine ve derinleşmesine yapacağı katkı ile ekonomide meydana gelebilecek konjonktürel istikrarsızlıklarda stabilizasyonu sağlayacak bir rol olacaktır.

Çalışmamızda yer verdiğimiz TVF portföyündeki kurumların etkinlik durumları finansal tablolar yardımıyla incelenmiştir. İncelenen bu kurumların varlık fonuna aktarıldıktan sonra büyük bir kısmının finansal etkinliklerinin olumsuz bir seyir izlediği gözlenmiştir. Çalışmada TVF'ye devredilen ve verileri kamuoyu ile paylaşılan 14 tane kuruluş incelenmiştir. Bunlardan çoğunun TVF'ye devredildikten sonra finansal açıdan etkinsiz bir durum sergiledikleri gözlemlenmiştir. Çalışmada incelenen kurumların etkinliği sektörel bazda kısaca değerlendirildiğinde;

Finansal Hizmetler sektöründe yer alan ve Türkiye'nin aktif büyüklüğe göre en büyük 3 kamu bankası olan Ziraat Bankası, Halk Bankası ve Türkiye Vakıflar Bankası TVF'ye devredildikten sonra finansal kaldıraç oranlarının yıldan yıla arttığı gözlemlenmiştir. Bu durum her 3 kamu bankası için de geçerlidir. Bu durum her 3 kamu bankasının da faiz ve borç ödeme açısından zor durumlara düşme riskinin yükseldiğini dolayısıyla mali anlamda kurumların varlık fonuna devredildikten sonra olumsuz bir seyir izledikleri anlamına gelmektedir. Aynı hizmet sektöründe yer alan BİST incelendiğinde karlılığını arttırmış olmasına rağmen finansal kaldıraç oranında %1'lik bir yükselme görülmektedir. Yine aynı hizmet kolunda yer alan Türkiye Sigorta AŞ, karlılığını arttırmasına rağmen Finansal kaldıraç oranında %65'ten %71'e bir yükseliş olduğu görülmüştür.⁹⁹

Ulaştırma ve Lojistik sektöründe yer alan THY ve PTT'nin TVF'ye devredildikten sonra, THY'nin karlılıklarını arttırdığı fakat 2020 yılında karlılıklarında negatife düştüğünü görüyoruz. Buna sebep olarak dünyada salgın

⁹⁹ Finansal Hizmetler sektöründe yer alan Türkiye Hayat ve Emeklilik AŞ'nin finansal tablolarına ulaşamadığı için incelenmemiştir.

hastalık haline gelen ve bütün ülkeleri hem sağlık hem ekonomik anlamda olumsuz etkileyen Covid-19 virüsü olduğu öngörüsü hakimdir. Çünkü Covid-19 virüsünün yayılmasıyla ülkeler arası ve hatta şehirler arası uçuşlar ve otobüs yolculukları minimum seviyeye düşmüştür. Bu sebeple ulaşım ve lojistik sektöründe ciddi anlamda gerilemeler yaşandı. THY'nin finansal kaldıraç oranının ise %72'den %74'e yükseldiği görülmüştür. Türkiye'nin köklü kurumlarından biri olan PTT'de ise durumun çok farklı olduğu gözlemlenmiştir. Nitekim kurum TVF'ye devredildikten sonra hem öz kaynaklarında hem de karlılıklarında önemli düşüşler olduğu hatta karlılıklarında negatife geçtiği görülmüştür. Aynı zamanda kurumun finansal kaldıraç oranı %57'den %94'e yükselmiştir. Dolayısıyla özellikle PTT'nin faiz ve borç ödeme açısından zor durumlara düşme riskinin yükseldiğini, mali anlamda varlık fonuna devredildikten sonra olumsuz bir seyir izlediği gözlemlenmiştir.¹⁰⁰

Enerji sektöründe yer alan BOTAŞ ve TPAO, TVF'ye devredildikten sonra, BOTAŞ'ın hem karlılık oranında önemli ölçüde düşüş görülmüş ve 2018 yılında zarar ettiği hem de finansal kaldıraç oranının yükseldiği gözlenmiştir. TPAO'nun ise aktif toplamalarında, öz kaynaklarında ve karlılıklarında önemli ölçüde düşüş görüldüğü ve TPAO'nun zarar ettiği aynı zamanda finansal kaldıraç oranının da yükseldiği gözlemlenmiştir. Her iki kurumun da TVF'ye devredildikten sonra olumsuz bir seyir izledikleri gözlemlenmiştir.¹⁰¹

Teknoloji ve Telekom sektöründe yer alan Türkcell, TÜRKSAT ve Türk Telekom TVF'ye devredildikten sonra her 3 kurumunda karlılıklarında artış yaşadığı gözlemlenmiştir. Özellikle 2018 yılı ve sonrasında bu kurumların karlılıklarında yüksek artışlar olmasında dünyada salgın hastalık haline gelen ve bütün ülkeleri hem sağlık hem ekonomik anlamda olumsuz etkileyen Covid-19 virüsü olduğu öngörüsü hakimdir. Çünkü Covid-19 virüsünün yayılmasıyla beraber ulaşım ve gıda sektöründe ciddi anlamda gerilemeler yaşandı bununla beraber evlerinden çok fazla çıkamayan insanlar teknolojiye yöneldiler. İnsanların internette çok zaman geçirmesi

¹⁰⁰ Ulaştırma ve Lojistik Sektöründe yer alan TCDD İzmir Liman İşletmesi'nin finansal tablolarına ulaşılamadığı için incelenmemiştir.

¹⁰¹ Enerji Sektöründe yer alan TVF Enerji kuruluşu ve TVF Rafineri ve Petrokimya Sanayi ve Ticaret AŞ hem verilerine ulaşılamadığı için hem de TVF bünyesinde sonradan kurulduğu için incelenmemiştir.

sosyal medyayı bu kadar fazla kullanmaları elbette ki teknoloji ve telekom sektörüne olan talebi ciddi düzeyde arttırmıştır. Türkcell'in finansal kaldıraç oranı %8 yükselirken diğer iki kurumun finansal kaldıraç oranları düşüş göstermiştir. Özellikle TÜRKSAT ve Türk Telekom'un TVF'ye devredildikten sonra olumlu bir seyir izledikleri gözlemlenmiştir.

