T.C.

İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

PARA, SERMAYE PİYASALARI VE FİNANSAL KURUMLAR BİLİM DALI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

TÜRKİYE'DEKİ BİREYSEL EMEKLİLİK YATIRIM FONLARININ SERMAYE PİYASASI ARAÇLARIYLA KARŞILAŞTIRMALI PERFORMANS DEĞERLENDİRMESİ

DERVİŞ EMRE ATABEY

2501140752

TEZ DANIŞMANI

DR. ÖĞR. ÜYESİ ARİF SALDANLI

İSTANBUL - 2018

T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

YÜKSEK LİSANS
TEZ ONAYI

ÖĞRENCİNİN;

Adı ve Soyadı	:	DERVİŞ EMRE ATABEY	**Numarası**	:	2501140752
Anabilim Dalı / Anasanat Dalı / Programı	:	PARA, SERMAYE PİYASALARI VE FİNANSAL KURUMLAR	**Danışmanı**	:	DR. ÖĞR. ÜY. ARİF SALDANLI
Tez Savunma Tarihi	:	02.08.2018	**Saati**	:	14:00
Tez Başlığı	:	"TÜRKİYE'DEKİ BİREYSEL EMEKLİLİK YATIRIM FONLARININ SERMAYE PİYASASI ARAÇLARIYLA KARŞILAŞTIRILMALI PERFORMANS DEĞERLENDİRMESİ"			

TEZ SAVUNMA SINAVI, İÜ Lisansüstü Eğitim-Öğretim Yönetmeliği'nin **36. Maddesi** uyarınca yapılmış,
sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin **KABULÜNE** OYBİRLİĞİ / ~~OYÇOKLUĞUYLA~~ karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
1- DR. ÖĞR. ÜY. ARİF SALDANLI		KABUL
2- DR. ÖĞR. ÜY. HAKAN BEKTAŞ		KABUL
3- DR. ÖĞR. ÜY. ALİ KABLAN		KABUL

YEDEK JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
1- DR. ÖĞR. ÜY. BURÇAY YAŞAR AKÇALI		
2- DR. ÖĞR. ÜY. MUHAMMET TIRAŞOĞLU		

ÖZ

TÜRKİYE'DEKİ BİREYSEL EMEKLİLİK YATIRIM FONLARININ SERMAYE PİYASASI ARAÇLARIYLA KARŞILAŞTIRMALI PERFORMANS DEĞERLENDİRMESİ

DERVİŞ EMRE ATABEY

Bu tezin amacı, Türkiye'de uygulanmakta olan bireysel emeklilik sistemi dahilinde faaliyet gösteren emeklilik yatırım fonlarının performanslarını değerlendirmek ve bu değerlendirmelerle birlikte sistemin gelişmesine katkıda bulunacak öneriler sunmaktır.

Çalışmada, bireysel emeklilik yatırım fonu türlerinden esnek, kıymetli maden, kamu borçlanma (Türk Lirası), kamu borçlanma (yabancı para), likit ve hisse senedi fonları özelinde değerlendirmeler yapılmıştır. Bununla beraber, bireysel emeklilik yatırım fonlarının genel performansı, alternatif sermaye piyasası araçlarıyla karşılaştırılmıştır. Söz konusu alternatif sermaye piyasası araçları; 2 yıllık, 5 yıllık ve 10 yıllık tahviller ve BIST100 verilerinden oluşmaktadır. Aynı zamanda devlet katkısı performansları ve TÜFE oranlarıyla yapılan karşılaştırmalar da ilgili performans değerlendirmelerinde yer bulmuştur.

Performans ölçüm yöntemi olarak Sharpe Oranı, Treynor Endeksi ve Jensen Ölçütü (Alfa) kullanılmıştır. Değerlendirmede yer alan emeklilik yatırım fonlarının 2013 – 2017 yılları arasındaki verileri kullanılarak ilgili karşılaştırmalar yapılmıştır.

Çalışmanın sonucuna bakıldığında, bireysel emeklilik sisteminde faaliyet gösteren emeklilik yatırım fonlarının alternatif yatırım araçlarına göre performanslarının düşük olduğu görülmektedir. Ancak devlet katkısı desteği ile bu getiri kaybının tolere edilmeye çalışıldığı görülmektedir.

Anahtar Kelimeler: Bireysel Emeklilik Sistemi, Bireysel Emeklilik Yatırım Fonları, Performans Değerlendirmesi

ABSTRACT

COMPARATIVE PERFORMANCE EVALUATION OF INDIVIDUAL PENSION MUTUAL FUNDS IN TURKEY WITH CAPITAL MARKET INSTRUMENTS

DERVİŞ EMRE ATABEY

The aim of this thesis is to evaluate the performance of individual pension mutual funds operating within the individual pension system is being implemented in Turkey and to offer suggestions that will contribute to the development of the system with this assessment.

In the study, individual pension mutual fund types were evaluated in terms of flexible, precious metals, government debt (Turkish Lira), government debt (foreign currency), liquid and stock funds. Nevertheless, the overall performance of individual pension mutual funds has been compared with alternative capital market instruments. In other words, alternative capital market instruments; 2 years, 5 years and 10 years bonds and BIST100 data. At the same time, comparisons with state contribution performances and CPI rates were also included in the relevant performance evaluations.

Sharpe ratio, Treynor index and Jensen criterion (Alpha) were used as performance measurement methods. Comparisons were made using the data from the individual pension mutual funds in the evaluation between 2013 and 2017.

Based on the results of the study, it is observed that individual pension mutual funds operating in the individual pension system have a lower performance than alternative investment instruments. However, it is observed that the loss of this income is tried to be overcome by the contribution of the state contribution.

Keywords: Individual Pension System, Individual Pension Mutual Funds, Performance Evaluation

ÖNSÖZ

Bireysel emeklilik sistemi, bireylerin tasarruf etmelerini ve ileride yaşanabilecek gelir kayıplarını önlemelerini sağlayan, sosyal güvenlik sisteminin tamamlayıcısı niteliğinde olan ve yasayla düzenlenmiş bir sistemdir.

Bireysel emeklilik sistemi, katılımcılarına portföy tercihlerinde özgürlük hakkı sağlamaktadır. Böylece katılımcılar kendi yatırım stratejilerine göre farklı fon portföyleri oluşturabilmektedir. Bu fon portföylerinin yönetimi, alanlarında uzmanlaşmış portföy yönetim şirketlerince yapılmaktadır. Böylece bireyler bireysel emeklilik sistemi dahilinde bulunan varlıklarının getiri performanslarını daha iyi seviyelerde tutabilmektedir.

Bu çalışmada bireysel emeklilik yatırım fonlarının türlerine göre performansları değerlendirilmiş ve alternatif sermaye piyasası araçlarına bir seçenek olabilmesi için gerekli pozitif etkinin sağlanıp sağlanmadığı irdelenmiştir.

Bu çalışmanın gerçekleştirilmesinde destek sağlayan, öneri ve görüşleriyle katkıda bulunan tez danışmanım Dr. Öğr. Üyesi Arif Saldanlı'ya ve yardımlarını esirgemeyen aileme teşekkür ederim.

Derviş Emre Atabey

12.07.2018

İÇİNDEKİLER

ÖZ ..... **iii**

ABSTRACT ..... **iv**

ÖNSÖZ ..... **v**

TABLOLAR LİSTESİ ..... **x**

GRAFİKLER LİSTESİ ..... **xi**

KISALTMALAR LİSTESİ ..... **xii**

GİRİŞ **1**

BİRİNCİ BÖLÜM

SOSYAL GÜVENLİK KAVRAMI VE BİREYSEL EMEKLİLİK SİSTEMİ

1.1. Sosyal Güvenlik Kavramı 3

1.1.1. Sosyal Güvenlik Sistemi'ndeki Emeklilik Uygulamaları 3

1.2. Bireysel Emeklilik Sistemi 4

1.2.1. Dünyada Bireysel Emeklilik Sistemi 5

1.2.1.1. Dünyada Özel Emeklilik Sistemi Verileri 6

1.2.2. Türkiye'de Bireysel Emeklilik Sistemi 13

1.2.2.1. Bireysel Emeklilik Sistemi'nde Yaşanan Gelişmeler 15

1.2.2.1.1. Devlet Katkısı 15

1.2.2.1.1.1. Devlet Katkısına Hak Kazanma 16

1.2.2.1.1.2. Devlet Katkısı Hakkında Sayısal Veriler 17

1.2.2.1.2. Otomatik Katılım Sistemi 19

1.2.2.1.2.1. Otomatik Katılım Sistemi'nde Katkı Payı Hesaplaması 20

1.2.2.1.2.2. Otomatik Katılım Sistemi'nin Avantajları 21

1.2.2.1.2.3. Otomatik Katılım Sistemi Hakkında Beklentiler 21

1.2.2.2. Bireysel Emeklilik Sistemi Temel Göstergeleri 22

1.2.2.3. Bireysel Emeklilik Yatırım Fonları 25
1.2.2.3.1. Bireysel Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluşu 26
1.2.2.3.2. Bireysel Emeklilik Yatırım Fonu Portföyü 27
1.2.2.3.3. Bireysel Emeklilik Yatırım Fonu Türleri 28
1.2.2.3.3.1. Gelir Amaçlı Fonlar 28
1.2.2.3.3.2. Büyüme Amaçlı Fonlar 30
1.2.2.3.3.3. Para Piyasası Fonları 31
1.2.2.3.3.4. Kıymetli Madenler Fonları 31
1.2.2.3.3.5. İhtisaslaşmış Fonlar 32
1.2.2.3.3.6. Diğer Fonlar 32

İKİNCİ BÖLÜM

PORTFÖY KAVRAMI, PORTFÖY PERFORMANSININ ÖLÇÜLMESİ VE SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI

2.1. Portföy ve Portföy Yönetimi 33
2.1.1. Modern Portföy Teorisi 34
2.2. Bireysel Emeklilik Sistemi Portföy Performansı Ölçümü 34
2.2.1. Portföy Performansının Ölçülmesi 35
2.2.1.1. Portföy Performansının Ölçülmesinde Kullanılan Yöntemler 36
2.2.1.1.1. Sharpe Oranı 36
2.2.1.1.2. Treynor Endeksi 37
2.2.1.1.3. Jensen Ölçütü 38
2.2.1.1.4. Modigliani Ölçütü 38
2.3. Sermaye Piyasası Araçları 39
2.3.1. Hisse Senetleri (Pay Senetleri) 40
2.3.2. Katılma İntifa Senetleri 40
2.3.3. Tahviller 41

2.3.4. Bonolar 41
2.3.5. Varantlar 41
2.3.6. Gayrimenkul Sertifikaları 42
2.3.7. Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler 42
2.3.8. Kira Sertifikaları 42
2.3.9. Türev Araçlar 43
2.3.10. Teminatlı Menkul Kıymetler 43
2.3.11. Yabancı Sermaye Piyasası Araçları 43

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DEKİ BİREYSEL EMEKLİLİK YATIRIM FONLARININ PERFORMANS DEĞERLENDİRMESİ

3.1. Uygulamanın Kapsamı 45
3.2. Uygulamanın Yöntemi 46
3.2.1. Risksiz Faiz Oranı 47
3.2.2. Fon Performansı Değerlendirmesinde Kullanılan Göstergeler 47
3.3. Bireysel Emeklilik Yatırım Fonlarının Performans Değerlendirmelerinin Sonuçları 48
3.3.1. 2013 Yılı Performans Değerleri 48
3.3.2. Bireysel Emeklilik Yatırım Fonlarının 2013 Yılı Performans Değerlendirmeleri 50
3.3.3. 2014 Yılı Performans Değerleri 50
3.3.4. Bireysel Emeklilik Yatırım Fonlarının 2014 Yılı Performans Değerlendirmeleri 52
3.3.5. 2015 Yılı Performans Değerleri 52
3.3.6. Bireysel Emeklilik Yatırım Fonlarının 2015 Yılı Performans Değerlendirmeleri 54

3.3.7. 2016 Yılı Performans Değerleri 54
3.3.8. Bireysel Emeklilik Yatırım Fonlarının 2016 Yılı Performans Değerlendirmeleri 56
3.3.9. 2017 Yılı Performans Değerleri 56
3.3.10. Bireysel Emeklilik Yatırım Fonlarının 2017 Yılı Performans Değerlendirmeleri 58
3.4. Bireysel Emeklilik Yatırım Fonlarının Alternatif Sermaye Piyasası Araçlarıyla Karşılaştırması 58
3.4.1. 2013 Yılı Getiri ve Verim İstatistikleri ve Değerlendirmeleri 59
3.4.2. 2014 Yılı Getiri ve Verim İstatistikleri ve Değerlendirmeleri 59
3.4.3. 2015 Yılı Getiri ve Verim İstatistikleri ve Değerlendirmeleri 60
3.4.4. 2016 Yılı Getiri ve Verim İstatistikleri ve Değerlendirmeleri 61
3.4.5. 2017 Yılı Getiri ve Verim İstatistikleri ve Değerlendirmeleri 62
3.5. Bireysel Emeklilik Yatırım Fonları Getirilerinin Döviz Sepeti ve TÜFE'ye Göre Değerlendirmeleri 62
3.5.1. Bireysel Emeklilik Yatırım Fonları Getirilerinin Döviz Sepetine Göre Değerlendirmeleri 63
3.5.2. Bireysel Emeklilik Yatırım Fonları Getirilerinin TÜFE'ye Göre Değerlendirmeleri 64
3.5.3. Devlet Katkısı Fonlarının Getiri Değerlendirmeleri 65
SONUÇ 66
KAYNAKÇA 69

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1: Özel Sektör Çalışanlarının Otomatik Katılım Sistemi'ne Dahil Olma Kademeleri 20
Tablo 2: Bireysel Emeklilik Yatırım Fonu Türleri 28
Tablo 3: Bireysel Emeklilik Fonlarının 2013 Yılı Performans Değerleri 49
Tablo 4: Bireysel Emeklilik Fonlarının 2014 Yılı Performans Değerleri 51
Tablo 5: Bireysel Emeklilik Fonlarının 2015 Yılı Performans Değerleri 53
Tablo 6: Bireysel Emeklilik Fonlarının 2016 Yılı Performans Değerleri 55
Tablo 7: Bireysel Emeklilik Fonlarının 2017 Yılı Performans Değerleri 57
Tablo 8: 2013 Yılı Getiri ve Verim İstatistikleri 59
Tablo 9: 2014 Yılı Getiri ve Verim İstatistikleri 60
Tablo 10: 2015 Yılı Getiri ve Verim İstatistikleri 60
Tablo 11: 2016 Yılı Getiri ve Verim İstatistikleri 61
Tablo 12: 2017 Yılı Getiri ve Verim İstatistikleri 62
Tablo 13: Bireysel Emeklilik Yatırım Fonlarının 2013 – 2017 Yıllarına Ait Getiri İstatistikleri 63
Tablo 14: Döviz Sepetinin 2013 – 2017 Yıllarına Ait Getiri İstatistikleri 63
Tablo 15: 2013 – 2017 Yılları Arasındaki Bireysel Emeklilik Yatırım Fonları Aylık Ortalama Getirisi ve Aylık Ortalama TÜFE Rakamları 64
Tablo 16: Devlet Katkısı Fonlarının 2013 – 2017 Yılları Arasındaki Aylık Getiri İstatistikleri 65

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 1: Finanse Edilen ve Özel Emeklilik Planlarında Yer Alan Varlıkların Yıllara Göre OECD Bölgesindeki Dağılımı 8
Grafik 2: OECD Ülkelerindeki Finansman Kaynaklı ve Özel Emeklilik Düzenlemelerinde Bulunan Toplam Varlıkların 2006 ve 2016 Yılındaki GSYH'ye Oranları (Yüzde) 10
Grafik 3: Seçili OECD Dışı Ülkelerdeki Finansman Kaynaklı ve Özel Emeklilik Düzenlemelerinde Bulunan Toplam Varlıkların 2006 ve 2016 Yılındaki GSYH'ye Oranları (Yüzde) 12
Grafik 4: Yıllar İtibarıyla Devlet Katkısı Fon Tutarı ve Katılımcı Sayısı 18
Grafik 5: Otomatik Katılım Sistemi Dahilindeki Çalışan Sayısı ve Toplam Fon Tutarları 22
Grafik 6: Bireysel Emeklilik Sistemi'ndeki Katılımcı Sayıları, Sözleşme ve Sertifika Sayıları 23
Grafik 7: Yıllar İtibarıyla Katkı Payı ve Fon Tutarı Hareketleri 24
Grafik 8: Fon Büyüklüklerine Göre Fon Grupları Dağılımı 46

KISALTMALAR LİSTESİ

ABD : Amerika Birleşik Devletleri

BES : Bireysel Emeklilik Sistemi

BİST : Borsa İstanbul

CPI : Consumer Price Index

EUR : Euro

EGM : Emeklilik Gözetim Merkezi

GSYH : Gayri Safi Yurtiçi Hasıla

İMKB : İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

KYD : Kurumsal Yatırımcılar Derneği

OECD : Organisation for Economic Co-operation and Development

SPK : Sermaye Piyasası Kurulu

TBMM : Türkiye Büyük Millet Meclisi

TCMB : Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası

TFRS : Türkiye Finansal Raporlama Standartları

TMS : Türkiye Muhasebe Standartları

TÜFE : Tüketici Fiyat Endeksi

TL : Türk Lirası

USD : United States Dollar

YP : Yabancı Para

GİRİŞ

Dünya'da uygulanan sosyal güvenlik sistemleriyle beraber bireylerin mevcutta ve gelecekte karşılaşabileceği kayıplar indirgenmeye çalışılmaktadır. Ancak sosyal güvenlik sistemlerinde karşılaşılan problemler, alternatif sistemlerin uygulanmasına zemin hazırlamaktadır.

Ülkemizdeki sosyal güvenlik sisteminde yaşanan problemlerle birlikte sistemin tamamlayıcısı olarak uygulanmaya başlayan bireysel emeklilik sistemi, bireylerin tasarruf etmesi ve ileride yaşayabilecekleri gelir kayıplarını önlemek adına yürütülen önemli bir uygulama olmuştur.

Bireysel emeklilik sistemi 2003 yılında uygulanmaya başlamıştır ve uygulanmaya başladığından itibaren katılımcı sayısı ve toplam fon tutarları artış sergilemiştir. Sistemde yapılan düzenlemelerle beraber bireyler sisteme katılıma teşvik edilmekte ve tasarruf seviyesinin arttırılması hedeflenmektedir. Sistemde yapılan önemli düzenlemelere, 2013 yılında getirilen devlet katkısı ve 2017 yılında uygulanmaya başlanan Otomatik Katılım Sistemi yer verilebilir.

Bireysel emeklilik sisteminde katılımcılar, yatırımlarını bireysel emeklilik yatırım fonları aracılığıyla yapmaktadırlar. Farklı türlere ayrılan bireysel emeklilik yatırım fonlarının, farklı risk seviyeleri bulunmaktadır ve fon türleri, buna bağlı olarak farklı getiri düzeylerine sahip olmaktadırlar. Kanunlara tabi olarak belirlenen emeklilik yatırım fonlarının portföyünde farklı yatırım enstrümanları bulunmaktadır. Bireyler kendi yatırım stratejilerine göre bu enstrümanlar arasında tercih yapabilmekte ve portföylerini yönetebilmektedirler.

Emeklilik yatırım fonlarının bağlı olduğu enstrümanların performansları, bireylerin sistemden elde edecekleri getiri seviyelerinde önemli rol oynamaktadır. Zaman içinde farklı getiri performansları sergileyen bu yatırım enstrümanlarının tercihi bu noktada önemli bir husus olmaktadır. Yönetimi, portföy yönetim şirketleriyle yürütülen emeklilik yatırım fonlarının, getiri anlamında alternatif yatırım araçlarına göre daha iyi seviyede olması beklenmektedir. Bu bağlamda, çalışmada

emeklilik yatırım fonlarının alternatif yatırım araçlarıyla karşılaştırmasına yer verilmiştir.

Çalışmanın birinci bölümünde Türkiye'de ve dünyada uygulanan bireysel emeklilik sistemleri üzerinde durularak sistemin işleyişi, özellikleri ve istatistiksel verileri üzerinde durulmuştur. İkinci bölümde, portföy teorisine değinilerek emeklilik yatırım fonlarının performans değerlendirmelerinde kullanılan yöntemlere yer verilmiştir. Üçüncü bölümde ise 2013 – 2017 yılları arası emeklilik yatırım fonları performansları, performans ölçüm yöntemleriyle hesaplanmıştır. İlgili sonuçlar tablolarla gösterilmiş ve yorumlanmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

SOSYAL GÜVENLİK KAVRAMI VE BİREYSEL EMEKLİLİK SİSTEMİ

İnsanlık tarihinde bir ihtiyaç haline dönüşen "sigorta" kavramı, insanların ileride karşılaşabileceklere risklere karşın korunmalarını sağlayan önemli bir araçtır. Sigorta, önceden ödenen bir bedel karşılığında, bir kişinin veya bir malın gelecekte karşılaşabileceği herhangi bir zararı gidermek için yapılan sözleşmeye denir. Tez çalışmasında sigorta kavramından yola çıkarak insanların geleceğini güvence altına alma taleplerini karşılayabilen sosyal güvenlik kavramına ve bireysel emeklilik sistemine yer verilmiştir.

