

VARLIK FONU ETKİNLİK TARTIŞMALARI: TÜRKİYE ÜZERİNE BİR İNCELEME*

Makale Gönderim Tarihi: 29.11.2022

Makale Kabul Tarihi: 24.12.2022

Önerilen Atıf Gösterimi: Acar, H. & Akdeniz, S. (2022). Varlık Fonu Etkinlik Tartışmaları: Türkiye Üzerine Bir İnceleme, Uluslararası Sosyal, Siyasal ve Mali Araştırmalar Dergisi, (2):2, 127-144.

Hacı ACAR¹
Sıddıka AKDENİZ²

Özet

Varlık Fonları finansmanlarını genellikle doğal gaz ve petrol gibi doğal kaynaklarının ihracından elde edilen gelirler, cari işlemler fazlası ve özelleştirme gelirleri gibi kalemlerden sağlamaktadırlar. 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. 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 Türkiye Varlık Fonu'na aktarılan kurumların büyük bir kısmının finansal olarak etkin olmadığı hatta devredilen bazı kurumların devredilmeden önceki durumlarından daha geriye düştükleri sonucuna varılmıştır.

Anahtar sözcük: Varlık Fonları, Türkiye Varlık Fonu, Ulusal Varlık Fonu Endeksleri, Santiago Prensipleri.

Jel Kodları : E65, G29, L98.

WEALTH FUND ACTIVITY DISCUSSIONS: A REVIEW ON TURKEY

Abstract

Wealth Funds generally provide their financing from items such as income from the export of natural resources such as natural gas and oil, current account surplus and privatization income. The world first met the Wealth Fund with the Kuwait Investment Authority (KIA), which was established by Kuwait in 1953. In Turkey, this date is 2016. Turkey Wealth Fund Management Anonim Şirketi was officially established by the Turkish Grand National Assembly on August 26, 2016 with the adoption of the Turkish Wealth Fund draft law, and the subject of national wealth fund entered our lives in economic terms. On February

*Bu çalışma Şırnak Üniversitesi, Lisansüstü Eğitim Enstitüsü, İktisat ABD'nda sunulan "Varlık Fonu Etkinlik Tartışmaları: Türkiye Üzerine Bir İnceleme" adlı yüksek lisans tezinin yeniden düzenlenerek hazırlanmış halidir

¹ Bilim Uzmanı, Şırnak Üniversitesi, LEE, İktisat ABD, acar73200@gmail.com, ORCID: 0000-0002-9031-8033

² Dr. Öğr. Üyesi, Şırnak Üniversitesi, İİBF, İktisat, akdenizsba@gmail.com, ORCID: 0000-0002-3977-2222.

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 popularized by the public as "What is 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 most of the institutions transferred to the Turkey Wealth Fund are not financially efficient, and that some transferred institutions are more backward than they were before they were transferred.

Keywords: Wealth Funds, Turkey Wealth Fund, National Wealth Fund Indices, Santiago Principles.

Jel Codes: E65, G29, L98.

GİRİŞ

Varlık Fonları 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 oluşturmaktadırlar. 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 arta 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 analiz edilmiştir.

1. ULUSAL VARLIK FONLARI: KAVRAMSAL ÇERÇEVE VE TÜRKİYE VARLIK FONU

Küresel ekonomide özellikle finansal piyasalarda önemli bir yer tutan ve devlet sahipliğindeki yatırım araçlarından biri olan ulusal varlık fonları (UVF), özellikle 1990'lı yıllardan itibaren gerek sayılarının gerekse de yönetmiş oldukları varlıkların boyutunun artmasına bağlı olarak gittikçe daha fazla önem kazanmaya başlamıştır. UVF'nin tarihi

1950’li yıllara kadar uzanmakta olup geleneksel anlamda, petrol ve doğal gaz gibi doğal kaynaklardan elde edilen gelir fazlalarının farklı sektörlerde değerlendirilmesi amacıyla kurulmuştur. Daha sonra ise petrol ve doğal gaz fiyatlarının oynaklığı sebebiyle daha yüksek getiri elde etmek amacıyla riskin yüksek olduğu finans piyasalarına yönelmişlerdir. Bununla birlikte zamanla ekonomide daha fazla yer edinmeye başlamış ve çeşitlenerek belirli gelirlerin yönlendirilmesi, ihracat gelirleri, fonlar ve bütçe fazlaları gibi unsurların değerlendirilmesi için kurulmaya başlamıştır. Son on yıllık süre içindeki gelişmelere bakıldığında petrol ve doğal gaz gibi doğal kaynak geliri, bütçe fazlası ve ihracat fazlası olmayan ülkelerin de UVF kurdukları görülmektedir.

1.1. Ulusal Varlık Fonu

Ulusal varlık fonlarının kaynakları, yatırım hedefleri, sahip olunan varlıkların nasıl değerlendirildiği ve yönetim yapısı açısından çeşitlilik göstermesi ve geçen süre boyunca bu çeşitliliğinin artması nedeniyle genel kabul görmüş bir tanım yapılması mümkün görünmemekle birlikte, genel hatlarını çizmek amacı ile çeşitli tanımlamalar literatürde yapılmıştır. UVF olarak literatüre kazandırılmış kavramın kökeni “Sovereign Wealth Fund (SWF)” tur. UVF tanımı ilk kez Andrev Rozanov (2005) tarafından yapılmış olup, bu çalışmada 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. Daha sonra farklı kuruluş ve yazarlar tarafından çeşitli tanımlar yapılmıştır.