Tarım ve Gıda sektörü yer alan ÇAYKUR'un TVF'ye devredildikten sonra özkaynaklarında düşüş yaşadığı ve sürekli olarak karlılıklarında negatife düştüğü ve de finansal kaldıraç oranının yükseldiği gözlemlenmiştir. Kurumun faiz ve borç ödeme açısından zor durumlara düşme riskinin yükseldiğini ve kurumun TVF'ye devredildikten sonra olumsuz bir seyir izlediği gözlemlenmiştir.¹⁰²

Madencilik sektöründe yer alan Eti Maden TVF'ye devredildikten sonra toplam aktiflerini ve öz kaynaklarını arttırdığı gibi karlılıklarında da reel anlamda bir artış sergilemiştir. Fakat buna rağmen kaldıraç etkisinden faydalanamamışsa da genel anlamda kurumun TVF'ye devredildikten sonra olumlu bir seyir izlediği gözlemlenmiştir.¹⁰³

TVF'nin bir çatı olarak finansal verileri incelendiğinde kuruluş yılından 2020 yılına kadar toplam aktiflerini ve öz kaynaklarını artırırken, karlılıklarında 2018 yılında ciddi bir artış göstermiş fakat sonraki iki yıl portföyü genişlemesine rağmen 2018'deki karına ulaşamamıştır. Kurumun hem finansal kaldıraç oranının sürekli olarak artması ve riskli seviyelere çıkması hem de özkaynakların aktiflere oranının sürekli olarak düşmesi faiz ve borç ödeme açısından zor durumlara düşme riskinin yükseldiğini aktiflerini yabancı kaynaklarla arttırdığını dolayısıyla mali anlamda kurumun yıldan yıla olumsuz bir seyir izlediği ve finansal olarak etkin olmadığını göstermektedir.

¹⁰² Tarım ve Gıda Sektörü yer alan Türkiye Şeker Fabrikaları AŞ 2021 yılında TVF'ye devredildiği için incelenmemiştir. Yine aynı sektörde yer alan Kayseri Şeker Fabrikası AŞ'nin finansal tablolarına ulaşamadığı için incelenmemiştir.

¹⁰³ Madencilik Sektöründe yer alan Türkiye Maden Sanayi ve Ticaret AŞ 2020 yılında TVF bünyesinde kurulduğu için ve finansal tablolarına ulaşamadığı için incelenmemiştir.

Not: Gayrimenkullerin, Nakit Karşılığı Şans Oyunları Lisansı ve At Yarışı Düzenleme ve Bahis Kabul Etme Lisanslarının finansal tablolarına ulaşamadığı için incelenmemişlerdir.

Fonlar, geleceğe dönük yatırım ve tasarruf anlamında önemli argümanlardır. Fonun bütçe dışı olması nedeniyle kamu mali disiplini bozucu bir faaliyete de sahip olduğu görüşü hakimdir. Bu sebeple kamu mali disiplininde problem yaratmayacak tarzda hukuki düzenlemeler oluşturulmalı, reel piyasayı güçlü hale getirip, değer oluşturmak hedeflenmelidir. Bu ekseninde gerekli önlemler alınarak dikkatli olduğu sürece fon; beklenen yıllarda Türkiye için ekonomik olarak önemli bir dış politika aracı olacaktır.

TVF'nin finansal anlamda etkin olabilmesi için öncelikle şeffaf bir yapıya ve güvenilir bir denetim mekanizmasına sahip olması gerekmektedir. Kalkınma ve büyüme hedefleri doğrultusunda hareket edilmeli ve politikalar oluşturulmalıdır. Özellikle reel sektörün güçlendirilmesi, üretimi ve verimliliği artıracak şekilde politikalar oluşturulmalıdır. Fon altındaki kurum ve kuruluşların uluslararası piyasalarda rekabet edebilmesi için gerekli desteklerin sağlanması ve etkin politikalar oluşturulmalıdır. Son olarak teknolojiye dayalı ve sanayi yapısını güçlendiren firmaların yapısı güçlendirilmelidir.

KAYNAKÇA

- Aizenman J. ve Glick R., 2008: "Sovereign Wealth Funds: Stylized Facts about Their Determinants and Governance"(Devlet Varlık Fonları: Belirleyicileri ve Yönetişimleri Hakkında Stilize Edilmiş Gerçekler), *NBER Working Paper*, 14562, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.
- Akbulak S.ve Akbulak, Y., 2008: " Ulusal Varlık Fonları", *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, C:25 S:2, s. 237-262.
- Akça Y., 1998: **Bütçe ve Devlet Muhasebesi**, Emek Yayıncılık: İSTANBUL.
- Aktaş B., 2017: "6741 Sayılı Kanun Kapsamında TVF Yönetimi AŞ. ve TVF Hakkında Bir İnceleme", *İstanbul Kemerburgaz Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, C: 2 S: 1, s. 41-70.
- 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*, C:3 S:4, s. 270-279.
- Alagöz M, Ceylan O., 2019: **Türkiye Ulusal Varlık Fonu (Dünya Örnekleriyle Karşılaştırma)**, Gazi Yayınevi: ANKARA.
- Alhashel B., 2015: "Sovereign wealth funds: a literature review" (Devlet varlık fonları: bir literatür incelemesi). *Journal of Economics and Business*, Sayı: 78, s. 1-13.
- Allen M. ve Caruana J., 2008: "Sovereign Wealth Funds-A Work Agenda" (Devlet Varlık Fonları- Bir Çalışma Gündemi), International Monetary Fund, s. 3-29.