1.1. Sosyal Güvenlik Kavramı

Sosyal güvenlik, çeşitli kamusal önlemler ile birlikte hastalık, doğum, iş kazası, işsizlik, iş göremezlik, yaşlılık, ölüm gibi riskler sebebiyle ortaya çıkabilecek ekonomik ve sosyal problemlere karşı toplumun kendini koruma altına almasıdır. Bireylerin bu problemlerle karşılaşmaları gelirlerinin azalması, giderlerinin artması gibi sonuçlara sebebiyet verebilir. Bu tip risklerden hastalık, yaşlılık ve sakatlık gibi fizyolojik riskler çalışma gücünü olumsuz yönde etkilerken, işsizlik ise çalışma gücü kullanımını önlemektedir. Bu risklere maruz kalan bireyler, geçici veya sürekli olarak gelirden yoksun kalmakta ve ekonomik olarak güvensizlik yaşamaktadırlar. Bu nedenle sosyal güvenlik uygulamalarının temelini ekonomik, sosyal ve fizyolojik risklerin bireyler üzerindeki olumsuz etkilerinin giderilmesi oluşturmaktadır.[1]

1.1.1. Sosyal Güvenlik Sistemi'ndeki Emeklilik Uygulamaları

Sosyal güvenlik sisteminin sağladığı emeklilik fonksiyonuyla bireyler ileride yaşayabilecekleri gelir problemlerine karşın korunmaktadırlar. Emeklilik sistemlerinde yapılan reformlarla birlikte çok basamaklı emeklilik sistemleri uygulanmaya başlanmıştır. Kamu tarafından yürütülen tek basamaklı emeklilik

[1] Güvercin, Cemal Hüseyin, 2004, "Sosyal Güvenlik Kavramı ve Türkiye'de Sosyal Güvenliğin Tarihçesi", **Ankara Üniversitesi Tıp Fakültesi Mecmuası**, Cilt: 57, Sayı: 2, s. 89-95.

sistemlerinden kamunun, işverenin ve özel emeklilik şirketlerinin ortaklaşa sorumluluk üstlendiği çok basamaklı sistemlere geçilmiştir. Bu emeklilik sistemleri, günümüzde temel olarak üç basamaktan oluşmaktadır.[2] Bu basamaklar şunlardır:

1. Basamak Emeklilik Sistemi: Öncelikle yoksulluğun azaltılmasına odaklanan, emeklilik zamanındaki maaş miktarının önceden tanımlandığı, devlet tarafından yönetilen emeklilik sistemidir. Katılım zorunlu olup çalışanlardan toplanan primler, eş zamanlı olarak emeklileri finanse etmek için kullanılır.

2. Basamak Emeklilik Sistemi: Son yıllarda ülkemizin de dahil olduğu gelişmekte olan ülkelerde yaygınlaşan, zorunlu bireysel tasarruf hesaplarının bulunduğu, işveren ve çalışanlardan toplanan katkıların çalışanların yararına oluşturulan fonlarda değerlendirildiği işveren bazlı emeklilik sistemidir.[3]

3. Basamak Emeklilik Sistemi: Gönüllülük esasına dayalı, ülkemizde de uygulanmakta olan, emeklilik döneminde katılımcılara ek gelir sağlamak ve katılımcıları tasarrufa yönlendirmek amacı taşıyan, özel emeklilik şirketleri tarafından yönetilen emeklilik sistemidir.

1.2. Bireysel Emeklilik Sistemi

Bireysel Emeklilik Sistemi, bireylerin gelir elde ettikleri dönemdeki refah düzeyini korumak ve yükseltmek amacıyla oluşturulan bir sistemdir. Bireyler bu sistemle, yaptıkları tasarruflar ve bu tasarruflardan oluşan birikimlerle birlikte emeklilik döneminde gelir elde ederler.

BES ile bireyler, mevcuttaki kamu sosyal güvenlik sistemiyle birlikte emeklilik döneminde bu sistemi tamamlayıcı bir gelir elde etme imkanına sahip olurlar.

---

[2] Özel, Özgür, Yalçın, Cihan, Şubat 2013, "Yurtiçi Tasarruflar ve Bireysel Emeklilik Sistemi: Türkiye'deki Uygulamaya İlişkin Bir Değerlendirme", **T.C. Merkez Bankası Çalışma Tebliği**, No: 13/04, s. 4.

[3] Özmerdivanlı, Arzu, 2014, "Bireysel Emeklilik Yatırım Fonlarının Yapısal Bir Analizi", **Journal of Economics, Finance and Accounting**, Cilt: 1, Sayı: 3, s. 138-160.

Bireylerin sahip olduğu birikimler, emeklilik yatırım fonlarında değerlendirilir ve bu fonlar portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilir. Bireyler, kazançlarına göre yapabildikleri bu birikimi elde etmek için tasarrufa yönlendirilmiş olurlar. Bu tasarruflarla oluşan uzun vadeli emeklilik fonlarıyla ekonomiye önemli bir kaynak sağlanmaktadır.

Bireysel Emeklilik Sistemi'nin Türkiye ve Dünyadaki gelişim süreçlerine aşağıda yer verilmiştir.

1.2.1. Dünyada Bireysel Emeklilik Sistemi

Gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülkede bireysel emeklilik yatırım fonları ile birlikte katılımcılar tasarruf ve getiri imkanı sağlamaktadır. Bireysel Emeklilik Sistemi, kimi ülkelerde sosyal güvenlik sistemine alternatif bir sistem olmaktayken kimi ülkelerde sosyal güvenlik sisteminin tamamlayıcısı olarak rol oynamaktadır.

Dünya genelinde yaşlı nüfusun artmasıyla birlikte ekonomik yönelimlerdeki değişimler, birçok ülkedeki mevcut emeklilik sistemlerinde reformlar yapılmasına sebep olmaktadır. Bu anlamda, dağıtım esaslı sistemlerden fon esaslı sistemlere geçişler yaşanmaktadır. Dağıtım esaslı sistemlerde, aktif çalışan bireylerin ödemiş olduğu primlerden yaşlı nüfusun emeklilik maaşları finanse edilir. Fon esaslı sistemler ise katılımcının ödemiş olduğu katkıların çeşitli yatırım fonlarında değerlendirilmesi ve emeklilik zamanında katılımcıya maaş olarak geri ödenmesi esasına dayanır.

Bugünkü bireysel emeklilik sisteminin dünyadaki esas gelişimi, 2. Dünya Savaşı'ndan sonra 1950'lerde başlamıştır.[4] Bireysel emeklilik sistemi, Amerika Birleşik Devletleri, İngiltere, Avustralya, Hollanda gibi gelişmiş ülkelerde başarı ile uygulanmış olup daha sonrasında Şili, Peru, Meksika gibi gelişmekte olan ülkeler de bu sistemi kendi yapılarına göre farklı modeller geliştirerek uygulamışlardır.

[4] Munnell, Alicia H., Sunden, Annika: 2001, "Private Pensions: Coverage And Benefit Trends"

1.2.1.1. Dünyada Özel Emeklilik Sistemi Verileri

Dünya genelindeki emeklilik planlarındaki varlıkların miktarı, özel emeklilik pazarının büyüklüğünü ölçmek için bir gösterge sağlamaktadır. Ülke ekonomilerinin gelişmişlik düzeylerine göre emeklilik planlarına yapılan yatırımlar değişkenlik göstermektedir.

Emeklilik varlıklarının ülkeler arasındaki büyüklük farklılıkları, emeklilik düzenlemelerinin ülkerdeki yürürlük tarihlerinden kısmen etkilenmektedir. ABD'de kamu çalışanlarını kapsayan ilk emeklilik planı 1857 yılında, özel sektör çalışanlarını kapsayan ilk emeklilik planı ise 1875 yılında düzenlenmiştir.[5] Kanada'da işveren tarafından finanse edilen ilk emeklilik planı 1874 yılında yürürlüğe girmiştir.[6] Buna karşılık, Latin Amerika ile Orta ve Doğu Avrupa'daki çoğu ülkede finansman kaynaklı bireysel emeklilik sistemleri 1990'lar ve 2000'lerde yürürlüğe girmiştir.[7]

Bireysel emeklilik varlıkları, çoğunlukla emeklilik fonları ile yönetilmektedir. Bireysel emeklilik varlıklarının tüm dünyadaki toplam tutarı 2015 yılında 38 trilyon ABD doları olmuştur. Emeklilik yatırımlarının büyüklüğü ülkeler arasında farklılık göstermektedir. Bu yatırımların en çok yapıldığı yerler arasında ABD ve Kanada'nın yer aldığı Kuzey Amerika, İngiltere, Hollanda ve İsviçre'nin bulunduğu Batı Avrupa, Avustralya ve Japonya başı çekmektedir. GSYH büyüklüklerine göre bireysel emeklilik yatırımlarının oranlarına bakıldığında yine ülkeden ülkeye farklar görülmektedir. Bu oranların yüksek seviyelerde olduğu Danimarka, Güney Amerika ve Şili'de söz konusu oranlar sırasıyla %206, %97 ve %70 olarak gerçekleşmiştir. Bununla beraber OECD üyesi olan ve olmayan 50'den fazla ülkenin GSYH'sine göre bireysel emeklilik yatırımlarının oranlarının 2015 yılı için %20 ve altında seyrettiği görülmektedir.[8]

---

[5] Moore, Kathryn L., 2011, "An Overview Of The U.S. Retirement Income Security System And The Principles And Values It Reflects", Moore Article 33-1.

[6] Gale, William G., Shoven, John B., Warshawsky, Mark J., 2005, "The Evolving Pension System: Trends, Effects and Proposals for Reform".

[7] OECD, 2017, "Pension Markets in Focus"

[8] KPMG, 2017, "Türkiye'de ve Dünyada Bireysel Emeklilik Sistemleri".

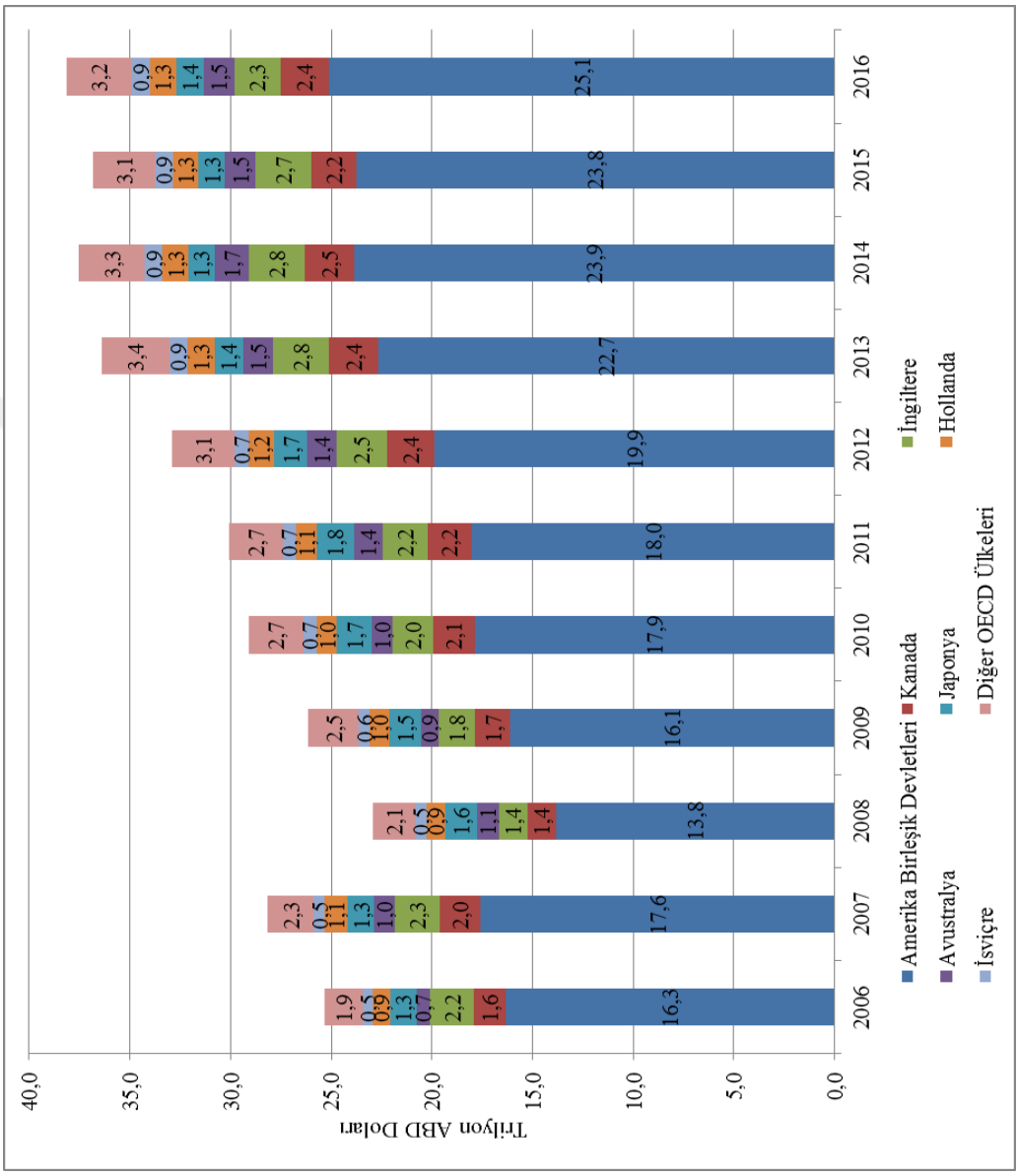
Bir ülkedeki emekliliğe ait varlıkların Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'ya (GSYH) oranı, o ülkedeki bireysel emeklilik planlarının önemini göstermektedir. 2016 yılında emeklilik verilerini raporlayan 81 ülkenin 8 tanesinde emeklilik varlıkları toplam GSYH'yi aşmıştır. Bu ülkeler Avustralya, Kanada, Danimarka, İzlanda, Hollanda, Güney Afrika, İsviçre ve Amerika Birleşik Devletleri (ABD)'dir. Bununla bereber 2016 yılında emeklilik verilerini raporlayan 50 ülkede bu oran sınırlı kalmış ve GSYH'nin %20'sinden azına tekabül etmiştir. Bu ülkeler de çoğunlukla Avrupa, Asya ve bazı Afrika ülkeleridir.[9]

Emeklilik fonu yatırımları, 2008 yılında yaşanan ekonomik kriz sebebiyle ortaya çıkan düşüşten itibaren bir artış grafiği yakalamıştır. OECD üyesi olan ülkelerde emeklilik fonu yatırımları 2015 yılı itibarıyla 25 trilyon ABD doları olmuştur. Son on yıl boyunca yatırım gelirlerinde görülen pozitif sonuçlar, bu artışın sebepleri arasındadır. Emeklilik yatırım getirileri, birçok ülkede pozitif olmasına rağmen 2015 yılında bir önceki yıla göre daha düşük gerçekleşmiştir. Pozitif getirilerle birlikte varlıklarda büyüme sağlanmıştır fakat içinde İngiltere, Hollanda ve İsviçre'nin bulunduğu bazı Avrupa ülkelerinde emeklilik fonu sayısı azalmıştır. Bu durumun mevcut rekabet ortamından kaynaklandığı düşünülmektedir.[10]

[9] OECD, 2017, "Pension Markets in Focus".

[10] KPMG, 2017, "Türkiye'de ve Dünyada Bireysel Emeklilik Sistemleri".

Grafik 1: Finanse Edilen ve Özel Emeklilik Planlarında Yer Alan Varlıkların Yıllara Göre OECD Bölgesindeki Dağılımı



Kaynak: OECD, "Pension Markets in Focus 2017", http://www.oecd.org/pensions/private-pensions/pensionmarketsinfocus.htm Erişim Tarihi: 29.03.2018

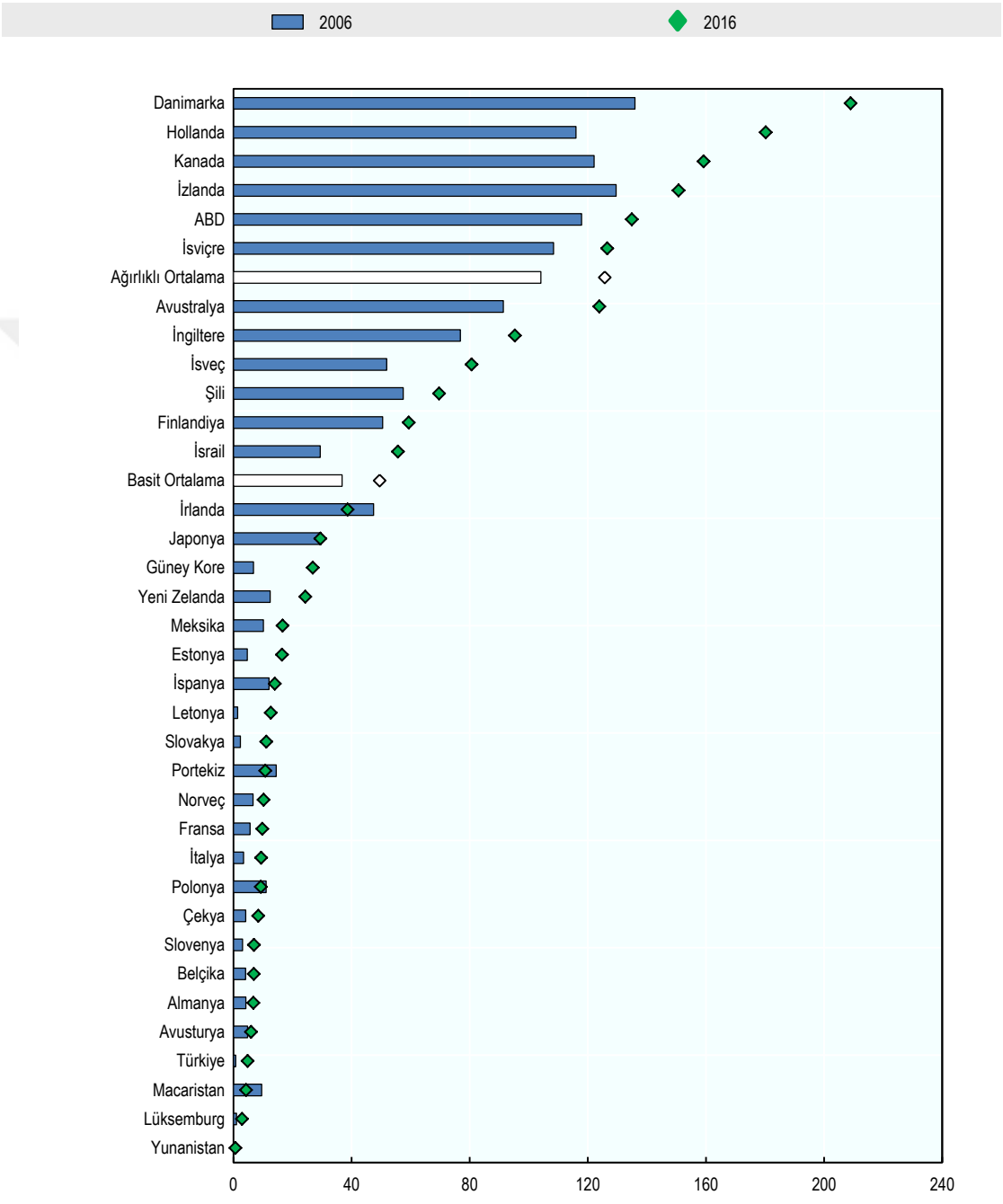
Bireysel emeklilik varlıklarının emeklilik fonları tarafından yönetilmesinden hareketle Grafik 1'de görülebildiği üzere bireysel emeklilik fon miktarı, 2008 krizindeki düşüşün ardından önceki dönemlerdeki seviyesinin üstüne çıkmayı başarmıştır. Dünya genelinde özel emeklilik fonlarındaki seyir, emeklilik enstrümanlarına olan güvenin ve pozitif anlamda sürekliliğin göstergesi olmaktadır.

OECD üyesi ülkelerdeki emeklilik fonu yatırımları, 2015 yılında ABD doları bazında en fazla ABD, Avustralya, İngiltere, Hollanda ve Japonya'da görülmüştür. OECD üyesi ülkelerdeki emeklilik fonu yatırımları, %85 oranında bu ülkelerde yapılmıştır. Grafik 1'de görülen, 2015 yılında 2014 yılına göre emeklilik fonu yatırımlarında yaşanan düşüşün sebeplerinden biri, ABD'de 2015 yılında durgun seyreden emeklilik fonu yatırımları ve bu sebeple Kanada, Avustralya ve İngiltere'de ABD doları cinsinden yatırımlarda görülen düşüşün telafi edilememesi olmuştur.[11]

Finansman kaynaklı ve özel emeklilik düzenlemelerinde bulunan toplam varlıkların 2006 ve 2016 yılındaki GSYH'ye oranları, OECD ülkeleri ve seçili OECD dışı ülkeler için aşağıdaki grafiklerde gösterilmiştir.

[11] KPMG, 2017, "Türkiye'de ve Dünyada Bireysel Emeklilik Sistemleri".

Grafik 2: OECD Ülkelerindeki Finansman Kaynaklı ve Özel Emeklilik Düzenlemelerinde Bulunan Toplam Varlıkların 2006 ve 2016 Yılındaki GSYH'ye Oranları (Yüzde)



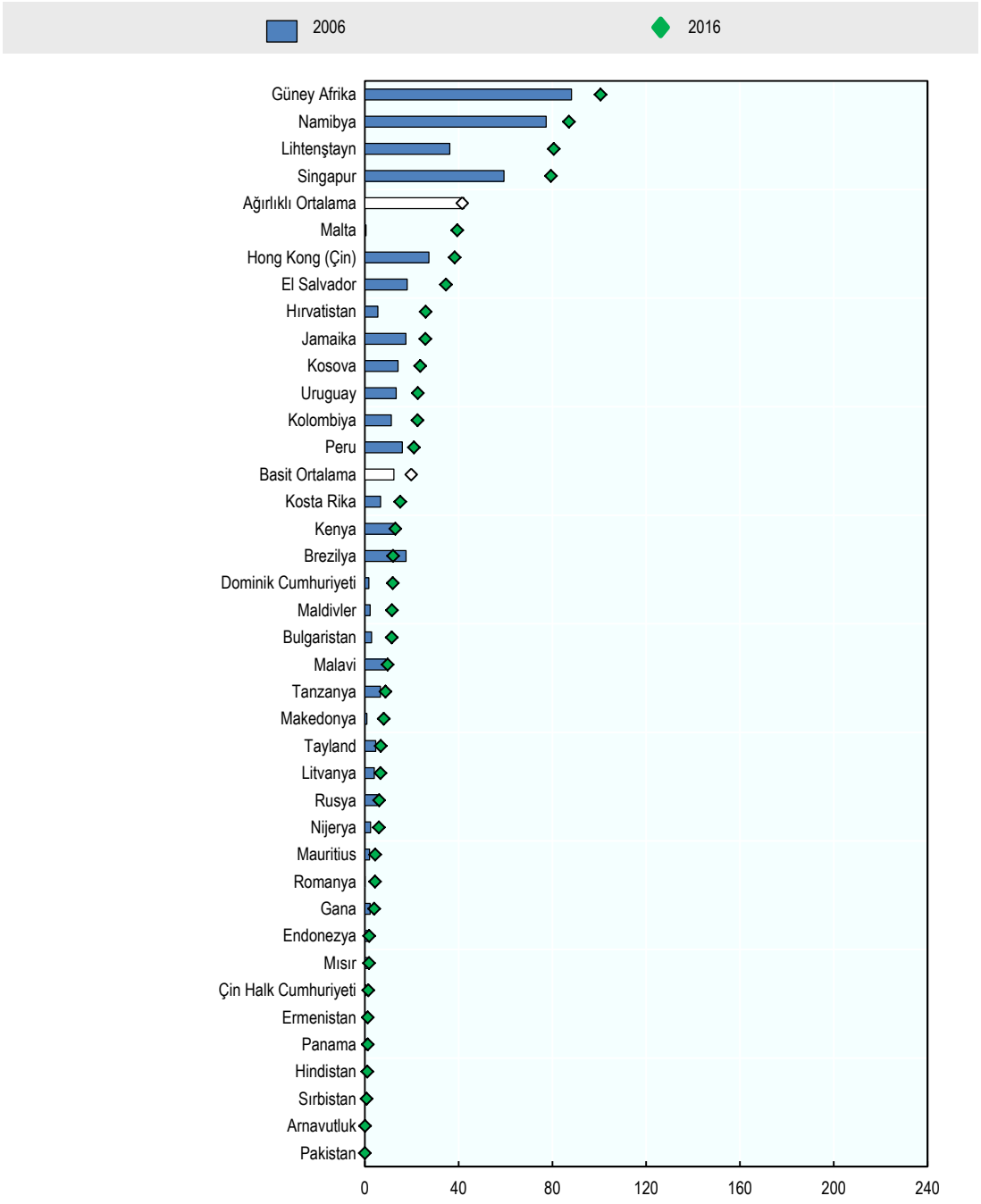
Kaynak: OECD, "Pension Markets in Focus 2017", http://www.oecd.org/pensions/private-pensions/pensionmarketsinfocus.htm Erişim Tarihi: 29.03.2018

OECD'ye üye olan ülkelerdeki özel emeklilik düzenlemelerinde bulunan toplam varlıkların o ülkelerin GSYH'ye oranlarına bakıldığında bu oranların gün

geçtikçe genel olarak arttığı görülmektedir. Grafik 2'de görülen ağırlıklı ortalama ve basit ortalama değerlerinde artış, söz konusu ülkelerdeki gelişime işaret etmektedir.

