

VARLIK FONUNA DEVREDİLMENİN FİRMALARIN HİSSE SENEDİ GETİRİLERİNE ETKİSİ: BİST'DE BİR UYGULAMA

Şakir SAKARYA¹

Murat ERDEM²

Özet

Bu çalışma, hisse senetleri BİST'de işlem gören ve Bakanlar Kurulu kararı ile Türkiye Varlık Fonu'na devredilen firmaların varlık fonuna devredilme kararlarının Bakanlar Kurulu'nca açıklanması ile hisse senedi getirilerinin ne yönde etkilendiğinin belirlenmesi amacıyla yapılmıştır. Olay Çalışması (Event Study) yönteminin kullanıldığı bu çalışmada, hisse senedi piyasasının etkinliği ve bu piyasadan anormal getirilerin elde edilip edilemeyeceği de ölçülmüştür. Yapılan analiz sonucunda, (-10, +10) olay penceresinde Bakanlar Kurulu'nun, hisseleri BİST'de işlem gören firmaların varlık fonuna devredildiğini açıklamasının firmaların hisse senedi getirilerini pozitif yönde etkilediği ve piyasanın yarı güçlü formda etkin olmadığı görülmüştür.

Anahtar Kelimeler: Türkiye Varlık Fonu, Olay Çalışması, Anormal Getiri, BİST.

THE IMPACT OF INCLUDING TO SOVEREIGN WEALTH FUND TO RETURNS OF STOCKS: AN ANALYSIS ON BIST

Abstract

This paper examines how stocks of firms that are traded on BIST and included in Turkish Sovereign Wealth Fund reacted to announcement of including to Turkish Sovereign Wealth Fund by Council of Ministers. The paper investigates efficiency of stocks' markets and whether getting abnormal return is possible. The result of this study demonstrates that including to Turkish Sovereign Wealth Fund has a positive impact on stocks' returns. This situation is a significant indicator of the non-effectiveness of the market even in a semi- strong condition.

Keywords: Sovereign Wealth Fund, Event Study, Abnormal Return, BİST.

¹ Prof. Dr. Balıkesir Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Öğretim Üyesi

² Balıkesir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Muhasebe ve Finansman Programı Öğrencisi

GİRİŞ

Devlete ait yatırım sistemlerinden biri olan Ulusal Varlık Fonları, 1950’lerde ortaya çıkmış, giderek yaygınlaşmış ve günümüze kadar uzanmıştır. Ulusal varlık fonları, son yıllarda hızla artmış ve uygulamaya koyan devletler ile konu alanı uzmanlarınca büyük tartışmalara sebep olmuştur. Bu yatırımların hızlı artış göstermesi ve kapsamlarının geniş olması, söz konusu olan ülkeye ait ekonomik özgürlüğün kısıtlanması, krizleri sorunsuz atlatma noktasında rol alması gibi iddialara ve tartışmalara yol açmıştır.

Ulusal Varlık Fonu kapsamında yapılan akademik çalışmalara baktığımızda bu konudaki araştırma ve tartışmaların yakın geçmişimizde başladığı görülmüştür. 1990’lı yıllardan itibaren sayıları ve büyüklükleri artmaya başlayan fonlara ilgi, özellikle 2008’de yaşanan küresel kriz sonrası büyüyen artmıştır. Ulusal Varlık Fonlarının devlet elinde olan büyük finansal kuruluşlar olması nedeniyle bu konudaki ilgi ve tartışmalar iktisadi bilimler ile sınırlanmamış, Uluslar Arası İlişkiler, Siyaset Bilimi ve Uluslararası hukuk alanlarında da araştırma konusu olarak incelenmiştir. Ancak ülkemize baktığımızda bu konuda yapılan çalışmaların çok sınırlı olduğu görülmektedir.

Ulusal Varlık Fonlarının akademik literatürdeki tanım ve karşılıklarına baktığımızda ise farklı şekillerde karşımıza çıkmaktadır. İngilizce dilinde “Sovereign Wealth Funds“ şeklinde adlandırılan bu fonların tam Türkçe karşılığı bulunmamakla birlikte, kaynaklarda “Ulusal Refah Fonları”, “Devlet Yatırım Fonları”, “Ulusal Fonlar”, “Hazine Varlık Fonları”, “Ulusal Refah Fonları”, “Bağımsız Varlık Fonları” ve “Varlık Fonları” gibi adlandırmalarla karşılaşılabilmektedir (Aykın, 2014).

Yaygın kullanım ise kelime öbeğinin İngilizcesinde yer alan Wealth kelimesinin karşılığı olan refah, zenginlik kavramlarının karşılığı olan “Ulusal Refah Fonu” ve “Ulusal Varlık Fonu” şeklindedir.

Ulusal varlık fonları, özellikle petrol ve doğalgaz ihracatı yapan ülkelerde bütçe fazlası, transfer ödemesi fazlası, resmi döviz işlem getirileri, ödeme bilançosu ve bütçe fazlası gibi kaynaklara bağlı olarak kurulan devlet sahipliğindeki varlık ya da fon olarak tanımlanmaktadır (IWG, 2008 ve SWFI, 2017’den aktaran Güçlü, 2018).

IMF’nin tanımlamasına göre ulusal varlık fonları, devlet sahipliğinde çeşitli makroekonomik amaçlar ile kurulmuş yatırım fonlarıdır(Allen ve Caruana, 2008).

Ulusal Varlık Fonları (Ulusal Refah Fonu) Truman (2008:1) tarafından genel olarak diğer ülkelerin varlıklarına yatırım yapan kamu kontrolü ve sahipliğinde bulunan finansal varlık havuzu olarak tanımlanmaktadır. Amerikan Hazine Bakanlığı (DoT, 2007) ise Ulusal Refah Fonunu, döviz ile fonlanan resmi rezervler gibi merkez bankasında tutulan rezervlerden bağımsız olarak yönetilen devlet yatırım aracı olarak nitelendirmektedir. Bununla birlikte Ulusal Refah Fonlarının herkes tarafından kabul görmüş bir tanımı yoktur (Aykın, 2014).