- Alsweilemn K.A. ve diğ erleri, 2015: "Sovereign Investor Models: Institutions and Policies for Managing Sovereign Wealth"(Egemen Yatırımcı Modelleri: Egemen Serveti Yönetmek İ çin Kurumlar ve Politikalar), *Harward Belfer Center for Science and International Affairs*, Harvard Kennedy School, Cambridge.
- Anthopoulos I., Pitelis C. Ve Liakou C., 2016: "The nature, performance and economic impact of Sovereign Wealth Funds" (Devlet Varlık Fonlarının Doğ ası, Performansı ve Ekonomik Etkisi), *FESSUD Working Paper series*, Sayı:135.
- Bazoobandi S., 2011: " Political economy of the Gulf sovereign wealth funds: A case study of Iran, Kuwait, Saudi Arabia and United Arab Emirates "(Körfez devlet servet fonlarının ekonomi politi ğ i: İ ran, Kuveyt, Suudi Arabistan ve Birleş ik Arap Emirlikleri ö rne ğ i), Un published Doctoral Thesis, University of Exeter, England.
- Beck R. ve Fidora M., 2008: "The İ mpact Of Sovereign Wealth Funds On Global Financial Markets" (Devlet Varlık Fonlarının Küresel Finansal Piyasalara Etkisi), *Intereconomics*, C:43 S:6, s. 349-358.
- Beck R. ve Fidora M., 2008: "The İ mpact Of Sovereign Wealth Funds On Global Financial Markets" (Devlet Varlık Fonlarının Küresel Finansal Piyasalara Etkisi), *European Central Bank Occasional Paper Series*, July 2008, Sayı: 91.
- Beken H. ve Baltacı N., 2019: "Türkiye Ulusal Varlık Fonuna İ liş kin Bir De ğ erlendirme", *Yönetim ve Ekonomi Araş tırmaları Dergisi*, C:17 S:1, s. 333-356.
- Bertoni F. ve Lugo S., 2013: "Testing the Strategic Asset Allocation of Stabilization Sovereign Wealth Funds" (Stabilizasyon Devlet Varlık Fonlarının Stratejik Varlık Tahsisinin Test Edilmesi), *International Finance*, C:16 S:1, s. 95-119.
- Candelon B., Kerkour M. ve Lecourt, C. 2011: "Are Sovereign Wealth Funds Investments Determined by Macroeconomic Factors?" (Devlet Varlık Fonu Yatırımları Makroekonomik Faktörler Tarafından Belirlenir mi?), *University Maastricht Working Paper*.
- Cohen Benjamin J., 2009: Sovereign wealth funds and national security: the Great Tradeoff" (Egemen servet fonları ve ulusal güvenlik: Büyük Takas), *International Affairs*, 01 July, C:85 S:4, s. 713–731.
- Destekleyici, L.C., 2009: "Düzenleyici Bukalemunlar Olarak Egemen Varlık Fonları: Özel Küresel Yatırım Aracılı ğ ıyla Norveç Egemen Varlık Fonları ve Kamu

Küresel Yönetişimi", *Georgetown Uluslararası Hukuk Dergisi*, C:41 S:2, s. 101-192.

Deventer K.L., Han X., ve Malatesta P., 2009: "Firm Values and Sovereign Wealth Fund Investment (Firma Değerleri ve Devlet Varlık Fonu Yatırımı) *Working Paper, University of Washington*, 98, s. 1-28.

Doğan B.B. ve Kaya M., 2018: "Küresel Piyasalarda Finansal Serbestleşmenin Popüler Bir Yansıma Ekseni Olarak UVF", *Bitlis Eren Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Aralık/December 2018, C:7 S:2, s. 773-795.

Doğan B.B. ve Kaya M., 2018: "Küresel Piyasalarda Finansal Serbestleşmenin Popüler Bir Yansıma Ekseni Olarak Ulusal Varlık Fonları", *Bitlis Eren Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, C:7, S:2. s. 787-788.

Doğan E. 2019: Varlık Fonu ve Türkiye Uygulamaları, Bilecik Şeyh Edabali Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Maliye Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, Bilecik.

Durdu M. 2018: "TVF İçin Bir Uygulama Örneği: Singapur Temasek Holding", *Necmettin Erbakan Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, C:1 S:2, 74-92.

Durdu, M., (2018). Türkiye' de Bütçe Dışı Fon Uygulamaları ve Varlık Fonu, Yüksek Lisans Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya, Türkiye, s. 104,152-153.

Gieve J., 2009: "Sovereign Wealth Funds And Global Imbalances" (Devlet Varlık Fonları ve Küresel Dengesizlikler), *Revue D'économie Financière* (English Ed.), C:9 S:1, s. 163-177.

Gieve, J., 2008: "Sovereign Wealth Funds And Global Imbalances" (Devlet Varlık Fonları ve Küresel Dengesizlikler), London: Sovereign Wealth Management Conference.

Gouett M., 2020: "New Wealth, New Wisdom: Updating the Narrative of Sovereign Wealth Fund Creation" (Yeni Zenginlik, Yeni Bilgelik: Egemen Varlık Fonu Oluşturma Anlatısının Güncellenmesi), *Resorces Policy, Article:101534*, 65, s. 1-12.

Görücüler M., 2019: Türkiye ve Dünya'da Varlık Fonu Ve Bağımsız Denetiminin Karşılaştırmalı Olarak İncelenmesi, Bilecik Şeyh Edebalı Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Bilecik.

- Güçlü M. 2018: “UVF:Türkiye Ekonomisi İçin Bir Değerlendirme”, Ege Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü, *Ege Stratejik Araştırmalar Dergisi*, C:9 S:1, 39-53.
- Gümüş Umut T., Bolel N., 2017: Rasyo Analizleri ile Finansal Performansın Ölçülmesi: Borsa İstanbul’da Faaliyet Gösteren Havayolu Şirketleri’nde Bir Uygulama, Adnan Menderes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, C:4 S:2, s. 89.
- Jen S., 2007: “Sovereign Wealth Fund What They Are And What’s Happening” (Devlet Varlık Fonu Nedir ve Neler Oluyor?), *World Economics*, C:8 S:4, s. 1-7.
- Jory, Surendranath.R., Perry, Mark J. ve Hemphill, Thomas.A. 2010: “The role of sovereign wealth funds in global financial intermediation”(Küresel finansal aracılıkta egemen servet fonlarının rolü), *Thunderbird International Business Review*, C:52 S:6, s. 589-604.
- Kaminski T. 2017: “Sovereign Wealth Fund Investment in Europe as an Instrument of ChineseEnergyPolicy” (Çin Enerji Politikasının Bir Aracı Olarak Avrupa'da Devlet Varlık Fonu Yatırımı), *EnergyPolicy*, Sayı:101, s. 733-739.
- Karagöl Tanas E. ve Koç Emre Y., 2016: “Dünyada ve Türkiye’de Varlık Fonu”, *Siyaset, Ekonomi ve Toplum Araştırmaları Vakfı (SETA)*, Sayı:169, s. 1-28.
- Karasioglu, F. ve Göktürk İbrahim E., 2017: “Varlık Fonu Temel Stratejisi ve Türkiye Örneği”, *Küresel İktisat ve İşletme Çalışmaları Dergisi*, C:6 S:12, s. 100-109.
- Kavcıoğlu Ş., 2018: “Ulusal Varlık Fonları ve Türkiye”, *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, C:10 S:18, s. 87-109.
- Kayadibi S., 2015: “Malezya’da neler oluyor?” Stratejik Düşünce Enstitüsü, ISSN 1309-3649, Eylül.
- Kayıran M., 2016: “Türkiye Varlık Fonu’nun Konusu, Amaçları ve Yapısı Üzerine Bir Değerlendirme”, *Eğitim Bilim Toplum Dergisi*, C:14 S:56, s. 55-90.
- Konukman A. ve Şimşek O., 2017: “UVF ve Türkiye Uygulaması”, *Çalışma ve Toplum*, 4. s. 1913-1944.
- Li J., 2015: “State As An Entrepreneur: A Study Of The Investment Contractual Terms And Level Of Control Of China’s Sovereign Wealth Fund İn İts Portfolio” (Girişimci Olarak Devlet: Çin Devlet Varlık Fonunun Portföyünde