2006 ve 2016 yılları arasında Danimarka, Hollanda ve Kanada'nın söz konusu oran artışlarında başı çektikleri görülmektedir. Buna karşılık İrlanda, Portekiz, Polonya ve Macaristan ülkelerindeki özel emeklilik varlıklarının GSYH'ya oranlarında 10 yıllık süreçte gerileme görülmektedir.

Grafik 3: Seçili OECD Dışı Ülkelerdeki Finansman Kaynaklı ve Özel Emeklilik Düzenlemelerinde Bulunan Toplam Varlıkların 2006 ve 2016 Yılındaki GSYH'ye Oranları (Yüzde)



Kaynak: OECD, "Pension Markets in Focus 2017", http://www.oecd.org/pensions/private-pensions/pensionmarketsinfocus.htm Erişim Tarihi: 29.03.2018

Grafik 3'te, OECD'ye üye olmayan seçili ülkelerdeki özel emeklilik düzenlemelerinde bulunan toplam varlıkların o ülkelerin GSYH'ye oranları

verilmiştir. Bu oranlardaki genel artış, Grafik 2'de yer alan ülkelerdeki gelişime göre sönük kalmıştır. Bu durum, 10 yıllık süreçte söz konusu oranların basit ortalamada pozitif sonuç vermesine karşın ağırlıklı ortalamada negatif sonuç vermesiyle de açıklanabilmektedir.

2006 ve 2016 yılları arasında Lihtenştayn ve Malta'nın söz konusu oran artışlarında başı çektikleri görülmektedir. Güney Afrika, Grafik 2'de yer alan ülkelere göre en üst sırada yer almasıyla beraber 10 yıllık zaman diliminde yüzdesel olarak etkili bir artış sağlayamamıştır. Brezilya, Endonezya ve Mısır ülkelerinde ise özel emeklilik varlıklarının GSYH'ya oranlarında 10 yıllık süreçte gerileme görülmektedir.

1.2.2. Türkiye'de Bireysel Emeklilik Sistemi

Bireysel Emeklilik Sistemi'nin ülkemize getirilmesinde Sosyal Güvenlik Kurumları'nın işleyişinde yaşanan problemler, büyük etken olmuştur. Sosyal Güvenlik Kurumları tarafından toplanan primlerin verimli değerlendirilmemesi, prim aflarının dönem dönem gündeme gelmesi gelir anlamında kayıplara yol açmıştır. Bireysel Emeklilik Sistemi gelmeden önceki dönemlere bakıldığında emeklilik yaşının erken olması ve aktif çalışabilecek bireylerin devletten emeklilik maaşı alması da sistemde yaşanan gelir kayıplarında pay sahibi olmuştur.[12]

Sosyal güvenlik reform çalışmalarının 1990'ların sonlarına doğru başlatılmasıyla birlikte Çalışma ve Sosyal Güvenlik Bakanlığı gözetiminde 1999 yılında kurulan Bireysel Emeklilik Komisyonu'nda yapılan çalışmalar sonucunda Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu Tasarısı Taslağı hazırlanmıştır. Bireysel Emeklilik Komisyonu'nun yürüttüğü çalışmalara Hazine Müsteşarlığı, Sermaye Piyasası Kurulu, Sosyal Güvenlik Kuruluşları, Maliye Bakanlığı, Çalışma ve Sosyal Güvenlik Bakanlığı ile birlikte sektörden ilgili temsilciler katılım sağlamışlardır. "Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu Tasarısı" 16 Mayıs 2000 tarihinde Bakanlar Kurulu tarafından Türkiye Büyük Millet Meclisi Başkanlığına sunulmuştur. Bu kanun tasarısı ile bireylerin

[12] Can, Yeşim, 2010, "Bireysel Emekliliğin Türkiye'deki Durumu ve Gelişimi", **Ekonomi Bilimleri Dergisi**, Cilt: 2, Sayı: 2, s. 139-146.

emeklilik dönemi için yapacakları gönüllü tasarrufları düzenleyen bireysel emeklilik hesaplarına bağlı olarak fonlu bir sistem oluşturulması amaçlanmıştır. Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu, TBMM tarafından 28 Mart 2001 tarihinde kabul edilmiştir ve 7 Nisan 2001 tarih ve 24366 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır. İlgili Kanun, yayımlanma tarihinden 6 ay sonra 7 Ekim 2001 tarihinde yürürlüğe girmiştir. Gerekli idari ve hukuki çalışmaların tamamlanmasıyla birlikte 27 Ekim 2003 tarihinde Bireysel Emeklilik Sistemi fiilen başlamıştır.[13]

Bireysel Emeklilik Sistemi'nin temel özellikleri aşağıdaki şekilde sıralanabilir:[14]

1. Bireysel Emeklilik Sistemi, gönüllülük esasına göre işlemektedir ve her kesim tarafından katılıma açıktır.

2. Bir katılımcının Bireysel Emeklilik Sistemi'nden emekli olmaya hak kazanabilmesi için en az 10 yıl boyunca sistemde bulunması ve 56 yaşını tamamlaması gerekmektedir.

3. Sistem dahilinde yapılan tasarruflar, Hazine Müsteşarlığı'nın denetimine tabi olarak kurulan emeklilik şirketleri tarafından Sermaye Piyasası Kurulu mevzuatı çerçevesinde oluşturulan emeklilik yatırım fonlarında değerlendirilmektedir.

4. Emeklilik şirketleri, farklı risk ve getiri bileşimlerine sahip en az 3 emeklilik yatırım fonu kurmak zorundadır ve böylelikle bireyler kendi risk ve getiri beklentilerine göre yatırım tercihleri yapabilmektedir.

5. Katılımcılar, yatırımlarını mevduat, kamu ve özel sektör borçlanma araçları, repo ve ters repo işlemleri, ortaklık payları, katılma hesapları, altın ve kıymetli madenler, varantlar, türev araç işlemleri, yatırım fonu katılma payları, kira sertifikaları gibi pek çok yatırım araçlarında değerlendirebilmektedir.

6. Katılımcılar, satın aldıkları paylara ait fonu ve emeklilik şirketini değiştirebilmektedir. Katılımcıların yılda 6 kere fon dağılımını değiştirme hakkı

[13] Emeklilik Gözetim Merkezi, http://www.egm.org.tr/?sid=70, Erişim Tarihi: 19.09.2017
[14] Sermaye Piyasası Kurulu, http://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/286, Erişim Tarihi: 19.03.2018

bulunmaktadır ve katılımcılar sahibi oldukları fon paylarını diledikleri zamanda fona iade ederek farklı bir fonun paylarına yatırım yapabilmektedir. Emeklilik şirketinin değiştirilmesi için katılımcıların en az 2 yıl süreyle mevcut şirketlerinde kalmış olması gerekmektedir ancak emeklilik sözleşmesi önceden başka bir şirketten aktarılmış ise bu süre 1 yıla düşer.

7. Emeklilik yatırım fonunun varlıkları, emeklilik şirketinin malvarlığından ayrı olarak Sermaye Piyasası Kurulunca uygun görülen bir saklama kuruluşunda saklanır.

8. Emeklilik yatırım fonlarının yönetimi, Sermaye Piyasası Kanununa tabi olan portföy yönetim şirketleri tarafından uzman ekiplerce sağlanmaktadır. Emeklilik şirketleri, şeffaflığın sağlanması ve katılımcıların sürekli bilgilendirilmesi amacıyla mevzuatta bulunan düzenlemelerle birlikte gerekli önlemleri almaktadırlar.[15]

1.2.2.1. Bireysel Emeklilik Sistemi'nde Yaşanan Gelişmeler

2003 yılında fiilen başlayan Bireysel Emeklilik Sistemi'ne, geçen süre zarfında çeşitli düzenlemeler getirilmiştir. Bu düzenlemeler, tasarrufların artırılması, finansal hacmin büyütülmesi, daha çok bireyin sisteme dahil edilmesi gibi unsurlarda fırsat sağlamak amacıyla yapılan düzenlemeler olmuştur. Bireysel Emeklilik Sistemi'ne getirilen önemli düzenlemelere aşağıda yer verilmiştir.

1.2.2.1.1. Devlet Katkısı

Devlet katkısı düzenlemesi, Bireysel Emeklilik Sistemi portföyünün genişlemesine büyük etki eden, sisteme dâhil olan katılımcı sayısının artmasında önemli rol oynayan bir düzenleme olmuştur. Söz konusu düzenleme, 29.06.2012 tarihinde yayımlanan 6327 sayılı Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu ile Bazı Kanun ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun ile 01.01.2013 tarihinde yürürlüğe girmiştir.

---

[15] Şener, Orhan, Akın, Faruk, 2010, "Özel Emeklilik Fonları ve Türkiye'de Bireylerin Bireysel Emeklilik Sistemine Giriş Kararlarını Etkileyen Faktörlerin Belirlenmesi Üzerine Bir Araştırma", **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt: 28, Sayı: 1, s. 291-312.

6327 sayılı Kanun'a göre, işveren tarafından ödenenler hariç katılımcı adına bireysel emeklilik hesabına ödenen katkı paylarının %25'ine karşılık gelen tutar, şirketler tarafından Emeklilik Gözetim Merkezine iletilen bilgiler esas alınarak devlet katkısı olarak Emeklilik Gözetim Merkezince hesaplanır ve Müsteşarlık bütçesine konulan ödenekten katılımcıların ilgili hesaplarına şirketler aracılığıyla aktarılmak üzere Emeklilik Gözetim Merkezi'ne ödenir.[16] Devlet katkısı hesaplamasında işveren tarafından ödenen katkı payları hesaba katılmaz, yalnızca bireyler tarafından ödenmiş katkı payı tutarlarına konu olacak şekilde devlet katkısı hesaplanır.

Bireyler tarafından ödenmiş katkı paylarına yapılacak devlet katkısının miktarına bir sınırlama yapılması ihtiyacı doğmuştur. Bu nedenle 6327 sayılı Kanun'da bu hususla ilgili hüküm getirilmiştir. Bu Kanun hükmüne göre, bir katılımcı için bir takvim yılında ödenen ve devlet katkısı tutarının hesaplanmasına esas teşkil eden katkı paylarının toplamı, ilgili takvim yılına ait hesaplamaya ilişkin dönemin sona erdiği tarihte geçerli brüt asgari ücretin hesaplama dönemine isabet eden toplam tutarını aşamaz. Buna ek olarak devlet katkısı, katkı payı ödemelerinden ayrı olarak takip edilir ve Hazine Müsteşarlığınca belirlenen yatırım araçlarında yatırıma yönlendirilir.

1.2.2.1.1.1. Devlet Katkısına Hak Kazanma

Sözleşmelere ödenen devlet katkısını ve getirilerini katılımcılar sistemde kalma yılına göre belli oranlarda hak ederler. Bu oranlara göre katılımcılardan;

- En az 3 yıl sistemde kalanlar devlet katkısı ve varsa getirilerinin %15'ine,
- En az 6 yıl sistemde kalanlar devlet katkısı ve varsa getirilerinin %35'ine,
- En az 10 yıl sistemde kalanlar devlet katkısı ve varsa getirilerinin %60'ına,
- Bireysel Emeklilik Sistemi'nden emeklilik hakkı kazananlar ile bu sistemden vefat ya da maluliyet sebebiyle ayrılanlar devlet katkısı ve varsa getirilerinin tamamına,

[16] Emeklilik Gözetim Merkezi, "Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu ile Bazı Kanun ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun", http://www.egm.org.tr/staticfiles/files/mevzuat/kanun4_1.pdf Erişim Tarihi: 20.03.2018

hak kazanmaktadırlar. Vefat ya da maluliyet hariç sistemden emekli olmadan ayrılan katılımcıların devlet katkısına ilişkin hesabındaki varsa hak kazanılmayan birikim tutarı genel bütçeye gelir kaydedilir veya katılımcılara yapılacak Devlet katkısı ödemesine mahsup edilebilir.[17]

Devlet katkısının uygulanmaya başlandığı 01.01.2013 tarihinden önce Bireysel Emeklilik Sistemi'ne dahil olmuş katılımcıların devlet katkısına hak kazanma sürelerinde farklı bir uygulama bulunmaktadır. Bu katılımcıların 01.01.2013 tarihinden itibaren 3 yıl sistemde kalmaları koşuluyla 3 yılın sonunda bir defaya mahsus olmak üzere devlet katkısını hak ediş sürelerine;

- Sistemde 3 yıldan fazla 6 yıldan az bulunan katılımcılara 1 yıl,
- Sistemde 6 yıldan fazla 10 yıldan az bulunan katılımcılara 2 yıl,
- Sistemde 10 yıldan fazla bulunan katılımcılara 3 yıl,

süre eklenir.

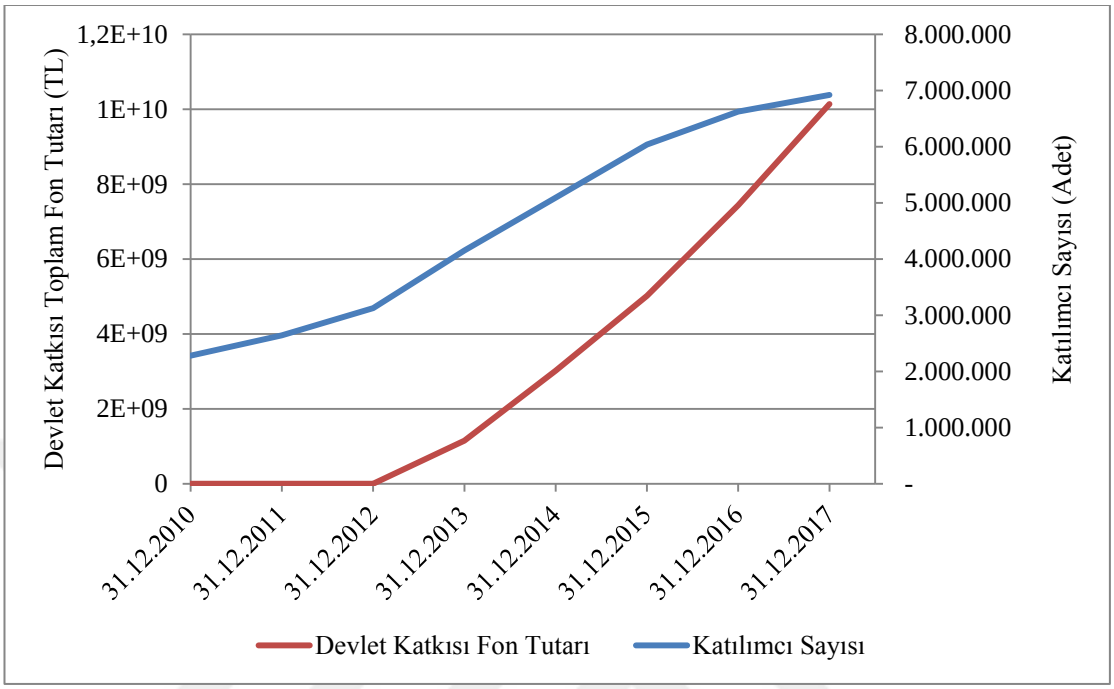
Devlet katkısı uygulaması, Bireysel Emeklilik Sistemi'nin uzun süreli bir yatırım aracı olma amacına uygun olarak katılımcının emekliliğe hak kazanana kadar sistemde kalmasını teşvik etmektedir. Katılımcının devlet katkısı ile birlikte sistemden elde edeceği toplam getiri, sistemde kaldığı süre ile doğru orantılı olarak artacaktır.

1.2.2.1.1.2. Devlet Katkısı Hakkında Sayısal Veriler

Devlet katkısı uygulamasının yürürlüğe girmesiyle birlikte katılımcılar yatırdıkları katkı paylarının %25'i kadar ek kazanç sağlama fırsatına sahip olmuşlardır. Böylelikle katılımcılar, Bireysel Emeklilik Sistemi'ne daha fazla yönelmişlerdir ve uygulamanın başladığı tarihten itibaren katılımcı sayısı ciddi seviyede artış göstermiştir. Sistemde bulunan katılımcı sayıları ve devlet katkısı tutarları yıllar itibarıyla aşağıda gösterilmiştir:

[17] Emeklilik Gözetim Merkezi, "Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu ile Bazı Kanun ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun", http://www.egm.org.tr/staticfiles/files/mevzuat/kanun4_1.pdf Erişim Tarihi: 20.03.2018

Grafik 4: Yıllar İtibarıyla Devlet Katkısı Fon Tutarı ve Katılımcı Sayısı



Kaynak: Emeklilik Gözetim Merkezi, http://web2.egm.org.tr/webegm2/chart/besgosterge/wg_sirketview_tablolu.asp?raportip=10, Erişim Tarihi: 20.03.2018

Grafik 4'te, devlet katkısının yürürlüğe girdiği 2013 yılından itibaren katılımcı sayısındaki ani artış görülebilmektedir. 2012 yılı sonunda Bireysel Emeklilik Sistemi'nde 3.128.130 katılımcı bulunmaktayken 2017 yılı sonunda bu rakam %121'lik artışla 6.922.615'e ulaşmıştır.

Bireysel Emeklilik Sistemi'nde katılımcı sayıları yıllar itibarıyla artış göstermiştir. Katılımcı sayısındaki en büyük artış oranı, devlet katkısının uygulanmaya başladığı 2013 yılında gerçekleşmiştir. 2013 yılında, 2012 yılına göre bakıldığında yaklaşık 1 milyon katılımcı daha Bireysel Emeklilik Sistemi'ne bir yıl içinde dahil olmuştur.[18]

Bununla birlikte 2017 yılı sonuna kadar devlet katkısı fon tutarları artan bir ivmeyle yukarı yönlü hareket etmiştir. 2017 yılı sonunda devlet katkısı fon tutarları toplamı 10.141.204.873 TL'ye ulaşmıştır.

[18] Coşkun Özer, Ahu, Gürel, Hayrünisa, 2014, "Türkiye'de Bireysel Emeklilik Sistemi Bilgi Düzeyi ve BES'e Katılımda Devlet Katkısının Etkisi Üzerine Bir Araştırma**", Mustafa Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt: 11, Sayı: 25, s. 159-166.

1.2.2.1.2. Otomatik Katılım Sistemi

Emeklilik sistemlerinin ikinci basamağı kapsamında bulunan Otomatik Katılım Sistemi, emeklilik varlıklarında ve tasarruflarda artış sağlanması amacıyla "Çalışanların İşverenleri Aracılığıyla Otomatik Olarak Emeklilik Planına Dahil Edilmesine İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Yönetmelik" ile birlikte ülkemizde 01.01.2017 tarihi itibarıyla yürürlüğe girmiştir.

Söz konusu sistem kapsamında, 45 yaşını doldurmamış çalışanlar işverenleri vasıtasıyla bir emeklilik planına dahil edilmektedir.

Bu sisteme dahil olan bir işverenin, belli şartlara uyan çalışanlarını bir emeklilik şirketi ile sözleşme yaparak bir otomatik katılım planına dahil etmesi zorunluluğu getirilmiştir.

İşverenler açısından getirilen bu zorunlulukla beraber katılımcılar açısından bu sistem, esasında gönüllülük esasına dayanmaktadır. Çalışanlar, talepleri doğrultusunda 2 ay içerisinde herhangi bir kesinti olmadan sistemden çıkış yapabilmektedir. Ayrıca çalışanın sistemden herhangi bir zamanda çıkması da mümkündür.

Sisteme katılımdaki ani yoğunluğun azaltılması için sisteme geçiş dönemsel olarak kademeli bir şekilde yürütülmektedir. Bu geçiş, kamu idaresi çalışanları ve özel sektör çalışanları için de ayrı ayrı kademelendirilmiştir. Kamu çalışanları için ilgili Yönetmelik'e göre;[19]

- *"5510 sayılı Kanunun 4 üncü maddesinin birinci fıkrasının (a) ve (c) bentlerine göre, 10/12/2003 tarihli ve 5018 sayılı Kamu Malî Yönetimi ve Kontrol Kanununun eki (I), (II), (III) ve (IV) sayılı cetvellerde yer alan kamu idarelerinde 1/4/2017 tarihi itibarıyla mevcut çalışanlar 1/4/2017 tarihinden itibaren ilgili emeklilik planına dahil edilir.*

[19] Emeklilik Gözetim Merkezi, "Çalışanların İşverenleri Aracılığıyla Otomatik Olarak Emeklilik Planına Dahil Edilmesine İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Yönetmelik", http://www.egm.org.tr/staticfiles/ files/mevzuat/yönetmelik_72.pdf Erişim Tarihi: 21.03.2018

- *5510 sayılı Kanunun 4 üncü maddesinin birinci fıkrasının (a) ve (c) bentlerine göre, diğer kamu idarelerinde 1/1/2018 tarihi itibarıyla mevcut çalışanlar 1/1/2018 tarihinden itibaren ilgili emeklilik planına dahil edilir."*

Özel sektör için geçiş kademeleri ise işverene bağlı olan çalışan sayısına göre Tablo 1'de gösterilmiştir.