DÜNYADA ULUSAL VARLIK FONLARI

İlk olarak akaryakıt zengini coğrafyalarda bulunan ülkelerin ihracat gelirlerini değerlendirmek için oluşturulmuş olan Varlık fonları zamanla çeşitli fonlarla desteklenerek istikrarın sağlanması ve ekonomik kalkınma hedefleri doğrultusundaki amaçlara yönelik kurulmuşlardır (Kayıran, 2016).

Ülkeler, aynı zamanda küresel ekonomiden pay alarak kendi ekonomik büyümelerini sağlamak amacıyla da Ulusal Varlık fonlarını etkin bir şekilde kullanmaktadırlar. Dünyada 40'tan fazla ülke petrol ve doğal kaynak kökenli, emtia dışı dış ticaret gelirleri ve finansal araçlar ile desteklenen Ulusal Varlık fonlarına sahiptir. Varlık fonlarının ekonomik anlamda performansı göz önüne alındığında Türkiye'den daha az gelişmiş ülkelerde bile uygulamasının olduğu görülmektedir. Bu nedenle Türkiye açısından Varlık Fonuna bakıldığında uzun vadeli ekonomik hedeflerini gerçekleştirebilmek için önemli bir araç olduğu görülebilmektedir (Karagöl ve Koç, 2016).

Dünyada devletlerin maliyeleri, hazineler ve Merkez Bankaları tarafından yapılandırılmış ve yönetilmekte olan çok sayıda Ulusal Varlık Fonu bulunmaktadır. Örneğin dünyanın en büyük varlık fonu olarak kabul gören Norveç Sosyal Güvenlik Fonunu Maliye Bakanlığı yönetmektedir. Bu fon yaklaşık 922 milyar \$ olarak karşımıza çıkmaktadır.

Ulusal Varlık Fonlarının Maliye bakanlığı, Merkez Bankası ya da Hazine tarafından yönetilmesi bazı farklılıklara yol açmaktadır. Bu noktadan bakıldığında iki önemli husus dikkat çekmektedir. Örneğin; Varlık Fonu için ayrı bir şirketin kurulup, fonlar o şirket altında yapılandırılırsa IMF'nin Government Finance Statistics ve Avrupa İstatistik Standartlarına göre bu şirket genel yönetim kategorisinde yer alamamaktadır. Avrupa Birliğinde ise mali kurallar ve borçlanma limitleri sosyal güvenlik kuruluşları, merkezi yönetim ve yerel yönetimlerin işbirliği ile genel yönetim sistemi üzerinden uygulanmaktadır. Şayet böyle bir fon uygulanırsa, bütçe dışı dahi olsa genel bütçe kategorisinde yer alabilmektedir (Dedeoğlu, 2016).

Dünya genelinde bulunan Varlık Fonlarının Hedeflerine Baktığımızda ise hedeflerin; ekonomik büyüme ve ulusal refahın korunarak gelecek nesillere aktarılması, makroekonomik politikalarla mali istikrarın sağlanması ve ekonomik kalkınmanın desteklenmesi olarak üç ana başlıkta toplandığı görülmektedir(Karagöl ve Koç, 2016). Tablo 1'de bu hedefler ve açıklamaları ile örnek ülkeler verilmiştir.

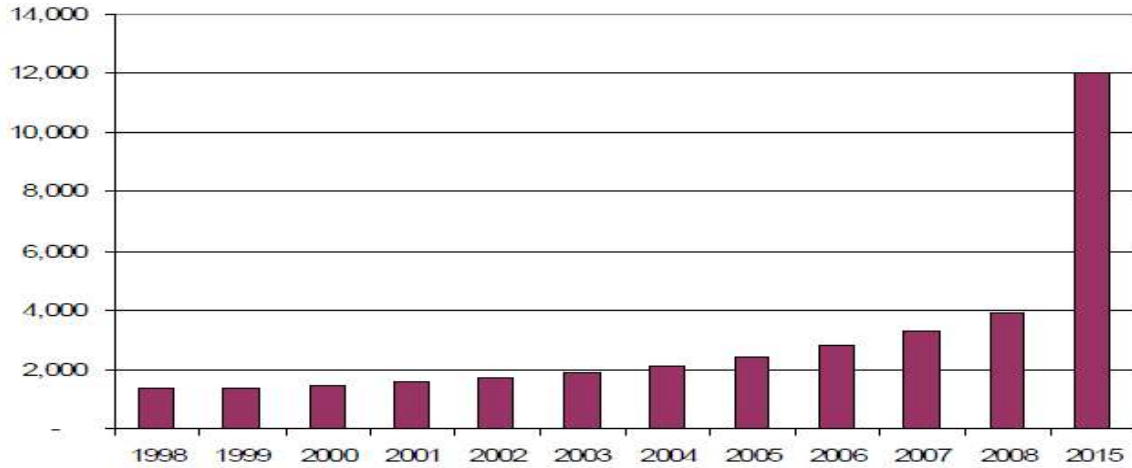
Tablo 1: Varlık Fonlarının Hedefleri ve Faaliyet Alanları

EKONOMİK HEDEF	ÖZEL HEDEF	AÇIKLAMA	ÖRNEK FON
Tasarruf Büyüme ve ulusal refahın korunması	Nesiller arası refahın dengelenmesi	Yenilenemez varlıkların çeşitlendirilmiş finansal varlıklara dönüştürülerek gelecek nesillere aktarılması	Norveç Kuveyt
	Gelecek yükümlülüklerin fonlanması	Sermayenin ana değerinin korunması ve büyütülmesi	Avustralya Yeni Zelanda
	Rezerv yatırımları	Aşırı rezervlerin, potansiyel yüksek getirili uzun dönemli yatırımlarla değerlendirilmesi ve rezervi elde tutmanın negatif maliyetinden kaçınması	Çin Güney Kore
İstikrar Makroekonomik politikalar ve ekonomik istikrarın sağlama	Mali istikrarın sağlanması	Ekonominin iç ve dış şoklardan korunması ve fiyat istikrarının sağlanması	Şili
	Faiz oranlarının istikrarının sağlanması	Kısa dönemde geniş sermaye hareketlerinin olumsuz etkilerine karşı fon rezervlerinin kullanımı	Rusya
		Uzun dönemde faiz oranlarında oynaklığın azaltılması	Meksika
Ekonomik Kalkınma Ekonominin uzun dönemli üretkenliğinin artırılması için yatırım sağlama	Altyapı yatırımları	Ulaşım, enerji, iletişim ve su (baraj) yatırımları	Nijerya
	Sosyal yapının iyileştirilmesi	İnsan sermayesinin ve kurumların güçlendirilmesi; sağlık, eğitim, sosyoekonomik projeler	BAE
	Sanayi politikaları	Tek bir kaynağa veya sektöre bağımlılığın azaltılması için ekonomik çeşitlenmenin sağlanması; stratejik sektörlerde üretkenliğin artırılması	Singapur Fransa

Kaynak: (Karagöl ve Koç, 2016).