Yatırım Sözleşmesi Koşulları ve Kontrol Düzeyine İlişkin Bir İnceleme), *Eking University Transnational Law Review*, C:3 S:1, s. 1-140.

Liu Q., 2013: *Sovereign Funds*. London (Devlet Fonları. Londra), *Elsevier*, s. 575-583.

Makhlouf H.H., 2010: "Sovereign Wealth Funds" (Devlet Varlık Fonları), *International Journal of Governmental Financial Management*, C: 10 S: 1, s. 35-41.

Megginson William L. ve Fotak Veljko 2015: "Rise Of The Fiduciary State: A Survey Of Sovereign Wealth Fund Research"(Güvenli Devletin Yükselişi: Devlet Varlık Fonu Araştırmasına İlişkin Bir Anket), *Journal Of Economic Surveys*, C:29 S:4, s. 733-778.

Megginson, W. L. ve Fotak, V. 2015: "Rise of the Fiduciary State: A Survey of Sovereign Wealth Fund Research", *Journal of Economic Surveys*, C:29 S:4, s. 733-778.

Miceli V., Wöhrmann A., Wallace M., ve Steiner D., 2015: "Fırsatlar mı Tehditler mi? Mali Piyasalarda Egemen Varlık Fonlarının Mevcut ve Gelecekteki Rolü", DAWM Çalışma Belgesi, No: 14, *Deutsche Asset and Wealth Management*, New York. s. 11-25.

Mohaddes K. ve Raissi M., 2017: "Do Sovereign Wealth Funds Dampen the Negative Effects of Commodity Price Volatility?", (Devlet servet fonları, emtia fiyat oynamasının olumsuz etkilerini azaltır mı? *Journal of Commodity Markets*, C:8, s. 18- 27.

Monk Ashby H.B., 2008: "Is Calpers A Sovereign Wealth Fund?"(Calpers Bağımsız Bir Varlık Fonu mu?", *Center for Retirement Research At Boston College*, Sayı:8-21, December, s. 1-8.

Morales R.R., Ramady M. A. ve Brennan L., 2012: "GCC Sovereign Wealth Funds: Challenges, Opportunities, and Issues Arising from Their Growing Presence on the Global Landscape", (GCC Egemen Varlık Fonları: Küresel Manzarada Büyüyen Varlıklarından Kaynaklanan Zorluklar, Fırsatlar ve Sorunlar), New York: Springer Science Business Media, DOI: 10.1007/978-1-4614-1611-1_20.

Nas Ç., 2017: "Varlık Fonları Uluslararası Kriterler", İstanbul: İktisadi Kalkınma Vakfı.

Paulsan A., 2009: "Raising capital: the role of sovereign wealth funds"(Sermaye artırmak: egemen servet fonlarının rolü), *Chicago Fed Letter*, C:1 S:4, s. 258.

- Rozanov A., 2005: "Who Holds the Wealth of Nations?" (Ulusların Zenginliği Kimin Elinde?), *London: State Street Global Advisors*, s.1-4.
- Rozanov A., 2005: "Who Holds the Wealth of Nations?" (Ulusların Zenginliği Kimin Elinde?), *Central Banking Journal*, C:15 S:4, s. 52-57.
- Sarsıcı E., Değirmenci B. ve Öztürk C., 2017: "Sermaye Piyasalarına Yeni Bir Kavram Olarak Giren Türkiye Varlık Fonu Yönetimi", *Balkan ve Yakın Doğu Sosyal Bilimler Dergisi*, C:3 S:1, s. 51-58.
- Sasa A., 2019: Varlık Fonu Uygulamasında Ülke Deneyimleri ve Türkiye Örneği, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, s. 8-9.
- Sasa A., 2019: Varlık Fonu Uygulamasında Ülke Deneyimleri ve Türkiye Örneği, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, s. 47.
- Sasa A., 2019: Varlık Fonu Uygulamasında Ülke Deneyimleri ve Türkiye Örneği, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, s. 137-140.
- Schubert W. Ve Barenbaum, L., 2010: "The Sovereign Wealth Fund Controversy: The Issues and Suggestions" (Egemen Varlık Fonu Tartışması: Sorunlar ve Öneriler), *Journal of Applied Business and Economics*, C:11 S:2, s. 11-20.
- Shunmugam, V., 2012: "Sovereign wealth funds and emerging economies-reap the good; leave"(Devlet varlık fonları ve gelişmekte olan ekonomiler – iyiyi toplayın; kötüyü bırak), *Macro economics and Finance in Emerging Market Economies*, C:5 S:2, s. 281-296.
- Sun T. ve Hesse H., 2011: "What Do Sovereign Wealth Funds İmply For Financial Stability?" (Devlet Varlık Fonları Finansal İstikrar İçin Ne İfade Ediyor?), *Institutional Investors İn Global Capital Markets*, C: 12, s. 245-262.
- Şahin Ö.U., 2017: "Kamu Maliyesi-Varlık Fonu İlişkisi: Türkiye İçin Fırsat Mı Tehdit Mi?".
- Şimşek O. ve Eren A.A., 2018: "The Political Economy of Sovereign Wealth Funds From Development Perspective" (Kalkınma Perspektifinden Devlet Fonularının Siyasi Ekonomisi), *Current Debates in Economics*, C: 18, s. 31-41.
- T.C. Başbakanlık Kanunlar ve Kararlar Genel Müdürlüğü (01/08/2016) "Türkiye Varlık Fonu Kurulması ile Bazı Kanun ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun Tasarısı".