Tablo 1: Özel Sektör Çalışanlarının Otomatik Katılım Sistemi'ne Dahil Olma Kademeleri

Çalışan Sayısı	Sisteme Dahil Olma Tarihi
1.000 ve üzeri	01.01.2017
250 - 999	01.04.2017
100 - 249	01.07.2017
50 - 99	01.01.2018
10 - 49	01.07.2018
5 - 9	01.01.2019

Kaynak: Emeklilik Gözetim Merkezi, "Çalışanların İşverenleri Aracılığıyla Otomatik Olarak Emeklilik Planına Dahil Edilmesine İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Yönetmelik", http://www.egm.org.tr/staticfiles/files/mevzuat/ yönetmelik_72.pdf Erişim Tarihi: 21.03.2018

1.2.2.1.2.1. Otomatik Katılım Sistemi'nde Katkı Payı Hesaplaması

Otomatik Katılım Sistemi kapsamındaki emeklilik sözleşmesine ödenecek katkı paylarında çalışanın bordrosu esas alınmaktadır. Buna göre, çalışanlardan kesilecek katkı payı tutarı, ilgisine göre prime esas kazancın veya emeklilik keseneğine esas aylığın %3'ü oranında hesaplanmaktadır. Bu şekilde hesaplanan katkı payı tutarının virgülden sonraki kısmı dikkate alınmamaktadır.[20]

Hesaplanan katkı payı tutarları, ilgili işveren tarafından çalışanın ücretinden kesilmektedir ve ilgili emeklilik şirketine aktarılmaktadır.

[20] Türkiye Sigorta Birliği, "Çalışanların İşverenleri Aracılığıyla Otomatik Olarak Emeklilik Planına Dahil Edilmesine İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Yönetmelik", https://www.tsb.org.tr/default.aspx?pageID=654&yid=1076, Erişim Tarihi: 09.06.2018

1.2.2.1.2.2. Otomatik Katılım Sistemi'nin Avantajları

Otomatik Katılım Sistemi'ne katılımı ve sistemde devamlılığı teşvik etmek amacıyla katılımcılara çeşitli avantajlar sunulmuştur. Bunlara aşağıda değinilmiştir:

1. Sisteme yatırılan katkı payları üzerinden %25 devlet katkısı avantajı sunulmaktadır. Devlet katkısı üst limitleri ve hak ediş şartları göz önünde bulundurularak katılımcılar birikimlerine ek bir kazanç sağlamaktadırlar.

2. Sisteme dahil olduktan sonraki 2 aylık cayma süresinin sonunda sistemde kalmaya devam eden katılımcılara bir defaya mahsus olmak üzere 1.000 TL ek devlet katkısı sunulmaktadır.

3. Emekliliğe hak kazanan katılımcılar, birikimlerini en az 10 senelik yıllık gelir sigortası olarak almaları halinde birikimlerinin %5'i kadar ek devlet katkısı elde edebilmektedir.

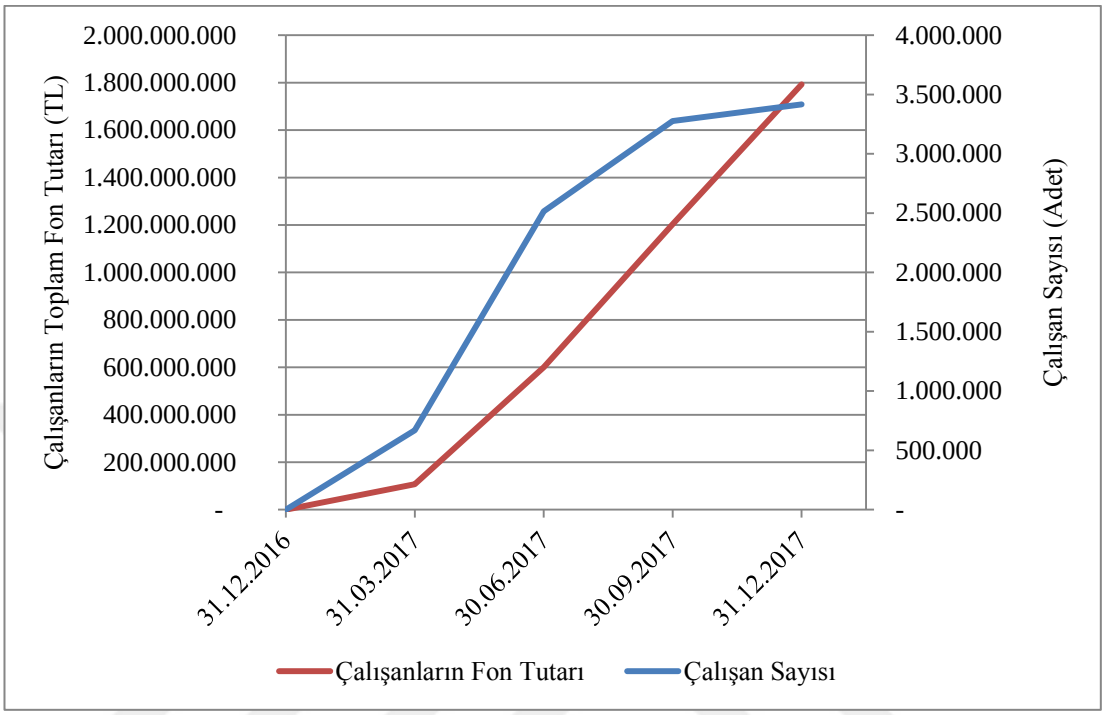
1.2.2.1.2.3. Otomatik Katılım Sistemi Hakkında Beklentiler

Ülkemizde Otomatik Katılım Sistemi'ne geçilmesiyle tasarruf oranlarında artış beklenmektedir. Halihazırda Bireysel Emeklilik Sistemi'ne dâhil olan katılımcıların yanı sıra Bireysel Emeklilik Sistemi'ne dahil olmayıp otomatik olarak sisteme dahil edilen katılımcılarla birlikte yönetilen fonların büyüklüğünün artması ve böylelikle sermaye piyasalarının gelişmesine katkı sağlanması beklenmektedir.

Tasarrufların yatırıma yönlenmesiyle büyüme oranlarında artış desteklenirken yükselen tasarruf oranıyla da enflasyon üzerinde olumlu etki beklenmektedir. Kişilerin emeklilik dönemindeki refah seviyesinde düşüş olmaması açısından kişiler emeklilik dönemlerine yönelik birikim yapmalıdırlar ve bu sistemin uzun vadede bu hususta devreye girmesi ve birikimler açısından pozitif etki sağlaması beklenmektedir.

Otomatik Katılım Sistemi dâhilindeki çalışan sayısı ve toplam fon tutarını 2017 yılının her çeyreklik dönemi için gösteren grafik aşağıdadır:

Grafik 5: Otomatik Katılım Sistemi Dahilindeki Çalışan Sayısı ve Toplam Fon Tutarları



Kaynak: Emeklilik Gözetim Merkezi, http://web2.egm.org.tr/webegm2/chart/besgosterge/wg_sirketview_tablolu.asp?raportip=10, Erişim Tarihi: 20.03.2018

Kademeli olarak geçiş sağlanan Otomatik Katılım Sistemi'ne dâhil olan çalışan sayısındaki en büyük artış, 31.03.2017 sonrası başlayan ikinci kademe döneminde görülmüştür.

Çalışanların toplam fon tutarlarındaki artışa bakıldığında ise ikinci kademe dönemiyle beraber genellikle lineere yakın bir hareket görülmektedir.

31.12.2017 tarihi itibarıyla Otomatik Katılım Sistemi'nde toplam 3.417.003 adet çalışan ve 1.793.068.070 TL toplam fon tutarı bulunmaktadır.[21]

1.2.2.2. Bireysel Emeklilik Sistemi Temel Göstergeleri

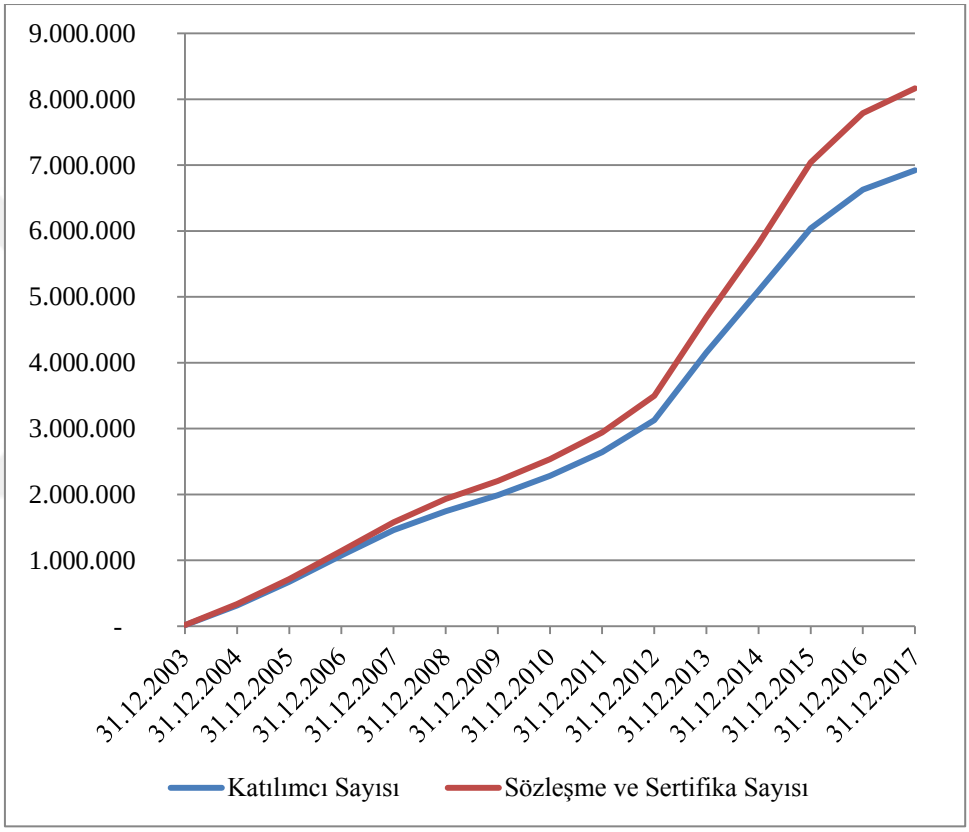
Bireysel Emeklilik Sistemi, ülkemizde faaliyetine başladığı günden itibaren büyümesini sürdürmüştür. Sistemin tasarruf fonksiyonuna sahip olması, uzun vadeli bir yatırım aracı olarak görülmesi, devlet katkısı teşviki, otomatik katılım uygulaması

[21] Emeklilik Gözetim Merkezi, http://web2.egm.org.tr/webegm2/chart/besgosterge/wg_sirketview_tablolu.asp?raportip=10, Erişim Tarihi: 20.03.2018

gibi etkenlerle birlikte sistem, pazarda her geçen gün güçlenmekte ve önem kazanmaktadır.

Aşağıda yer alan Grafik 6 ve Grafik 7'de Bireysel Emeklilik Sistemi'ne ait sayısal verilere yer verilmiştir:

Grafik 6: Bireysel Emeklilik Sistemi'ndeki Katılımcı Sayıları, Sözleşme ve Sertifika Sayıları



Kaynak: Emeklilik Gözetim Merkezi, http://web2.egm.org.tr/webegm2/chart/besgosterge/wg_sirketview_tablolu.asp?raportip=10, Erişim Tarihi: 20.03.2018

Grafik 6'da Bireysel Emeklilik Sistemi'nin yürürlüğe girdiği 2003 yılından 2017 yılı sonuna kadar katılımcı sayıları ile birlikte sözleşme ve sertifika sayıları görülebilmektedir. Grafikteki verilere Otomatik Katılım Sistemi verileri dahil değildir.

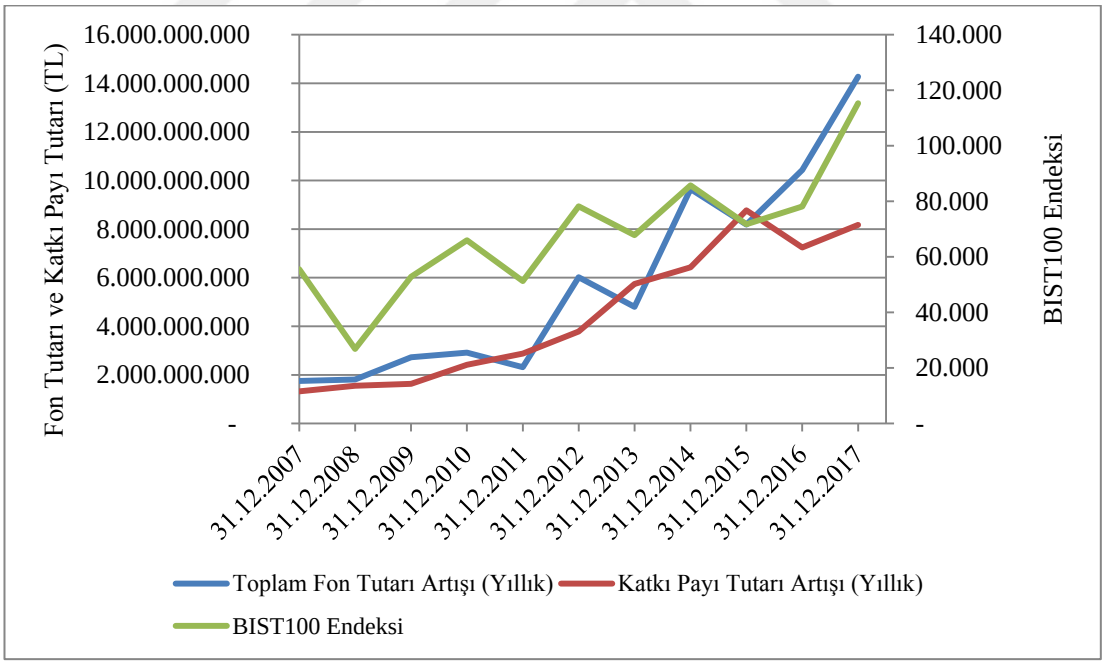
Sistemde bulunan katılımcı sayısı ile paralel olarak hareket eden sözleşme ve sertifika sayıları her yıl artışını sürdürmüştür. Özellikle 2013 yılının başlagıcından

itibaren katılımcı sayısındaki artış büyük ivme kazanmıştır. Bu ivmenin yakalanmasındaki en büyük etken, devlet katkısının yürürlüğe girmesi olmuştur.

2012 yılı sonunda 3.128.130 katılımcının bulunduğu sistemde, devlet katkısı teşviğiyle birlikte katılımcı sayısı yaklaşık 1 milyon artış göstererek 2013 yılı sonunda 4.153.055'e ulaşmıştır. Bu rüzgarla birlikte katılımcı sayısındaki artış ivmesi devam etmiştir ve 2017 yılı sonu itibarıyla 6.922.615 adet katılımcının sistemde bulunduğu görülmektedir.

Sözleşme ve sertifika sayısının yıllar içindeki hareketine baktığımızda katılımcı sayısına göre son dönemlerde bu sayının daha ivmeli arttığı görülmektedir. İşveren Grup Emeklilik Sertifikası adetlerinde görülen artışlarla birlikte katılımcı sayısı ile sözleşme ve sertifika sayısı arasındaki makas açılmaya başlamıştır.

Grafik 7: Yıllar İtibarıyla Katkı Payı ve Fon Tutarı Hareketleri



Kaynak: Emeklilik Gözetim Merkezi, http://web2.egm.org.tr/webegm2/chart/besgosterge/wg_sirketview_tablolu.asp?raportip=10, Erişim Tarihi: 20.03.2018 https://tr.investing.com/indices/ise-100-historical-data, Erişim Tarihi: 22.03.2018

Grafik 7'de yıllar itibarıyla katkı payı ve fon tutarıyla birlikte BIST100 endeksi değerleri gösterilmiştir. Katkı payı ve fon tutarları, sadece ilgili hesap yılındaki artışları ifade etmektedir.

Herhangi bir hesap yılında, katkı payı artışı ile fon tutarı artışı birbirine paralel hareket etmeyebilmektedir. Katkı paylarının değerlendirildiği fonlardaki kazançlar ve kayıplar, sözleşmelerin toplam fon tutarlarına yansımaktadır.

Katılımcıların sözleşmelerine yatırdıkları katkı payları emeklilik yatırım fonlarında değerlendirilmektedir. Emeklilik yatırım fonları, portföyünde para ve sermaye piyasası araçları olan fonlardır.

Borsa İstanbul'da işlem gören, piyasa değeri ve işlem hacmi bakımından en yüksek 100 hisse senedinden oluşan BIST100 endeksi, emeklilik yatırım fonlarının performansıyla ilgili ipuçları verebilmektedir.

Grafik 7'de yer alan BIST100 endeks değerlerine bakıldığında uzun vadede artan ancak kimi yıllarda azalan değerler görülmektedir. Grafikte, senelik toplam fon tutarı artışının senelik katkı payı artışından genellikle daha yüksek olduğu da görülmektedir. Ancak 2011, 2013 ve 2015 yıllarında bunun tersi durum gerçekleşmiştir. Burada, piyasaların durumu için önemli bir gösterge olan BIST100 endeksinin de aynı yıllarda düşüş yaşadığı görülmektedir. Dolayısıyla piyasa şartları ve piyasayı etkileyen ekonomik ve siyasi gelişmeler, emeklilik yatırım fonlarının performansını da etkilemektedir. Bununla birlikte, Grafik 7'deki BIST100 ve toplam fon tutarı artışına bakıldığında bu iki ölçütün birbirine paralel olarak hareket ettiği görülebilmektedir.

Borsanın 2016 ve 2017 yılında gösterdiği iyileşmeyle beraber emeklilik yatırım fonlarının performansı da iyileşmeye başlamıştır. Özellikle 2017 yılı için bakıldığında emeklilik yatırım fonlarının katılımcılara oldukça iyi getiriler sağladığı söylenebilir.

1.2.2.3. Bireysel Emeklilik Yatırım Fonları

Bireysel emeklilik yatırım fonları, Türkiye ve dünyada bireysel emeklilik sisteminin temel uygulama aracıdır. Bu fonlar, şartları önceden belirlenmiş bir emeklilik planına dâhil olan bir bireysel emeklilik sözleşmesine yapılan katkıların bir fonda toplanması sağlanarak yatırıma yönlendirildiği yatırım fonlarıdır.

Bireysel emeklilik yatırım fonları, diğer yatırım fonlarından farklılıklar taşımaktadır. Bireysel emeklilik yatırım fonları, yalnızca bireysel emeklilik sistemine giren kişiler tarafından satın alınabilinen ve bu kişilere ait sözleşmelere yapılan katkı payı ödemelerinin değerlendirilmesi amacıyla kurulan özel fonlardır. Uzun vadeli yatırım amacı güdülen bireysel emeklilik yatırım fonlarından elde edilen gelirlere stopaj uygulanmamaktadır. Bu fonların fon işletim gider kesintisi oranları diğer yatırım fonlarına göre daha düşüktür.[22]

Bireysel emeklilik sisteminin gelişmesinde rol oynayan esas faktörlerin arasında; sistem dâhilinde yapılan katkılar, bu katkıların yatırım fonlarında sağladığı getiriler ve vergilendirme usullerindeki teşvikler bulunmaktadır. Söz konusu vergi teşvikleriyle beraber orta gelir sınıfında yer alan çalışanlar için bireysel emeklilik yatırım fonlarından sağlanan getiriler, gayrimenkul yatırımından sonra gelen en önemli yatırım aracı olarak görülmeye başlamıştır.[23]

1.2.2.3.1. Bireysel Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluşu

Bireysel Emeklilik Yatırım Fonları, Sermaye Piyasası Kurulundan izin almak koşuluyla emeklilik şirketleri tarafından kurulur. Emeklilik şirketleri, Sermaye Piyasası Kurulunca belirlenen standarda uygun olarak hazırlanan kuruluş başvuru formu, formda belirtilen belgeler ve fon içtüzüğü ile birlikte fon kurmak için Sermaye Piyasası Kuruluna başvurmak zorundadır. Fon kuruluş başvurularının Sermaye Piyasası Kurulunca uygun görülebilmesi için emeklilik şirketinin kuruluş şartlarını kaybetmemiş olması, saklayıcının ve portföy yöneticisinin belirlenmiş olması, fon içtüzüğünün Sermaye Piyasası Kurulu düzenlemelerine uygun hazırlanması ve ilgili mevzuatta belirtilen diğer şartların yerine getirilmesi gerekmektedir.[24]

---

[22] Özmerdivanlı, Arzu, 2014, "Bireysel Emeklilik Yatırım Fonlarının Yapısal Bir Analizi", **Journal of Economics, Finance and Accounting**, Cilt: 1, Sayı: 3, s. 138-160.

[23] Şener, Orhan, Akın, Faruk, 2010, "Özel Emeklilik Fonları ve Türkiye'de Bireylerin Bireysel Emeklilik Sistemine Giriş Kararlarını Etkileyen Faktörlerin Belirlenmesi Üzerine Bir Araştırma", **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi**, Cilt: 28, Sayı: 1, s. 291-312.

[24] Emeklilik Gözetim Merkezi, "Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş Ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik", http://www.egm.org.tr/staticfiles/files/mevzuat/Yönetmelik_49[1].pdf Erişim Tarihi: 24.10.2017

Bireysel emeklilik yatırım fonu, süresiz olarak kurulur ve fonun tüzel kişiliği yoktur. Fon, 28/3/2001 tarihli ve 4632 sayılı Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu'nda yer alan amaçlar dışında kullanılamaz ve kurulamaz. Bireysel emeklilik yatırım fonu, sermaye piyasası kurumu niteliğindedir.