UVF dar anlamda, yabancı para varlıklarını merkez bankası döviz rezervlerinden daha yüksek risk toleransı ve daha yüksek getiri ile yöneten bir hükümet yatırım aracı (Gieve, 2008), döviz varlıklarıyla finanse edilen ve resmi rezervlerden ayrı olarak yönetilen hükümet yatırım araçları (Kimmitt, 2008), küresel boyuttaki finansal yatırım araçlarından reel düzeydeki yatırım araçlarına kadar bir dizi varlığa yatırım yapan devlet mülkiyetindeki yatırım araçları (Alhashel, 2015) olarak tanımlanmıştır. Ayrıca bazı çalışmalarda UVF, döviz türü varlıklara yatırım sağlayan ve yönetimi resmi olarak devlet rezervlerinden farklılık arz eden devlet örgütü (Jen, 2007), merkez bankalarına göre daha çok tehdit ve kazanç gücü olan yabancı varlıkları idare eden devlet kurumları (Gieve, 2009) olarak tanımlanmıştır. Megginson ve Fotak (2015) ise UVF’leri birbirinden ayrı bir topluluk olarak çoğunlukla devletlerin kurduğu, gelirlerinin ise düzenli bir seviyeye getirilmesi için yatırımların daha fazla çeşitlilik içermesini isteyen fonlar olarak ifade etmiştir.

1.2. Türkiye Varlık Fonu

Gelişmiş ülkelerin ekonomisine yetişmeye çalışan gelişmekte olan ülkelerin yeterli sermayelerinin bulunmaması, tasarruf oranlarındaki yetersizlik ve gelir seviyelerindeki düşüklük sebebiyle yatırım yapma imkânı azalmaktadır. Bu durum ise ülkelerin ekonomilerinde beklediği ekonomik büyümeğe erişmelerine engel oluşturmaktadır. Gelişmekte olan ülkeler kategorisinde yer alan Türkiye, cari açık, enflasyon, işsizlik, düşük tasarruf oranı gibi sahip olduğu olumsuz makroekonomik faktörler karşısında yatırımlarını ve üretimini arttırabilmek için farklı finansman kaynaklarına yönelmiştir. Bu durum, alternatif finansal araçların ekonomi içerisindeki önemini ağırlık verilmesine neden olmuştur.

Türkiye Varlık Fonu 26 Ağustos 2016 tarihli Resmi Gazete ‘de yayımlanan 6741 sayılı "TVF Yönetimi AŞ’nin Kurulması ile Bazı Kanunların Değiştirilmesi" kanun ile ve sürdürülebilir büyüme ve istikrar ile uzun dönemli bir kalkınma perspektifi doğrultusunda

kurulmuştur. TVF ile ülke içerisindeki yabancı sermaye hareketliliğinden kaynaklanabilecek sorunların karşısında, finansal istikrarın sağlanması bağlamında kamu tasarruflarını yöneten güçlük bir UVF'ye ihtiyaç olduğu yine kuruluş gerekçeleri arasında ifade edilmektedir (TVF, 2022).

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 TVF ekonomik amaçlara ulaşmada önemli bir adım olarak KABUL edilmekte ve TVF'nin uzun dönemde dünyanın en büyük on ekonomisi arasına girmesi konusunda atılacak adımlarda başat araçlardan biri olarak planlandığı görülmektedir. TVF'den ayrıca ekonomik istikrar ve kalkınma hedefleri doğrultusunda kamu varlıklarının değerini artıracak yatırımlar ile ekonomik büyümeye, dünyada yükselen altyapı yatırımcılığı ile Türkiye'nin büyük projelerine katkı sunarak da yabancı yatırımların çekilmesi için zemin hazırlama görevini üstlenmesi de beklenmektedir.

TVF'ye getirilen en önemli eleştirilerden biri, temel amaçlarına ulaşmak için hangi kaynakları kullanacağı tam olarak belirtilmemesidir. Şöyle ki, diğer UVF'ler doğal kaynaklardan elde edilen gelirleri veya ihracat fazlasını kullanırken, TVF özelleştirme ve mevcut kamu iktisadi teşekküllerinden elde edilen gelirlere dayanmaktadır. Türkiye'nin ne ödemeler dengesi fazlası ne de doğal kaynak geliri olmadığı için ekonomik canlandırma fonu işlevini tam anlamıyla yerine getirememektedir. Türkiye'nin hem bütçe hem de ödemeler dengesindeki açıkları -çok fazla doğal kaynak üretmemesiyle birleşince- fonun borçlanmak için mi?; yoksa yatırım fonu için mi? kurulduğu spekülasyonlara yol açmaktadır. Ek olarak, bazı eleştirilenler, Türkiye'nin önemli bir cari açık vermesi nedeniyle fonun yararsız olduğunu düşmektedirler. Fonun temel eleştirisi, şeffaflığının olmamasıdır. Ayrıca fonun oluşturulma yöntemi de TVF'ne yönelik eleştiriler arasındadır. Fon yaratma yöntemi, halktan borç almak ve borç parayla mega projeleri finanse etmektir. Bu, fonların uzun vadeli bir yatırım aracı olarak doğasına aykırıdır (Özkul, 2017).

