

**T.C.
KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**BİREYSEL EMEKLİLİK SİSTEMİ
VE
TÜRKİYE'DEKİ EMEKLİLİK YATIRIM FONLARININ
PERFORMANS ÇÖZÜMLEMESİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

ONUR AKPINAR

**ANABİLİM DALI : İŞLETME
PROGRAMI : MUHASEBE FİNANSMAN**

KOCAELİ-2007

**T.C.
KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**BİREYSEL EMEKLİLİK SİSTEMİ
VE
TÜRKİYE'DEKİ EMEKLİLİK YATIRIM FONLARININ
PERFORMANS ÇÖZÜMLEMESİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

ONUR AKPINAR

**ANABİLİM DALI : İŞLETME
PROGRAMI : MUHASEBE FİNANSMAN**

DANIŞMAN: PROF.DR.ABDURRAHMAN FETTAHOĞLU

KOCAELİ-2007

**T.C.
KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**BİREYSEL EMEKLİLİK SİSTEMİ
VE
TÜRKİYE'DEKİ EMEKLİLİK YATIRIM FONLARININ
PERFORMANS ÇÖZÜMLEMESİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Tezi Hazırlayan: ONUR AKPINAR

Tezin Kabul Edildiği Enstitü Kurulu Tarihi ve No: 04/07/2007-2007/18

Prof.Dr. Abdurrahman FETTAHOĞLU Yrd. Doç.Dr. Hakan KAPUCU Yrd.Doç.Dr. Şenol HACİFENDİOĞLU

KOCAELİ-2007

ÖNSÖZ

Son yıllarda kamu emeklilik sistemlerinin toplumsal anlamda sosyal güvenlik sorunlarına çözüm üretmesi konusunda sorunlar yaşamaları üzerine yeni arayışlar artmaktadır. Dünya genelinde ülkeler, dağıtım sistemi yerine fon sisteminin getirilmesini ve bu bağlamda bireysel emeklilik sistemini sosyal güvenlik krizine çözüm olarak görmektedir.

Bu çerçevede yapılan girişimler sonucunda gelişen fon sistemi içinde Emeklilik Yatırım Fonlarında değerlendirilen katkılar, makro ekonomik düzeyde önemli bir büyüklüğe ulaşmıştır. Tüm çalışanların hayatlarının son dönemlerinde rahat bir yaşam sürmek üzere yaptıkları bu katkılar emeklilik dönemlerinin refah ölçütünü oluşturmaktadır. Bu sebeple, Bireysel Emeklilik Sistemi ve Emeklilik Fonlarının Yönetilmesi sorunu son dönemde hemen herkesi ilgilendiren bir boyut kazanmıştır.

Bu unsurlar dikkate alınarak bu çalışmada; Türkiye’de henüz emekleme aşamasında olmasına rağmen büyük gelişim göstermesi beklenen Emeklilik Yatırım Fonlarının performanslarının çözümlenmesi amaçlanmıştır. Gerek emeklilik sisteminin yeni olması gerekse sisteme sürekli yeni fonların eklenmesi nedeniyle çözümlenme sürecinde veri seti oluşturmada güçlükler yaşanmıştır. Yinede uygun veriler derlenerek karşılaştırma ölçütlerine göre performansların çözümlenmesi yapılabilmektedir. Her ne kadar geçmişteki verilerle geleceğin tahmin edilmesi kesinlik taşımasa da sistemle ilgili taraflar için faydalı bir çalışma ortaya konulmaya çalışılmıştır.

Ayrıca bu çalışmanın ortaya çıkmasında katkılarını esirgemeyen Sayın hocam Prof. Dr. Abdurrahman FETTAHOĞLU’na teşekkürlerimi sunarım.

İzmit, Haziran 2007

Onur AKPINAR

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ.....	I
İÇİNDEKİLER	II
ÖZET	VI
ABSTRACT	VII
KISALTMALAR.....	VIII
ÇİZGELER.....	IX
TABLOLAR	X
1. GİRİŞ	1
2. TEMEL KAVRAMLAR	5
2.1. SOSYAL GÜVENLİK KAVRAMI.....	5
2.2. SOSYAL GÜVENLİK SİSTEMİNİN TARİHSEL GELİŞİMİ.....	6
2.3. BİREYSEL EMEKLİLİĞİN SOSYAL GÜVENLİK SİSTEMİ İÇİNDEKİ YERİ VE TANIMI	9
2.4. DEMOGRAFİK YAPIDAKİ DEĞİŞİMİN SOSYAL GÜVENLİK SİSTEMLERİNE ETKİLERİ	12
2.5. SOSYAL GÜVENLİK SİSTEMLERİ	15
2.5.1. Dağıtım Sistemi	15
2.5.2. Fon Sistemi	17
2.5.3. Emeklilik Planları.....	18
2.5.3.1. Belirli Fayda Planları.....	18
2.5.3.2. Belirli Katkı Planları	20
2.5.4. Sosyal Güvenlik Sistemlerinin Karşılaştırılması	22
2.5.4.1. Dağıtım ve Fon Sisteminin Karşılaştırılması	23
2.5.4.2. Belirli Fayda ve Katkı Planlarının Karşılaştırılması	24
2.6. EMEKLİLİK SİSTEMLERİYLE İLGİLİ BİLİMSEL ÇALIŞMALAR	25
3. DÜNYADA BİREYSEL EMEKLİLİK UYGULAMALARI VE EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI.....	31

3.1. SOSYAL GÜVENLİK SİSTEMLERİNİN YAPISI VE SOSYAL GÜVENLİK REFORMLARI	31
3.2. DÜNYADA BİREYSEL EMEKLİLİK UYGULAMALARI	34
3.2.1. AB Ülkelerinde Bireysel Emeklilik Uygulamaları	35
3.2.1.1. İngiltere'de Bireysel Emeklilik Uygulamaları.....	35
3.2.1.2. Almanya'da Bireysel Emeklilik Uygulamaları.....	38
3.2.1.3. Fransa'da Bireysel Emeklilik Uygulamaları	39
3.2.1.4. Avusturya'da Bireysel Emeklilik Uygulamaları	39
3.2.1.5. İsveç'te Bireysel Emeklilik Uygulamaları.....	40
3.2.1.6. İsviçre'de Bireysel Emeklilik Uygulamaları.....	40
3.2.1.7. Hollanda'da Bireysel Emeklilik Uygulamaları.....	41
3.2.1.8. İtalya'da Bireysel Emeklilik Uygulamaları	42
3.2.2. ABD'de Bireysel Emeklilik Uygulamaları	43
3.2.3. Latin Amerika'da Bireysel Emeklilik Uygulamaları	46
3.2.3.1. Latin Amerika'daki Sosyal Güvenlik Çevresi ve Reform Çalışmaları	46
3.2.3.2. Şili'de Bireysel Emeklilik Uygulamaları	50
3.3. EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI	53
3.3.1. Emeklilik Yatırım Fonlarının Gelişim Süreci	53
3.3.2.Emeklilik Yatırım Fonlarının Ekonomiye Etkileri	54
3.3.2.1. Toplam Tasarruflara Etkileri.....	55
3.3.2.2. Finansal Piyasalara Etkileri.....	57
3.3.3. Emeklilik Yatırım Fonlarının Portföy Yönetimi	61
4. TÜRKİYE'DE BİREYSEL EMEKLİLİK SİSTEMİ	65
4.1. TÜRK SOSYAL GÜVENLİK SİSTEMİNİN YAPISI	65
4.1.1. T.C. Emekli Sandığı	65
4.1.2. Sosyal Sigortalar Kurumu	66
4.1.3. Esnaf ve Bağımsız Çalışanlar Kurumu	66
4.2. SOSYAL GÜVENLİK SİSTEMİNİN SORUNLARI VE REFORM ÇALIŞMALARI	67
4.2.1. Sosyal Güvenlik Sisteminin Sorunları.....	67