1.2.2.3.2. Bireysel Emeklilik Yatırım Fonu Portföyü

Bireysel emeklilik yatırım fonu portföyü, 28586 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş Ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik'e göre aşağıda belirtilen yatırım araçları ve işlemlerinden oluşmaktadır:[25]

1. *"Vadeli mevduat ve katılma hesabı,*
2. *Borçlanma araçları, repo ve ters repo işlemleri ile ortaklık payları,*
3. *Kıymetli madenler, kıymetli madenlere ve gayrimenkule dayalı varlıklar,*
4. *Türev araç işlemleri ile varantlar,*
5. *Takasbank para piyasası işlemleri ve yurt içi organize para piyasası işlemleri,*
6. *Yatırım fonu katılma payları,*
7. *Borsalarda gerçekleştirilen türev araç işlemlerinin nakit teminatları ve primleri,*
8. *Kira sertifikaları,*
9. *Kurulca belirlenen diğer yatırım araçları."*

Katılımcılar, portföylerinde bulunan fonlara herhangi bir asgari veya azami sınır bulunmaksızın yatırım yapabilmektedirler. Bununla birlikte, katılımcılar fon tercihlerini dâhil oldukları plan kapsamında bulunan fonlar arasından yapabilmektedirler. Bireysel emeklilik hesaplarındaki birikimlerin ve ödenen katkı paylarının fonlar içindeki dağılım oranları veya tutarları yılda en fazla 6 kez değiştirilebilmektedir.

[25] Emeklilik Gözetim Merkezi, "Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş Ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik", http://www.egm.org.tr/staticfiles/files/mevzuat/Yönetmelik_49[1].pdf Erişim Tarihi: 24.10.2017

1.2.2.3.3. Bireysel Emeklilik Yatırım Fonu Türleri

Sermaye Piyasası Kurulu, bireysel emeklilik yatırım fonu türlerini altı grupta sınıflandırmıştır. Fon türlerinin bu şekilde sınıflandırılmış olması, sadece bu fon türleri ile yetinileceği anlamına gelmemektedir. Sermaye Piyasası Kurulunun uygun görmesi halinde yeni fon türlerinin belirlenmesi her zaman mümkündür. Bu altı fon türü grubu aşağıda gösterimiştir:[26]

Tablo 2: Bireysel Emeklilik Yatırım Fonu Türleri

Gelir Amaçlı Fonlar	**Büyüme Amaçlı Fonlar**
Hisse Senedi Fonu	Hisse Senedi Fonu
Kamu Borçlanma Araçları Fonu	Küçük Şirketler Hisse Senedi Fonu
Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonu	Karma Fon
Karma Borçlanma Araçları Fonu	Uluslararası Hisse Senedi Fonu
Karma Fon	Uluslararası Karma Fon
Uluslararası Hisse Senedi Fonu	Esnek Fon
Uluslararası Borçlanma Araçları Fonu	
Uluslararası Karma Fon	
Esnek Fon	
Para Piyasası Fonları	**Kıymetli Madenler Fonları**
Likit Fon - Kamu	Kıymetli Madenler Fonu
Likit Fon - Özel Sektör	Altın Fonu
Likit Fon - Karma	
İhtisaslaşmış Fonlar	**Diğer Fonlar**
Yabancı Ülke Fonu	Dengeli Fon
Sektör Fonu	Esnek Fon
Endeks Fon	

1.2.2.3.3.1. Gelir Amaçlı Fonlar

"Yatırım yapılacak varlıkların, bunlardan elde edilecek temettü ve faiz gelirlerine ağırlık verilerek belirlendiği fonlardır.

[26] Sermaye Piyasası Kurulu, "Sermaye Piyasası Kurulunun 13.12.2007 ve 45/1228 Sayılı Kararı: Bireysel Emeklilik Fonları Türlerine İlişkin Açıklama", http://www.egm.org.tr/staticfiles/files/mevzuat/karar16.pdf Erişim Tarihi: 05.11.2017

1. Hisse Senedi Fonu: *Fon portföyünün en az %80'ini düzenli temettü ödemesi yapan ve fiyat oynaklığı nispeten daha az olan hisse senetlerine yatıran ve temettü geliri elde etmeyi hedefleyen fondur.*

2. Kamu Borçlanma Araçları Fonu: *Fon portföyünün en az %80'ini ters repo dahil devlet iç borçlanma senetlerine yatıran ve faiz geliri elde etmeyi hedefleyen fondur.*

3. Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonu: *Fon portföyünün en az %80'ini özel sektör borçlanma araçlarına yatıran ve faiz geliri elde etmeyi hedefleyen fondur.*

4. Karma Borçlanma Araçları Fonu: *Fon portföyünün en az %80'ini kamu ve/veya özel sektör borçlanma araçlarına yatıran ve faiz geliri elde etmeyi hedefleyen fondur.*

5. Karma Fon: *Her birinin değeri fon portföyünün %20'sinden az olmayacak şekilde, fon portföyünün en az %80'ini hisse senetlerine ve borçlanma araçlarına yatıran ve temettü ve faiz geliri elde etmeyi hedefleyen fondur.*

6. Uluslararası Hisse Senedi Fonu: *Fon portföyünün en az %80'ini, düzenli temettü ödemesi yapan ve fiyat oynaklığı nispeten daha az olan yabancı hisse senetlerine yatıran ve temettü geliri elde etmeyi hedefleyen fondur.*

7. Uluslararası Borçlanma Araçları Fonu: *Fon portföyünün en az %80'ini, yabancı borçlanma araçlarına yatıran ve faiz geliri elde etmeyi hedefleyen fondur.*

8. Uluslararası Karma Fon: *Her birinin değeri fon portföyünün %20'sinden az olmayacak şekilde, fon portföyünün en az %80'ini yabancı hisse senetlerine ve yabancı borçlanma araçlarına yatıran ve temettü ve faiz geliri elde etmeyi hedefleyen fondur.*

9. Esnek Fon: *Fon portföyünün tamamını değişen piyasa koşullarına göre Yönetmelik'in[27] 5'inci maddesinde belirtilen varlık türlerinin tamamına veya bir kısmına yatıran ve temettü ve faiz geliri elde etmeyi hedefleyen fondur. Bu tür fonların varlık dağılımı önceden belirlenmez."*

1.2.2.3.3.2. Büyüme Amaçlı Fonlar

"Yatırım yapılacak varlıkların, bunlardan elde edilecek sermaye kazancına ağırlık verilerek belirlendiği fonlardır.

1. Hisse Senedi Fonu: *Fon portföyünün en az %80'ini borsada işlem gören şirketlerin hisse senetlerine yatıran ve sermaye kazancı elde etmeyi hedefleyen fondur.*

2. Küçük Şirketler Hisse Senedi Fonu: *Fon portföyünün en az %80'ini küçük veya büyüme potansiyeli olan şirketlerin hisse senetlerine yatıran ve sermaye kazancı elde etmeyi hedefleyen fondur.*

3. Karma Fon: *Her birinin değeri fon portföyünün %20'sinden az olmayacak şekilde, fon portföyünün en az %80'ini hisse senetleri ve borçlanma araçlarına yatıran ve sermaye kazancı elde etmeyi hedefleyen fondur.*

4. Uluslararası Hisse Senedi Fonu: *Fon portföyünün en az %80'ini, yabancı hisse senetlerine yatıran ve sermaye kazancı elde etmeyi hedefleyen fondur.*

5. Uluslararası Karma Fon: *Her birinin değeri fon portföyünün %20'sinden az olmayacak şekilde, fon portföyünün en az %80'ini yabancı hisse senetlerine ve yabancı borçlanma araçlarına yatıran ve sermaye kazancı elde etmeyi hedefleyen fondur.*

6. Esnek Fon: *Fon portföyünün tamamını değişen piyasa koşullarına göre Yönetmelik'in[28] 5'inci maddesinde belirtilen varlık türlerinin tamamına veya bir*

[27] 24681 sayılı "Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik"

[28] 24681 sayılı "Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik"

kısmına yatıran ve sermaye kazancı elde etmeyi hedefleyen fondur. Bu tür fonların varlık dağılımı önceden belirlenmez"

1.2.2.3.3.3. Para Piyasası Fonları

"Devamlı olarak portföyünde vadesine en fazla 180 gün kalmış likiditesi yüksek para ve sermaye piyasası araçları yer alan ve portföyünün ağırlıklı ortalama vadesi en fazla 45 gün olan fonlardır.

1. Likit Fon - Kamu: *Fon portföyünün en az %80'i ters repo dahil devlet iç borçlanma senetlerine yatırılmak kaydıyla fon varlıklarını borsa para piyasası işlemleri dahil para piyasası fonu tanımında yer alan vade yapısına sahip para ve sermaye piyasası araçlarında değerlendiren fondur.*

2. Likit Fon - Özel Sektör: *Fon portföyünün en az %80'i özel sektör borçlanma araçlarına yatırılmak kaydıyla fon varlıklarını borsa para piyasası işlemleri dahil para piyasası fonu tanımında yer alan vade yapısına sahip para ve sermaye piyasası araçlarında değerlendiren fondur.*

3. Likit Fon - Karma: *Fon portföyünün tamamını kamu ve/veya özel sektör borçlanma araçları ve borsa para piyasası işlemleri dahil para piyasası fonu tanımında yer alan vade yapısına sahip para ve sermaye piyasası araçlarında değerlendiren fondur.*

24681 sayılı Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik'in 21'inci maddesinde sayılan sınırlamalar saklıdır."

1.2.2.3.3.4. Kıymetli Madenler Fonları

"Fon portföyünün en az %80'ini kıymetli madenler ve altına dayalı varlıklardan oluşturmak amacıyla kurulan fonlardır.

1. Kıymetli Madenler Fonu: *Fon portföyünün en az %80'ini ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenlere dayalı varlıklara yatıran fondur.*

2. Altın Fonu: *Fon portföyünün en az %80'ini ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altına dayalı varlıklara yatıran fondur."*

1.2.2.3.3.5. İhtisaslaşmış Fonlar

"Coğrafi bölge, ülke, sektör ve endeksler bazında yatırım yapan fonlardır.

1. Yabancı Ülke Fonu: *Fon portföyünün en az %80'ini, sadece bir yabancı ülke tarafından veya bu yabancı ülkede yerleşik şirketler tarafından ihraç edilen para ve sermaye piyasası araçlarına yatıran fondur.*

2. Sektör Fonu: *Fon portföyünün en az %80'ini, belirli sektör ya da sektörlerde bulunan şirketlerin hisse senetlerine yatıran fondur.*

3. Endeks Fon: *Hisse Senedi Endeks Fonu, Tahvil Endeks Fonu, Sektör Endeks Fonu veya benzer fonlar olmak üzere baz alınan ve Kurulca uygun görülen bir endeks kapsamındaki varlıklara, fon portföyünün en az %80'ini yatıran ve baz alınan endeks ile fonun birim pay değeri arasındaki korelasyon katsayısının en az 0,9 olmasını ve endeksteki artış kadar bir getiri elde etmeyi hedefleyen fondur."*

1.2.2.3.3.6. Diğer Fonlar

"Yukarıdaki fon türlerine girmeyen diğer fonlardır.

1. Dengeli Fon: *Fon portföyünün tamamını, hisse senedi ve/veya borçlanma araçlarının karmasından oluşturan ve hem sermaye kazancı hem de temettü ve faiz geliri elde etmeyi hedefleyen fondur.*

2. Esnek Fon: *Fon portföyünün tamamını değişen piyasa koşullarına göre Yönetmelik'in[29] 5'inci maddesinde belirtilen varlık türlerinin tamamına veya bir kısmına yatıran ve hem sermaye kazancı hem de temettü ve faiz geliri elde etmeyi hedefleyen fondur. Bu tür fonların varlık dağılımı önceden belirlenmez."*

[29] 24681 sayılı "Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik"

İKİNCİ BÖLÜM

PORTFÖY KAVRAMI, PORTFÖY PERFORMANSININ ÖLÇÜLMESİ VE SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI

2.1. Portföy ve Portföy Yönetimi

Portföy, kelime anlamı itibarıyla "cüzdan" anlamına gelmektedir. Genel anlamda portföy tanımı şu şekilde yapılabilmektedir. Portföy, gerçek veya tüzel kişilerin yatırım yapmak ve kazanç elde etmek amacıyla elinde tuttuğu yatırım araçlarının toplam değeridir. Zaman içerisinde değişen ekonomik koşullar ile portföyün alınıp satılması ve değişiklik yapılması ihtiyaçları doğmaktadır. Bu işlemlerin yapılmasına ise portföy yönetimi denmektedir.

Portföy seçiminde ve yönetiminde en önemli faktörler getiri ve risk faktörleridir. Riskin ölçüsü ise standart sapma ve varyans değerleridir. Portföye hangi yatırım araçlarının hangi oranlarda gireceği ve ekonomik koşullardaki değişikliklere göre portföyün nasıl güncelleneceği, portföy yönetiminin önemli hususlarını oluşturmaktadır.[30]

Portföy yönetiminde risk faktörü, kontrol altına alınabilme ve sınırlanabilme özelliklerine göre sistematik ve sistematik olmayan risk olarak ikiye ayrılabilmektedir.

Sistematik risk; ekonomik, sosyal ve politik gelişmelerden kaynaklanan risklerdir. Sistematik risklerin kaynakları genel olarak, piyasa riski, enflasyon riski, faiz oranı riski, kur riski, politika riski olarak gruplandırılabilmektedir. Sistematik riske maruz kalan bir portföyde söz konusu riskten kaçınmak için portföy çeşitlendirmesi yapmak etkili bir yöntem olamamaktadır.[31]

---

[30] Demirtaş, Özgür, Güngör, Zülal, Temmuz 2004, "Portföy Yönetimi ve Portföy Seçimine Yönelik Uygulama", **Havacılık ve Uzay Teknolojileri Dergisi**, Cilt: 1, Sayı: 4, s. 103-109.

[31] Usta, Öcal, Demireli, Erhan, 2010, "Risk Bileşenleri Analizi: İMKB'de Bir Uygulama", **ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt: 6, Sayı: 12, s. 25-36.

Sistematik olmayan risk ise şirket veya sektöre özgü olan risklerdir ve kontrol altına alınabilmesi mümkün olan risklerdir. Portföy çeşitlendirmesiyle kontrol altına alınabilmesi mümkün olan bu risk türünün kaynakları genel olarak, finansal risk, iş riski ve yönetim riski olarak çeşitlendirilebilmektedir.[32]

2.1.1. Modern Portföy Teorisi

Modern portföy teorisi, Harry Markowitz tarafından "Portfolio Selection" isimli çalışmasıyla ortaya atılan bir teoridir. Bu teori, finansal varlıklardan oluşan bir portföyün getiri ve risk ölçümlerinin birtakım varsayımlarla beraber hesaplanması esasına dayanmaktadır.[33]

Modern portföy teorisinin temelinde rasyonel bir yatırımcı bulunmaktadır ve teoriye göre, yatırım yapılacak menkul kıymetin getirisinin ve riskinin hesaplanmasından ziyade bu menkul kıymetin portföye dahil olması halinde portföyün bundan nasıl etkileneceği önemlidir. Yatırım yapılabilecek birçok menkul kıymet arasından birçok portföy oluşturulabilmektedir. Markowitz'e göre portföyü oluşturan varlıklar, korelasyon katsayılarına göre tercih edilmelidir.[34]

Modern portföy teorisine göre en düşük riskli ve en yüksek getirili portföy tercih edilmelidir. Burada iki temel yaklaşımdan söz edilebilir. Bunlardan ilki, sabit getiri altında riskin minimize edilmesi, ikincisi ise benzer risk düzeyinde getirinin maksimize edimesidir.

2.2. Bireysel Emeklilik Sistemi Portföy Performansı Ölçümü

Bireylerin bir yatırım yapması durumunda bu yatırımın zaman içinde bir getiri sağlaması beklentisi oluşur. Bu yatırım, herhangi bir gayrimenkul yatırımı veya

---

[32] Kaya, Cansın, Kocadağlı, Ozan, 2012, "Etkin Sınır ve Beta Katsayı Kısıtlı Portföy Seçim Modeli Üzerine Bir Uygulama", **İstanbul Ticaret Üniversitesi Fen Bilimleri Dergisi**, Yıl: 11, Sayı: 22, s. 19-35.

[33] Sefil, Sinem, Çilingiroğlu, Hakkı Kutay, 2011, "Davranışsal Finansın Temelleri: Karar Vermenin Bilişsel ve Duygusal Eğilimleri", **İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Yıl: 10, Sayı: 19, s.247-268.

[34] Yiğiter, Şule Yüksel, Akkaynak, Bilal, 2017, "Modern Portföy Teorisi: Alternatif Yatırım Araçları ile Bir Uygulama", **KSÜ Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt: 14, Sayı:2, s. 285-300.

menkul kıymet yatırımı olabileceği gibi bireysel emeklilik sistemine katılmak da olabilmektedir.

Bireysel emeklilik katılımcıları sözleşmelerine yatırdıkları katkı paylarıyla beraber bir fon tutarına sahip olmaktadırlar ve bu fon tutarının zaman içinde değerlenmesini beklemektedirler. Emeklilik döneminde katılımcılar, sistemdeki fon tutarlarını fonların sağladığı getirileriyle beraber elde etmek istemektedirler. İşte burada emeklilik yatırım fonlarının gösterdikleri performanslar devreye girmektedir.

Katılımcının sahibi olduğu sözleşmeye ait fon çeşitleri ve bu fonların portföy içindeki ağırlıklarına göre fonlar üzerinden getiri sağlanmaktadır. Emeklilik şirketleri, farklı risk gruplarına göre farklı fonlar kurmuşlardır ve fonların yatırıldığı araçlar birbirinden farklıdır. Bu nedenle her fonun aynı dönem içinde gösterdiği fon performansı farklı olabilmektedir ve bu da katılımcının bireysel emeklilik sözleşmesinden elde edeceği getiri miktarını etkilemektedir.

Yatırım fonlarının gelecekteki performanslarının önceden bilinmesi mümkün olmamaktadır. Finansal piyasaların sürekli değişkenlik göstermesi ve belirsiz olması dolayısıyla yatırım fonlarının ileriye yönelik getiri performansları çeşitli yöntemlerle tahmin edilebilir. Yatırımcılar, yatırım fonlarının gelecekteki performanslarını, bu fonların geçmişe ait performanslarını dikkate alarak öngörebilmektedirler.

2.2.1. Portföy Performansının Ölçülmesi

Bireysel emeklilik sözleşmelerine ait fon portföyünün ve bu portföydeki fonların sağladığı getiriler, portföyün gösterdiği performansı ölçmede önem arz etmektedir. Portföy performansının ölçülmesi, katılımcılar için geleceğe dair bir görüş oluşturur ve katılımcıların yatırımlarını ve fon tercihlerini etkiler. Portföy performansı ölçümleriyle birlikte başarı gösteren yatırım alternatifleri belirlenebilirken, başarısızlık gösteren portföye karşı katılımcılar önlem alabilmektedirler. Böylelikle katılımcılara kendi fon portföylerinin ve alternatif fon portföylerinin analizinin sunulabileceği bir gösterge ortaya çıkmış olmaktadır.

2.2.1.1. Portföy Performansının Ölçülmesinde Kullanılan Yöntemler

Portföy performansı ölçümünde kullanılan en yaygın yöntemler, Sharpe Oranı, Treynor Endeksi ve Jensen Ölçütü'dür.

2.2.1.1.1. Sharpe Oranı

Sharpe Oranı, 1966 yılında William Sharpe tarafından öne sürülmüştür. Sharpe, portföy analizinde en önemli unsurların beklenen getiri ve tercih edilen risk kombinasyonu olduğunu vurgulamıştır.[35]

Sharpe Oranı, standart sapmayı esas alan bir performans ölçütüdür. Portföy getirisinin artması veya portföyün standart sapmasının düşmesi performansı iyileştirmektedir. Farklı portföy alternatifleri arasında seçim yapılırken Sharpe Oranı yüksek olan portföy tercih edilmektedir. Sharpe Oranı aşağıdaki gibi formülize edilebilir:

$$S = \frac{(R_t - R_f)}{\sigma_t}$$

S: Sharpe Oranı

R_t: t portföyünün ortalama getirisi

R_f: Risksiz faiz oranının ortalama getirisi

σ_t: t portföyünün standart sapması

Portföy performansı ölçütü olarak kullanılan bu oran, portföyün toplam riskine göre yatırımcının risksiz faiz oranı üstünde beklediği ek getiriyi ölçmektedir. Böylece Sharpe Oranı, portföy performansını taşıdığı riske göre ölçmektedir.[36]

---

[35] Sharpe, William F., 1966, "Mutual Fund Performance", **The Journal of Business**, Vol: 39, No:1, pp. 119-138.

[36] Demirtaş, Özgür, Güngör, Zülal, Temmuz 2004, "Portföy Yönetimi ve Portföy Seçimine Yönelik Uygulama", **Havacılık ve Uzay Teknolojileri Dergisi**, Cilt: 1, Sayı: 4, s. 103-109.

2.2.1.1.2. Treynor Endeksi

J. Treynor tarafından portföy performansını ölçmek için geliştirilen endeks, Sharpe Oranı ile temelde aynı niteliktedir. Portföy riskinin ölçümünde toplam risk göstergesi olan standart sapmanın yerine sistematik riski esas alan Treynor Endeksi'nde, portföyün risksiz faiz oranını aşan getirisi portföyün sistematik riskine oranlanmıştır. Böylece portföy performansı, risk birimi başına sağlanan ek getiriye göre ölçülmektedir.[37] Treynor Endeksi aşağıdaki gibi formülize edilebilir:

$$T = \frac{(R_t - R_f)}{\beta_t}$$

T: Treynor Endeksi

R_t: t portföyünün ortalama getirisi

R_f: Risksiz faiz oranının ortalama getirisi

β_t: t portföyünün sistematik riski

Portföyün sistematik riskini ifade eden beta katsayısı, portföy getirilerinin pazara karşı olan değişkenliğinin göstergesidir. Beta katsayısının yüksek olması portföyün risk seviyesinin de artmasına işaret etmektedir. Beta katsayısının artması, Treynor Endeksi'ni düşürür ve portföy performansını kötüleştirir. Farklı portföy alternatifleri değerlendirilirken Treynor Endeksi yüksek olan portföy tercih edilmektedir.

Beta katsayısı aşağıdaki formül ile hesaplanmaktadır:

$$\beta_t = \frac{COV(R_t, R_m)}{VAR(R_m)}$$

β_t: t portföyünün beta katsayısı

R_t: t portföyünün getirisi

[37] Korkmaz, Turhan, Uygurtürk, Hasan, 2007, "Türk Emeklilik Fonlarının Performans Ölçümünde Regresyon Analizinin Kullanılması", **ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt: 3, Sayı: 5, s. 37-52.