- T.C. Resmi Gazete (09/11/2016): "TVF Yönetimi Anonim Şirket Yapısına ve İşleyişine İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Kararın Yürürlüğe Konulması Hakkında Karar".
- T.C. Resmi Gazete (09/11/2016): "TVF Yönetimi Anonim Şirket Yapısına ve İşleyişine İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Kararın Yürürlüğe Konulması Hakkında Karar".
- T.C. Resmi Gazete (26/08/2016): "TVF Yönetimi Anonim Şirketinin Kurulması ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun (Karar No 6741)".
- Taner M., 2019: "Varlık Fonu Uygulamaları ve Türkiye Uygulaması Üzerine Karşılaştırmalı Bir İnceleme" s. 36.
- Truman, E.M., 2008: "Sovereign Wealth Funds: The Challenge for Japan" (Devlet Varlık Fonları: Japonya İçin Zorluk), Peterson Institute for International Economics, Speech delivered at the Japan Society, (May 1, 2008).
- 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*, C:17 S:3 s. 1-29.
- Yamak T., Saygın E. 2019: "Türkiye'nin Ekonomik Güç Potansiyeli: Bir 'Ekonomi Diplomasisi' Enstrümanı Olarak TVF Uygulaması", *Fiscaoeconomia*, C:3 S:1, s. 88-114.
- Yayla Y., 2019: UVF: "Süreklileşme ve Yaygınlaşma", *Fiscaoeconomia*, C:3 S:1 s. 115-133.
- Yazıcı, R., 2017: "Türkiye'deki KİT'lerin Özelleştirme Tecrübelerinden Varlık Fonu Kurulmasına Bakış", *Sosyal Bilimlerde Stratejik Araştırma Dergisi (JoSReSS)*, C:3, S:3, s. 89-100.
- Yereli A. B. ve Yaman İ. 2019: "Ulusal Varlık Fonlarının Politik Boyutu", *Sosyoekonomi*, C: 27 S:41, s. 263-283.

İNTERNET KAYNAKÇASI

- Abu Dhabi Investment Authority, (Abu Dhabi Yatırım Otoritesi). URL:<https://www.adia.ae/En/pr/2017/index.html>, Erişim Tarihi: 12.06.2020.

- Backer L.C., 2009: " Sovereign Wealth Funds as Regulatory Chameleons: The Norwegian Sovereign Wealth Funds and Public Global Governance Through Private Global Investment" (Düzenleyici Bukalemunlar Olarak Devlet Varlık Fonları: Norveç Devlet Varlık Fonları ve Küresel Özel Yatırım Aracılığıyla Kamu Küresel Yönetişi), URL:<https://www.semanticscholar.org/paper/Sovereign-Wealth-Funds-as-Regulatory-Chameleons%3A-Backer/8f881e1f1b7796fa5c981abc0825ec099cde4a09>, Erişim Tarihi: 12.12.2021.
- Bernstein S. ve Lerner J., Schoar A., 2009: "The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds"(Devlet Varlık Fonlarının Yatırım Stratejileri), s.2, *Journal of Economic Perspectives* 27(14861) · April 2009, URL:https://www.researchgate.net/publication/46467097_The_Investment_Strategies_of_Sovereign_Wealth_Funds, Erişim Tarihi: 12.06.2020.
- Bernstein S. ve Lerner J., Schoar A., 2013: "The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds" (Devlet Varlık Fonlarının Yatırım Stratejileri), *Journal of Economic Perspectives*, Bahar 2013, C:27 S: 2, s.219-238. URL:https://www.jstor.org/stable/23391698?seq=1#page_scan_tab_contents, Erişim Tarihi: 12.06.2020.
- Borsa İstanbul Anonim Şirketi, 2022: Finansal Tablo ve Raporlar. URL:<https://borsaistanbul.com/tr/sayfa/191/finansal-tablo-ve-raporlar>, Erişim Tarihi: 29.04.2022.
- Bortolotti B., Fotak V., Megginson William L. ve Miracky William F., 2010: "Quiet Leviathans: Sovereign Wealth Fund Investment, Passivity, and the Value of the Firm" (Sessiz Leviathanlar: Devlet Varlık Fonu Yatırımı, Pasiflik ve Firmanın Değeri), URL:https://www.researchgate.net/publication/251300333_Quiet_Leviathans_Sovereign_Wealth_Fund_Investment_Passivity_and_the_Value_of_the_Firm, Erişim Tarihi:11.07.2020.
- BOTAŞ, 2022: Ayrıntılı Bilanço. URL:<https://www.botas.gov.tr/Sayfa/bilanco/45>, Erişim Tarihi: 03.05.2022.
- BOTAŞ, 2022: Ayrıntılı Gelir Tablosu. URL: <https://www.botas.gov.tr/Sayfa/gelir-tablosu/48>, Erişim Tarihi: 03.05.2022.
- Chen C., 2009: "Sovereign Wealth Funds, Macroeconomic Policy Alignment and Financial Stability" (Devlet Varlık Fonları, Makroekonomik Politika Uyumu ve Finansal İstikrar), URL:https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1420614, Erişim Tarihi: 12.06.2020.

Çay İşletmeleri Genel Müdürlüğü, 2022: Faaliyet Raporları.
URL:<https://www.caykur.gov.tr/Pages/Yayinlar/FaaliyetRaporlari.aspx>,
Erişim Tarihi: 12.05.2022.

Eğilmez M., 2016: Kendime Yazılar,
URL:<https://www.mahfiegilmez.com/2016/08/varlk-fonu.html>, Erişim Tarihi:
12.06.2021.