Varlık fonlarının aktif büyüklüğüne baktığımızda özellikle 2008 Küresel Finansal Krizden sonra miktarlarının ve büyüklüklerinin arttığı görülmektedir. Nitekim Morgan Stanley 2007 yılı Mayıs ayında yaptığı çalışmasında büyüme ivmesinin süreceğini ve fonların toplam büyüklüklerinin 2015 yılında 12 trilyon dolara ulaşmasını beklediğini açıklamıştır. Bu durum aşağıda şekil 1 de Morgan Stanley'in projeksiyonu şeklinde verilmiştir (Hacıhasanoğlu ve Soydaş, 2010).

Şekil 1: UVF Toplam Büyüklük (Milyar ABD Doları)



Kaynak: www.swfinstitute.org ve Morgan Stanley Erişim Tarihi: 20.05.2017

Bu günkü verilere baktığımızda Varlık Fonlarının aktif büyüklüğü 7,5 trilyon doların üzerindedir. Bu tutarın 4,3 trilyon dolarını petrol ve gaz kaynaklı fonlar oluştururken 3,2 trilyon dolarlık kısmı emtia dışı kaynaklardan oluşmaktadır. Bu bağlamda değerlendirildiğinde körfez

ülkeleri özellikle petrol ve gaz kaynaklı fonları ve 2.8 trilyon doların üzerine çıkan büyüklükleri ile dikkat geçmektedirler(Karagöl ve Koç, 2016).

Varlık Fonlarının Küresel olarak dağılımları şekil 2’de görülebilir.

Şekil 2: Ulusal Varlık Fonlarının Dağılımı



Kaynak: SWFI (Sovereign Wealth Fund Institute) Erişim Tarihi:18.05.2017

Büyüklüklerine göre dünyada bulunan seçilmiş 5 varlık fonu Tablo 2’de verilmiştir.

Tablo 2: Seçilmiş Bazı Varlık Fonları (Mayıs 2017)

ÜLKE	VARLIK FONU	BÜYÜKLÜĞÜ (milyar dolar)	KURULUŞ	KAYNAĞI
Norveç	Government Pension Fund-Global (Devlet Emeklilik Fonu)	922,11	1990	Petrol
BAE-Abu Dabi	Investment Authority (Yatırım Otoritesi)	828	1976	Petrol
Çin	Investment Corporation (Yatırım Şirketi)	813,8	2007	Emtia dışı
Kuveyt	Investment Authority (Yatırım Otoritesi)	524	1953	Petrol
Suudi Arabistan	SAMA Foreign Holdings (Dış Varlıklar)	514	1952	Petrol

Kaynak: SWFI (Sovereign Wealth Fund Institute) Erişim Tarihi:18.05.2017

Varlık fonu nispeten yeni bir finansal aktördür. Özellikle son yıllarda sayılarının ve büyüklüklerinin artması ile belli tartışmaları da beraberinde getirmiştir. Bunlardan bazıları;

- Varlık fonları yatırım kararları açısından merkez bankaları ile benzerlik göstermektedir.
- Varlık fonları çok yenidir ve global finansal mimarideki konumları belirsizdir.

- Ulusal varlık fonları global finansal istikrarsızlık yaratacak işlemler yapabilmektedir.
- Ulusal varlık fonları sermaye piyasalarında fiyatları denge noktasından uzaklaştırmaktadır.
- Ulusal varlık fonları rezerv yönetimi açısından Merkez Bankaları'nın alternatifidir.
- Ulusal varlık fonlarının karar alma süreci politik risklere açıktır.
- Ulusal varlık fonları ayrı standartlarla denetlenmelidir.

Şeklinde sıralanabilir.

TÜRKİYE'DE VARLIK FONU

Daha çok Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde görülen kısa vadeli yatırımlar, ülke ekonomisinin hassas ve kırılgan özellikler taşımasına sebep olmaktadır. Bununla birlikte gelişmiş ülkelerde mevcut bulunan uzun süreli yatırımların ülkemiz gibi gelişmekte olan ülkelerde yapılması zaman almakta ve bu yatırımların yapılmasında çeşitli zorluklarla karşılaşmaktadır. Bunun gibi uzun vadeli yatırımların yapılabilmesi için ilgili ülkenin ekonomik ve siyasi istikrar gibi önemli belli başlı şartları karşılaması gerekmektedir. Uzun vadeli yatırımları teşvik eden unsurlar ekonomide nitelikli ve serbest rekabet koşullarının olması, kalifiye iş gücü, güçlü bir altyapı, liberal ve yeniliğe açık bir yatırım ortamı, düşük vergiler, ülkenin jeopolitik konumu ve pazar büyüklüğü şeklinde sıralanabilir (Ergün, 2007).

Yapılacak yatırımlarda, yatırımlarının süresi kadar bir diğer önemli husus ise ülkeye ait tasarruf oranlarıdır. Tasarruflar, gelirin tüketildikten sonra artan kısmı olarak görülebilir. Bu açıdan yapılacak olan yatırımların finans kaynağı tasarruflar yoluyla karşılandığından ülkenin ekonomik kalkınmasında tasarruf oranının ve seviyesinin önemi büyüktür. Gelişmiş ülkelere oranla gelişmekte olan ülkelerde yer alan iç tasarrufların yetersizliğinden kaynaklı yeterince yatırım yapılamaması, teknolojik gelişmelerin sınırlılıkları ve nüfus artışı bu ülkelerin hem ekonomik kalkınmasının hem de refah seviyesinin artışında sorunlara yol açmaktadır.