1. 3. Türkiye Varlık Fonu'nun Dünyadaki Diğer Ulusal Varlık Fonlarından Farkı

UVF'de ülke içi ekonomik kalkınmanın sağlanması, ekonomik çeşitliliğin sağlanması, sosyo-ekonomik kalkınmanın sağlanması ve hatta ulusal çıkar yaratan şirketlerin desteklenmesi gibi ucu açık birçok hedef vardır. Bu açıdan bakıldığında TVF, ekonomik gelişme ve ekonomik büyümeyi hedef almaktadır. Fonun karlılığı ve ekonomik istikrar ikinci aşamada önemlidir. Dünyada uygulanan varlık fonları ile TVF arasındaki temel fark, TVF'de bütçe veya cari fazladan oluşan bir kaynak girdisinin olmayıp, UVF'lerinin cari açık veren ülkelere yatırımcı/sermaye çekmek için tasarlanmış olmasıdır. Dünyanın en büyük UVF'si olan Norveç Devlet Emeklilik Fonu petrol gelirlerini Norveç ekonomisine entegre etmek amacıyla 1990 yılında kurulmuştur. Uluslararası standartları uygulama başarısıyla ile UVF'ler için bir model olarak nitelendirilmektedir (İnce, 2019: 37). Linaburg-Maudell Şeffaflık Endeksi (LMTI) puanlamasına göre 10 puana sahip olan bu varlık fonu şeffaflığa en üst seviyede önem vermektedir (SWFI, 2021). TVF modeline benzer varlık fonu modellerinden İrlanda ve İtalya modellerinde varlık fonları yerli şirketlere sermaye sağlayarak yerli yatırım yaratmakta, Rusya ve Çin modellerinde ise büyük altyapı projeleri için hem kapitalizasyon hem de finansman kullanmaktadır. Türk modelinin ise başlangıçta sadece büyük altyapı projelerini finanse etmesi beklenmektedir. İtalya, İrlanda ve Rusya modellerinde yurt içi yatırımlara ve altyapı projelerine odaklanılırken; yurt dışında sadece portföy ve gayrimenkul sektörlerinde fonların risklerini çeşitlendirmek amacıyla fon ihraç etmektedirler. Buradaki

amaç fonların toplam değerlerini korumaktır. Çin ve Rusya kaynak olarak ihracat gelirlerini, İrlanda emeklilik rezerv fonlarını ve İtalya gelir için doğrudan devlet bütçesini kullanmaktadır. Bu açıdan TVF çok farklı bir bakış açısı sunmaktadır. Türkiye modelinde ise tamamen yerli yatırıma odaklanması amaçlanmaktadır. TVF'nin sahip olduğu varlıklar likit ve sürekli olmadığından, çeşitliliği sağlamak için özellikle Batı ülkelerinde düşük riskli tahvil vb. menkul kıymet yatırımlarının kısa vadede yatırım yapması beklenmemektedir (Karagöl ve Koç, 2016: 13-22). TVF'nin bir diğer en önemli farkı, CEO modeli yerine yönetim kurulu modelini kullanmasıdır.

2. VARLIK FONU İLE İLGİLİ LİTERATÜR

Varlık Fonu ile ilgili yapılan çalışmalar incelendiğinde, çoğu çalışmanın yakın tarihlerde yapıldığı görülmektedir. 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 hem yapılan çalışma sayısı ile hem de yapılan çalışmaların genel olarak varlık fonunun tanımlarını ve etkilerini araştırması ile sınırlı kalmıştır. Bu çalışmada Türkiye'de varlık fonuna devredilen kurum ve kuruluşların etkinliklerinin analiz edilmesi, aynı zamanda bu çalışmanın özgünlüğünü de ortaya koymaktadır.

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.

Candelon, B., Kerkour, M. ve Lecourt, C. (2011), 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 değerlendirmediğini araştırmaktadır. Araştırma; Kuzey Amerika ve Avrupa ülkelerinde döviz kuru sürdürülebilirliğinin yönetim ve demokrasi için ciddi bir önem taşıdığını açıkça ortaya koymaktadır.

Konukman ve Şimşek (2017), 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 esas 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.

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 eksenle ülkelerdeki düzenleyici kalite ve demokratik sorumluluk göstergesindeki bir düzelme varlık fonu seviyesini pozitif olarak etkilemektedir.

Durdu (2018), TVF uygulaması olarak Sinapur Temasek Holding'i incelemiştir. 2010 yılından sonra Türkiye, Hindistan, Romanya ve Bangladeş gibi ülkelerde de aynı şekilde hükumete 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.

Yamak ve Saygın (2019), Türkiye'nin güç potansiyeli göz önüne alınarak "Ekonomi diplomasisi" aracı olarak varlık fonu uygulaması değerlendirilmiştir. Bu 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.

Yayla (2019), 1816 yılında kurulan Crédit Mobilier' den şu ana UVF'lerin ekonomik ve politik tarihsel gelişimini 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.

Beken ve Baltacı (2019), var olan UVF' ler ve Türkiye Ulusal Varlık Fonu' ndan oluşturdukları yararları 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 bulundurarak 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.

3. TÜRKİYE’DE VARLIK FONU PORTFÖYÜNDEKİ KURUMLAR ve BU KURUMLARIN ETKİNLİK DURUMLARI

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. Çalışmanın daha öz olması için bu 5 veri özelinde kurumların incelenmesi yeterli görülmüştür. Aşağıda Türkiye Varlık Fonu Portföyü Tablo halinde sunulmuştur.

Tablo 1: Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Aş Portföy Tablosu

Sektör	Şirket	Devredildiği Yıl	Devredilen Oran (%)
Finansal Hizmetler	T.C. Ziraat Bankası AŞ	2017	100
	Türkiye Halk Bankası AŞ	2017	51,11 ³
	Türkiye Vakıflar Bankası TAO	2020	35,99 ⁴
	Borsa İstanbul AŞ	2017	73,6 ⁵
	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
	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

³ TVF tarafından gerçekleştirilen çekirdek sermaye artırımları ile TVF’nin sahiplik oranı 2020 yılında %75,29 a 2022 yılında ise %87,7 e yükselmiştir.