R_m: Gösterge endeksin getirisi

2.2.1.1.3. Jensen Ölçütü

Portföy performansının ölçülmesi için kullanılmakta olan bir başka önemli yöntem de Jensen ölçütüdür. Michael C. Jensen tarafından geliştirilen ölçüte göre alfa ölçütü, ortalama portföy getirisinin finansal varlık pazar doğrusundan ne kadar saptığını ifade eder. Jensen ölçütü aşağıdaki gibi formülize edilebilir:

$$R_{a,t} - R_{f,t} = \alpha_a + \beta_a(R_{m,t} - R_{f,t})$$

α_a: a portföyünün Jensen (alfa) ölçütü

$R_{a,t}$: a portföyünün t dönemdeki getirisi

$R_{f,t}$: t dönemindeki risksiz faiz oranı

$R_{m,t}$: t dönemindeki piyasa getirisi

β_a: a portföyünün beta katsayısı

Yukarıdaki formülde eşitliğin sol tarafında kalan kısım risk primini ifade etmektedir. Bir menkul kıymetin getirisi, risk primini aşarsa alfa değeri pozitif olmaktadır. Bunun tersi durumda ise alfa değeri negatif olacaktır. Alfa değerinin pozitif olması portföy yönetiminin başarılı olduğuna, alfa değerinin negatif olması ise portföy yönetiminin başarısız olduğuna işaret eder. Alfa değerinin sıfır olması halinde ise portföy yönetiminin piyasa portföyüne yakın bir performans gösterdiği söylenebilir.[38]

2.2.1.1.4. Modigliani Ölçütü

Portföy performansının ölçülmesinde kullanılan başka bir yöntem de Modigliani Ölçütü'dür. Bu ölçüt, Sharpe Oranı'nda olduğu gibi standart sapmayı risk ölçütü olarak kullanır. Portföyün Sharpe Oranı ile pazarın standart sapmasının

[38] Altıntaş, Kadir Murat, 2008, "Türk Özel Emeklilik Fonlarının Risk Odaklı Yönetim Performansı: 2004-2006 Dönemine İlişkin Bir Analiz", **Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt: 8, Sayı: 1, s. 85-110.

çarpılması ve bu çarpıma risksiz faiz oranının eklenmesi ile hesaplanır.[39] Modigliani Ölçütü aşağıdaki gibi formülize edilebilir:

$$M^2 = R_f + \frac{(R_t - R_f)}{\sigma_t} * \sigma_{rm}$$

M^2: Modigliani Ölçütü

R_t: t portföyünün ortalama getirisi

R_f: Risksiz faiz oranının ortalama getirisi

σ_t: t portföyünün standart sapması

σ_{rm}: Pazarın standart sapması

2.3. Sermaye Piyasası Araçları

Sermaye piyasası araçları; türev araçlar, menkul kıymetler, yatırım sözleşmeleri ve Sermaye Piyasası Kurulu'nca belirlenen diğer sermaye piyasası araçlarıdır.

Menkul kıymetler, yatırım amacı taşıyan taşınabilir kıymetli evraklardır. Menkul kıymetler; paylar, pay benzeri diğer kıymetler ile söz konusu paylara karşılık gelen depo sertifikaları ile borçlanma araçları ya da menkul kıymet haline getirilen varlık ve gelirlere bağlı borçlanma araçları ile söz konusu kıymetlere karşılık gelen depo sertifikalarıdır.[40] Para, çek, poliçe ve bono (Türk Ticaret Kanunu'nda düzenlenmiş emre yazılı senet) sermaye piyasası aracı değildir.[41]

[39] Korkmaz, Turhan, Uygurtürk, Hasan, 2007, "Türk Emeklilik Fonlarının Performans Ölçümünde Regresyon Analizinin Kullanılması", **ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt: 3, Sayı: 5, s. 37-52.

[40] 28513 sayılı "Sermaye Piyasası Kanunu"

[41] T.C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu, 2016, "Sermaye Piyasası Araçları", http://www.yatirimci.gov.tr/media/20210/sermaye%20piyasas%C4%B1%20ara%C3%A7lar%C4%B1.pdf, Erişim Tarihi: 27.05.2018

2.3.1. Hisse Senetleri (Pay Senetleri)

Hisse senetleri; anonim ortaklıklar tarafından çıkarılan, şirket sermayesine katılımı temsil eden, yasal şekil şartlarına uygun olarak düzenlenmiş kıymetli evraklardır.

Hisse senetleri sahiplerine şu hakları sağlamaktadır:[42]

1. Yönetime katılma (oy) hakkı,
2. Kar payı ve kar payı avansı alma hakkı,
3. Rüçhan hakkı (yeni pay alma hakkı),
4. Bedelsiz pay alma hakkı,
5. Tasfiyeden pay alma hakkı,
6. Bilgi edinme hakkı

Hisse senedi sahipleri, temel olarak iki türlü getiri elde etmektedirler. Bunlar, kar payı geliri ve sermaye kazancıdır.

Kar payı geliri, ortaklıkların yıl sonunda elde ettikleri karın ortaklara dağıtılmasından elde edilen gelirdir. Sermaye kazancı ise payların değerinde zaman içinde meydana gelen artıştan elde edilen gelirdir.

Borsa İstanbul Pay Piyasası için temel endeks olarak BİST100 Endeksi kullanılmaktadır. BİST100 Endeksi, Ocak 1986 tarihinden beri kullanılan, hisse senetleri Borsa İstanbul'da işlem gören, en büyük işlem hacmine ve yüksek piyasa değerine sahip, seçilmiş 100 büyük şirketin işlem fiyatları ile hesaplanan temel bir endekstir.[43]

2.3.2. Katılma İntifa Senetleri

Katılma intifa senetleri, ortaklıklar tarafından nakit karşılığında satılması amacıyla ihraç edilen, net kardan pay alma, tasfiye sonrasında kalan tutara katılma ya da halka açık olmayan ortaklık tarafından yeni çıkarılacak payları alma hakkı tanıyan

[42]Sermaye Piyasası Kurulu, 2007, "Sermaye Piyasası Araçları", SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-2

[43] Gülpınar, Vildan, Kır, K. Ceyhun, 2016, "BİST100 Endeksine Dahil Şirketlerin Yöneti Kurulu Yapıları", **Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt: 18, Sayı:1, s. 135-148.

hisse senedi benzeri menkul kıymetlerdir. Katılma intifa senetleri, ana sözleşmede hükmü bulunması suretiyle süresiz veya nominal değerinin üzerinde çıkarılabilmektedir.[44]

2.3.3. Tahviller

Tahvil, devletin veya özel sektör şirketlerinin çıkarttıkları 1 yıldan uzun süreli borç senetleridir. Şirketler veya devletler tahvil karşılığında tahvil alıcısından 1 yıldan uzun vadeli borç elde etmektedirler.

Türkiye Muhasebe Standartları'na göre tahviller, vadesine kadar elde tutulan yatırımlar sınıfında bulunurlar. Tahvil, işletme tarafından beklenen vade gelmeden önce vade içindeki fiyat değişimlerine rağmen işletmenin satışa çıkarmak istemeyeceği bir finansal araçtır. İşletmeler tarafından fon temini için çıkarılan ve uzun vadeli fon sağlayan tahviller, bir finansal borçlanma aracı olarak çıkarılırlar. [45]

2.3.4. Bonolar

Bonolar, ihraççıların borçlu olarak düzenleyip sattığı, vadesi geldiğinde nominal değerinin yatırımcıya ödenmesini taahhüt eden, 30 gün ile 364 gün arasında vadesi olan menkul kıymetlerdir. Bonolar, ihraççı tarafından belirlenmiş vade tarihi ile uyumlu iskonto oranları ile iskonto edilmesiyle hesaplanan değer üzerinden satılmaktadır. Bonolar, kupon ödemeli olarak ihraç edilebilmektedir.[46]

2.3.5. Varantlar

Varant, dayanak varlığı ya da göstergeyi elinde bulunduran kişiye önceden belirlenmiş bir fiyattan belirli bir tarihe kadar alma veya satma hakkı veren menkul kıymet niteliğinde bir sermaye piyasası aracıdır. Bu alım veya satım hakkı kaydi teslimat veya nakit uzlaşı ile kullanılmaktadır. Varantlar, satın alma ve satma hakkı veren alternatif bir yatırım aracı olma özelliğine sahiptir. Aynı zamanda varant, vade

[44] Altaş, Soner, 2014, "Sermaye Şirketleri Tarafından İntifa Senedi Çıkarılması", **Türkiye Bankalar Birliği Bankacılar Dergisi**, Sayı: 89, s. 82-83.
[45] Ayçiçek, Fahri, 2011, "TMS 39 Çerçevesinde Bir Finansal Araç Olarak Tahviller", **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, s. 59-76.
[46] Sermaye Piyasası Kurulu, 2016, "Sermaye Piyasası Araçları", Sermaye Piyasası Kurulu Kitapçığı

sonunda dayanak varlığın satın alınma ve satılma zorunluluğu olmadığı için opsiyonel bir üründür.[47]

2.3.6. Gayrimenkul Sertifikaları

Gayrimenkul sertifikaları, inşası yapılacak veya yapılmakta olan gayrimenkul projelerinin finansmanında kullanmak için ihraç edilen, gayrimenkul projesinin belirlenmiş bağımsız bölümlerini ya da bağımsız bölümlerin belirli bir alan birimini temsil eden nominal değeri eşit menkul kıymetlerdir. Gayrimenkul sertifikaları, yurt dışında veya yurt içinde halka arz edilerek ya da halka arz edilmeden nitelikli yatırımcıya satılması yoluyla ihraç edilebilir. İhraççıların edimlerinin yerine getirilmemesi durumunda ortaya çıkabilecek cezai şartların bir banka tarafından garanti altına alınması zorunludur.[48]

2.3.7. Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler

Varlığa dayalı menkul kıymetler, varlık finansmanı fonu ya da ipotek finansmanı kuruluşunun devralacağı varlıkların karşılık gösterilmesiyle ihraç edilen menkul kıymetlerdir. İpoteğe dayalı menkul kıymetler ise konut finansmanı fonunun ya da ipotek finansmanı kuruluşunun devralacağı varlıkların karşılık gösterilmesiyle ihraç edilen menkul kıymetlerdir.[49]

2.3.8. Kira Sertifikaları

Kira sertifikaları, ihraç edilmesinden sonra eşit değerlerde olan, ihraç sonucunda sağlanan tutarların önceden planlanmış olarak yatırımları yapılan, yapılan yatırımın türüyle ilgili olarak duran varlıklar ve benzerleri üzerindeki hakları ve payları temsil eden veya bir projede veya özel bir yatırım faaliyetinde ortaklık hakkı sağlayan sertifikalara denmektedir. Kira sertifikaları, bir varlık veya proje üzerinde sahiplik hakkının sağlanması ve belirli bir gelirin garanti edilmemesi bakımından hisse senetlerine benzemektedir. Ancak, hisse senetleri, sahiplerine hisseleri oranında

---

[47] Gündoğdu, Aysel, 2012, "Türk Sermaye Piyasasında Yapılandırılmış Yeni Bir Finansal Ürün: Varant", **Sosyal ve Beşeri Bilimler Dergisi**, Cilt:: 4, No: 1, s. 57-65.

[48] Sermaye Piyasası Kurulu, 2007, "Sermaye Piyasası Araçları", SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-2

[49] Sermaye Piyasası Kurulu, 2016, "Sermaye Piyasası Araçları", Sermaye Piyasası Kurulu Kitapçığı

şirkete ortaklık hakkını vermektedir ve bu ortaklık belli bir süreyle sınırlandırılmamaktadır. Kira sertifikalarında ise sadece kira sertifikasına konu edilmiş varlık üzerinde sahiplik hakkı tanınmaktadır ve bu hak, anlaşmada önceden belirlenmiş olan tarihe kadar geçerli olmaktadır.[50]

2.3.9. Türev Araçlar

Türev araçlar, değerlerinin diğer bazı temel varlıklara bağlı olduğu, vade sonundaki veya vade içerisindeki değerlerinin sözleşmeye konu olan varlığın fiyatı tarafından belirlendiği finansal varlıklardır. Türev araçlar, faiz oranlarında meydana gelebilecek değişimlere ve kambiyo riskine karşı önlem almak için yatırım ve spekülatif amaçlı olarak kullanılabilen finansal araçlardır. Türev piyasalar ise türev araçlar ile ilgili işlemlerin yapıldığı ve türev araçların alım satımının yapıldığı piyasalardır. Türev piyasalara, vadeli işlem piyasaları da denilebilmektedir ve bu piyasalar, gelecekte ortaya çıkabilecek risklerin ortadan kaldırılmasına hizmet ederler.[51]

2.3.10. Teminatlı Menkul Kıymetler

Teminatlı menkul kıymetler, ihraççının sahip olduğu genel sorumluluk niteliğinde olup teminat gösterilen varlıklara karşılık olarak ihraç edilen bir borçlanma aracıdır. Teminatlı menkul kıymetler, halka arz edilmesi yoluyla, nitelikli yatırımcılara satılarak ya da birim nominal değerinin en az 100.000 TL olması şartıyla tahsisli şekilde ihraç edilebilmektedir.[52]

2.3.11. Yabancı Sermaye Piyasası Araçları

Yabancı sermaye piyasası araçları, çıkarıldıkları ülkelerin borsalarında alımı ve satımı yapılabilen, nitelikleri Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirlenmiş olan menkul kıymetler ile hak ve alacakları temsil eden kağıtlardır. Bu kağıtların

---

[50] Yılmaz, Erdal, 2014, "Yeni Bir Finansal Araç Olarak Sukuk: Çeşitleri, Türkiye Uygulaması ve Vergilendirilmesi", **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, s. 81-100.

[51] Dızman, Şakir, 2014, "Türev Finansal Ürünlerin; Türkiye Muhasebe Standartları (TMS), Türkiye Finansal Raporlama Standartları (TFRS) ve Yeni Hesap Planı Taslağı Kapsamında Muhasebeleştirilmesi", **Erzincan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt: 7, No: 1, s. 17-30

[52] Sermaye Piyasası Kurulu, 2016, "Sermaye Piyasası Araçları", Sermaye Piyasası Kurulu Kitapçığı

ülkemizde alınıp satılabilmesi için Sermaye Piyasası Kurulu'nca kayda geçirilmesi ve imzalı temsilcilik sözleşmesi kapsamında aracı kuruluşlar vasıtasıyla satılması zorunludur. Yabancı hisse senetlerinin ülkemizde halka arz yoluyla satılabilmesi ancak depo sertifikaları vasıtasıyla yapılabilmektedir. Depo sertifikaları, Takasbank ya da Sermaye Piyasası Kurulunca uygun görülen saklama kuruluşlarında depo edilen yabancı menkul kıymetleri temsilen çıkarılan, bu menkul kıymetlerin verdiği hakları aynı şekilde sağlayan, hamiline yazılı, temsil ettiği yabancı menkul kıymetin para birimi cinsinden nominal değeri ifade edilen sermaye piyasası aracıdır.[53]

[53] Sermaye Piyasası Kurulu, 2007, "Sermaye Piyasası Araçları", SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-2

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DEKİ BİREYSEL EMEKLİLİK YATIRIM FONLARININ PERFORMANS DEĞERLENDİRMESİ

Türkiye'de bireysel emeklilik sistemi uygulanmaya başladığı günden itibaren gelişmeye devam etmiş, katılımcı sayısı ve fon tutarları gün geçtikçe artmıştır. Katılımcılar, fon getirileriyle beraber tasarruflarını arttırmaktadır ve emeklilik dönemleri için birikim yapmaya devam etmektedir.

Bireysel emeklilik sisteminde katılımcılar, fon getirilerinin piyasa koşullarına ve ekonomik gelişmelere karşı geride kalmamasını ve bununla birlikte karlarını maksimize etmeyi hedeflerler. Burada, seçilen fonların zaman içinde gösterdikleri performanslar ön plana çıkmaktadır. Bu performansların değerlendirilmesi için bireysel emeklilik yatırım fonlarına yönelik bir uygulama yapılmıştır.

3.1. Uygulamanın Kapsamı

Türkiye'deki bireysel emeklilik yatırım fonlarının performansları ölçülürken 2013 – 2017 yılları arasındaki 5 yıllık veriler kullanılmıştır. Uygulamada aşağıdaki bireysel emeklilik yatırım fonu türleri değerlendirilmiştir:

1. Esnek Fonlar

2. Kıymetli Maden Fonları

3. Kamu Borçlanma (Türk Lirası) Fonları

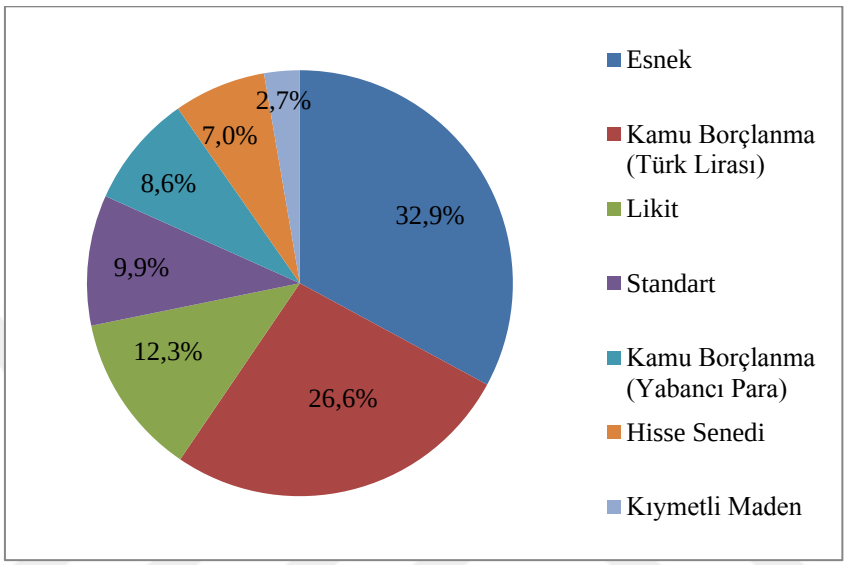
4. Kamu Borçlanma (Yabancı Para) Fonları

5. Likit Fonlar

6. Hisse Senedi Fonları

Toplam emeklilik yatırım fonu büyüklüğünü oluşturan fonlar, 2016 yılı sonu itibarıyla fon grupları detayında incelendiğinde fon büyüklüğüne göre aşağıdaki oranlarda dağılmaktadır:[54]

Grafik 8: Fon Büyüklüklerine Göre Fon Grupları Dağılımı



Bireysel emeklilik sistemine katılma aşamasında herhangi bir emeklilik yatırım fonu tercihinde bulunmayan katılımcıların birikimleri, "standart" fonlarda değerlendirilmektedir. Performans değerlendirmesi uygulamasında standart fonlara yer verilmemiştir.

3.2. Uygulamanın Yöntemi

Uygulamada, fon performansları yıllık olarak değerlendirilmiştir. Uygulamada kullanılan hesaplamalarda aylık getiriler hesaplanıp her yıl ayrı ayrı sonuçlar elde edilmiştir.

Fon performanslarının ölçülmesinde, literatürde yaygın olarak kullanılan ve genel kabul gören portföy performansı ölçüm yöntemlerinden Sharpe Oranı, Treynor Endeksi ve Jensen Ölçütü kullanılmıştır. Fon türlerine ait tarihsel veriler, Emeklilik

[54] Emeklilik Gözetim Merkezi, 2017, "Bireysel Emeklilik Sistemi Gelişim Raporu 2016"

Gözetim Merkezi'nin internet sitesindeki "Emeklilik Yatırım Fonları" adlı istatistiksel verilerinden[55] elde edilmiştir.

Portföy değerlendirmesinde kullanılan aylık getiriler aşağıdaki formül ile hesaplanmıştır:

$$R_p = \frac{(N_t - N_{t-1})}{N_t}$$

R_p: Portföyün aylık getiri oranı

N_t: Portföyün t zamanındaki birim pay değeri

N_{t-1}: Portföyün t-1 zamanındaki birim pay değeri

3.2.1. Risksiz Faiz Oranı

Uygulamada kullanılan risksiz faiz oranları, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası resmi sitesinde bulunan "TCMB Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti" verileri kullanılarak hesaplanmıştır.

TCMB ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti, TCMB'nin piyasada oluşan faiz oranlarında meydana gelen değişmelere yön vermek ve böylece enflasyonu denetlemek ve piyasanın likidite ihtiyacını karşılamak için kullandığı bir araçtır. Söz konusu maliyet, bir haftalık repo, gecelik borç verme faizi gibi likidite araçlarının maliyetlerinin ağırlıklı ortalamasıdır.[56] TCMB tarafından sağlanan bu fonlama maliyetleri resmi olarak açıklanmakta olup bu çalışmada risksiz faiz oranı hesaplamalarında kullanılmıştır.

3.2.2. Fon Performansı Değerlendirmesinde Kullanılan Göstergeler

Bireysel emeklilik yatırım fonları, içerdikleri portföy bileşimlerine ve amaçlarına göre ayrışmaktadırlar. Dolayısıyla fon gruplarının performansları

[55] Emeklilik Gözetim Merkezi, http://www.emeklilik.egm.org.tr/?sid=60, Erişim Tarihi: 22.03.2018

[56] Ekinci, R., Ceylan F., Tuzun O., Kahyaoğlu H., 2016, "TCMB Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti'nin BİST100 Üzerindeki Etkisi", **Journal of Yasar University**, 11/44, s.263-277.

değerlendirilirken bu fon gruplarına ait gösterge endekslerinin saptanması gerekmektedir. Fon gruplarının unvanları ve yatırım bileşenlerine göre uygulamada kullanılan gösterge endeksleri aşağıda belirtilmiştir:

1. Likit Fonlar: BİST KYD TL Bono Endeksleri 91 Gün
2. Esnek Fonlar: BİST KYD TL Bono Endeksleri Tüm
3. Hisse Senedi Fonları: BİST 100
4. Kamu Borçlanma Fonları (Türk Lirası): BİST KYD TL Bono Endeksleri Tüm
5. Kıymetli Maden Fonları: BİST KYD Altın Fiyat Endeksi (Ağırlıklı Ortalama)
6. Kamu Borçlanma Fonları (Yabancı Para):
   a) %10 BİST KYD O/N Repo Endeksleri Brüt
   b) %60 BİST KYD Eurobond Endeksleri USD-TL
   c) %30 BİST KYD Eurobond Endeksleri EUR-TL

3.3. Bireysel Emeklilik Yatırım Fonlarının Performans Değerlendirmelerinin Sonuçları

Bireysel emeklilik yatırım fonlarının performans değerlendirmelerine yıllar bazında aşağıda yer verilmiştir. 2013 – 2017 yılları arasında faaliyet gösteren fon türlerinin getirilerine ait performans göstergeleri ve performans ölçütleri gösterilmiştir. Bu veriler ışığında fonların ilgili zaman dilimleri için performans değerlendirmeleri yapılmıştır.