Gelişmiş ve gelişmekte olan diğer ülkelerin ekonomilerine, yatırım ve tasarruflarına göre Türkiye'nin tasarruf oranları düşüktür. Bu noktada yapılması gerekli olan uygulamalar arasında son dönemde açıklanan "Türkiye Varlık Fonu", Türkiye'nin ekonomik kalkınma hedeflerine ulaşmasında önemli bir adım olacaktır(Karagöl ve Koç, 2016).

İşte tüm bu gerekçelerle Türkiye Varlık Fonu 19 Ağustos 2016'da TBMM'de yapılan oylamayla, 22 ret oyuna karşılık 217 oyla kabul edilerek ve 26 Ağustos 2016 tarihli Resmi Gazetede yayınlanarak yasalaşmıştır (Kayıran, 2016).

6741 Nolu Kanuna göre Türkiye Varlık Fonu; Kendi yönetimi olan, profesyonel yönetim ilkelerine göre yönetilen özel hukuk hükümlerine tabi bir anonim şirket olarak kurulmuştur. Kanun gerekçesinde öne çıkan nokta aslında fonun amaçlarını da ortaya koymaktadır. Buna göre;

"Türkiye, özellikle Kamu otoritesi olarak oldukça çeşitli ve büyük bir varlık portföyüne sahiptir. Ayrıca verilen teşvikler ile emeklilik sistemi üzerinden büyüyen bir fon pazarı bulunmaktadır. Mevcut durumda kamuya ait gelir ve fon fazlalarının çeşitli yatırım araçlarına yönlendirildiği görülmektedir. Söz konusu fonların, reel sektöre uzun vadeli yatırım çerçevesine olanak sağlayacak bir üst fonda birleştirilmesi ile ülkemizin 2023 hedeflerine sağlıklı bir şekilde ulaşması sağlanacaktır. Söz konusu fon, bir çarpan etkisi ile sadece ülkemizde planlanan mega

yatırımların finansmanını sağlamakla kalmayacak aynı zamanda sermaye piyasalarının da gelişimine katkıda bulunacaktır. Bu yolla, bankacılık sektörünün finans piyasalarındaki hâkim rolü azaltılarak, altyapı ve gayrimenkul fonları gibi sermaye piyasası ürünleri de ön plana çıkarılabilecektir.”

Gerekçeye bakıldığında Türkiye Varlık Fonu'nun yapılmasında türlü zorluklarla karşılaşılacak olan ve Türkiye'nin 2023 vizyon projeleri olan yatırımlara kaynaklık edeceği, bu yolla hızlı bir kalkınma ve refah düzeyinin hedeflendiği ayrıca yapılacak olan yatırımların sermaye piyasasına oluşturacağı katkılar ile daha derin ve istikrarlı piyasa koşullarına ulaşılmasının amaçlandığı görülmektedir.

Nitekim Kanunun gerekçesinde, amaçlarına baktığımızda; bu amaçların kalkınma, büyüme, istikrar ve dış politikalar çerçevesinde toplandığı açık bir şekilde görülmektedir. Bu amaçlardan bazıları;

- *Büyüme oranına gelecek on yıl içinde yıllık %1.5 oranında ilave artış sağlanması,*
- *Yapılacak yatırımlarla yaklaşık yüzbinlerce kişilik ek istihdam sağlanması*
- *Savunma, havacılık ve yazılım gibi teknoloji yoğun sektörlerdeki yerli şirketlerin sermaye ve proje bazında desteklenmesi, küresel oyuncu olmalarının sağlanması,*
- *Otoyollar, Kanal İstanbul, Üçüncü Köprü ve Havalimanı, Nükleer Santral gibi büyük altyapı projelerine kamu kesimi borcu artırılmadan finansman sağlanması,*
- *Arz güvenliğini sağlamak üzere, Türkiye için önem taşıyan doğal gaz ve petrol gibi yurt dışındaki stratejik sektörler yasal ve bürokratik kısıtlamalara bağlı olmadan doğrudan yatırım yapılabilmesi,*
- *Sermaye piyasalarının büyüme ve derinleşmesinin hızlandırılması*
- *İslami finansman varlıklarının kullanımının yaygınlaştırılması*
- *Katılım finansmanı sektör payının artırılması” şeklinde kanun gerekçesi içerisinde sıralanmıştır.*

6741 numaralı kanunda da belirtildiği gibi Fon, Özel Hukuk hükümlerine bağlı, 50.000.000 (ellimilyon) Türk Lirası kuruluş sermayeli bir anonim şirkettir. Kuruluş sermayesi Özelleştirme Fonundan karşılanmakla birlikte fonun kaynakları menkul kıymetleştirilerek kendisine devredilen diğer kurum ve varlıklardır. Bu durum ilgili kanunda “*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*” şeklinde varlık fonunun kaynakları kısmında 1. madde olarak ifade edilmiştir.

Türkiye Varlık Fonu A.Ş ve ona bağlı olarak kurulacak diğer tüm şirketler bağımsız denetime tabi olacaklardır. Yapılan bağımsız denetimden sonra denetimden geçen tüm mali tablolar başbakan tarafından görevlendirilen ve ilgili alanlarda uzman en az üç merkezi denetim elemanı tarafından bağımsız denetim standartlarına göre kontrol ve teftiş edileceklerdir. Denetim

sonrasından hazırlanmış olan rapor Bakanlar Kuruluna Sunulacak, şirket, bağlı şirket, fon ve tüm mali tablolar ile faaliyetler TBMM plan Bütçe Komisyonunca denetlenecektir (Karagöl ve Koç, 2016).