⁴ TVF tarafından 2022 yılında gerçekleştirilen çekirdek sermaye artırımını ile TVF’nin sahiplik oranı %64,8’e yükselmiştir.

⁵ 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.

Teknoloji ve Telekom	At Yarışı Düzenleme ve Bahis Kabul Etme	2017	49 yıllık
	Türkcell İletişim Hizmetleri AŞ	2020	26,2
	TÜRKSAT Uydu Haberleşme Kablo TV ve İşletme AŞ	2017	100
	Türk Telekomünikasyon AŞ	2017	6,68 ⁶
	Platform Ortak Kartlı Sistemler AŞ	2020	20
Tarım ve Gıda	Türkiye Şeker Fabrikaları AŞ	2021	100
	Çay İşletmeleri Genel Müdürlüğü	2017	Kurum olarak
	Kayseri Şeker Fabrikası AŞ	2017	10 ⁷
Maden	Türkiye Maden Sanayi ve Ticaret AŞ	2020	100 ⁸
	Eti Maden İşletmeleri Genel Müdürlüğü	2017	Kurum olarak
Gayrimenkul	İstanbul Finans Merkezi	2019	465 bin metrekare ⁹
	Gayrimenkuller	2017	46 adet

Kaynak: (TVF, 2022)

Araştırmanın daha reel sonuçlar verebilmesi için kurumların etkinliğini ölçebilmek hem finansal kaldıraç oranı hem de özkaynakların aktif toplamına oranı isimli mali yapı oranları analiz edilmiş, elde edilen bulgular aşağıda sıralanmıştır.

⁶ 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)

⁷ 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.

⁸ 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.

⁹ 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).

3.1. T.C. Ziraat Bankası AŞ

T.C. Ziraat Bankası AŞ Varlık Fonu'na aktarıldıktan (2017) sonra toplam aktiflerini ve öz kaynaklarını artırırken karlılıklarında cari bir artış sergilemişken reel bir artışın olmadığı söylenebilir. Çünkü karlılığında düzenli bir artış gösterememiştir. Aşağıdaki tablo 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.

Tablo 2: Ziraat Bankası AŞ'nin Finansal Durum Tablosu

Yıllar	Aktif Toplam (Milyar TL)	Özkaynaklar (Milyar TL)	Yabancı Kaynaklar (Milyar TL)	Finansal Kaldıraç Oranı	Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı	Dönem Net Karı/Zararı (Milyar TL)
2016	371.881.925	38.911.797	332.970.128	0,89	0,10	6.885.135
2017	456.926.129	48.483.156	408.442.973	0,89	0,10	8.884.332
2018	568.386.996	60.128.975	508.258.021	0,89	0,10	9.344.120
2019	693.721.225	74.227.502	619.493.723	0,89	0,10	7.357.474
2020	1.018.532.921	95.073.553	923.459.368	0,90	0,09	9.653.075
2021	1.493.533.880	101.143.119	1.392.390.761	0,93	0,06	7.988.512

Kaynak: (T.C. Ziraat Bankası, 2022)

3.2. Türkiye Halk Bankası AŞ

Türkiye Halk Bankası AŞ Varlık Fonu'na aktarıldıktan (2017) 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. Aşağıdaki tablo 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.

Tablo 3: Halk Bankası Finansal Durum Tablosu

Yıllar	Aktif Toplam (Milyar TL)	Özkaynaklar (Milyar TL)	Yabancı Kaynaklar (Milyar TL)	Finansal Kaldıraç Oranı	Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı	Dönem Net Karı / Zararı (Milyar TL)
2016	237.726.267	21.369.520	216.356.747	0,91	0,08	2.539.456
2017	312.219.756	25.528.689	286.691.067	0,91	0,08	4.050.724
2018	388.221.676	29.541.240	358.680.436	0,92	0,07	2.681.092
2019	468.631.827	32.197.388	436.434.439	0,93	0,06	2.292.873
2020	696.214.650	42.778.901	653.435.749	0,93	0,06	3.691.865
2021	931.686.218	44.011.371	887.674.847	0,95	0,04	1.844.458

Kaynak: (Halk Bankası AŞ, 2022)

3.3. Türkiye Vakıflar Bankası TAO ve Finansal Kuruluşları

Vakıfbank Varlık Fonu'na aktarıldıktan (2021) sonra toplam aktiflerini ve öz kaynaklarını artırırken karlılıklarında reel bir düşüş olduğu söylenebilir. Aşağıdaki tablo 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.

Tablo 4: Türkiye Vakıflar Bankası TAO ve Finansal Kuruluşlarına Ait Finansal Durum Tablosu

Yıllar	Aktif Toplam (Milyar TL)	Özkaynaklar (Milyar TL)	Yabancı Kaynaklar (Milyar TL)	Finansal Kaldıraç Oranı	Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı	Dönem Net Karı / Zararı (Milyar TL)
2020	712.090.517	47.152.087	664.938.430	0,93	0,06	6.407.380
2021	1.028.901.098	54.200.028	974.701.070	0,94	0,05	5.335.696

Kaynak: (Vakıflar Bankası TAO, 2022)

3.4. Borsa İstanbul AŞ

Borsa İstanbul AŞ Varlık Fonu'na aktarıldıktan (2017) 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.