Epstein Richard A. ve Rose, Amanda M. 2009: “The Regulation of Sovereign Wealth Funds: The Virtues of Going Slow” (Yönetim Varlık Fonlarının Yönetmeliği: Yavaş Gitmenin Erdemleri)", *Chicago Üniversitesi Hukuk İncelemesi*: C:76: S:1, Madde 5.
URL:<https://chicagounbound.uchicago.edu/uclrev/vol76/iss1/5>, Erişim Tarihi: 12.06.2020.

Eti Maden İşletmeleri Genel Müdürlüğü, 2022: Bağımsız Denetim Raporları.
URL:<https://www.etimaden.gov.tr/bagimsiz-deneti-m>, Erişim Tarihi:
28.05.2022.

Eti Maden İşletmeleri Genel Müdürlüğü, 2022: Faaliyet Raporları.
URL:<https://www.etimaden.gov.tr/dokumanlar>, Erişim Tarihi: 28.05.2022.

Generally Accepted Principles and Practises, 2008: International Forum of Sovereign Wealth Funds, Santiago Principles (Uluslararası Devlet Varlık Fonları Forumu, Santiago İlkeleri),
URL:http://www.ifswf.org/sites/default/files/santiagoprinciples_0_0.pdf,
Erişim Tarihi: 12.06.2020.

IFSWF, 2008: International Forum of Sovereign Wealth Funds (Uluslararası Devlet Varlık Fonları Forumu): Santiago İlkeleri,
URL: <http://www.ifswf.org/santiago-principles>, Erişim Tarihi: 12.06.2020.

IFSWF, 2009: International Forum of Sovereign Wealth Funds (Uluslararası Devlet Varlık Fonları Forumu) Kuwait Declaration,
URL:<https://www.ifswf.org/santiago-principles-landing/kuwait-declaration>,
April 6 2009, Erişim Tarihi: 12.06.2020.

IFSWF, 2018: Dealing with Disruption: IFSWF Annual Review 2017 (Kesinti ile Başa Çıkmak: IFSWF Yıllık İncelemesi 2017),
URL:<https://www.ifswf.org/publication/dealing-disruption-ifs wf-annual-review-2017>, Erişim Tarihi: 12.06.2020.

International Monetary Fund and Capital Markets Department, 2007: International Monetary Fund, URL:

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2007/02/pdf/annex12.pdf>, Erişim Tarihi: 12.06.2020.

IWG, 2008: International Working Group Of Sovereign Wealth Funds (Uluslararası Egemen Varlık Fonu Çalışma Grubu) (Ekim 2008), “Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and Practices” (Devlet Varlık Fonları Genel Kabul Görmüş İlkeler ve Uygulamalar), “Santiago Principles”. URL:https://www.ifswf.org/sites/default/files/santiagoprinciples_0_0.pdf, Erişim Tarihi: 12/06/2020.

Jones S.G. ve Ocampo J.A., 2008: Sovereign Wealth Funds: A Developing Country Perspective (Devlet Varlık Fonları: Gelişmekte Olan Ülke Perspektifi), s. 12. URL:http://policydialogue.org/files/events/Griffith-JonesSovereign_Wealth_Funds.pdf, Erişim Tarihi: 12.06.2020.

KAP, 2022: Kamuoyu Aydınlatma Platformu Resmi Web Sitesi. URL:<https://www.kap.org.tr/tr/sirket-finansal-bilgileri/4028e4a241e538ab0141ea9c96912c8b>, Erişim Tarihi: 09.05.2022.

Kaygusuz Y., Aslan Ü. ve Kepçe N., 2012: Genel Muhasebe 1, T.C. Anadolu Üniversitesi Yayını No: 2654 Açıköğretim Fakültesi Yayını No: 1620 URL: <https://ets.anadolu.edu.tr/storage/nfs/MUH103U/ebook/MUH103U-12V3S1-8-0-1-SV1-ebook.pdf>, Erişim Tarihi: 20.07.2022.

NBİM, 2020: Norges Bank Investment Management (Norveç Bank Yatırım Yönetimi Resmi Web Sitesi), URL:<https://www.nbim.no/>, Erişim Tarihi: 11.07.2020.

Norveç Maliye Bakanlığı, 2017: The Management of the Government Pension Fund in 2016 (2016 Yılı Devlet Emekli Sandığı Yönetimi), URL:<https://www.regjeringen.no/en/dokumenter/meld.-st.-26-20162017/id2545354/sec1>, Erişim Tarihi: 12.06.2020.

Özkul İ. 2017: “11 Soruda Türkiye Varlık Fonu, URL:<https://www.dunya.com/ekonomi/11-soruda-tum-yonleriyle-turkiye-varlik-fonu-haberi-349431>, Erişim Tarihi: 09.06.2021.

Posta ve Telgraf Teşkilatı Anonim Şirketi, 2022: Sektörel Raporlar. URL:<https://www.ptt.gov.tr/Sayfalar/Kurumsal/BilgiBankasi.aspx>, Erişim Tarihi: 30.04.2022.

QIA, 2019: Katar Yatırım Otoritesi Resmi Web Sitesi, URL: <https://www.qia.qa/>, Erişim Tarihi: 11.07.2020.