Türkiye Varlık Fonu'nun Mayıs 2017 portföyüne baktığımızda; Türk Hava Yolları A.O.'nın %49,12 oranındaki hissesi, Türk Telekomünikasyon A.Ş.'nin yüzde 6,68 oranındaki Hazineye ait hissesi, Türkiye Cumhuriyet Ziraat Bankası A.Ş.'nin sermayesinde bulunan Hazineye ait hisselerin tamamı, Türkiye Halkbankası A.Ş.'nin %51,11 oranındaki hissesi, Türkiye Petrolleri A.O.'nın (TPAO) sermayesinde bulunan Hazineye ait hisselerin tamamı, Boru Hatları ile Petrol Taşıma A.Ş.'nin (BOTAS) sermayesinde bulunan Hazineye ait hisselerin tamamı, Posta ve Telgraf Teşkilatı A.Ş.'nin (PTT) sermayesinde bulunan Hazineye ait hisselerin tamamı, Türksat Uydu Haberleşme Kablo TV ve İşletme A.Ş.'nin (TÜRKSAT) sermayesinde bulunan Hazineye ait hisselerin tamamı, Borsa İstanbul A.Ş.'nin sermayesinde bulunan Hazineye ait hisselerin tamamı, Nakit oynatılan Piyango, Hemen-Kazan, Sayısal Loto, Şans Topu, On Numara ve Süper Loto oyunları ile ilgili daha değişik yeni oyunların yapılmasına izin verilebilecek oyunlarına ilişkin lisans 49 yıl süreyle, Türkiye Denizcilik İşletmeleri A.Ş.'nin sermayesinde bulunan %49 oranındaki hisse, Kayseri Şeker Fabrikası A.Ş.'nin %10 oranındaki hissesi, Türkiye Jokey Kulübü'nün yurt içinde at yarışları düzenleme, yurt içi ve dışında düzenlenen at yarışları üzerine yurt içi ve dışından müşterek bahis kabul etme hak ve yetkilerine ilişkin lisanslar, topluca 1 Ocak 2018 tarihinden itibaren 49 yıl süreyle, Eti Maden İşletmeleri Genel Müdürlüğü, Çay İşletmeleri Genel Müdürlüğü (Çaykur), TCDD İzmir Limanı ve Mülkiyeti Hazineye ait Antalya, Aydın, İstanbul, Isparta, İzmir, Kayseri ve Muğla'da bulunan bazı taşınmazlardan oluşmaktadır (<http://www.turkiyevarlikfonu.com.tr/TR/Portfoy/5>).

Yukarıda da görüldüğü üzere Varlık Fonuna devredilen firmalardan Türk Hava Yolları A.O., Türk Telekomünikasyon A.Ş., Türkiye Halkbankası A.Ş. BIST'te işlem gören firmalardır.

VARLIK FONUNA DEVREDİLMENİN FİRMALARIN HİSSE SENEDİ GETİRİLERİNE ETKİSİ

Çalışmanın Amacı, Kapsamı ve Sınırlılıkları

Çalışmada, hisse senetleri BIST' de işlem gören ve Bakanlar Kurulu Kararı ile Türkiye Varlık Fonuna devredilen firmaların, varlık fonuna devredilmenin hisse senedi getirilerini ne yönde etkilediğinin “olay çalışması” yöntemiyle analiz edilmesi amaçlanmıştır. Diğer bir ifade ile firmaların Varlık Fonuna devredildiğinin açıklanması ile hisse senetlerinden anormal getiri elde edilebilirlik durumu araştırılmıştır.

Çalışma kapsamında yer alan firmaların hisse senetlerine ait getiriler www.paragaranti.com adresinden alınmıştır. Varlık Fonu'na devredilmelerine dair açıklamalar için ise Bakanlar Kurulu Kararları dikkate alınmıştır.

Çalışma kapsamında yer alan firmalara ait bilgiler aşağıdaki Tablo 3'de sunulmuştur.

Tablo 3 : Varlık Fonuna devredilen Firmalar ve Devredilme Tarihleri

FİRMA	Türk Hava Yolları A.O.	Türk Telekomünikasyon A.Ş.	Türkiye Halk Bankası A.Ş.
TARİH	03.02.2017	24.01.2017	03.02.2017

Çalışmanın uygulamasında her bir firmanın olay tarihi olarak belirlenen Bakanlar Kurulu Kararlarının alındığı tarihin 10 gün öncesi ve 10 gün sonrasının günlük getirilerine ulaşılmıştır. Bu günlük getirilerden yararlanılarak ve olay çalışması için gerekli hesaplamalar yapılarak firmaların varlık fonuna devredilmelerinin hisse senetlerinde anormal bir getiri sağlayıp sağlamadığı ortaya konulmaya çalışılmıştır. Olay penceresi (-10+10) seçilmiştir. Olay penceresinin uzun seçilmesi istatistiksel olarak çalışmanın gücünü azaltabilmekte ve olayın anlamlılığı ile ilgili hatalı sonuçlara ulaşılabilmesine sebep olabilmektedir. Bununla birlikte olay penceresinin kısa olması, olayın önemli etkilerini net olarak yansıtabilir(Sakarya, 2011). Literatürde olay penceresinin bir iki gün ile altı ay arasında değiştiği görülmektedir.

Çalışmanın Yöntemi

Çalışmada, olay çalışması (event study) yönteminden yararlanılmıştır. Yarı Güçlü Piyasa koşullarında kamuoyu ile paylaşılan bilgilerin hızlı bir şekilde piyasalarda etkin olması gerekmektedir. Bu çerçeveden bakıldığında Varlık Fonuna devredilme bilgisinin etkinliğinin araştırılmasında olay çalışması yöntemi yerinde bir yöntem olacaktır. Olay çalışması ile ilgili olarak tek bir model olmamakla birlikte genelde finansal olay çalışmalarında birbirini izleyen dört adım bulunmaktadır(Sakarya, 2011). Bunlar; (1) Olayın tanımlanması, (2) Olay penceresinin tanımlanması, (3) Olayın etkilerinin değerlendirilmesi ve (4) Modelin kurulup test edilerek sonuçların değerlendirilmesidir.