4.2.1.1. Demografik Değişim.....	67
4.2.1.2. Politik Müdahaleler ve Erken Emeklilik	68
4.2.1.3. Kayıt Dışı Sektör	69
4.2.1.4. Sosyal Güvenlik Açıklarının Devletçe Karşılanması	70
4.2.1.5. Yüksek Prim Oranları	70
4.2.1.6. Diğer Sorunlar	71
4.2.2. Türkiye’de Reform Çalışmaları.....	72
4.2.2.1. Birinci Aşama	72
4.2.2.2. İkinci Aşama	73
4.3. BİREYSEL EMEKLİLİK SİSTEMİ.....	74
4.3.1. Sistemin Temel Özellikleri.....	75
4.3.2. Sistemin Amacı ve Kapsamı	76
4.3.3. Bireysel Emeklilik Sisteminin İşleyişi ve Tarafları	77
4.3.3.1. Sistemin İşleyişi	77
4.3.3.2. Sistemin Tarafları	78
4.3.3.2.1. Katılımcı.....	78
4.3.3.2.2. Portföy Yöneticisi	78
4.3.3.2.3. Emeklilik Şirketi	79
4.3.3.2.4. Saklayıcı Kuruluş	79
4.3.3.2.5. Sermaye Piyasası Kurulu	79
4.3.3.2.6. Hazine Müsteşarlığı	79
4.3.3.2.7. Bireysel Emeklilik Danışma Kurulu.....	80
4.3.3.2.8. Emeklilik Gözetim Merkezi.....	80
4.3.3.2.9. Bireysel Emeklilik Araçları.....	80
4.4. EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI.....	81
4.4.1. Emeklilik Yatırım Fonlarının Vergilendirilmesi	82
4.4.2. Emeklilik Yatırım Fonlarının Portföy Yönetimi	82
4.4.3. Emeklilik Yatırım Fonlarının Türleri	84
4.4.3.1. Gelir Amaçlı Fonlar	85
4.4.3.2. Büyüme Amaçlı Fonlar	86
4.4.3.3. Para Piyasası Fonları	87
4.4.3.4. Kıymetli Madenler Fonları.....	88

4.4.3.5. İhtisaslaşmış Fonlar	88
4.4.3.6. Diğer Fonlar	89
4.4.4. Emeklilik Yatırım Fonlarının Gelişim Süreci.....	89
5. TÜRKİYE’DEKİ EMEKLİLİK YATIRIM FONLARININ PERFORMANS ÇÖZÜMLEMESİ.....	93
5.1. PERFORMANS ÇÖZÜMLEMESİ	93
5.1.1. Performans Çözümlemesi Bileşenleri	93
5.1.1.1. Getirinin Ölçülmesi	95
5.1.1.2. Riskin Ölçülmesi	95
5.1.2. Performans Çözümleme Yöntemleri.....	97
5.1.2.1. Sharpe Ölçütü.....	98
5.1.2.2. Treynor Ölçütü.....	99
5.1.2.3. Jensen Ölçütü	101
5.2. EMEKLİLİK YATIRIM FONLARININ PERFORMANS ÇÖZÜMLEMESİ	103
5.2.1. Çalışmanın Amacı	103
5.2.2. Çalışmanın Kapsamı	103
5.2.3. Çalışmanın Yöntemi.....	104
5.2.3.1. Risksiz Getiri	105
5.2.3.2. Karşılaştırma Ölçütü	105
5.2.3.3. Beta	106
5.2.4. Emeklilik Yatırım Fonlarının Performans Sonuçları.....	106
5.2.4.1. Sharpe Ölçütüne Göre Performans Sonuçları	107
5.2.4.2. Treynor Ölçütüne Göre Performans Sonuçları.....	112
5.2.4.3. Jensen Ölçütüne Göre Performans Sonuçları	117
5.2.4.4. Genel Olarak Performans Sonuçları.....	122
6. SONUÇ VE ÖNERİLER.....	126
EKLER.....	130
YARARLANILAN YAYINLAR	140

ÖZET

“Bireysel Emeklilik Sistemi ve Türkiye’deki Emeklilik Yatırım Fonlarının Performans Çözümlemesi” adlı bu çalışmada Türk Bireysel Emeklilik Sisteminin yapısı incelenmiş ve Emeklilik Yatırım Fonları karşılaştırılmıştır.

Dünya genelinde emeklilik sistemleri demografik eğilimler nedeniyle kamu emeklilik sistemleri sosyal güvenlik krizine girmiştir. Hükümetler emeklilik sistemlerini yeniden yapılandırmakta ve kamu emeklilik sisteminden fon sistemine geçmektedir. Her ülke emeklilik sistemlerini tamamlayıcı ya da sistemlerine alternatif olarak bireysel emeklilik sistemi kurmaktadır. Çalışmada Avrupa, ABD ve Latin Amerika’da bireysel emeklilik uygulamaları incelenmiştir.

Türkiye’de 07 Nisan 2001 tarihinde yürürlüğe giren 4632 sayılı “Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu” incelenmiş ve detaylı olarak gösterilmiştir. Bu çerçevede sistem ve sistemin yasal düzenlemeleri, Emeklilik Yatırım Fonları ve bu fonların portföy yönetim faaliyetleri kapsamlı olarak araştırılmıştır.

Son olarak Sharpe, Treynor ve Jensen ölçütleriyle Türkiye’deki emeklilik Yatırım Fonlarının Performansları çözümlenmiş ve sonuçlar yorumlanmıştır.

ABSTRACT

In this study which named “Individual Pension System and The Performance Analysis of Pension Mutual Funds in Turkey”; the structure of Turkish Individual Pension System was investigated and Pension Mutual Funds were compared.

Because of demographic trends, public pension systems reached the social security crises in worldwide. The governments reforms their pension systems and turns to funded systems. Every country establishes individual pension system due to complementary or alternative to the present system. In the study, European, United States’s and Latin American pension applications were examined.

In Turkiye, effective from 07 April 2001 the code of “Private Pension Saving and Investment System Law” was investigated and monitored in details. Within this frame the system and it’s legal regulations, pension investment funds and these funds’ portfolio management activities were researched comprehensively.

And finally, Turkish Pension Mutual Funds performanses were analysed with Sharpe, Treynor and Jensen’s ratios and the results were interpreted.

KISALTMALAR

AFP	: Emeklilik Fon Yönetim Şirketleri (Administradore de Fondos de Pensiones)
BEDK	: Bireysel Emeklilik Danışma Kurulu
BES	: Bireysel Emeklilik Sistemi
CAPM	: Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (Capital Assets Pricing Model)
CML	: Sermaye Pazarı Doğrusu (Capital Market Line)
DB	: Belirli Fayda Planları (Defined Benefit)
DC	: Belirli Katkı Planları (Defined Contribution)
EGM	: Emeklilik Gözetim Merkezi
ERISA	: Emeklilik Güvence Kanunu (Employee Retirement Income Security Act)
EYF	: Emeklilik Yatırım Fonları
GSYİH	: Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla
PAYG	: Dağıtım Sistemi (Pay as You Go)
SML	: Menkul Değer Pazar Doğrusu (Security Market Line)
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
KYD	Kurumsal Yatırımcılar Derneği

ÇİZGELER

Çizge 1. Sosyal Güvenlik Sistemleri Karması	26
Çizge 2. Sosyal Güvenlik Karmasının Gerçek Hayata Uygulanması.....	27
Çizge 3. Çok Uluslu Şirketlerin Uluslararası Planları Tercih Nedenleri	30
Çizge 4. Latin Amerika’da Demografik Eğilim (1975 – 2050)	47
Çizge 5. Fon Gruplarının Net Varlık Değeri Değişimi (2004-2006)	90
Çizge 6. Risk Bileşenleri.....	96
Çizge 7. Sharpe Ölçütüyle Performans Ölçülmesi	99
Çizge 8. Treynor Ölçütü ile Performans Ölçülmesi	101
Çizge 9. Jensen Ölçütüyle Performans Ölçülmesi	102