- Sing K., 2008: "Sovereign Wealth Funds Some Frequently Asked Questions" (Devlet Varlık Fonları Sıkça Sorulan Bazı Sorular), The Corner House, URL:http://www.thecornerhouse.org.uk/sites/thecornerhouse.org.uk/files/38S_WFFAQs.pdf, Erişim Tarihi: 26.06.2022.
- Sovereign Wealth Funds History, 2013: Sovereign Wealth Funds History,(Devlet Varlık Fonlarının Tarihi), URL:<https://sovereignwealthfundshistory.wordpress.com/2013/10/03/andrew-rozanov-a-global-sovereign-wealth-fund-leader/>, Erişim Tarihi: 27.11.2021.
- SWFI, 2018: Uluslararası Varlık Fonu Enstitüsü Resmi Web Sitesi, URL:<https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund/>, Erişim Tarihi: 18.05.2019.
- SWFI, 2019: Uluslararası Varlık Fonu Enstitüsü Resmi Web Sitesi URL:<https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>, Erişim Tarihi: 11.07.2020.
- SWFI, 2022: Ulusal Varlık Fonu Enstitüsü Resmi Web Sitesi, URL:<https://www.swfinstitute.org/research/linaburg-maduell-transparency-index>, Erişim tarihi: 16/08/2022.
- T.C. Sayıştay Başkanlığı, 2022: Kamu İşletmeleri Genel Raporları. URL:<https://sayistay.gov.tr/reports/category/8-kamu-isletmeleri-genel-raporlari>, Erişim Tarihi: 30.04.2022.
- T.C. Ziraat Bankası Anonim Şirketi, 2022: Denetim Raporu ve Mali Tablolar. URL:<https://www.ziraatbank.com.tr/tr/yatirimci-iliskileri/finansal-bilgiler/denetim-raporu-ve-mali-tablolar>, Erişim Tarihi: 27.04.2022.
- TCMB, 2022: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Resmi Web Sitesi. URL:<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Odemeler+Dengesi+ve+Ilgili+Istatistikler/Odemeler+Dengesi+Istatistikleri/>, Erişim Tarihi: 05.02.2022.
- TDK, 2022: Türk Dil Kurumu Resmi Sözlük Sayfası URL:<https://sozluk.gov.tr/>, Erişim Tarihi: 28.06.2020.
- Truman Edwin M., 2007: "A Scoreboard for Sovereign Wealth Fund" (Devlet Varlık Fonu için Bir Puan Tahtası), URL:<https://piie.com/sites/default/files/publications/papers/truman1007swf.pdf>, Erişim Tarihi: 12.06.2020.

- Türk Hava Yolları Anonim Şirketi, 2022: Finansal Raporlar.
URL:<https://investor.turkishairlines.com/tr/mali-ve-operasyonel-veriler/finansal-raporlar>, Erişim Tarihi: 29.04.2022.
- Türk Telekomünikasyon Anonim Şirketi, 2022: Faaliyet Raporları.
URL:<https://www.ttyatirimciiliskileri.com.tr/tr-tr/mali-operasyonel-veriler/sayfalar/faaliyet-raporlari>, Erişim Tarihi: 09.05.2022.
- Türkcell İletişim Hizmetleri Anonim Şirketi, 2022: Finansal Sonuçlar.
URL:<https://m.turkcell.com.tr/tr/hakimizda/yatirimci-iliskileri/ceyrek-finansal-sonuclar>, Erişim Tarihi: 05.05.2022.
- Türkiye Halk Bankası Anonim Şirketi, 2022: Bağımsız Denetim Raporları.
URL:<https://www.halkbank.com.tr/tr/yatirimci-iliskileri/finansal-bilgiler/finansal-bilgiler/finansal-tablolar-ve-bagimsiz-denetim-raporlari.html>, Erişim Tarihi: 28.04.2022.
- Türkiye Petrolleri Anonim Otaklığı, 2022: UFRS'ye Göre Bilanço
URL:<https://www.tpa.gov.tr/ufrsye-gore-bilanco>, Erişim Tarihi: 03.05.2022.
- Türkiye Petrolleri Anonim Otaklığı, 2022: UFRS'ye Göre Gelir Tablosu.
URL:<https://www.tpa.gov.tr/ufrsye-gore-gelir-tablosu>, Erişim Tarihi: 03.05.2022.
- Türkiye Sigorta Anonim Şirketi, 2022: Finansal Tablolar.
URL:<https://www.turkiyesigorta.com.tr/yatirimci-iliskileri/sigorta/finansal-bilgiler/finansal-tablolar>, Erişim Tarihi: 29.04.2022.
- Türkiye Vakıflar Bankası Türk Anonim Ortaklığı, 2022: Konsolide Raporlar.
URL:<https://www.vakifbank.com.tr/konsolide-raporlar.aspx?pageID=2533>, Erişim Tarihi: 28.04.2022.
- Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketi, 2022: Faaliyet Raporları,
URL:<https://www.tvf.com.tr/yatirimci-iliskileri/raporlar>, Erişim Tarihi: 29.05.2022.
- TÜRKSAT Uydu Haberleşme Kablo TV ve İşletme Anonim Şirketi, 2022: Faaliyet Raporları. URL:<https://www.turksat.com.tr/tr/hakimizda/faaliyet-raporlari>, Erişim Tarihi: 08.05.2022.
- TVF, 2021: Türkiye Varlık Fonu Resmi Web Sitesi,
URL:<http://turkiyevarlikfonu.com.tr/TR/icerik/51/hakimizda>, Erişim Tarihi: 09.06.2021.
- TVF, 2022: Türkiye Varlık Fonu Resmi Web Sitesi,
URL: <https://www.tvf.com.tr/>, Erişim Tarihi: 18/08/2022.

EKLER

Ek-1: Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Aş Portföyü

Sektör	Şirket	Devredildiği Yıl	Devredilen Oran (%)
Finansal Hizmetler	T.C. Ziraat bankası AŞ	2017	100
	Türkiye halk bankası AŞ	2017	51,11 ¹⁰⁴
	Türkiye vakıflar bankası TAO	2020	35,99 ¹⁰⁵
	Borsa İstanbul AŞ	2017	73,6 ¹⁰⁶
	Türkiye Sigorta AŞ	2020	81,10
	Türkiye Hayat Emeklilik	2020	98,61
Ulaştırma ve Lojistik	Türk Hava Yolları AŞ	2017	49,12
	Posta ve Telgraf Teşkilatı AŞ	2017	100
	TCDD İzmir Liman İşletmesi	2017	Kullanım hakkı
Enerji	BOTAŞ	2017	100

¹⁰⁴ TVF tarafından gerçekleştirilen çekirdek sermaye artırımları ile TVF'nin sahiplik oranı 2020 yılında %75,29 a 2022 yılında ise %87,7 e yükselmiştir.

¹⁰⁵ TVF tarafından 2022 yılında gerçekleştirilen çekirdek sermaye artırımı ile TVF'nin sahiplik oranı %64,8'e yükselmiştir.

¹⁰⁶ 11 Haziran 2018 tarihinde şirketin Nasdaq'tan devrolunan yüzde 7 oranındaki payları, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 29 Ağustos 2018 tarihli kararı uyarınca TVF'ye devredilmiştir. 2019 yılında EBRD'ye ait hisselerin de satın alınmasıyla TVF'nin sahiplik oranı %90,6'ya yükselmiştir. 26 Kasım 2020 tarihinde TVF ve Katar Yatırım Otoritesi arasında imzalanan mutabakat anlaşması kapsamında 30 Kasım 2020 tarihinde şirketin %10 oranındaki payları Qh Oil Investments'e devredilerek TVF'nin sahiplik oranı %80,6'ya inmiştir.