Çalışmamızda olay “BİST’de işlem gören firmaların bakanlar kurulu kararı ile varlık fonuna devredilmeleri”, olayın gerçekleşme zamanı “Bakanlar kurulunun devredilme kararını açıkladığı tarih”, olay penceresi ise açıklamanın yapıldığı olay gününün 10 gün öncesi ve 10 gün sonrası olarak belirlenmiştir. Olayın etkilerinin değerlendirilmesi ve modelin kurularak test edilmesi aşamaları ise aşağıdaki gibi formüle edilebilir (Tuominen, 2005; Sakarya, 2011);

Anormal Getiri (AR_{it}) = Fiili Getiri Oranı – Pazar Getiri Oranı

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad (1)$$

Eşitlikteki, AR_{it} i hisse senedi için t günündeki anormal getiriyi, R_{it} i hisse senedinin t günündeki fiili getirisini, R_{mt} i hisse senedinin t günündeki pazar getirisini (Normal beklenen getiriyi) göstermektedir. Burada ifade edilen Fiili Getiri (R_{it} Hisse Senedi Getirisi) ise aşağıdaki eşitlik (2) yardımıyla hesaplanabilir;

$$R_{it} = (D+P_{it} - P_{it-1}) / P_{it-1} \quad (2)$$

Eşitlikteki, R_{it} i hisse senedinin t günündeki fiili getirisini, P_{it} i hisse senedinin t günü kapanış fiyatını, P_{it-1} i hisse senedinin t - 1 günü kapanış fiyatını ve D ise i hisse senedinin t gününde ödenen kar payını göstermektedir. Pazar getiri oranı ise aşağıdaki gibi hesaplanabilir;

$$R_{mt} = (I_t - I_{t-1}) / I_{t-1} \quad (3)$$

Eşitlikteki, R_{mt} pazara ilişkin günlük getiriyi, I_t BİST 100 Endeksinin t günündeki kapanış değerini, I_{t-1} BİST 100 Endeksinin t -1 günündeki kapanış değerini göstermektedir. Anormal getiri tanımlanmadan önce, bir normal getiri modeli belirlenmelidir. Bu formülde yer alan normal getiri; piyasa modeli, sabit beklenen getiri modeli, sermaye varlıklarını fiyatlandırma modeli,

arbitraj fiyatlama modeli gibi modellerden biri kullanılarak hesaplanabilir (Kaderli ve Demir, 2009). Bu çalışmada benzer bir çalışmada olduğu gibi (Sakarya ve Sezgin, 2015) pazar endeksi getiri oranı kullanılmıştır. Pazar Getiri Oranı'nın hesaplanmasında BIST 100 Endeksi günlük kapanış değerleri kullanılmış ve pazar getirileri yukarıdaki eşitlik (3) yardımı ile hesaplanmıştır.

Olay çalışması yönteminde amaç, olayın olduğu tarihten önceki ve sonraki günlerde, Ortalama Anormal Getiri (Average Abnormal Return - AAR) ve Kümülatif Anormal Getiri (Cumulative Abnormal Return - CAR) hesaplanmasıdır. Bu noktada AAR ve CAR üç aşamalı bir analiz ile hesaplanabilmektedir (Tuominen, 2005).

Aşama 1: Uygulamaya konu olan her bir i şirketinin her bir t günü için, fiili getiri oranları (R_{it}) ile pazar getiri oranı (R_{mt}) arasındaki fark alınmak suretiyle, anormal getiri hesaplanır (AR_{it}). Bu durum yukarıdaki eşitlik (1) de gösterilmiştir.

Aşama 2: Elde edilen her bir anormal getiri, uygulamaya konu olan şirket sayısına bölünerek, Ortalama Anormal Getiri (AAR) hesaplanır.

$$AAR_{it} = \sum_{i=1}^N \left(\frac{1}{N} \right) AR_{it} \quad (4)$$

Aşama 3: Hesaplanan ortalama anormal getiriler (AAR_{it}), sırasıyla birbirleriyle toplanarak, Kümülatif Anormal Getiriler (CAR) elde edilir.

$$CAR_{it} = \sum_{i=1}^N (AAR_{it}) \quad (5)$$

Çalışma içerisinde Varlık Fonuna devredilen firmaların buldukları Pazar içerisinde anormal getiri (AR) sağlayıp sağlamadıkları bulunarak kümülatif getiriler (CAR) hesaplanacaktır. Elde edilen bulgular ile değerlendirme sonucu aşağıdaki hipotezler sınanacaktır.

H0 Hipotezi: Firmaların Varlık Fonu'na devredilmelerine ilişkin bakanlar kurulu kararlarının, firma hisse senedi getirisine hiçbir etkisi yoktur.

H0 CAR = 0 şeklinde ifade edilir. Bu durumda Kümülatif ortalama anormal getiriler 0' a eşittir. Hipotezin kabulü halinde, piyasa yarı güçlü formda etkindir ve anormal getiri söz konusu değildir.

H1 Hipotezi: Firmaların Varlık Fonu'na devredilmelerine ilişkin bakanlar kurulu kararlarının, firma hisse senedi getirisine etkisi vardır.

H1 CAR > 0 şeklinde ifade edilir. Alternatif hipotezdir. Hipotezin kabulü halinde, piyasa yarı güçlü formda etkin değildir ve anormal getiriler söz konusudur.

Çalışmada H0 hipotezi test edilerek BIST' in yarı güçlü formda etkin olup olmadığı araştırılmıştır.