TABLolar

Tablo 1. Avrupa Ülkelerinde Yaşlılık Sigortası ve Demografik Yapı	13
Tablo 2. Yaşlı Bağımlılık Oranı Projeksiyonu	14
Tablo 3. Çok Basamaklı Emeklilik Sistemi	23
Tablo 4. Dağıtım ve Fon Sisteminin Karşılaştırılması	24
Tablo 5. Fayda ve Katkı Esaslı Emeklilik Planlarının Karşılaştırılması	24
Tablo 6. Zorunluluk-Gönüllük Esasına Göre Uygulamalar	32
Tablo 7. Emeklilik Reformları	33
Tablo 8. İngiltere’de 65 Yaşındaki Yaşam Beklenti Projeksiyonu	36
Tablo 9. ABD’de Sosyal Güvenlik Maliyet Bileşenleri Projeksiyonu (%)	43
Tablo 10. Latin Amerika’daki Sosyal Güvenlik Reformlarının Temel Özellikleri ...	48
Tablo 11. Bazı Latin Amerika Ülkelerinin Varlık Yapısı – 2005	49
Tablo 12. Şili Emeklilik Fonları Portföy Dağılımı (2002 - %)	52
Tablo 13. Yatırım Fonları ve Emeklilik Fonları Varlıkları – 2005 (milyon\$)	54
Tablo 14. GSYİH’nin Yüzdesi Olarak Emeklilik Fon Varlıkları (2001-2005)	57
Tablo 15. Dünya’da Emeklilik Fon Varlıkları (2001-2005)	59
Tablo 16. Emeklilik Yatırım Fonlarının Portföy Yapısı (2005-% olarak)	60
Tablo 17. Doğuşta Beklenen Yaşam Süresi Projeksiyonu	68
Tablo 18. Yaşlılık Sigortasından Dolayı Emekli Olma Koşulundaki Gelişmeler.....	69
Tablo 19. Sosyal Sigorta Kuruluşlarına Yapılan Bütçe Transferi (Milyar YTL).....	70
Tablo 20. AB Üyesi Ülkeler ve Türkiye’deki Sosyal Güvenlik Prim Oranları (%)... 71	
Tablo 21. Aralık 2006 Tarihi İtibarı ile Yatırım Fonları Toplam Bilgileri	90
Tablo 22. Fon Grupları Büyüklükleri ve Ortalama Getirileri	91
Tablo 23. Hisse Senedi Fonlarının Sıralaması (Sharpe)	107
Tablo 24. Kamu Borçlanma Araçları Fonlarının Sıralaması (Sharpe)	108
Tablo 25. Uluslar arası-Dövizle Endeksli Fonların Sıralaması (Sharpe)	109
Tablo 26. Likit Fonların Sıralaması (Sharpe).....	110
Tablo 27. Esnek-Dengeli Fonların Sıralaması (Sharpe).....	110
Tablo 28. İlk 20 Emeklilik Yatırım Fonu (Sharpe).....	111
Tablo 29. Son 20 Emeklilik Yatırım Fonu (Sharpe- Sondan İtibaren)	112
Tablo 30. Hisse Senedi Fonlarının Sıralaması (Treynor).....	112

Tablo 31. Kamu Borçlanma Araçları Fonlarının Sıralaması (Treynor)	113
Tablo 32. Uluslar arası-Döviz Endeksli Fonların Sıralaması (Treynor)	114
Tablo 33. Likit Fonların Sıralaması (Treynor).....	114
Tablo 34. Esnek-Dengeli Fonların Sıralaması (Treynor).....	115
Tablo 35. İlk 20 Emeklilik Yatırım Fonu (Treynor)	116
Tablo 36. Son 20 Emeklilik Yatırım Fonu (Treynor- Sondan İtibaren).....	116
Tablo 37. Hisse Senedi Fonlarının Sıralaması (Jensen).....	118
Tablo 38. Kamu Borçlanma Araçları Fonlarının Sıralaması (Jensen)	118
Tablo 39. Uluslar arası-Döviz Endeksli Fonların Sıralaması (Jensen).....	119
Tablo 40. Likit Fonların Sıralaması (Jensen).....	120
Tablo 41. Esnek-Dengeli Fonların Sıralaması (Jensen).....	120
Tablo 42. İlk 20 Emeklilik Yatırım Fonu (Jensen)	121
Tablo 43. Son 20 Emeklilik Yatırım Fonu (Jensen- Sondan İtibaren).....	122
Tablo 44. Kendi Fon Grubunda İlk Sırada Yer Alan Fonlar	123
Tablo 45. Kendi Fon Grubunda Son Sırada Yer Alan Fonlar	123
Tablo 46. 3 Farklı Analizde de İlk 20'ye Giren Fonlar.....	124
Tablo 47. 3 Farklı Analizde de Son 20'ye Giren Fonlar.....	124

1. GİRİŞ

Çalışanların; hastalık, kaza, ve yaşlılık gibi sebeplerle işlerini kaybetme ve ihtiyaç duydukları gelirden yoksun kalma riski, sosyal güvenlik ihtiyacının ortaya çıkmasında önemli rol oynamıştır. Bu ihtiyacın devletçe karşılanmasıyla 18.yüzyıldan itibaren “sosyal devlet” kavramı dünyada kabul görmeye başlamış ve devletlerin temel görevlerinden biri haline gelmiştir.

Sosyal güvenlik ihtiyacının karşılanma yöntemleri devletlerin yönetim biçimleri ve refah düzeylerine göre değişmektedir. Türkiye'nin de içinde olduğu bazı ülkelerde devlet; sosyal güvenlik sisteminde hem düzenleyici hem uygulayıcı hem de denetleyici konumundadır. Bazı ülkelerde ise sadece düzenleyici ve denetleyici konumunda olup, uygulamayı tamamen sistem dahilindeki kurumlara bırakmıştır.

Temeli 19. yüzyılda Bismarck tarafından atılan kamu sosyal güvenlik sistemleri, uzun yıllar yüksek seviyelerde seyreden çalışan/emekli oranları sayesinde bireylere sağlık hizmetleri ve diğer sosyal faydaların yanında, emeklilik dönemlerinde de görece olarak rahat bir yaşam sürmelerine yetecek seviyede gelir sağlamıştır.

20. yüzyılın son yıllarda ise birçok ülkede yaşanan ekonomik durgunluk ve düşük büyüme oranları; mevcut mali kapasiteleri sınırlamış, sosyal güvenlik programlarının finansmanı konusundaki endişeleri artırmıştır. Ayrıca gelişmiş ülkelerde nüfusun hızla yaşlanması, doğum oranlarının azalması, işsizlik oranlarının ve sosyal güvenlik harcamalarının sürekli artması; sosyal güvenlik sistemlerinin finansman yükünü arttırmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde ise sosyal güvenliğe ayrılan ekonomik kaynakların yetersizliği, kayıt dışı istihdam, sosyal güvenlik kapsamındaki nüfusun azlığı, sağlanan hizmet seviyesinin düşüklüğü, sosyal güvenlik kuruluşlarının kötü yönetimi, aktüeryal dengelerle aktif/pasif yapısının bozulması ve yüksek enflasyon gibi sorunlar sosyal güvenlik sistemlerinde krize yol açmaktadır.

Gelecekte de demografik ve sosyal eğilimlerin devam edeceği varsayılırsa, hem kısa vadede varolan kamu sosyal güvenlik sistemlerinde reform yapılması, hem de aynı anda bu sistemlere kısmen ya da tamamen alternatif olabilecek modellerin

geliştirilmesi zorunluluğu görölmektedir.