3.3.1. 2013 Yılı Performans Değerleri

Esnek, kıymetli maden, kamu borçlanma (Türk Lirası), kamu borçlanma (yabancı para), likit ve hisse senedi bireysel emeklilik yatırım fonu türlerinin 2013 yılına ait performans değerleri aşağıda gösterilmiştir:

Tablo 3: Bireysel Emeklilik Fonlarının 2013 Yılı Performans Değerleri

2013	Esnek	Kıymetli Maden	Kamu Borçlanma (TL)	Kamu Borçlanma (YP)	Likit	Hisse Senedi
Ortalama Getiri	-0,10%	-0,48%	-0,02%	0,67%	0,45%	-0,75%
Minimum Getiri	-3,92%	-11,66%	-2,13%	-3,35%	0,32%	-11,01%
Maksimum Getiri	4,19%	9,96%	2,65%	3,64%	0,59%	11,24%
Risksiz Faiz Oranı Ortalama Getiri	0,48%	0,48%	0,48%	0,48%	0,48%	0,48%
Standart Sapma	2,27%	6,74%	1,42%	2,16%	0,09%	6,47%
Ortalama Piyasa Getirisi	-0,03%	-1,02%	-0,03%	0,89%	0,52%	-0,94%
Sistematik Risk (Beta)	1,14	0,90	0,81	1,63	0,29	0,93
Sharpe Oranı	**-0,2559**	**-0,1430**	**-0,3534**	**0,0885**	**-0,3847**	**-0,1911**
Treynor Endeksi	**-0,0051**	**-0,0107**	**-0,0062**	**0,0012**	**-0,0012**	**-0,0133**
Jensen Ölçütü (Alfa)	**0,0001**	**0,0039**	**-0,0008**	**-0,0048**	**-0,0004**	**0,0009**

3.3.2. Bireysel Emeklilik Yatırım Fonlarının 2013 Yılı Performans Değerlendirmeleri

Bireysel emeklilik yatırım fonlarının 2013 yılı performans değerlerine ilişkin performans değerlendirmelerine aşağıda yer verilmiştir:

1. Sharpe Oranı'nın, kamu borçlanma (yabancı para) fonları dışındaki bütün fon türlerinde negatif olduğu görülmektedir. kamu borçlanma (yabancı para) fonları dışındaki bireysel emeklilik yatırım fonları, risksiz faiz oranı ortalamasının üzerinde bir performans gösterememiştir.
2. Ortalama getirilere bakıldığında; kamu borçlanma (yabancı para) fonlarının ve likit fonların pozitif getiri sağladığı görülmektedir. Diğer fon türleri negatif ortalama getiri sağlamıştır.
3. Fon türlerinin pazar portföylerine göre performanslarına bakıldığında, Jensen Ölçütü'nün esnek, kıymetli maden ve hisse senedi fonları için pozitif değerde olduğu görülmektedir. Bu fon türleri, 2013 yılında pazar portföylerine göre iyi yönetilmişlerdir.

3.3.3. 2014 Yılı Performans Değerleri

Esnek, kıymetli maden, kamu borçlanma (Türk Lirası), kamu borçlanma (yabancı para), likit ve hisse senedi bireysel emeklilik yatırım fonu türlerinin 2014 yılına ait performans değerleri aşağıda gösterilmiştir:

Tablo 4: Bireysel Emeklilik Fonlarının 2014 Yılı Performans Değerleri

2014	**Esnek**	**Kıymetli Maden**	**Kamu Borçlanma (TL)**	**Kamu Borçlanma (YP)**	**Likit**	**Hisse Senedi**
Ortalama Getiri	1,15%	0,61%	1,07%	1,34%	0,71%	2,21%
Minimum Getiri	-1,75%	-6,24%	-1,27%	-1,14%	0,58%	-7,52%
Maksimum Getiri	3,20%	9,49%	3,83%	5,43%	0,88%	9,86%
Risksiz Faiz Oranı Ortalama Getiri	0,73%	0,73%	0,73%	0,73%	0,73%	0,73%
Standart Sapma	1,72%	4,60%	1,37%	1,72%	0,08%	5,45%
Ortalama Piyasa Getirisi	1,32%	0,81%	1,32%	1,57%	0,73%	2,15%
Sistematik Risk (Beta)	0,82	0,95	0,76	-0,18	0,27	0,91
Sharpe Oranı	**0,2429**	**-0,0257**	**0,2513**	**0,3547**	**-0,2474**	**0,2727**
Treynor Endeksi	**0,0051**	**-0,0012**	**0,0045**	**-0,0335**	**-0,0007**	**0,0163**
Jensen Ölçütü (Alfa)	**0,0047**	**-0,0014**	**0,0037**	**0,0052**	**-0,0002**	**0,0188**

3.3.4. Bireysel Emeklilik Yatırım Fonlarının 2014 Yılı Performans Değerlendirmeleri

Bireysel emeklilik yatırım fonlarının 2014 yılı performans değerlerine ilişkin performans değerlendirmelerine aşağıda yer verilmiştir:

1. Bütün fon türleri, pozitif ortalama getiri sağlamıştır. Ancak, kıymetli maden ve likit fonlar, risksiz faiz oranına göre düşük ortalama getiri sağlamıştır.
2. Fon türleri Sharpe oranlarına göre değerlendirildiğinde, risksiz fon getirisinin altında performans gösteren kıymetli maden ve likit fonlar haricindeki fon türleri pozitif performans göstermiştir.
3. Pazar portföylerine göre performanslar değerlendirildiğinde, kıymetli maden fonlarının ve likit fonların Jensen Ölçütü değerlerinin negatif olduğu görülmektedir. Bu fonlar, gösterge endekslerine göre iyi yönetilememişlerdir.
4. Treynor Endeksi'ne göre ise hisse senedi fonlarının en iyi performansı sağladığı görülmektedir.

3.3.5. 2015 Yılı Performans Değerleri

Esnek, kıymetli maden, kamu borçlanma (Türk Lirası), kamu borçlanma (yabancı para), likit ve hisse senedi bireysel emeklilik yatırım fonu türlerinin 2015 yılına ait performans değerleri aşağıda gösterilmiştir:

Tablo 5: Bireysel Emeklilik Fonlarının 2015 Yılı Performans Değerleri

2015	Esnek	Kıymetli Maden	Kamu Borçlanma (TL)	Kamu Borçlanma (YP)	Likit	Hisse Senedi
Ortalama Getiri	0,12%	0,85%	0,14%	1,47%	0,76%	-1,03%
Minimum Getiri	-1,65%	-7,85%	-2,66%	-1,65%	0,63%	-6,33%
Maksimum Getiri	2,69%	9,13%	3,53%	4,08%	0,92%	6,04%
Risksiz Faiz Oranı Ortalama Getiri	0,68%	0,68%	0,68%	0,68%	0,68%	0,68%
Standart Sapma	1,25%	4,64%	1,66%	1,72%	0,07%	3,73%
Ortalama Piyasa Getirisi	0,10%	1,01%	0,10%	1,55%	0,75%	-1,39%
Sistematik Risk (Beta)	0,46	0,96	0,78	-0,04	0,21	0,91
Sharpe Oranı	**-0,4500**	**0,0374**	**-0,3250**	**0,4599**	**1,1233**	**-0,4585**
Treynor Endeksi	**-0,0121**	**0,0018**	**-0,0070**	**-0,2052**	**0,0040**	**-0,0188**
Jensen Ölçütü (Alfa)	**-0,0066**	**0,0031**	**-0,0070**	**0,0087**	**0,0008**	**-0,0250**

3.3.6. Bireysel Emeklilik Yatırım Fonlarının 2015 Yılı Performans Değerlendirmeleri

Bireysel emeklilik yatırım fonlarının 2015 yılı performans değerlerine ilişkin performans değerlendirmelerine aşağıda yer verilmiştir.

1. Bireysel emeklilik yatırım fonlarının ortalama getirilerine bakıldığında, hisse senedi fonları haricindeki fon türlerinin pozitif ortalama getiri sağladığı görülmektedir. Hisse senedi fonlarının 2014 yılındaki iyi performansına karşılık 2015 yılında kötü performans gösterdiği görülmektedir.
2. Sharpe oranlarına bakıldığında, kıymetli maden, kamu borçlanma (yabancı para) ve likit fonların olumlu performans gösterdiği görülmektedir.
3. Treynor endeksine göre esnek, kamu borçlanma (Türk Lirası), kamu borçlanma (yabancı para) ve hisse senedi fonları olumsuz performans göstermiştir. Sharpe oranı pozitif olan kamu borçlanma (yabancı para) fonlarının beta katsayısı negatif değerdedir ve treynor endeksini de negatife çevirmiştir.
4. Sharpe oranına göre olumlu performans gösteremeyen esnek, kamu borçlanma (Türk Lirası) ve hisse senedi fonlarının portföy yönetiminin Jensen ölçütüne göre başarısız olduğu görülmektedir.

3.3.7. 2016 Yılı Performans Değerleri

Esnek, kıymetli maden, kamu borçlanma (Türk Lirası), kamu borçlanma (yabancı para), likit ve hisse senedi bireysel emeklilik yatırım fonu türlerinin 2016 yılına ait performans değerleri aşağıda gösterilmiştir:

Tablo 6: Bireysel Emeklilik Fonlarının 2016 Yılı Performans Değerleri

2016	Esnek	Kıymetli Maden	Kamu Borçlanma (TL)	Kamu Borçlanma (YP)	Likit	Hisse Senedi
Ortalama Getiri	0,90%	2,24%	0,68%	1,33%	0,75%	1,04%
Minimum Getiri	-0,79%	-4,68%	-1,50%	-1,15%	0,65%	-6,57%
Maksimum Getiri	3,00%	10,15%	2,88%	4,40%	0,86%	9,23%
Risksiz Faiz Oranı Ortalama Getiri	0,67%	0,67%	0,67%	0,67%	0,67%	0,67%
Standart Sapma	0,94%	4,07%	1,36%	1,55%	0,06%	4,11%
Ortalama Piyasa Getirisi	0,77%	2,41%	0,77%	1,40%	0,78%	0,83%
Sistematik Risk (Beta)	0,36	0,97	0,79	-0,30	0,45	0,87
Sharpe Oranı	**0,2415**	**0,3853**	**0,0042**	**0,4222**	**1,3106**	**0,0891**
Treynor Endeksi	**0,0063**	**0,0162**	**0,0001**	**-0,0217**	**0,0018**	**0,0042**
Jensen Ölçütü (Alfa)	**0,0024**	**0,0093**	**0,0004**	**0,0033**	**0,0008**	**0,0041**

3.3.8. Bireysel Emeklilik Yatırım Fonlarının 2016 Yılı Performans Değerlendirmeleri

Bireysel emeklilik yatırım fonlarının 2016 yılı performans değerlerine ilişkin performans değerlendirmelerine aşağıda yer verilmiştir:

1. Bireysel emeklilik yatırım fonu türlerinin ortalama getirileri 2016 yılında pozitiftir.
2. Sharpe oranlarına göre bakıldığında fon türlerine ait portföylerin olumlu performans gösterdiği görülmektedir.
3. Jensen ölçütlerine bakıldığında, pazar portföylerine göre fon türlerinin portföy yönetimlerinin başarılı olduğu görülmektedir.
4. Kamu borçlanma (yabancı para) fonlarının beta katsayısının negatif çıkması, Treynor Endeksi'ni olumsuz etkilemiştir ve bu ölçüte göre kamu borçlanma (yabancı para) fonları olumsuz performans göstermiştir.

3.3.9. 2017 Yılı Performans Değerleri

Esnek, kıymetli maden, kamu borçlanma (Türk Lirası), kamu borçlanma (yabancı para), likit ve hisse senedi bireysel emeklilik yatırım fonu türlerinin 2017 yılına ait performans değerleri aşağıda gösterilmiştir:

Tablo 7: Bireysel Emeklilik Fonlarının 2017 Yılı Performans Değerleri

2017	Esnek	Kıymetli Maden	Kamu Borçlanma (TL)	Kamu Borçlanma (YP)	Likit	Hisse Senedi
Ortalama Getiri	1,32%	1,47%	0,64%	1,41%	0,93%	3,40%
Minimum Getiri	-0,08%	-3,21%	-1,21%	-2,67%	0,70%	-5,67%
Maksimum Getiri	3,27%	10,94%	2,78%	7,93%	1,15%	10,25%
Risksiz Faiz Oranı Ortalama Getiri	0,93%	0,93%	0,93%	0,93%	0,93%	0,93%
Standart Sapma	0,91%	3,69%	1,06%	2,87%	0,13%	4,75%
Ortalama Piyasa Getirisi	0,64%	1,60%	0,64%	1,67%	0,80%	3,39%
Sistematik Risk (Beta)	0,27	0,98	0,80	-0,29	0,50	0,84
Sharpe Oranı	**0,4294**	**0,1464**	**-0,2766**	**0,1689**	**0,0398**	**0,5197**
Treynor Endeksi	**0,0146**	**0,0055**	**-0,0036**	**-0,0168**	**0,0001**	**0,0292**
Jensen Ölçütü (Alfa)	**0,0042**	**0,0030**	**-0,0028**	**0,0029**	**0,0000**	**0,0174**

3.3.10. Bireysel Emeklilik Yatırım Fonlarının 2017 Yılı Performans Değerlendirmeleri

Bireysel emeklilik yatırım fonlarının 2017 yılı performans değerlerine ilişkin performans değerlendirmelerine aşağıda yer verilmiştir:

1. Bireysel emeklilik yatırım fonları 2017 yılında pozitif aylık ortalama getiri sağlamışlardır.
2. Bireysel emeklilik yatırım fonlarının ortalama getirilerindeki olumlu gidişe rağmen risksiz faiz oranı ortalama getirisinin son 5 yıl içinde en büyük değerine ulaşması, fonların performans göstergelerine olumsuz yansımıştır.
3. Risksiz faiz oranının altında performans gösteren kamu borçlanma (Türk Lirası) fonlarının haricindeki fon türlerinde Sharpe oranları pozitif değerderdir ve en iyi performansları hisse senedi fonları ve esnek fonlar göstermiştir.
4. Treynor endeksine göre, en iyi performansları yine hisse senedi fonları ve esnek fonlar sağlamıştır.

3.4. Bireysel Emeklilik Yatırım Fonlarının Alternatif Sermaye Piyasası Araçlarıyla Karşılaştırması

Bu bölümde bireysel emeklilik sistemi yatırım fonlarının alternatif sermaye piyasası araçlarıyla karşılaştırmalarına yer verilmiştir. 2013 – 2017 yıları arasını kapsayan 5 yıllık süreç için bireysel emeklilik fonlarından sağlanan getiriler ile tahvil verileri ve BİST100 verileri karşılaştırılmıştır.

Bireysel emeklilik sistemi fonlarından sağlanan getiriler ve BİST100 verileri, Emeklilik Gözetim Merkezi'nin veritabanından elde edilmiştir.[57] Tahvil verimleri ise finansal piyasalar ile bağlantılı araçları sunan ve küresel bir finans portalı olan investing.com sitesinden elde edilmiştir.

[57] Emeklilik Gözetim Merkezi, http://www.emeklilik.egm.org.tr/?sid=60, Erişim Tarihi: 22.03.2018

3.4.1. 2013 Yılı Getiri ve Verim İstatistikleri ve Değerlendirmeleri

Bireysel emeklilik yatırım fonlarının getirilerinin ve sermaye piyasası araçlarının verimlerinin 2013 yılına ait istatistikleri aşağıda gösterilmiştir:

Tablo 8: 2013 Yılı Getiri ve Verim İstatistikleri

2013	2 Yıllık Tahvil Verimleri	5 Yıllık Tahvil Verimleri	10 Yıllık Tahvil Verimleri	BIST100 Getirisi	BES Fonları Getirisi
Ortalama Getiri/Verim	0,61%	0,64%	0,66%	-0,94%	-0,05%
Minimum Getiri/Verim	0,42%	0,47%	0,50%	-11,27%	-3,30%
Maksimum Getiri/Verim	0,80%	0,81%	0,82%	12,19%	3,62%
Standart Sapma	0,13%	0,12%	0,11%	6,91%	1,87%

1. 2013 yılında bireysel emeklilik yatırım fonları ortalama olarak negatif getiri sağlamıştır.
2. Bireysel emeklilik yatırım fonlarını tercih eden bir yatırımcı devlet tahvillerinin sağladığı aylık verimlere göre zarar etmiştir.
3. Yatırımlarını hisse senetlerinde değerlendiren bir yatırımcı ise diğer yatırım araçlarına göre daha çok zarar etme riskine maruz kalmıştır. Burada hisse senetleri getirilerinin standart sapmasının yüksek olması yatırımcıların üstlendiği riskin seviyesinin yüksek olduğuna işaret etmektedir.

3.4.2. 2014 Yılı Getiri ve Verim İstatistikleri ve Değerlendirmeleri

Bireysel emeklilik yatırım fonlarının getirilerinin ve sermaye piyasası araçlarının verimlerinin 2014 yılına ait istatistikleri aşağıda gösterilmiştir:

Tablo 9: 2014 Yılı Getiri ve Verim İstatistikleri

2014	2 Yıllık Tahvil Verimleri	5 Yıllık Tahvil Verimleri	10 Yıllık Tahvil Verimleri	BIST100 Getirisi	BES Fonları Getirisi
Ortalama Getiri/Verim	0,72%	0,72%	0,73%	2,15%	1,12%
Minimum Getiri/Verim	0,60%	0,61%	0,61%	-8,77%	-1,31%
Maksimum Getiri/Verim	0,87%	0,84%	0,82%	11,48%	3,15%
Standart Sapma	0,09%	0,07%	0,06%	5,93%	1,42%

1. Bireysel emeklilik yatırım fonları bir önceki yıldaki kötü performansına karşılık 2014 yılında iyi performans göstererek pozitif getiri sağlamayı başarmıştır.
2. Tahvil verimlerinin bir önceki yıla göre daha iyi oranlarda seyrettiği görülmektedir. Ancak bisreysel emeklilik yatırım fonları, tahvil verilerinden daha iyi getiri sağlamıştır.
3. BİST100 getirileri pay senetlerinin 2014 yılında ortalamada en çok getiri sağlayan yatırım aracı olduğunu göstermektedir. Standart sapmanın da bir önceki yıla göre düşmesiyle risk seviyesi de düşmüştür.

3.4.3. 2015 Yılı Getiri ve Verim İstatistikleri ve Değerlendirmeleri

Bireysel emeklilik yatırım fonlarının getirilerinin ve sermaye piyasası araçlarının verimlerinin 2015 yılına ait istatistikleri aşağıda gösterilmiştir:

Tablo 10: 2015 Yılı Getiri ve Verim İstatistikleri

2015	2 Yıllık Tahvil Verimleri	5 Yıllık Tahvil Verimleri	10 Yıllık Tahvil Verimleri	BIST100 Getirisi	BES Fonları Getirisi
Ortalama Getiri/Verim	0,77%	0,75%	0,74%	-1,39%	0,18%
Minimum Getiri/Verim	0,55%	0,56%	0,56%	-5,88%	-1,84%
Maksimum Getiri/Verim	0,89%	0,88%	0,86%	7,01%	2,72%
Standart Sapma	0,09%	0,08%	0,08%	4,03%	1,25%

1. Bireysel emeklilik yatırım fonları 2015 yılında pozitif getiri sağlasa da iyi bir performans gösterememiştir. Standart sapmanın da düşük olmasıyla birlikte katılımcılar 2015 yılını düşük getiriyle bitirmişlerdir.
2. Tahvil verimleri 2015 yılında stabilitesini korumuştur.
3. BİST100 getirileri oldukça kötü performans göstermişlerdir. Pay senedi yatırımcılarının getirileri 2015 yılı boyunca bakıldığında ortalamada negatife dönmüştür.

3.4.4. 2016 Yılı Getiri ve Verim İstatistikleri ve Değerlendirmeleri

Bireysel emeklilik yatırım fonlarının getirilerinin ve sermaye piyasası araçlarının verimlerinin 2016 yılına ait istatistikleri aşağıda gösterilmiştir:

Tablo 11: 2016 Yılı Getiri ve Verim İstatistikleri

2016	2 Yıllık Tahvil Verimleri	5 Yıllık Tahvil Verimleri	10 Yıllık Tahvil Verimleri	BIST100 Getirisi	BES Fonları Getirisi
Ortalama Getiri/Verim	0,76%	0,78%	0,79%	0,83%	0,86%
Minimum Getiri/Verim	0,69%	0,71%	0,72%	-8,82%	-0,74%
Maksimum Getiri/Verim	0,85%	0,87%	0,88%	9,83%	2,67%
Standart Sapma	0,06%	0,05%	0,05%	4,71%	0,90%

1. Tahvil verimleri 2016 yılında da stabilitesini korurken diğer yatırım araçları da iyi performans göstermişlerdir.
2. Bireysel emeklilik yatırım fonları, BİST100 endeksi ve tahvil verimleri arasındaki getiri/veri oranlarına bakıldığında ortalamada benzer kazançların sağlandığı görülmektedir.
3. Her ne kadar iyi bir performans gösterse de BİST100 endeksinin standart sapmasının yüksek olması her zaman için risk seviyesini de arttırmaktadır.
4. Bireysel emeklilik yatırım fonlarının getirilerinin standart sapması 2016 yılında önceki yıllara göre en düşük seviyede gerçekleşmiştir. Bu da katılımcılar açısından bireysel emeklilik yatırım fonlarına olan güvenin artmasına olanak sağlamaktadır.

3.4.5. 2017 Yılı Getiri ve Verim İstatistikleri ve Değerlendirmeleri

Bireysel emeklilik yatırım fonlarının getirilerinin ve sermaye piyasası araçlarının verimlerinin 2017 yılına ait istatistikleri aşağıda gösterilmiştir:

Tablo 12: 2017 Yılı Getiri ve Verim İstatistikleri

2017	2 Yıllık Tahvil Verimleri	5 Yıllık Tahvil Verimleri	10 Yıllık Tahvil Verimleri	BIST100 Getirisi	BES Fonları Getirisi
Ortalama Getiri/Verim	0,91%	0,88%	0,85%	3,39%	1,18%
Minimum Getiri/Verim	0,86%	0,83%	0,81%	-7,08%	-0,16%
Maksimum Getiri/Verim	1,05%	1,01%	0,95%	11,86%	3,16%
Standart Sapma	0,06%	0,06%	0,04%	5,57%	0,87%

1. Tahvil verimleri, BİST100 ve bireysel emeklilik yatırım fonu getirileri 2017 yılında en yüksek seviyelerine ulaşmıştır.
2. BİST100 getirileri pay senedi sahiplerine diğer yatırım araçlarına göre daha fazla getiri sağlamıştır. Ancak standart sapmanın yine yüksek seyretmesi risk seviyesini arttırmıştır.
3. Bireysel emeklilik yatırım fonlarının getirilerinin standart sapması düşmeye devam etmiştir. Böylece önceki yıllara göre daha kararlı getiriler sağlanmıştır.