1.1. Bulgular ve Değerlendirme

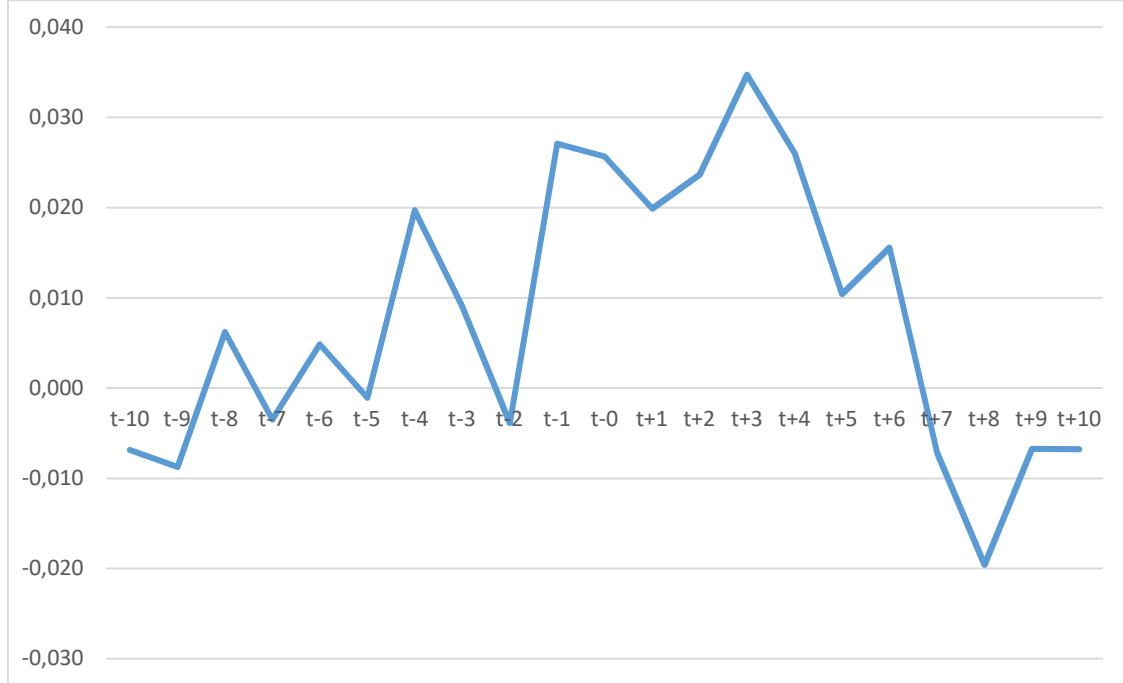
Firmaların Varlık Fonu'na devredilmeleri ile ilgili Bakanlar Kurulu kararından sonra 10 gün öncesi ve 10 gün sonrası dikkate alınarak firmaların günlük fiili getirileri hesaplanmıştır. Bu oranlar vasıtası ile firmalara ait ortalama anormal getiriler (AARit) ve kümülatif anormal getiriler (CARit) bulunmuştur. Elde edilen veriler aşağıdaki Tablo 4'te sunulmuştur.

Tablo 4: Varlık Fonuna Devredilen Firmaların Ortalama Anormal ve Kümülatif Getirileri

FİRMA	TTKOM	THYAO	HALKB	Ort. Anr. Get.	Küm. Ort. Anr. Get.
OLAY ZAMANI	Arit(%)	Arit(%)	Arit(%)	AARit(%)	CARit(%)
t-10	-0,015	-0,002	-0,004	-0,007	-0,007
t-9	0,002	0,002	-0,010	-0,002	-0,009
t-8	-0,001	0,044	0,002	0,015	0,006
t-7	-0,002	-0,013	-0,014	-0,010	-0,003
t-6	0,007	0,012	0,006	0,008	0,005
t-5	-0,004	-0,022	0,008	-0,006	-0,001
t-4	0,004	0,018	0,040	0,021	0,020
t-3	-0,001	-0,011	-0,019	-0,011	0,009
t-2	-0,066	0,013	0,013	-0,013	-0,004
t-1	0,081	-0,001	0,013	0,031	0,027
t-0	0,011	-0,011	-0,004	-0,001	0,026
t+1	-0,010	-0,003	-0,005	-0,006	0,020
t+2	-0,003	-0,009	0,023	0,004	0,024
t+3	-0,004	0,025	0,011	0,011	0,035
t+4	-0,015	-0,007	-0,005	-0,009	0,026
t+5	-0,016	-0,014	-0,016	-0,016	0,010
t+6	-0,012	0,012	0,015	0,005	0,016
t+7	-0,022	0,009	-0,055	-0,023	-0,007
t+8	-0,013	-0,015	-0,009	-0,012	-0,020
t+9	0,026	0,004	0,009	0,013	-0,007
t+10	-0,003	-0,002	0,005	0,000	-0,007

Şekil 3'te ise Varlık Fonu'na devredilen firmaların kümülatif anormal getirilerinin olay tarihinden 10 gün önce (t-10) ve 10 gün sonraki (t+10) zaman dilimi içinde sıfırdan farklılıklar gösterdiği tespit edilmiştir.

Şekil 3: Varlık Fonu'na Devredilen Firmaların Kümülatif Anormal Getirileri



Sonuçlara göre 3 firmanın kümülatif anormal getirilerin olay tarihinden 2 gün önce (t-2) pozitif yönlü olduğu ve olayın gerçekleştiği günün öncesinde (t-1) negatif ivme kazandığı, olay günü (t-0) negatif yönün devam ettiği görülmüştür. Kümülatif anormal getiriler (t+1) ve (t+3) arasında pozitif yönlü tırmanışa geçmiş ve (t+3) olay penceresinin en yüksek değerine ulaşmıştır. Takip eden (t+4) ve (t+10) arası süreçte genel olarak negatif yönlü kümülatif anormal getiri görülmektedir.

CAR > 0 şeklinde ifade edilebilen bu durumda, Varlık Fonuna devredilmeye dair bakanlar kurulu kararları ile devredilen firmalara ait hisse senetlerinden anormal getiriler elde etmek söz konusu olabilir.

Bu çıktılar Varlık Fonu'na devredilmenin firmaların hisse senedi getirisine etkisi vardır alternatif hipotezini doğrulamaktadır. Bu veriler piyasanın yarı güçlü formda etkin olmadığını göstermektedir. Etkin piyasalar hipotezine göre, piyasanın etkinliği kamuya açıklanan bilgilerin, ilgili firmanın hisse senedi getirisini etkilememesi yani duyurulan bilgilerle ilgili firmaların hisse senetlerinden anormal getiriler elde edilememesi gerekmektedir. Dolayısı ile bir firmanın özel bir bilgisinin kamuoyu ile paylaşılmasında bilginin niteliğine göre firmanın hisse getirilerinden anormal bir yükseliş veya düşüş gerçekleşiyorsa o piyasa yarı güçlü formda etkin değildir(Sakarya, 2011).