Dünyada emeklilik alanında ortaya çıkan sorunları çözmek üzere, 1980'li yıllarda gönüllü katılım esasına dayalı özel emeklilik sistemleri ortaya çıkmıştır. Bu uygulama ilk olarak 1981 yılında Şili'de başlamış, reform niteliğindeki Şili örneği, 1990'lı yılların başından itibaren dünya genelinde uygulama alanı bulmuştur.

Dünya uygulamaları incelendiğinde emekliliğe yönelik sorunların çözümünde tek basamaklı kamu emeklilik sisteminden, çok basamaklı fon sistemine geçiş yönünde eğilim görölmektedir. Fon sistemi, katılımcılarına daha yüksek getiri sağlamak ve emeklilik gelirlerini arttırmak amacıyla portföy yönetiminde uzmanlaşma gerektirmektedir. Özellikle fon esasına dayanan özel emeklilik statüsündeki bireysel emeklilik sistemi, bireylerin kendi tasarrufları üzerinde söz sahibi olması ve yatırım riskini üstlenmeleri nedeniyle son yıllarda önem kazanmaktadır. Bireysel emeklilik sistemi, bazı ölkelerde sosyal güvenlik sistemini tamamlayıcı rol oynarken, bazı ölkelerde sosyal güvenlik sistemine alternatif oluşturmaktadır.

Dünyada özel emeklilik programları kapsamında toplanan emeklilik fonlarının finansal piyasaların gelişmesinde önemli etkileri bulunmaktadır. Emeklilik Yatırım Fonları, sistemdeki katılımcıların çalışma hayatları süresince yapacakları birikimlerin kullanılarak istihdamın arttırılmasına, sürdürülebilir ekonomik kalkınmaya, sermaye piyasalarının derinleşmesine ve gelişmesine katkıda bulunmaktadır.

Türk sosyal güvenlik sistemi ise, esas olarak SSK, Bağ-Kur, ve T.C. Emekli Sandığı Kurumları olmak üzere birinci basamakta yer alan kamu emeklilik sisteminden oluşmaktadır. Ancak sosyal güvenlik kuruluşlarının yıllık gelirleri giderlerini karşılayamadığından açıklar vermekte ve bu durum süreklilik arz etmektedir.

Kamu harcamalarının dengelerinin bozulması, aktüeryal ilkelere aykırılık, politik müdahaleler gibi pek çok nedene bağlı olarak Türk sosyal güvenlik sistemi ciddi reform ihtiyacıyla karşı karşıya kalmıştır. Bir çok açıdan eleştiri konusu olmasına rağmen alelacele hazırlanmış reform çalışmaları uygulamaya konmuş ve mevcut

sosyal sigorta kuruluşlarınca uygulanan sigorta programları arasında norm ve standart birliğinin sağlanması amacıyla Çalışma ve Sosyal Güvenlik Bakanlığı bünyesinde bir “şemsiye kuruluş” niteliğinde Sosyal Güvenlik Kurumu kurulmuştur.

Ayrıca bu reformlar kapsamında Türkiye’de bireysel emeklilik sistemi kurulmuştur. Bireysel emeklilik sistemi, bireylerin gelir elde ettikleri dönemde düzenli olarak tasarrufta bulunmaları, yatırıma yönlendirilen tasarruflarıyla birikim oluşturmaları ve emeklilikte gelir elde etmeleri üzerine kurulmuş bir özel emeklilik sistemidir. Bu sistem ile, hem bireylerin emeklilik dönemindeki refah düzeyinin yükselmesi, hem de oluşan uzun vadeli emeklilik fonlarının ekonomiye ciddi kaynak yaratması beklenmektedir. Henüz yeni olmasına rağmen bireysel hesaplarda biriken Emeklilik Yatırım Fonları hızlı bir artış göstermektedir.

Türkiye’de yatırım fonlarının karşılaştırılması ve performanslarının değerlendirilmesi üzerine yapılmış çok sayıda çalışma bulunmaktadır. Ancak Emeklilik Yatırım Fonları üzerine yapılan çalışmaların sayısı sınırlıdır. Bu sebeple bu çalışmada hem yeni kurulan bireysel emeklilik sisteminin incelenmesi hem de gelecekte ekonomiye önemli katkıları olması beklenen emeklilik yatırım fonlarının 2004-2006 yılları arasındaki performans çözümlemesi amaçlanmaktadır.

Analiz kapsamında Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli’ne (CAPM) dayanan üç ayrı ölçütten yararlanılmaktadır. Toplam riski esas alan Sharpe ölçütü ile sistematik riski esas alan Treynor ve Jensen ölçütleri kullanılarak Emeklilik Yatırım Fonlarının performansları çözümlenmektedir.

Bu çalışma altı bölümden oluşmaktadır: Giriş bölümünün ardından ikinci bölümde, genel olarak sosyal güvenlik ve sosyal güvenlik sistemleriyle ilgili kavramsal açıklamalara yer verilmektedir. Öncelikle, sosyal güvenliğin tarihsel gelişimine değinilmekte ve bireysel emekliliğin sosyal güvenlik sistemi içindeki yeri ve tanımı, demografik yapıdaki değişimin emeklilik sistemlerine etkisi üzerinde durulmaktadır. Ardından sosyal güvenlik sistemleri, emeklilik planları ve bu planlara ilişkin bilimsel çalışmalar ele alınmaktadır.

Üçüncü bölümde ise genel olarak Avrupa Birliği ülkelerinde, Amerika Birleşik

Devletlerinde ve Latin Amerika ülkelerindeki sosyal güvenlik çevresi, reform çalışmaları ve bireysel emeklilik uygulamaları incelenmektedir. AB ülkelerinde, öncelikle İngiltere'deki bireysel emeklilik uygulamaları incelendikten sonra, Almanya, Fransa, Avusturya, İsveç, İsviçre, Hollanda ve İtalya'da Bireysel Emeklilik Uygulamaları birer başlık altında toplanarak değerlendirilmektedir. Ardından dünyadaki emeklilik fonlarının yaklaşık % 72'sini bünyesinde bulunduran ABD'nin sosyal güvenlik yapısı üzerinde durulmakta ve son olarak Latin Amerika'daki gelişmeler ve kamu emeklilik sisteminden özel emeklilik sistemine geçme konusunda dünyadaki en radikal reformu gerçekleştiren Şili örneği detaylı olarak incelenmektedir.

Bu bölümde ayrıca sosyal güvenlik alanında gerçekleşen gelişmelere paralel olarak Emeklilik Yatırım Fonlarının dünya çapındaki sıra dışı gelişimi ve bu fonların ulusal ve uluslararası düzeyde finansal piyasalara etkilerinin üzerinde durulmaktadır.

Dördüncü bölümde Türkiye'de sosyal güvenlik ve bireysel emeklilik sistemi ayrıntılı olarak ele alınmaktadır. Öncelikle Sosyal Sigortalar Kurumu, Emekli Sandığı, Bağ-Kur'un sorunları irdelenmekte ve Türkiye'de Bireysel Emeklilik Sistemi'ne geçiş sürecinin aşamaları gözden geçirilmektedir. Ayrıca yine bu bölümde Türkiye'deki Emeklilik Yatırım Fonlarındaki gelişmeler ve geleceğe dönük beklentiler açıklanmaktadır.

Çalışmanın uygulama bölümü olan beşinci bölümde ise; Türkiye'deki Emeklilik Yatırım Fonlarının performans çözümlemesi yapılmaktadır. Çözümleme sürecinde Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli'ne dayanan Sharpe, Treynor ve Jensen ölçütlerinden yararlanılmaktadır. Üç ayrı yöntem kullanılarak yapılan analiz sonuçlarına göre fonların performansları değerlendirilmektedir.

Son olarak, görüş ve önerilerin bulunduğu sonuç bölümü ile çalışma sonlandırılmaktadır.