Tablo 5: Borsa İstanbul Finansal Durum Tablosu

Yıllar	Aktif Toplam (Milyar TL)	Özkaynaklar (Milyar TL)	Yabancı Kaynaklar (Milyar TL)	Finansal Kaldıraç Oranı	Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı	Dönem Net Karı / Zararı (milyon TL)
2016	9.045.300	1.190.536	7.854.764	0,86	0,13	275.635
2017	11.881.541	1.562.597	10.318.944	0,86	0,13	419.638
2018	13.285.548	2.665.517	10.620.031	0,79	0,20	1.173.543
2019	18.373.660	3.460.082	14.913.578	0,81	0,18	1.009.438
2020	27.906.549	4.570.511	23.336.038	0,83	0,16	1.445.253
2021	48.592.331	6.073.643	42.518.688	0,87	0,12	2.096.053

Kaynak: (Borsa İstanbul AŞ, 2022)

3.5. Türkiye Sigorta AŞ

Türkiye Sigorta AŞ Varlık Fonu'na aktarıldıktan (2020) 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.

Tablo 6: Türkiye Sigorta AŞ Finansal Durum Tablosu

<i>Yıllar</i>	Aktif Toplam (Milyar TL)	Özkaynaklar (Milyar TL)	Yabancı Kaynaklar (Milyar TL)	Finansal Kaldıraç Oranı	Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı	Dönem Karı / Zararı (Milyon TL)	Net
2019	3.663.242	1.290.141	2.373.101	0,64	0,35	123.559	
2020	10.747.489	3.459.501	7.287.988	0,67	0,32	1.153.019	
2021	14.351.084	4.220.065	10.131.018	0,70	0,29	1.058.300	

Kaynak: (Türkiye Sigorta AŞ, 2022)

3.6. Türk Hava Yolları AŞ

THY Varlık Fonu'na aktarıldıktan (2017) 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.

Tablo 7: Türk Hava Yolları AŞ Finansal Durum Tablosu

<i>Yıllar</i>	Aktif Toplam (Milyar TL)	Özkaynaklar (Milyar TL)	Yabancı Kaynaklar (Milyar TL)	Finansal Kaldıraç Oranı	Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı	Dönem Net Karı / Zararı (Milyon TL)
2016	65.074.000	17.899.000	47.175.000	0,72	0,27	-47.000
2017	68.647.000	20.171.000	48.476.000	0,70	0,29	639.000
2018	109.076.000	31.284.000	77.792.000	0,71	0,28	4.045.000
2019	146.871.000	40.795.000	106.076.000	0,72	0,27	4.536.000
2020	187.402.000	39.511.000	147.891.000	0,78	0,21	-5.588.000
2021	353.708.000	90.650.000	263.058.000	0,74	0,25	8.214.000

Kaynak: (Türk Hava Yolları AŞ, 2022)

3.7. Posta ve Telgraf Teşkilatı AŞ

PTT Varlık Fonu'na aktarıldıktan (2017) 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. Aşağıdaki tablo 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 açısından zor durumlara düşme riskinin aşırı derecede yükseldiği ve mali anlamda kurumun varlık fonuna devredildikten sonra olumlu bir seyir izlemediği görülmektedir.

Tablo 8: Posta ve Telgraf Teşkilatı AŞ'nin Finansal Durumu

Yıllar	Aktif Toplam (Milyar TL)	Özkaynaklar (Milyar TL)	Yabancı Kaynaklar (Milyar TL)	Finansal Kaldıraç Oranı	Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı	Dönem Net Karı / Zararı (Milyon TL)
2016	4.758.231	2.041.960	2.716.271	0,57	0,42	471.306
2017	5.567.230	2.559.083	3.008.147	0,54	0,45	517.123
2018	6.017.001	2.727.620	3.289.381	0,54	0,45	168.536
2019	5.324.300	1.514.886	3.809.414	0,71	0,28	-1.218.004
2020	6.578.365	773.889	5.804.476	0,88	0,11	-740.996
2021	6.453.739	386.582	6.067.157	0,94	0,05	-387.306

Kaynak: (PTT AŞ, 2019; Sayıştay Raporları, 2022)

3.8. Boru Hatları ve Petrol Taşıma AŞ (BOTAŞ)

BOTAŞ Varlık Fonu'na aktarıldıktan (2017) 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.

Tablo 9: BOTAŞ'ın Finansal Durum Tablosu

Yıllar	Aktif Toplam (Milyar TL)	Özkaynaklar (Milyar TL)	Yabancı Kaynaklar (Milyar TL)	Finansal Kaldıraç Oranı	Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı	Dönem Net Karı / Zararı (Milyar TL)
2016	27.462.172	17.375.118	10.087.053	0,36	0,63	6.935.301
2017	30.292.227	20.051.695	10.240.532	0,33	0,66	2.676.576
2018	44.670.786	18.050.028	26.620.757	0,59	0,40	-2.481.666

Kaynak: (BOTAŞ, 2019)

3.9. Türkiye Petrolleri Anonim Ortaklığı

TPAO Varlık Fonu'na aktarıldıktan (2017) sonra toplam aktiflerini stabil olarak korurken, öz kaynaklarında azalış ortaya çıkmıştır. Bunun yanı sıra karlılıklarında hem cari hem de reel bir düşüş meydana gelmiştir. Aşağıdaki tablo 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.

Tablo 10: TPAO'nun Finansal Durum Tablosu

<i>Yıllar</i>	Aktif Toplam (Milyar Dolar)	Özkaynaklar (Milyar Dolar)	Yabancı Kaynaklar (Milyar Dolar)	Finansal Kaldıraç Oranı	Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı	Dönem Net Karı / Zararı (Milyon Dolar)
2016	9.292.920	5.312.736	3.980.184	0,42	0,57	590.536
2017	9.262.079	5.321.980	3.940.099	0,42	0,57	-9.823
2018	9.336.241	5.685.673	3.650.568	0,39	0,60	370.870
2019	8.865.354	4.940.138	3.925.216	0,44	0,55	-667.387
2020	9.034.198	4.728.003	4.306.195	0,47	0,52	-173.032

Kaynak: (TPAO, 2021)

3.10. TURKCELL İletişim Hizmetler AŞ

Turkcell Varlık Fonu'na aktarıldıktan (2021) sonra hem toplam aktiflerini hem öz kaynaklarını hem de karını arttırmıştır. Fakat Aşağıdaki Tablo 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.