SONUÇ VE ÖNERİLER

Emtia dışı kaynaklarla oluşacak Türkiye Varlık Fonu'nun dünya varlık fonlarının yol göstericiliğinde önemli projelere ve ekonomik büyümeye katkı sağlayacağı açıktır. Günümüz Türkiye'sinin öncesinde özellikle yakın geçmişimizde Ülkemiz kaynak sağlanamaması nedeni ile üretim süreçlerini etkinleştirememiş, daha yüksek refah düzeyine ulaşabilmek adına gerekli alt yapı çalışmalarını gerçekleştirememiştir. Türkiye Varlık Fonu'nun kuruluşu bu bakımdan önemli fırsatlar sunacağı açıktır. Bununla birlikte Varlık Fonu'nun etkin işlemesi finansal kriz ve ekonomik dalgalanmaların önünü kesecek ve etkisini azaltacaktır. Stratejik yatırımlar finansman sıkıntıları nedeniyle ertelenmeyecek, dışa bağımlılık azalacak ve dev projelere kaynak sağlanacaktır.

Fonun kaynağını oluşturan ve özelleştirme idaresi kapsamında bulunarak varlık fonuna devredilen varlıklar açısından değerlendirildiğinde özellikle borsa ve hisse getirileri üzerinden fona devredilmenin yatırımcı gözünde nasıl bir etkisinin olduğu gözlemlenmiştir. Bazı çevrelerce Varlık fonuna devredilen varlıkların değeri ve statüsü ile ilgili yapılan spekülasyon söylemlere rağmen yapılan çalışmada çok büyük anormal getirilere rastlanılmamıştır. Anormal getirilerin büyük olmaması ile birlikte fona devredilme zamanı (t-0) ve (t-10) ile (t+10) arası yapılan incelemede sürekli negatif veya sürekli pozitif yönlü bir anormal getirinin de söz konusu olmadığı gözlemlenmiştir. Ancak bu durum anormal getirinin söz konusu olmadığı şeklinde anlaşılmalıdır. Çalışma sonucu elde edilen bulgular ile Kümülatif anormal getirilerin 0'dan farklı olduğu ($CAR > 0$) sonucuna ulaşılmış ve H_0 hipotezi reddedilerek alternatif H_1 hipotezi kabul edilmiştir.

KAYNAKÇA

Allen, M. ve Caruana, J. (2008), “Sovereign Wealth Funds - A Work Agenda”, IMF, <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf> (Erişim: 10/08/2018).

Aykın, H.(2014), “*Ulusal Refah Fonlarının Ekonomik Güvenlik Perspektifi İle Analizi*”. Çevrimiçi Dosya: <https://vergidosyasi.com/2017/02/07/ulusal-refah-fonlarinin-varlik-fonlari-ekonomik-guvenlik-perspektifi-ile-analizi/> (Erişim Tarihi: 20.05.2017)

Dedeoğlu, E. (2016), “*Kamu Mali Yönetiminde Neler Oluyor? : Varlık Fonu ve Tamamlayıcı Ödenek*” Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı Dergisi, Eylül 2016, Sayı:29.

DoT, (2007), “Sovereign Wealth Funds”, *Report to Congress on International Economic and Exchange Rate Policies*, Washington, D.C.:Department of TheTreasury.

Ergün C. (2007), *Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Işığında Ortak Girişimler*, Yüksek Lisans Tezi Kadir Has Üniversitesi, İstanbul.

Güçlü, M. (2018), “*Ulusal Varlık Fonları: Türkiye Ekonomisi İçin Bir Değerlendirme*”, Ege Stratejik Araştırmalar Dergisi Cilt:9, Sayı:1, 39-53.

Hacıhasanoğlu, E. ve Soydaş, U. (2010), “*Yeniden Tasarlanan Finansal Mimaride Ulusal Varlık Fonlarının Rolü*” Celal Bayar Üniversitesi S.B.E. Sosyal Bilimler Yıl : 2010 Cilt :8 Sayı :1 S.97-114.

Kaderli, Y. ve Demir, S. (2009) Yatırım Kararı Duyurularının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesi: Olay Etüdü Yöntemi. ISMMMO Mali Çözüm Dergisi, 91,45-66.

Karagöl, E. ve Koç. Y. “*Dünyada ve Türkiye’de Varlık Fonu*” SETA Analiz Dergisi Eylül 2016 Sayı: 169, S. 7-24.

Kayıran, M. (2016), “*Türkiye Varlık Fonu’nun Kuruluş Amaçları ve Yapısı Üzerine Bir Değerlendirme*” Eğitim Bilim Toplum Dergisi, Cilt:14, Sayı: 56 Güz: 2016 Sayfa: 55-90.

Sakarya, Ş. (2011), “*İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Şirketlerin Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Olay Çalışması (Event Study) Yöntemi ile Analizi*” Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt;7, Sayı;13, ss. 147-162.

Sakarya, Ş., ve Sezgin, H. (2015), Sendikasyon Kredisi Kullanımının Bankaların Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: Olay Çalışması Yöntemiyle BİST’de Bir Uygulama. TBB Bankacılar Dergisi, Sayı;92, ss.5-24.

Sovereign Wealth Fund Institute, Sovereign Wealth Fund Assets Map. <http://www.swfinstitute.org/sovereignwealthmap.html>, (Erişim tarihi: 18 Mayıs 2017).

SWFI, Sovereign Wealth Fund Rankings, <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings>, (Erişim tarihi: 18 Mayıs 2017).

SWFI (Sovereign Wealth Fund Institute) Çevrimiçi Kaynak: www.swfinstitute.org ve Morgan Stanley (Erişim Tarihi: 20.05.2017).

TBMM (2016), “Türkiye Varlık Fonu Kurulması ile Bazı Kanun ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun Tasarısı ile Gerekçesi”, 1 Ağustos 2016. <http://www2.tbmm.gov.tr/d26/1/1-0750.pdf> . Son Erişim Tarihi: 25.5. 2017.

Tuominen, T. (2005). Corporate Layoff Announcements and Shareholder Value: Empirical Evidence from Finland. Master’s Thesis, Department of Business Administration, Lappeenranta University of Technology, Kuala Lumpur.

Resmi Gazete(2016), Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketinin Kurulması İle Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun, Sayı;29813, 26 Ağustos 2016.

Resmi Gazete(2016), Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketinin Yapısına ve İşleyişine İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Karar, Sayı;29429, 9 Kasım 2016.

<http://www.turkiyevarlikfonu.com.tr/TR/Portfoy/5> (Erişim Tarihi: 25.05.2017)

<https://www.paragaranti.com/borsa> (Erişim Tarihi: 25.05.2017)