2. TEMEL KAVRAMLAR

Çalışmanın bu bölümünde kavramsal düzeyde sosyal güvenlik sistemi, bireysel emekliliğin sosyal güvenlik sistemleri içindeki yeri ve sosyal güvenlik sistemlerinin yapısı üzerinde durulacaktır. Ayrıca emeklilik sistemleriyle ilgili bilimsel çalışmalardan örnekler verilecektir.

2.1. SOSYAL GÜVENLİK KAVRAMI

Tehlikelerin zararlarından korunma garantisi olarak tanımlanan sosyal güvenlik; tüm insanların ortak paydası olma misyonunu, gördüğü sosyoekonomik işlevi nedeniyle sosyal ve bireysel hayatta artırarak devam ettirmektedir. Çeyrek asırdan beri bireysel tercihlerin daha fazla önem kazandığı bir süreci yaşayan sosyal güvenlik, her ne kadar yakın zamanların kavramsal bir ürünü olsa da anlamsal olarak insanlık tarihi kadar geçmişlere gitmektedir. Yaşamın her safhasında karşılaşılabilecek sosyal riskleri yüklenmekte ve asgari düzeyde dahi olsa ayırım gözetmeksizin herkese yaşama garantisi vermektedir¹.

Sosyal güvenlik ihtiyaçları sanayi öncesi toplumlarda; lonca teşkilatları ve dinsel nitelikli hayır kurumları tarafından giderilmiştir. Ancak zaman içinde bu tür ihtiyaçların karşılanmasının toplumsal sorumluluk alanı içinde yer alması gerektiği fikri ağırlık kazanmıştır. Bireysel olarak ekonomik güvence sağlama çabası, özellikle son yüzyıl içinde sosyal güvenlik kavramında “kurumsallaşma” gerekliliğini ortaya koymuş ve bu gelişmelere koşut olarak devletler, sosyal devlet olma amacına dönük çalışmalara yönelmiştir. Öyle ki, sosyal güvenlik kavramı adeta sosyal devletin var olma sebebi haline gelmiştir. Nitekim, gelişme seviyesi ne olursa olsun, bu sürecin sonucunda her ülke kendine özgü bir sosyal güvenlik sistemi kurmuştur.

Sosyal güvenliğin herkesçe kabul edilen bir tanımı yapılabilmemiş değildir. Bütün bunlara rağmen, sosyal güvenlik kavramına ilişkin ortak noktaları şöyle sıralamak mümkündür². Sosyal güvenlik;

¹ Suat Uğur, “Sosyal Güvenlik Sistemlerinde Özel Emeklilik Programlarının Yeri ve Gelişimi”, TİSK Yayınları No: 244, Ankara: 2004, s.15.

² Muzaffer Koç, “Sosyal Güvenlik ve Beveridge Raporu”, Mali Çözüm Dergisi, Haziran-Temmuz, Sayı: 76, 2006, s.92.

- Tabii bir insan hakkı olup, devletin yapmakla yükümlü olduğu görevlerdendir.
- Sosyal risklerin yol açabileceği gelir kayıpları ile gider artışlarını karşılayan bir sistemdir.
- Karşılaşılan zararlara karşı bireylere çalışma gücünü yeniden kazandırmayı ve insan haysiyetine yaraşır yaşama seviyesini yakalamayı amaç edinen bir sistemdir.
- Korumak istediği asıl birim -esas itibariyle- ailedir ve aile nezdinde aile reisinin ekonomik güvencesini sağlamaya yöneliktir.
- Kişinin, uğradığı tehlikenin türünü ve boyutunu, buna göre kendine sağlanacak koruma miktarını ve süresini önceden -ayrıntılı- bilebildiği bir sistemdir.
- Birbirini bütünleyen sosyal sigorta,sosyal yardım ve hizmetlerden (kamu sosyal güvenlik harcamalarından) oluşmaktadır.
- Ülkedeki tüm bireyleri açıkta bırakmayacak şekilde kapsamı genişleme eğilimindedir.

Gelirleri ne düzeyde olursa olsun; kişilere belirli sosyal riskler karşısında ekonomik güvence sağlama görevi, genellikle devletler tarafından kurulan, yönetilen ya da denetlenen kurumlar tarafından yürütülmektedir. Hem hukuki hem de fiziki olarak ortaya çıkan bu yapı, sosyal güvenlik sistemini oluşturmaktadır. Kısaca sosyal güvenlik sistemi, “sosyal riskler karşısında kişilere sosyal güvence sağlamak amacıyla konulmuş hukuki kuralların meydana getirdiği bütün” olarak tanımlanabilmektedir³.

2.2. SOSYAL GÜVENLİK SİSTEMİNİN TARİHSEL GELİŞİMİ

Hemen her ülkede; geleneksel dayanışma kuruluşlarından devlet desteğindeki sosyal güvenlik sistemine geçiş, farklı bir süreçten geçmiştir. Bununla beraber sosyal güvenliğin sanayi devriminden sonra geçirdiği aşamalar ise dört döneme ayrılarak

³ Ali Güzel ve Ali Rıza Okur, **Sosyal Güvenlik Hukuku**, 5.b, İstanbul: Beta Basım, 1996, s.2.

incelenebilmektedir⁴:

- 1) Sanayi Devriminin ortaya çıkarttığı çok ağır olumsuz etkilerini ortadan kaldırmaya yönelik gönüllü kuruluşların, arkadaş gruplarının, bireysel sorumluluk ile bireylerin ve devletin fakirlere transferlerinin bulunduğu Paternalistik Dönem (1850-1880)
- 2) Finansmana katkı ile zorunluluğun işlerlik kazanarak çalışanlarla ailelerine çeşitli risklere karşı koruma getirilmeye çalışıldığı sosyal sigorta dönemi (1880-1945)
- 3) Gelirin sürekliliğine ve hayat standardının yükseltilmesine yönelik kamu otorite harcamaların yoğunlaştığı ve genellik prensibinin uygulama alanı bulmaya çalıştığı refah dönemi (1945-1974).
- 4) Sosyal güvenlik sisteminin krize dönüştüğü, mevcut sistemlerin toplumun ihtiyaçlarına cevap veremez hale geldiği ve yeniden yapılanma arayışlarının hüküm sürdüğü dönem (1975 ve sonrası).

Bilindiği kadarıyla emeklilik kelimesi ilk olarak İngiliz yasalarında 1285 yılında geçmiştir. Bu yasaya göre; kilise piskoposlarından birinin emeklilik talep etmesi halinde, kurulacak özel bir mahkemenin buna karar vermesi öngörülmüştür. 17. yüzyılda benzer bir uygulama; kraliyete hizmetleri karşılığında, askerlerin dul ve yetimlerine tazminat ödenmesi şeklinde gerçekleşmiştir. Üstelik uygulama; askerliği, fiziksel engeli, iflas ve ölümü de kapsamıştır. Sonraki yüzyılda ise emeklilik alanında bir adım daha atılmış ve yıllık anüiteler bağlanabilmesi amacıyla parlamentoda oylama yapılması gündeme gelmiştir. 1790'da bir ilk olarak Rev Francis Willis adlı fizikçiye kraliyet adına yıllık 1000£'lik bir anüite bağlanmıştır⁵.

Daha sonraki süreçte toplumsal dayanışma kuruluşları özellikle hastalık ve yaşlılık durumunda ihtiyaç sahiplerinin hayatlarını sürdürebilmelerine odaklanmıştır. Ortalama yaşam süresi üzerine çalışmalar yapılmaya başlanmıştır. Örneğin, 1827'de yayınlanan dayanışma kuruluşları raporunda o gün 25 yaşında olanların yarısının 65

⁴ Yusuf Alper, "Sosyal Güvenliğin Tasarruf Eğilimine Tesirleri", (Basılmamış Doktora Tezi, Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1985), s.18'den Muzaffer Koç, a.g.e., s.93.