Tablo 11. Türkcell'in Finansal Durum Tablosu

<i>Yıllar</i>	Aktif Toplam (Milyar TL)	Özkaynaklar (Milyar TL)	Yabancı Kaynaklar (Milyar TL)	Finansal Kaldıraç Oranı	Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı	Dönem Net Karı / Zararı (Milyar TL)
2020	51.498.393	20.784.938	30.713.455	0,59	0,40	4.239.620
2021	70.682.643	22.562.272	48.120.371	0,68	0,31	5.031.278

Kaynak: (TURKCELL AŞ, 2022)

3.11. TÜRKSAT Uydu Haberleşme Kablo TV ve İşletme AŞ

TÜRKSAT'ın Varlık Fonu'na aktarıldıktan (2017) sonra hem toplam aktiflerini hem öz kaynaklarını hem de karını arttırmıştır. Aşağıdaki Tablo 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.

Tablo 12: TÜRKSAT'ın Finansal Durum Tablosu

<i>Yıllar</i>	Aktif Toplam (Milyar TL)	Özkaynaklar (Milyar TL)	Yabancı Kaynaklar (Milyar TL)	Finansal Kaldıraç Oranı	Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı	Dönem Net Karı / Zararı (Milyon TL)
2016	2.370.943	2.023.527	347.415	0,14	0,85	117.980
2017	2.697.032	2.211.268	485.764	0,18	0,81	187.604
2018	3.682.167	2.592.854	1.089.313	0,29	0,70	380.585
2019	5.840.424	3.583.762	2.256.661	0,38	0,61	450.481

2020	7.852.958	4.418.702	3.434.256	0,43	0,56	800.440
2021	12.146.988	6.170.479	5.976.508	0,49	0,50	1.650.255

Kaynak: (TÜRKSAT, 2022)

3.12. Türk Telekomünikasyon AŞ

Telekomünikasyon AŞ Varlık Fonu'na aktarıldıktan (2017) sonra toplam aktiflerini, öz kaynaklarını ve karlılığını artırarak bir artış trendi yaşamıştır. Aşağıdaki tablo 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.

Tablo 13: Türk Telekomünikasyon AŞ'ni Finansal Durum Tablosu

Yıllar	Aktif Toplam (Milyar TL)	Özkaynaklar (Milyar TL)	Yabancı Kaynaklar (Milyar TL)	Finansal Kaldıraç Oranı	Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı	Dönem Karı / Zararı (Milyon TL)	Net
2016	26.874.451	3.386.621	23.487.830	0,87	0,12	-724.340	
2017	29.148.535	4.555.087	24.593.448	0,84	0,15	1.135.532	
2018	36.198.511	7.453.603	28.744.908	0,79	0,20	-1.391.261	
2019	39.909.286	9.442.853	30.466.433	0,76	0,23	2.406.783	
2020	44.722.520	12.037.376	32.685.144	0,73	0,26	3.177.873	
2021	58.337.635	14.249.904	44.087.731	0,75	0,24	5.761.454	

Kaynak: (Türk Telekomünikasyon AŞ, 2022; KAP, 2022)

3.13. Çay İşletmeleri Genel Müdürlüğü

ÇAYKUR Varlık Fonu'na aktarıldıktan (2017) sonra toplam aktiflerini arttırırken, 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. Aşağıdaki tablo 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.

Tablo 14: ÇAYKUR'un Finansal Durum Tablosu

Yıllar	Aktif Toplam (Milyar TL)	Özkaynaklar (Milyar TL)	Yabancı Kaynaklar (Milyar TL)	Finansal Kaldıraç Oranı	Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı	Dönem Net Karı / Zararı (Milyon TL)
2016	2.917.979	1.414.964	1.503.015	0,51	0,48	82.123
2017	3.172.035	1.397.221	1.774.814	0,55	0,44	-267.742
2018	3.316.117	1.016.135	2.299.982	0,69	0,30	-657.086
2019	4.454.403	786.790	3.667.613	0,82	0,17	-635.093
2020	5.105.479	739.542	4.365.937	0,85	0,14	-547.247

2021	6.799.413	1.285.703	5.513.710	0,81	0,18	-503.839
-------------	------------------	------------------	------------------	-------------	-------------	-----------------

Kaynak: (ÇAYKUR, 2022)

3.14. Eti Maden İşletmeleri AŞ

Eti Maden İşletmeleri AŞ Varlık Fonu'na aktarıldıktan (2017) sonra toplam aktiflerini ve öz kaynaklarını arttırdığı gibi karlılıklarında reel anlamda artış sergilemiştir. Aşağıdaki tablo 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.