	Türkiye Petrolleri	2017	100
	TVF Enerji	2020	100
	TVF Rafineri ve Petrokimya Sanayi ve Ticaret AŞ	2020	100
Şans Oyunları	Nakit Karşılığı Şans Oyunları Lisansı	2017	49 yıllık
	At Yarışı Düzenleme ve Bahis Kabul Etme	2017	49 yıllık
Teknoloji ve Telekom	Türkcell İletişim Hizmetleri AŞ	2020	26,2
	TÜRKSAT Uydu Haberleşme Kablo TV ve İşletme AŞ	2017	100
	Türk Telekomünikasyon AŞ	2017	6,68 ¹⁰⁷
	Platform Ortak Kartlı Sistemler AŞ	2020	20
Tarım ve Gıda	Türkiye Şeker Fabrikaları AŞ	2021	100

¹⁰⁷ 16 Mart 2022 tarihli açıklamada belirtildiği üzere, LYY Telekomünikasyon A.Ş.'nin (LYY) sahip olduğu %55 Türk Telekomünikasyon A.Ş. (Türk Telekom) hissesinin Türkiye Varlık Fonu'na (TVF) satışına ilişkin taraflar (TVF ve LYY) arasında imzalanan Hisse Devir Sözleşmesi ile ilgili yürütülmekte olan süreç kapsamında Şirketimiz tarafından ilgili mevzuat doğrultusunda Bilgi Teknolojileri ve İletişim Kurumuna (BTK) hisse devrine ilişkin izin başvurusunda bulunulmuştur. Bu bağlamda, BTK tarafından; Türk Telekom'un hisselerinin %55'ine sahip olan LYY'nin şirketimizdeki hisselerinin tamamının, TVF'ye devir işlemlerine izin verilmesine karar verilmiştir. Bu kararlar TVF'nin sahiplik oranı %61,68'e çıkarılmıştır. (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1011642>, 2022)

	Çay İşletmeleri Genel Müdürlüğü	2017	Kurum olarak
	Kayseri Şeker Fabrikası AŞ	2017	10 ¹⁰⁸
Maden	Türkiye Maden Sanayi ve Ticaret AŞ	2020	100 ¹⁰⁹
	Eti Maden İşletmeleri Genel Müdürlüğü	2017	Kurum olarak
Gayrimenkul	İstanbul finans Merkezi	2019	465 bin metrekare ¹¹⁰
	Gayrimenkuller	2017	46 adet

¹⁰⁸ 2019 yılında Hazine ve Maliye Bakanlığı Özelleştirme İdaresinin Kayseri Şekerdeki %1,07'lik hissesi varlık fonuna devredilmiştir. Böylece TVF'nin sahiplik oranı %11,07'e yükselmiştir. TVF'nin güncel sahiplik oranı %11,1 dir.

¹⁰⁹ TVF tarafından madencilik yatırımlarına yönelik olarak 2020 yılı içerisinde TVF Maden AŞ unvanlı şirket kurulmuştur. Bu süreçte 3213 sayılı Maden Kanunu'nun ilgili maddeleri uyarınca Maden Tetkik ve Arama Genel Müdürlüğü (MTA) tarafından buluculuk hakkı kazanılmış ve Maden ve Petrol İşleri Genel Müdürlüğü'nde (MAPEG) ihalelik konumda bulunan toplam 20 adet IV. grup maden ruhsatı TVF Maden AŞ uhdesine alınmıştır.

¹¹⁰ 1,3 milyon metrekarelik kullanılabilir alanı olan projenin yaklaşık 465 bin metrekarelik kısmı proje, hafriyat, arsa bedelleri ve tamamlanan inşaat maliyetleri dahil olmak üzere 1,67 milyar TL karşılığında Eylül 2019'da devralınmıştır. İstanbul'un yakın coğrafyaları kapsayan bölgede finans merkezi olarak konumlanmasının hedeflendiği projenin inşaatının ve ilgili mevzuatın 2022'de tamamlanması planlanmaktadır. (<https://www.tvf.com.tr/portfoyumuz/gayrimenkul>, 2022).

Ek-2: Toplam Varlıklara Göre En Büyük 15 Devlet Varlık Fonu Sıralaması ve Mevcut LMTI Derecelendirmeleri ¹¹¹

	FON ADI	KURULUŞ YILI	TOPLAM VARLIKLAR (milyar dolar)	BÖLGE	LMTI şeffaflık puanı
1.	Norveç Devlet Emeklilik Fonu	1990	1,268	Avrupa	10
2.	Çin Yatırım Şirketi	2007	1.222	Asya	7
3.	Abu Dabi Yatırım Otoritesi	1976	708	Orta Doğu	6
4.	Kuveyt Yatırım Otoritesi	1953	708	Orta Doğu	6
5.	Singapur Yatırım Şirketi (GIC)	1981	690	Asya	7
6.	Suudi Arabistan Kamu Yatırım Fonu (PIF)	1971	606	Orta Doğu	6
7.	Hong Kong Para Otoritesi Yatırım Portföyü	1935	588	Asya	8
8.	Temasek Holding	1974	496	Asya	10
9.	Katar Yatırım Otoritesi	2005	461	Orta Doğu	5
10.	Çin Halk Cumhuriyeti Ulusal Sosyal Güvenlik Fonu (NSSF)	2000	447	Asya	5
11.	Dubai Yatırım Şirketi	2006	299	Orta Doğu	5
12.	Türkiye Varlık Fonu	2016	294	Orta Doğu	6
13.	Mubadala Yatırım Şirketi	2002	284	Orta Doğu	10
14.	Kore Yatırım Şirketi	2005	205	Asya	8
15.	Rusya Federasyonu Ulusal Refah Fonu	2008	182	Avrupa	5

¹¹¹ <https://www.swfinstitute.org/research/linaburg-maduell-transparency-index, 2022.>
<https://www.swfinstitute.org/fund-rankings/sovereign-wealth-fund, 2022.>

ÖZGEÇMİŞ

KİŞİSEL BİLGİLER

Ad Soyad: Hacı ACAR