⁵ Gordon L Clark, "**Pension Fund Capitalism: A Casual Analysis**", The Annual Meeting of The Association of American Geographers, March 1998, s.5.

yaşına kadar, üçte birinin ise 80 yaşına kadar yaşayacağı öngörülmüştür.

Bu gelişmelerin sonrasında Alman Şansölyesi Bismarck tarafından hazırlanarak 17.11.1881 tarihinde I. Wilhelm tarafından ilan edilen bir ferman, Almanya'yı dünya sosyal güvenlik sistemine öncülük eden ülke, Bismarck'ı da sosyal sigortaların babası konumuna getirmiştir. Yardıma muhtaç kişileri sosyal güvenliğe kavuşturmak amacıyla ülkede sosyal güvenlik kanunları çıkartılacağını duyuran ve kapsamlı bir sosyal güvenlik planı öngören bu fermanla ülkenin içerisinde bulunduğu işsizlik, sosyal huzursuzluk ve ekonomik çöküntü ortamının ortadan kaldırılması amaçlanmıştır⁶.

Sosyal güvenlik açısından özel sigortadan yararlanma düşüncesinin ilk uygulamalarından biri, 19.yüzyılda İngiltere'de ortaya çıkmıştır. Bir sigorta şirketi, çalışanları haftalık olarak ödenen prim karşılığında ölüm ve yaşlılığa karşı sigorta ettirmeye başlamış ve bu uygulama İngiltere'den sonra diğer Avrupa ülkelerinde ve ABD'de hızla yayılmıştır⁷.

19. yüzyılda ortaya koyulan sosyal güvenlik çalışmaları; gönüllü katılım esasına dayanan, dayanışma kuruluşları ve ticari birlikler tarafından yönetilen, hastalık ve ölüm ödenekleri halindedir. I.Dünya savaşından ekonomik buhran yıllarına kadar geçen süreç içinde bu kuruluşların 19. yüzyıl liberalizmi anlayışına göre yasallığı tartışma konusu olsa da ekonomik buhran sonrasında özellikle modern devletin sorumluluklarının ve faaliyet alanının yeniden tanımlanması konusunda hiçbir şüphe kalmamıştır. Bununla beraber başta ABD olmak üzere birçok ülkede ekonomik buhran, sosyal güvenlik problemlerinin çözülmesi ve ulusal bir çerçeve oluşturulması için bir fırsat yaratmıştır.

Buhran öncesinde devletlerin sosyal desteğine dayanan sosyal güvenlik çalışmaları yoksulluk sorununu çözme konusunda son derece yetersiz kalmıştır. Buhran sonrasında ise, oluşturulan (1935) sosyal güvenlik hareketi ile zorunlu

⁶ Çağatay Ergenekon,. "Emekliliğin Finansmanı: Global Uygulamalar Işığında Türkiye İçin Bir Özel Emeklilik Modeli Önerisi", **Dünya'da Özel Emeklilik Fonları Uygulamalar ve Ülkemiz İçin Öneriler konulu Bilimsel Eser Yarışması**, İstanbul: 2001, s.6

⁷ A. Can Tuncay, **Sosyal Güvenlik Hukuku Dersleri**, 10.b, İstanbul: 2002, s.12.

katılıma dayalı ulusal bir emeklilik politikasının gerektiği sonucu ortaya konmuştur. Bu doğrultuda çalışmalara 1930'larda başlansa da, sistemin finansmanı ve uzun vadede sürdürülebilirliği gibi sorunların çözülmesi zaman almıştır. Kamu emeklilik sisteminin kamu sosyal destek sisteminin yerini tam anlamıyla alabilmesi 1950'leri bulmuştur⁸.

Dünyadaki ilk bireysel hesaplara dayanan özel emeklilik programları, 1875'te ABD'de Amerikan Demiryolu Şirketi tarafından kurulmuş olmakla beraber, asıl gelişimini 1929 Dünya Buhranı sonrasında tamamlamıştır. 1940'lardan itibaren Avrupa'da da yaygınlık kazanan bireysel emeklilik programları İngiltere, Hollanda ve İsviçre gibi bazı ülkelerde ABD'nin önüne geçmiştir⁹.

Yakın geçmişte ise 1980'lerden itibaren kamu emeklilik sistemlerinin finansal olarak sıkıntıya girmesi ve geleceğe dönük projeksiyonların karamsarlık yaratması sonucunda dünya genelinde reform çalışmaları başlatılmıştır. Bu süreçte özel emeklilik ve bireysel emeklilik sistemleri, kamu emeklilik sistemini tamamlayıcı olarak gün geçtikçe önem kazanmaktadır. Hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde yaşanan sosyal güvenlik sorunlarına çözüm getirmek amacıyla bireysel emeklilik sistemi devlet tarafından desteklenmektedir. Hatta başta Latin Amerika ülkeleri olmak üzere kimi ülkelerde, kamu emeklilik sisteminin alternatifi olarak zorunlu tutulmaktadır.

2.3. BİREYSEL EMEKLİLİĞİN SOSYAL GÜVENLİK SİSTEMİ İÇİNDEKİ YERİ VE TANIMI

Bir sosyal güvenlik sisteminin, sosyal güvenlik ihtiyacının karşılanması ile ilgili üç temel fonksiyonu yerine getirmesi beklenmektedir. Bunlar; gelirin yeniden dağılımı, sigorta ve tasarruf fonksiyonlarıdır¹⁰:

1) Gelirin yeniden dağılımını sağlama fonksiyonu: Fakirlik ve muhtaçlık

⁸ Gordon L Clark, a.g.e., ss.5-8.

⁹ Şenol Serkan Şentürk, "Özel Emeklilik Programları Tanım ve Türleri", **Reasürör**, Sayı:37, Temmuz 2000, s.37.

¹⁰ Yusuf Alper, "Sosyal Güvenlikte Yeni Bir Adım: Bireysel Emeklilik", **Çimento İşveren Dergisi**, Cilt 16, Sayı: 2, Mart 2002, s.13.

problemini ortadan kaldırmak üzere tehlikeye uğramayandan uğrayana, yüksek gelirlilerden düşük gelirlilere, çalışan ve geliri olanlardan çalışamayan ve muhtaç durumda olanlara doğru bir gelir dağılımı sağlamak,

- 2) Sigorta fonksiyonu: Önceden bilinmeyen veya yeterli tedbir alınamayan durumlar için ortaya çıkabilecek zararları karşılama garantisi sağlamak,
- 3) Tasarruf fonksiyonu: Gelecekte daha yüksek bir hayat standardı sağlamak üzere, bugünkü tüketimden vazgeçerek daha yüksek bir gelir elde etme arzusunu karşılamaktır.

Bu fonksiyonların yerine getirilebilmesi amacıyla kurulan ilk emeklilik sistemleri devlet tarafından kurulan zorunluluk esasına dayanan tek basamaklı sistemlerdir. Ancak, hangi sistemle oluşturulursa oluşturulsun, tek basamaklı kurumsal yapıya dayanan sosyal güvenlik sistemlerinin bu üç fonksiyonu birlikte gerçekleştirmesinin mümkün olamayacağı düşüncesi, çok basamaklı sosyal güvenlik sistemlerinin oluşturulmasını gündeme getirmiştir.

Çok basamaklı bir sistemde birinci basamak, gelir dağılımını ve sigortacılık fonksiyonlarını birlikte gerçekleştirmekte ve zorunlu sigortacılık tekniğine dayanmaktadır. Finansmanında vergileme ilkesi ağırlık taşımakta ve herkese asgari bir gelir garantisi sağlanmaktadır.

İkinci basamak, genellikle fon yöntemi ile işleyen, işverenlerce finanse edilen katkı veya fayda esaslı özel emeklilik hesaplarına dayanmaktadır. Sigorta ve tasarruf fonksiyonlarını yerine getirme amacı taşıyan ikinci basamakta devlet tamamen sistem dışında kalmamakta ve sigortalıların menfaatlerini korumak üzere düzenleyici ve denetleyici müdahaleler yapmaktadır.