Tablo 15: ETİ Maden'in Finansal Durum Tablosu

<i>Yıllar</i>	Aktif Toplam (Milyar TL)	Özkaynaklar (Milyar TL)	Yabancı Kaynaklar (Milyar TL)	Finansal Kaldıraç Oranı	Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı	Dönem Karı / Zararı (Milyar TL)	Net
2016	3.344.526	2.848.505	496.021	0,14	0,85	1.018.582	
2017	3.987.376	3.439.802	547.573	0,13	0,86	1.436.061	
2018	6.007.572	5.094.311	913.261	0,15	0,84	3.041.326	
2019	7.313.967	4.810.530	2.503.436	0,34	0,65	2.537.712	
2020	6.930.000	6.234.000	696.000	0,10	0,89	2.136.000	
2021	9.992.000	8.617.000	1.375.000	0,13	0,86	4.489.000	

Kaynak: (Eti Maden, 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. Varlık Fonu oluşturmanın temelinde yatan unsur eğer gelecek nesillere sürdürülebilir bir ekonomik yapı bırakmaksa, bunun gereği olarak rasyonel esaslar çerçevesinde çalışarak fon bu kapsamda yönetilmelidir. Gelişmekte olan ülkeler kategorisinde yer alan ülkemizin bu sınıflamadan çıkabilmesi için de kaynaklarını etkin kullanarak kalkınmışlık düzeyimizi yükseltmemiz gerekir. Özellikle, içinde bulunduğumuz jeopolitik yapımız bu tür faaliyetleri zorunlu hale getirmektedir. Siyasi, sosyal ve politik açıdan bakıldığında son derece önemli bir yapılanma olarak Varlık Fonu karşımıza çıkar. Fon, ülkemizdeki kaynakların daha etkin kullanımına katkıda bulunarak, sermaye piyasasının daha da derinleşmesine katkıda bulunması beklenecektir. Varlık Fonu olan İslam ülkeleri de dikkate alınarak, kamuya ait değerlerin ekonomiye kazanması adına bunların değerlendirilmesi yolunu da açacaktır.

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 etkisiz bir durum sergiledikleri gözlemlenmiştir. Ancak ülkemizde ve dünya genelinde yaşanan Covid-

19 Virüsünün Ulaşım ve Lojistik sektörünü olumsuz etkilediği, Teknoloji ve Telekom sektörünü ise olumlu etkilediği gerçeği bu sonuçta pay sahibidir.

KAYNAKÇA

- Akyol, M. ve Hayaloğlu, P. (2017). Kurumsal yapının ülkelerin varlık fonları üzerindeki etkisi: dinamik panel veri analizi. *International Journal of Disciplines Economics & Administrative Sciences Studies*, 3(4), 270-279. doi: 10.26728/ideas.44
- Alhashel, B. (2015). Sovereign Wealth Funds: A literature review. *Journal of Economics and Business*, 78, 1-13.
- Beken, H. ve Baltacı, N. (2019). Türkiye ulusal varlık fonuna ilişkin bir değerlendirme. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 17 (1), 333-356. Erişim adresi: <https://doi.org/10.11611/yead.491144>
- Borsa İstanbul Anonim Şirketi, (2022). Finansal tablo ve raporlar. Erişim adresi: <https://borsaistanbul.com/tr/sayfa/191/finansal-tablo-ve-raporlar>
- BOTAŞ, (2019). Ayrıntılı bilanço. Erişim adresi: <https://www.botas.gov.tr/Sayfa/bilanco/45>
- BOTAŞ, (2019). Ayrıntılı gelir tablosu. Erişim adresi: <https://www.botas.gov.tr/Sayfa/gelir-tablosu/48>
- Candelon, B., Kerkour, M. ve Lecourt, C. (2011). Are sovereign wealth funds investments determined by macroeconomic factors? *University Maastricht Working Paper*. Erişim adresi: <https://citeseerx.ist.psu.edu/document?repid=rep1&type=pdf&doi=75b67cb187fa9a1c881c4429c4d7e9e>
- Çay İşletmeleri Genel Müdürlüğü, (2022). Faaliyet raporları. Erişim adresi: <https://www.caykur.gov.tr/Pages/Yayinlar/FaaliyetRaporlari.aspx>
- Deventer, K.L., Han, X. ve Malatesta, P. (2009). Firm values and sovereign wealth fund investment. *Working Paper, University of Washington*, 98(2), 1-28. Erişim adresi: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304405X10001327>
- Durdu, M. (2018). Türkiye varlık fonu için bir uygulama örneği: Singapur temasek holding. *Necmettin Erbakan Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 1(2), 74-92. Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/tr/pub/neuhfd/issue/41766/452225>
- Eti Maden İşletmeleri Genel Müdürlüğü, (2022). Bağımsız denetim raporları. Erişim adresi: <https://www.etimaden.gov.tr/bagimsiz-deneti-m>
- Eti Maden İşletmeleri Genel Müdürlüğü, (2022). Faaliyet raporları. Erişim adresi: <https://www.etimaden.gov.tr/dokumanlar>
- Gieve, J. (2009). Sovereign wealth funds and global imbalances. *Revue D'économie Financière (English Ed.)*, 9(1), 163-177. doi: 10.3406/ecofi.2009.5503
- Gieve, J. (2008). *Sovereign Wealth Funds And Global Imbalances*. London: Sovereign Wealth Management Conference.
- İnce, Ş. (2019). *Dünyada Varlık Fonu Yönetimi ve Uygulamaları*. Yüksek lisans tezi. Ulusal tez merkezi veri tabanından erişildi (Tez no:560301).
- Jen, S. (2007). Sovereign wealth fund what they are and what's happening? *World Economics*, 8(4), 1-7. Erişim adresi: <http://www.afi.es/EO/SOVEREIGN%20WEALTH%20FUNDS%20STEPHEN%20JEN.pdf>