3.5. Bireysel Emeklilik Yatırım Fonları Getirilerinin Döviz Sepeti ve TÜFE'ye Göre Değerlendirmeleri

Bireysel emeklilik yatırım fonlarının 2013 – 2017 yılları arasında sağladığı getirilerin döviz sepeti ve yıllık Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE)'ne göre değerlendirmeleri yapılmıştır.

İlgili veriler Emeklilik Gözetim Merkezi'nin veritabanından elde edilmiştir.

3.5.1. Bireysel Emeklilik Yatırım Fonları Getirilerinin Döviz Sepetine Göre Değerlendirmeleri

Emeklilik Gözetim Merkezi'nin veritabanından alınan döviz sepeti değerlerinin, %56,5 Amerikan Doları %43,5 Avro (1 USD + 0,77 EUR) ağırlıklı olarak hesaplandığı belirtilmiştir.[58]

Bireysel emeklilik yatırım fonlarının 2013 – 2017 yılları arasındaki getirilerinin döviz sepeti getirilerine göre karşılaştırmasına aşağıda yer verilmiştir:

Tablo 13: Bireysel Emeklilik Yatırım Fonlarının 2013 – 2017 Yıllarına Ait Getiri İstatistikleri

BES Fonları	Ortalama Getiri	Minimum Getiri	Maksimum Getiri	Standart Sapma
2013	-0,05%	-3,30%	3,62%	1,87%
2014	1,12%	-1,31%	3,15%	1,42%
2015	0,18%	-1,84%	2,72%	1,25%
2016	0,86%	-0,74%	2,67%	0,90%
2017	1,18%	-0,16%	3,16%	0,87%

Tablo 14: Döviz Sepetinin 2013 – 2017 Yıllarına Ait Getiri İstatistikleri

Döviz Sepeti	Ortalama Getiri	Minimum Getiri	Maksimum Getiri	Standart Sapma
2013	1,71%	-1,68%	6,28%	2,34%
2014	0,24%	-3,55%	5,45%	2,68%
2015	1,52%	-4,60%	6,03%	2,72%
2016	1,49%	-2,75%	8,73%	3,18%
2017	1,14%	-5,20%	8,29%	3,73%

Bireysel emeklilik yatırım fonları 2013 – 2017 yılları arasında %0,66 aylık ortalama getiri sağlamıştır. Bu getiriyi sağlarken aynı dönem içinde aylık ortalama %1,26 standart sapma ile hareket etmiştir. Standart sapma oranlarının her geçen yıl azaldığı görülmektedir. Böylece bireysel emeklilik yatırım fonlarının sağladığı getiriler volatilitesi zaman içinde azalmaya devam etmiştir.

[58] Emeklilik Gözetim Merkezi, http://www.emeklilik.egm.org.tr/?sid=60, Erişim Tarihi: 22.03.2018

Döviz sepetine yatırım yapan bir yatırımcı 2013 – 2017 yılları arasında aylık ortalama %1,22 getiri sağlamıştır. Ancak bu getiri sağlanırken yatırımcının karşılaştığı risk seviyesi, ortalama aylık standart sapmanın %2,93 olması sebebiyle yüksek seviyelerde gerçekleşmiştir.

Döviz sepetinin, ilgili yıllar arasında bireysel emeklilik yatırım fonlarına göre daha iyi getiri sağlamasına rağmen maruz kalınan risk seviyesinin de daha fazla olduğu görülmektedir.

3.5.2. Bireysel Emeklilik Yatırım Fonları Getirilerinin TÜFE'ye Göre Değerlendirmeleri

Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE), perakende fiyatlara göre hesaplanan, tüketicinin satın aldığı mal ve hizmetlerin fiyatlarındaki ortalama değişimleri gösteren bir endekstir.[59]

Bireysel emeklilik yatırım fonlarının 2013 – 2017 yılları arasındaki getirilerinin Tüketici Fiyat Endeksi'ne göre karşılaştırmasına aşağıda yer verilmiştir:

Tablo 15: 2013 – 2017 Yılları Arasındaki Bireysel Emeklilik Yatırım Fonları Aylık Ortalama Getirisi ve Aylık Ortalama TÜFE Rakamları

	Aylık Ortalama TÜFE	**BES Fonları Aylık Ortalama Getirisi**
2013	0,60%	-0,05%
2014	0,66%	1,12%
2015	0,71%	0,18%
2016	0,69%	0,86%
2017	0,95%	1,18%

Aylık ortalama TÜFE rakamlarına bakıldığında 2013 – 2017 yılları arasında genel olarak artan oranlar görülmektedir. İlgili yıllar için toplamda ortalama aylık endeks %0,72 olarak gerçekleşmiştir.

Bireysel emeklilik yatırım fonları ise inişli çıkışlı bir tablo sunmaktadır. İlgili yıllar için bireysel emeklilik yatırım fonları aylık ortalama %0,66 getiri sağlamıştır.

[59] Ertek, Tümay, 2008, "Makroekonomiye Giriş (Basından Örneklerle)", s.68.

Bireysel emeklilik planlarına yatırılan katkı paylarının katılımcılar tarafından reel olarak pozitif getiri sağlaması beklemektedir. Katılımcılar ödedikleri katkı paylarıyla beraber pozitif getiri elde etseler de TÜFE ile karşılaştırıldığında katılımcılar bekledikleri reel getiriyi elde edememektedirler.

3.5.3. Devlet Katkısı Fonlarının Getiri Değerlendirmeleri

2013 yılından itibaren sunulan devlet katkısı fonlarıyla beraber katılımcılar, ödedikleri katkı payı tutarlarının belirli şartlar dahilinde %25'i kadar ek katkı payı elde etme hakkına sahip oldular. Söz konusu fonların 2013 – 2017 yılları arasında sağladığı getirilerin değerlendirmelerine aşağıda yer verilmiştir:

Tablo 16: Devlet Katkısı Fonlarının 2013 – 2017 Yılları Arasındaki Aylık Getiri İstatistikleri

Devlet Katkısı	Ortalama Getiri	Minimum Getiri	Maksimum Getiri	Standart Sapma
2013	-0,49%	-2,66%	3,14%	1,88%
2014	1,23%	-1,43%	4,25%	1,60%
2015	0,10%	-3,01%	4,10%	1,87%
2016	0,77%	-1,81%	3,34%	1,53%
2017	0,83%	-1,50%	3,50%	1,29%

Devlet katkısı fonlarının yürürlüğe girdiği 2013 yılında aylık ortalama getirisinin negatif olduğu görülmektedir. Ancak 2014 yılından itibaren getiri istatistikeri toparlanmış ve ileriki yıllarda da pozitif getiri sağlamaya devam etmiştir.

Beş yıllık verilere bakıldığında toplamda aylık ortalama getiri oranı %0,49 olarak gerçekleşmiştir. Bu oran, bireysel emeklilik yatırım fonlarının %0,66'lık oranından düşüktür. Bununla beraber devlet katkısı fonlarının beş yıllık ortalama standart sapması %1,63 olarak gerçekleşmiştir ve bireysel emeklilik yatırım fonlarında bu oranın %1,26 olması, risk seviyesinin bireysel emeklilik yatırım fonlarına göre daha fazla olduğu anlamına gelmektedir.

SONUÇ

Türkiye'de 2003 yılında uygulanmaya başlanan bireysel emeklilik sistemi, uygulanmaya başlandığı tarihten itibaren olumlu gelişmeler göstermiştir. Sistem dahilinde bulunan portföyler genişlemekte ve tasarruflar her geçen gün artmaktadır. Buna önemli ölçüde katkı sağlayan gelişmeler 2013 yılında gelen Devlet Katkısı teşviği ve 2017 yılında uygulanmaya başlanan Otomatik Katılım Sistemi'dir. Ancak burada Devlet Katkısı teşviği, Otomatik Katılım'a göre çok daha büyük ölçüde genişleme sağlamıştır. Katılımcı sayısının ve fon büyüklüklerinin 2013 yılından itibaren yüksek oranda artması bu ifadeyi desteklemektedir. Otomatik Katılım Sistemi, bireysel emeklilik sistemine ek katılımcı sağlamıştır fakat fon tutarı açısından beklenen etki görülememiştir. Sistemden çıkış oranlarının sektörde %60 seviyelerinde seyretmesi de beklenen pozitif etkinin görülememesine neden olmuştur.

Bireysel emeklilik sisteminde yatırılan katkı payları bireysel emeklilik yatırım fonlarında değerlendirilmektedir. Katılımcılar, sahip olduğu fonların performanslarına bağlı olarak getiri elde etmektedirler. Buradan yola çıkarak bireysel emeklilik sisteminin gelişmesi ve sürdürülebilir olması, bireysel emeklilik fonlarındaki risk seviyesine ve getiri oranlarına bağımlı olmaktadır.

Katılımcılar, bireysel emeklilik sistemine uzun vadeli yatırım amacıyla dahil olmaktadır ve sistemden getiri elde etmeyi beklemektedirler. Burada, beklenen getirinin enflasyondan arındırılmış reel getirinin üstünde olması, yatırımın yapılma amacı doğrultusunda doğal bir beklentidir. Ancak bu şekilde katılımcılar, sistemde daha uzun süre kalıp tasarruflarını arttırmaya teşvik edilebilirler.

Bireysel emeklilik sisteminde devamlılığın önemli bir faktör olduğu düşünülürse ülkemizde bunu sağlamak için devlet katkısı gibi uygulamalara başlanması, sistemin işleyişi açısından olumlu gelişmeler görülmesini sağlamıştır. Burada, bireysel emeklilik yatırım fonlarının devlet katkısı haricinde gösterdiği getiri performansı önemli bir yer tutmaktadır.

Rasyonel bir yatırımcı, kısa veya uzun vadeli yatırım tercihine göre bono ve tahvil gibi getiri garantili yatırım araçlarına yönelebilmektedir. Yatırımcının, bunun yerine bireysel emeklilik yatırım fonlarını tercih edebilmesi için sistemin istikrarlı yapısını koruması ve yapılan düzenlemelerle ihtiyaçları gerekli ölçüde karşılayıp güven teşkil etmesi gerekmektedir.

Bireysel emeklilik yatırım fonlarının performanslarının değerlendirildiği bu çalışmada, bireysel emeklilik yatırım fonu türlerinin kendi içlerindeki performans değerlendirmeleri yapılmıştır. Bununla beraber katılımcıların farklı yatırım tercihlerinin olabileceği göz önüne alınarak alternatif yatırım araçlarına göre getiri performansları da değerlendirilmiştir.

Bireysel emeklilik yatırım fonları, çalışmadan çıkan sonuca göre alternatif sermaye piyasası araçlarına göre iyi performans gösterememiştir. Parasını bireysel emeklilik yatırım fonlarına yatıran bir yatırımcının bunun yerine alternatif sermaye piyasası araçlarıyla daha iyi getiri sağlayabileceği görülmüştür. Ayrıca bireysel emeklilik yatırım fonlarındaki volatilitenin yüksek olması, risk seviyesinin de artmasına sebebiyet vermektedir.

Bireysel emeklilik yatırım fon türlerine göre yapılan performans değerlendirmelerine göre ortalama getirilerde kamu borçlanma (yabancı para) fonlarının diğer fon türlerine göre nispeten daha iyi performans değerlerine sahip olduğu söylenebilir. Kamu borçlanma (Türk Lirası) fonları için ise bunun tersi durum gerçekleşmiştir. Likit fonların ise düşük risk seviyesine (standart sapma) sahip olduğu görülmüştür. Ancak getirilere bakıldığında, likit fonların ortalama seviyede performans sağladığı görülmektedir.

2013 – 2017 yılları arasındaki genel fiyat artışlarına göre karşılaştırma yapabileceğimiz TÜFE oranlarına baktığımızda yıllar itibarıyla bireysel emeklilik yatırım fonlarının inişli çıkışlı bir seyir izlediği ve bununla beraber reel getiri açısından katılımcılarına kazanç sağlayamamıştır. Ancak burada devreye giren, hak etme koşullarına bağlı olarak %25'lik ek getiri sağlayabilen devlet katkısıyla beraber katılımcılar vade sonunda beklentilerini karşılayabilecek fon tutarlarına ulaşabilecektir.

Bireysel emeklilik sistemi, fon tutarı ve katılımcı sayısı açısından ilerleme kaydetmeye devam etse de bu ilerleme şirketler açısından maliyetli bir hale gelmemelidir. Daha fazla teşvik sağlayarak uzun vadeli olarak yatırım yapmak isteyen bireyler bireysel emeklilik sistemine çekilmeli ve temiz bir portföyle sistem gelişimini sürdürmelidir.

Bireysel emeklilik yatırım fonlarının getiri performanslarında da iyileştirme çalışmalarına ağırlık verilmeli ve sistemin kazançlı yapısına katkıda bulunulmalıdır. Bireysel emeklilik sisteminin uzun vadeli bir yatırım aracı olduğu vurgulanmalı ve böylece sistemde kalıcılık sağlanmalıdır. Devlet katkısı ve kesinti yapısındaki iyileştirmelerle beraber teşvikler artmalı ve katılımcılar, alternatif yatırım araçlarından elde edemediği getirileri bu sistemde daha da üst düzey kazanç sağlayarak telafi edebilmelidirler.

KAYNAKÇA

Altaş, Soner: 2014 "Sermaye Şirketleri Tarafından İntifa Senedi Çıkarılması", **Türkiye Bankalar Birliği Bankacılar Dergisi**, Sayı:89, s. 82-83.

Altıntaş, Kadir Murat: 2008 "Türk Özel Emeklilik Fonlarının Risk Odaklı Yönetim Performansı: 2004-2006 Dönemine İlişkin Bir Analiz", **Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt: 8, Sayı: 1, s. 85-110.

Ayçiçek, Fahri: 2011 "TMS 39 Çerçevesinde Bir Finansal Araç Olarak Tahviller", **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, s.59-76.

Can, Yeşim: 2010 "Bireysel Emekliliğin Türkiye'deki Durumu ve Gelişimi", **Ekonomi Bilimleri Dergisi**, Cilt: 2, Sayı: 2, s. 139-146.

Coşkun Özer, Ahu, Gürel, Hayrünisa: 2014 "Türkiye'de Bireysel Emeklilik Sistemi Bilgi Düzeyi ve BES'e Katılımda Devlet Katkısının Etkisi Üzerine Bir Araştırma", **Mustafa Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt: 11, Sayı: 25, s. 159-166.

Demirtaş, Özgür, Güngör, Zülal: Temmuz 2004 "Portföy Yönetimi ve Portföy Seçimine Yönelik Uygulama", **Havacılık ve Uzay Teknolojileri Dergisi**, Cilt: 1, Sayı: 4, s. 103-109.

Dızman, Şakir: 2014 "Türev Finansal Ürünlerin; Türkiye Muhasebe Standartları (TMS), Türkiye Finansal Raporlama Standartları (TFRS) ve Yeni Hesap Planı Taslağı Kapsamında Muhasebeleştirilmesi", **Erzincan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt: 7, No: 1, s. 17-30

Ekinci, R., Ceylan F., Tuzun O., Kahyaoğlu H.: 2016 "TCMB Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti'nin BİST100 Üzerindeki Etkisi", **Journal of Yasar University**, 11/44, s.263-277.

Emeklilik Gözetim Merkezi: 2017 "Bireysel Emeklilik Sistemi Gelişim Raporu 2016"

Emeklilik Gözetim Merkezi: "Bireysel Emeklilik Tasarruf Ve Yatırım Sistemi Kanunu İle Bazı Kanun Ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun", http://www.egm.org.tr/staticfiles/files/mevzuat/kanun4_1.pdf Erişim Tarihi: 20.03.2018

Emeklilik Gözetim Merkezi: "Çalışanların İşverenleri Aracılığıyla Otomatik Olarak Emeklilik Planına Dahil Edilmesine İlişkin Usul Ve Esaslar Hakkında Yönetmelik", http://www.egm.org.tr/staticfiles/files/mevzuat/yönetmelik_72.pdf Erişim Tarihi: 21.03.2018

Emeklilik Gözetim Merkezi: "Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş Ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik", http://www.egm.org.tr/staticfiles/files/mevzuat/Yönetmelik_49[1].pdf Erişim Tarihi: 24.10.2017

Emeklilik Gözetim Merkezi: http://web2.egm.org.tr/webegm2/chart/besgosterge/wg_sirketview_tablolu.asp?raportip=10 Erişim Tarihi: 20.03.2018

Emeklilik Gözetim Merkezi: http://www.egm.org.tr/?sid=70 Erişim Tarihi: 19.09.2017

Emeklilik Gözetim Merkezi: http://www.emeklilik.egm.org.tr/?sid=60, Erişim Tarihi: 22.03.2018

Ertek, Tümay: 2008 "Makroekonomiye Giriş (Basından Örneklerle)", s.68.

Gale, William G., Shoven, John B., Warshawsky, Mark J.: 2005 "The Evolving Pension System: Trends, Effects and Proposals for Reform".

Gülpınar, Vildan, Kır, K. Ceyhun: 2016 "BİST100 Endeksine Dahil Şirketlerin Yöneti Kurulu Yapıları", **Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt: 18, Sayı:1, s. 135-148.

Gündoğdu, Aysel: 2012 "Türk Sermaye Piyasasında Yapılandırılmış Yeni Bir Finansal Ürün: Varant", **Sosyal ve Beşeri Bilimler Dergisi**, Cilt: 4, No: 1, s. 57-65.

Güvercin, Cemal Hüseyin: 2004 "Sosyal Güvenlik Kavramı ve Türkiye'de Sosyal üvenliğin Tarihçesi", Ankara Üniversitesi Tıp Fakültesi Mecmuası, Cilt: 57, Sayı: 2, s. 89-95.

Kaya, Cansın, Kocadağlı, Ozan: 2012 "Etkin Sınır ve Beta Katsayı Kısıtlı Portföy Seçim Modeli Üzerine Bir Uygulama", **İstanbul Ticaret Üniversitesi Fen Bilimleri Dergisi**, Yıl: 11, Sayı: 22, s. 19-35.

Korkmaz, Turhan, Uygurtürk, Hasan: 2007	"Türk Emeklilik Fonlarının Performans Ölçümünde Regresyon Analizinin Kullanılması", **ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt: 3, Sayı: 5, s. 37-52
KPMG: 2017	"Türkiye'de ve Dünyada Bireysel Emeklilik Sistemleri".
Moore, Kathryn L.: 2011	"An Overview Of The U.S. Retirement Income Security System And The Principles And Values It Reflects", Moore Article 33-1.
Munnell, Alicia H., Sunden, Annika: 2001	"Private Pensions: Coverage And Benefit Trends"
OECD: 2017	"Pension Markets in Focus"
OECD:	"Pension Markets in Focus 2017", http://www.oecd.org/pensions/private-pensions/pensionmarketsinfocus.htm Erişim Tarihi: 29.03.2018
Özel, Özgür, Yalçın, Cihan: Şubat 2013	"Yurtiçi Tasarruflar ve Bireysel Emeklilik Sistemi: Türkiye'deki Uygulamaya İlişkin Bir Değerlendirme", **T.C. Merkez Bankası Çalışma Tebliği**, No: 13/04, s. 4.
Özmerdivanlı, Arzu: 2014	"Bireysel Emeklilik Yatırım Fonlarının Yapısal Bir Analizi", **Journal of Economics, Finance and Accounting**, Cilt: 1, Sayı: 3, s. 138-160.
Sefil, Sinem, Çilingiroğlu, Hakkı Kutay: 2011	Sefil, Sinem, Çilingiroğlu, Hakkı Kutay, 2011, "Davranışsal Finansın Temelleri: Karar Vermenin Bilişsel ve Duygusal Eğilimleri", **İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Yıl: 10, Sayı: 19, s.247-268.
Sermaye Piyasası Kurulu:	"Bireysel Emeklilik ve Emeklilik Yatırım Fonları : Bireysel Emeklilik Sistemini Tanıtıcı Bilgiler", http://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/286 Erişim Tarihi: 19.03.2018
Sermaye Piyasası Kurulu: 2016	"Sermaye Piyasası Araçları", Sermaye Piyasası Kurulu Kitapçığı
Sermaye Piyasası Kurulu: 2007	"Sermaye Piyasası Araçları", SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-2

Sermaye Piyasası Kurulu: "Sermaye Piyasası Kurulunun 13.12.2007 ve 45/1228 Sayılı Kararı: Bireysel Emeklilik Fonları Türlerine İlişkin Açıklama", http://www.egm.org.tr/staticfiles/files/mevzuat/karar16.pdf Erişim Tarihi: 05.11.2017

Sharpe, William F.: 1966 "Mutual Fund Performance", **The Journal of Business**, Vol: 39, No:1, pp. 119-138.

Şener, Orhan, Akın, Faruk: 2010 "Özel Emeklilik Fonları ve Türkiye'de Bireylerin Bireysel Emeklilik Sistemine Giriş Kararlarını Etkileyen Faktörlerin Belirlenmesi Üzerine Bir Araştırma", **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt: 28, Sayı: 1, s. 291-312.

T.C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu: 2016 "Sermaye Piyasası Araçları", http://www.yatirimci.gov.tr/media/20210/sermaye%20piyasas%C4%B1%20ara%C3%A7lar%C4%B1.pdf, Erişim Tarihi: 27.05.2018

Usta, Öcal, Demireli, Erhan: 2010 "Risk Bileşenleri Analizi: İMKB'de Bir Uygulama", **ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt: 6, Sayı: 12, s. 25-36.

Yılmaz, Erdal: 2014 "Yeni Bir Finansal Araç Olarak Sukuk: Çeşitleri, Türkiye Uygulaması ve Vergilendirilmesi", **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, s. 81-100

Yiğiter, Şule Yüksel, Akkaynak, Bilal: 2017 "Modern Portföy Teorisi: Alternatif Yatırım Araçları ile Bir Uygulama", **KSÜ Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt: 14, Sayı:2, s. 285-300.