Üçüncü basamak, gönüllü sigortacılık esasına dayanan özel sigorta kurumlarından oluşmaktadır. Devlet, bu basamaktaki özel sigorta kurumlarına katılımı teşvik etmek için vergi muafiyeti gibi özendirici bazı tedbirler uygulamaktadır¹¹. Üçüncü basamak, daha yüksek bir gelir garantisi elde etmek

¹¹ Yusuf Alper , “Sosyal Güvenlik Sistemlerinde Yeniden Yapılanma İhtiyacı: Tek Ayaklı Sosyal Güvenlik Sistemlerinden Çok Ayaklı Sosyal Güvenlik Sistemlerine”, **Metin Kutal’a Armağan**, TÜHİS, Ankara, 1998, s.611.

isteyen bireylere hitap etmektedir. Tasarruf ve sigortacılık fonksiyonunun birlikte gerçekleştiği bu basamakta sistem, tamamen fon esasına göre işlemektedir.

Bunlarla beraber bireysel emeklilik sistemi ise, çok basamaklı bir sistem içinde ikinci ve üçüncü basamakta yer almaktadır. Eğer oluşturulan sistemde, zorunlu katılım esas alınmış, yönetimde kamu müdahalesi var ve sistemin finansmanına iştirakçi dışında da katılım söz konusu ise daha çok ikinci basamak anlayışı ile oluşturulmuş bir sistemden bahsedilebilir. Buna karşılık, gönüllü katılımın esas olduğu, özel sektör inisiyatifinde oluşturulmuş kurumların faaliyet gösterdiği, tamamen fon esasına göre çalışan kurumlar söz konusu ise sistemin üçüncü basamakta yer aldığı söylenebilir¹².

Sosyal güvenlik sistemleri içinde, bireysel tasarruf esasına dayalı bireysel emekliliğin özel bir yeri ve önemi vardır. Temel sosyal sigorta kurumları, gelirin yeniden dağılımına ve sigorta fonksiyonuna ağırlık verdiği için; tasarruf fonksiyonunu tam olarak yerine getirememektedir. Primlerin ve aylıkların belirlenmesinde getirilen sınırlamalar nedeniyle, daha çok prim ödeyerek daha çok sosyal güvenlik garantisi sağlamak isteyenlere cevap verilememektedir. Tamamlayıcı sosyal güvenlik kurumları bu eksikliğin giderilmesi için; bireysel farklılıkları dikkate alarak ve tasarruf fonksiyonuna öncelik vererek, temel sosyal güvenlik kurumlarının sağladığı sosyal güvenlik garantisinin üzerine ek bir garanti sağlamayı amaç edinmektedir¹³.

Sonuçta Bireysel Emeklilik Sistemi, bireylere ya yaşlılıklarında veya aktif çalışma yaşamlarının sonunda, kendi katkılarının kendileri adına bireysel hesaplarda takip edildiği, kamu tarafından gözetilen, denetlenen ve emeklilikte ek bir gelir sunmak üzere oluşturulmuş, gönüllü katılıma dayalı, bütünüyle özel şirketler tarafından uygulanan bir emeklilik sistemidir.

¹² Yusuf Alper, "Sosyal Güvenlikte Yeni Bir Adım: Bireysel Emeklilik", s.14.

¹³ Nusret Ekin, Yusuf Alper ve Tekin Akgeyik, **Türk Sosyal Güvenlik Sisteminde Arayışlar: Özelleştirme ve Yeniden Yapılandırma**, İstanbul: İTO Yayın No:69, 1999, s.137.

2.4. DEMOGRAFİK YAPIDAKİ DEĞİŞİMİN SOSYAL GÜVENLİK SİSTEMLERİNE ETKİLERİ

Geçen yüzyılda eğitim seviyesinin yükselmesi doğum artış hızını azaltmış, tıp biliminin gelişmesi ise insan ömrünü uzatmıştır. Buna bağlı olarak ortaya çıkan yoğun nüfus artışları ve ilave olarak yaşam standardının yükselmesi, sosyal güvenlik sistemlerinin finansal problemler yaşamasına neden olmuştur. Bu sebeple dünya genelinde birçok ülkenin yeniden yapılanma çalışmaları yapması bir zorunluluk haline gelmiştir.

Sosyal güvenlik sistemlerinin finansman sıkıntısı yaşamasının; aktüeryal ilkelere uyulmaması, politik müdahaleler, ekonomik durgunluk, büyüme oranlarının düşmesi gibi birçok nedeni bulunmaktadır. Ancak bunların arasında demografik yapıdaki değişimin karşı konulamaz etkileri belirgin bir biçimde öne çıkmaktadır. Yaşam süresinin uzaması eğilimindeki demografik değişim, erken yaşta emekliliklere ve daha fazla emeklilik ödemesi yapılmasına neden olmaktadır.

Emeklilik geliri sağlama açısından baktığımızda 65 yaşında hayatta kalma beklentisi belirli fayda ve belirli katkı emeklilik planları için temel maliyet bileşenini oluşturmaktadır. İnsanların daha uzun yaşaması, belirli fayda planlarını daha uzun emeklilik ödemeleri yapmak zorunda bırakmaktadır. Benzer şekilde belirli katkı planları da herhangi bir emeklilik ödemesi düzeyi için, geçmişe göre daha büyük birikime ihtiyaç duymaktadır¹⁴.

Ülkemizin de içinde bulunduğu Avrupa ülkelerinin sosyal güvenlik sistemlerini tehdit eden demografik özellikleri Tablo 1’de gösterilmiştir. Tablo 1’de görüldüğü üzere, 65 yaşındaki yaşam beklentisi, Türkiye haricindeki Avrupa ülkelerinde on yılın üstündedir. Halbuki yakın geçmişte insanların bu kadar uzun yaşaması mümkün değildi. Son elli yılda gözlenen nüfus gelişim eğilimi sürekli sosyal güvenlik sistemlerinin aleyhinde gelişmiştir. 1950-1955 yılları arasında, Afrika ülkelerinde 38, Arap ülkelerinde 42, Asya ve Pasifik’te 40, Avrupa’da 64, Latin Amerika ülkelerinde

¹⁴ Alicia H. Munnell, Robert E. Hatch ve James G. Lee, “Why is Life Expectancy so Low in the US”, **An Issue In Brief Center For Retirement Reserch At Boston College**, Number 21, August 2004, s.3.

51 ve OECD ülkelerinde 66 yıl olmak üzere dünyada ortalama insan ömrü 47 yıl civarındadır. 1990-1995 yılları arasında ise, Afrika ülkelerinde 52, Arap ülkelerinde 64, Asya ve Pasifik'te 64, Avrupa'da 69, Latin Amerika ülkelerinde 69 ve OECD ülkelerinde 76 yıl olmak üzere dünyadaki ortalama insan ömrü 64 yıla ulaşmıştır.