- KAP, (2022). Kamuoyu aydınlatma platformu resmi web sitesi. Erişim adresi:<https://www.kap.org.tr/tr/sirket-finansal-bilgileri/4028e4a241e538ab0141ea9c96912c8b>
- Karagöl, E.T.,& Koç, Y. E., (2016), Dünyada ve Türkiye’de Varlık Fonu, SETA Analiz, Sayı:169, 1-25,https://setav.org/assets/uploads/2016/11/20161028172334_varlik-fonu-pdf.pdf.
- Kimmit, R. M. (2008). Public Footprints in Private Markets: Sovereign Wealth Funds and the World Economy. Foreign Affairs. Council on Foreign Relations, 87(1), 119-130.
- Konukman, A. ve Şimşek, O. (2017). Ulusal varlık fonu ve Türkiye uygulaması. Çalışma ve Toplum, 4(55). 1913-1944. Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/en/pub/ct/issue/71766/1154962>
- Megginson, W. L. ve Fotak, V. (2015). Rise of the fiduciary state: a survey of sovereign wealth fund research. Journal of Economic Surveys, 29 (4), 733-778. Erişim Adresi: https://econpapers.repec.org/article/blajecsur/v_3a29_3ay_3a2015_3ai_3a4_3ap_3a733-778.htm
- Özkul, İ. (2017). 11 Soruda Tüm Yönleriyle Türkiye Varlık Fonu. Dünya Gazetesi. <http://www.dunya.com/ekonomi/11-soruda-tum-yonleriyle-turkiye-varlikfonu-haberi-349431>
- PTT. (Posta ve Telgraf Teşkilatı Anonim Şirketi), (2019). Sektörel raporlar. Erişim adresi:<https://www.ptt.gov.tr/Sayfalar/Kurumsal/BilgiBankasi.aspx>
- Rozanov, A. (2005). Who holds the wealth of nations? Central Banking Journal, 15(4), 52-57. Erişim adresi: <http://piketty.pse.ens.fr/files/capital21c/xls/RawDataFiles/WealthReportsEtc/SovereignFunds/General/Rozanov2005.pdf>
- SWFI, (2021). International Wealth Fund Institute. Erişim adresi: <https://www.swfinstitute.org/research/linaburg-maduell-transparency-index>
- Şahin, Ö.U. (2017). Kamu maliyesi-varlık fonu ilişkisi: Türkiye için fırsat mı tehdit mi? Uluslararası Rating Academy Kongresi: Bilim, Kültür ve Sanatta Güzeli Arayış, Çanakkale, 11- 13 Mayıs 2017, cilt.1, 335-364. Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/358098>
- T.C. Sayıştay Başkanlığı, (2022). Kamu işletmeleri genel raporları. Erişim adresi:<https://sayistay.gov.tr/reports/category/8-kamu-isletmeleri-genel-raporlari>
- T.C. Ziraat Bankası Anonim Şirketi, (2022). Denetim raporu ve mali tablolar. Erişim adresi:<https://www.ziraatbank.com.tr/tr/yatirimci-iliskileri/finansal-bilgiler/denetim-raporu-ve-mali-tablolar>
- Türk Hava Yolları Anonim Şirketi, (2022). Finansal raporlar. Erişim adresi:<https://investor.turkishairlines.com/tr/mali-ve-operasyonel-veriler/finansal-raporlar>
- Türk Telekomünikasyon Anonim Şirketi, (2022). Faaliyet raporları. Erişim adresi:<https://www.ttyatirimciiliskileri.com.tr/tr-tr/mali-operasyonel-veriler/sayfalar/faaliyet-raporlari>
- Türkcell İletişim Hizmetleri Anonim Şirketi, (2022). Finansal sonuçlar. Erişim adresi:<https://m.turkcell.com.tr/tr/hakkimizda/yatirimci-iliskileri/ceyrek-finansal-sonuclar>
- Türkiye Halk Bankası Anonim Şirketi, (2022). Bağımsız denetim raporları. Erişim adresi:<https://www.halkbank.com.tr/tr/yatirimci-iliskileri/finansal-bilgiler/finansal-bilgiler/finansal-tablolar-ve-bagimsiz-denetim-raporlari.html>

- Türkiye Petrolleri Anonim Ortaklığı, (2021) UFRS'ye göre gelir tablosu. Erişim adresi:<https://www.tpao.gov.tr/ufrsye-gore-gelir-tablosu>
- Türkiye Petrolleri Anonim Ortaklığı, (2021). UFRS'ye göre bilanço. Erişim adresi:<https://www.tpao.gov.tr/ufrsye-gore-bilanco>
- Türkiye Sigorta Anonim Şirketi, (2022). Finansal tablolar. Erişim adresi:<https://www.turkiyesigorta.com.tr/yatirimci-iliskileri/sigorta/finansal-bilgiler/finansal-tablolar>
- Türkiye Vakıflar Bankası Türk Anonim Ortaklığı, (2022). Konsolide raporlar. Erişim adresi:<https://www.vakifbank.com.tr/konsolide-raporlar.aspx?pageID=2533>
- TÜRKSAT Uydu Haberleşme Kablo TV ve İşletme Anonim Şirketi, 2022: Faaliyet raporları. Erişim adresi:<https://www.turksat.com.tr/tr/hakkimizda/faaliyet-raporlari>
- TVF, (2022). Türkiye varlık fonu resmi web sitesi. Erişim adresi: <https://www.tvf.com.tr/>
- Yamak, T. ve Saygın, E. (2019). Türkiye'nin ekonomik güç potansiyeli: bir 'ekonomi diplomasisi' enstrümanı olarak Türkiye varlık fonu uygulaması. *Fiscaeconomia*, 3 (1), 88-114. doi: 10.25295/fsecon.2019.01.003
- Yayla, Y. (2019). Ulusal varlık fonları: süreklileşme ve yaygınlaşma. *Fiscaeconomia*, 3(1), 115-133. Erişim adresi: <https://doi.org/10.25295/fsecon.2019.01.003>