Tablo 1. Avrupa Ülkelerinde Yaşlılık Sigortası ve Demografik Yapı

Ülke	Toplam Nüfus (Milyon)	65 + yüzde	Bağımlılık Oranı (65+,15-)	Doğuşta Yaşam Beklentisi		Yasal Emeklilik Yaşı		Erken Emeklilik Yaşı	
				Erkek	Kadın	Erkek	Kadın	Erkek	Kadın
Almanya	82	16.4	46.9	75	81.1	65	65	60	60
Avusturya	8	15.6	47.4	75.4	81.5	65	60	61.5	56.5
Belçika	10.2	17	52.2	75.7	81.9	65	63	60	60
İngiltere	59.4	15.8	53.2	75.7	80.7	65	60	-	-
Bulgaristan	7.9	16.1	46.8	67.1	74.8	62.5	57.5	-	-
Çek Cum.	10.2	13.8	43.4	72.1	78.7	61.5	56	58.5	53
Danimarka	5.3	15	49.8	74.2	79.1	65	65	60	60
Estonya	1.4	14.4	47.2	65.8	76.4	63	59	-	-
Finlandiya	5.1	14.9	49.2	74.4	81.5	65	65	60	60
Fransa	59.2	16	53.2	75.2	82.8	60	60	-	-
Hollanda	15.8	13.6	46.9	75.6	81	65	65	-	-
İrlanda	3.8	11.3	49	74.4	79.6	66	66	-	-
İspanya	39.9	17	46.4	75.4	82.3	65	65	-	-
İsveç	8.8	17.4	55.3	77.6	82.6	65	65	61	61
İtalya	57.5	18.1	47.8	75.5	81.9	65	60	-	-
Kıbrıs	0.8	11.5	52.9	76	80.5	65	65	63	63
Letonya	2.4	14.8	47.4	65.7	76.2	62	59.5	60	67.5
Litvanya	3.7	13.4	48.9	67.6	77.7	62.5	59	57.5	54
Lüksemburg	0.4	14.4	49.4	74.6	80.9	65	65	60	60
Macaristan	9.9	14.6	46.2	67.8	76.1	62	59	60	57
Malta	0.4	12.4	48.2	75.9	81	61	60	-	-
Polonya	38.6	12.1	45.5	69.8	78	65	60	-	-
Portekiz	10	15.6	47.7	72.6	79.6	65	65	55	55
Romanya	22.4	13.3	46.1	66.5	73.3	65	60	55	55
Slovakya	5.4	11.4	44.7	69.8	77.6	62	62	-	-
Slovenya	2	13.9	42.4	72.3	79.6	63	60	-	-
Türkiye	71.8	5.7	55.1	68.3	73.1	60	58	55	50
Yunanistan	10.6	17.6	48.4	75.9	81.2	65	60	60	55

Kaynak: 9. Kalkınma Planı, Sosyal Güvenlik Özel İhtisas Komisyonu Raporu, Ankara, 2006, s.23.

Ortalama insan ömrüne paralel olarak yaşlı bağımlılık oranı da giderek artmaktadır. 1975 yılında yaşlı bağımlılık oranında dünya ortalaması yüzde 10 iken,

bu oran 2000 yılında yüzde 11'e çıkmıştır. Bu eğilimin devamı durumunda söz konusu oranın 2025 yılında yüzde 15'e, 2050 yılında da yüzde 24'e kadar çıkması beklenmektedir. OECD ülkelerinde yaşlı bağımlılık oranı 1975 yılında yüzde 17 iken, 2000 yılında yüzde 21'e çıkmıştır. Bu oran 2025 yılında yüzde 32'ye, 2050 yılında da yüzde 42'ye ulaşacaktır. Sürekli yaşlanan bir nüfus önümüzdeki yıllardan itibaren dağıtım sisteminin uygulandığı primli sosyal sigorta sistemini daha da içinden çıkılmaz bir sürece götürecektir¹⁵. Tablo 2'de insan ömrünün uzaması ve ölüm oranının düşmesi nedeniyle artma eğilimi gösteren Yaşlılık Bağımlılık Oranı Projeksiyonu gösterilmiştir.

Tablo 2. Yaşlı Bağımlılık Oranı Projeksiyonu

Yıllar	Dünya Ortalaması (yüzde)	OECD Ortalaması (yüzde)
1975	10	17
2000	11	21
2025	15	32
2050	24	42

Kaynak: 9. Kalkınma Planı, **Sosyal Güvenlik Özel İhtisas Komisyonu Raporu**, Ankara, 2006, s.35.

Bununla beraber, dağıtım sistemindeki çalışan-emekli oranının yani bağımlılık oranının artması, 21. yüzyılda zorunlu kesintilerin zalimce artmasına neden olmaktadır¹⁶. Örneğin AB'de ortalama katkı oranı 2001'de % 16 iken AB komisyonunun raporuna göre sürecin aynı hızla devam etmesi halinde 2050 yılında % 27'ye çıkacağı düşünülmektedir. ABD için yapılan tahminler ise daha ılımlıdır. Sosyal Güvenlik Yönetimine göre ortalama katkı oranı 2001'de % 12,4 iken aynı koşullar değişmediği kabul edilirse 2050 yılında % 17,8 olacağı düşünülmektedir¹⁷.

Bu projeksiyonlara bakıldığında demografik değişimin şimdi olduğu gibi önümüzdeki dönemde de etkili olacağı açıkça görülmektedir. Bu değişimin devletlerin sosyal güvenlik sistemleri üzerinde istenmeyen ancak gelecekte artması

¹⁵ 9. Kalkınma Planı, **Sosyal Güvenlik Özel İhtisas Komisyonu Raporu**, Ankara, 2006, s.24.

¹⁶ Bernard M. S. Van Praag, Pedro Cardoso, "Should I Pay for You or for Myself?" The Optimal Level and Composition of Retirement Benefit Systems, **IZA Discussion Paper**, No. 249, January 2001, http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=265626, (12.02.2007), s.1.

¹⁷ Assar Lindbeck ve Mats Persson, "The Gains from Pension Reform", **The Research Institute Of Industrial Economics Working Paper**, No.580, 2002, s.1.

beklenen etkileri ise şunlardır¹⁸:

- 1) Kamunun sosyal güvenlik ihtiyaçlarının finanse edilmesi yönündeki artan baskı cari dengeden uzaklaşmaya neden olmaktadır. Emeklilik yükümlülükleri nedeniyle kamu borçları hemen hemen her ülkede artmaktadır.
- 2) Yukarıda bahsedilen demografik şartlara bağlı olarak yeni istihdam yaratılması gün geçtikçe ümitsiz bir hal almaktadır. Özellikle düşük gelirli çalışanların katılım miktarlarının (maaş ya da prim kesintilerinin) artması istihdam talebini düşürmektedir. Bu durum ya vergi kaçığına neden olan kayıt dışı istihdama ya da insanların işgücüne katılma isteğinin kırılmasına neden olmaktadır.
- 3) Kamu emeklilik yükümlülüklerini yerine getirmek için katılım oranlarının artırılması gelecekte bu ülkelerin ekonomik yapıların önemli bir oranda zarar vereceği öngörülmektedir.

Bu sıkıntıların aşılması amacıyla birçok ülkede; kamu sosyal güvenlik planlarının yeniden yapılandırılmasının yanı sıra, çalışanlar ve işverenler tarafından finanse edilen özel emeklilik ve bireysel emeklilik planlarının geliştirilmesi üzerinde durulmaktadır.

2.5. SOSYAL GÜVENLİK SİSTEMLERİ

Sosyal güvenlik mekanizmalarını finansman tekniği itibariyle iki temel gruba ayırmak mümkündür. Bunlar; her aktif neslin kendinden önceki nesli ve toplumun muhtaç bireylerini finanse ettiği “dağıtım sistemi” ve her neslin kendi sosyal güvenlik giderlerini karşılamak üzere tasarruf yapmasına dayanan “fon sistemidir”.

2.5.1. Dağıtım Sistemi

Dağıtım sistemi (Pay As You Go-PAYG); belirli bir dönemde ödenmesi gereken sosyal güvenlik harcamalarının aynı dönem içerisinde elde edilen gelirlerle

¹⁸ Bernhard Fischer ve Helmut Reisen, “Pension Fund Investment from Ageing to Emerging Markets”, OECD Development Centre Policy Briefs, No.9, OECD Publishing, 1995, s.6.

karşılanması esasına dayanmaktadır. Pratikte her çalışan kuşağının kendisinden önceki kuşak ile toplumun muhtaç kesimlerini finanse etmesi esasına dayanan sistem, primli ve primsiz olmak üzere iki şekilde organize edilebilmektedir.

Sosyal devletin sosyal sigortaların finansmanındaki rolü, primli dağıtım sisteminde; işçi ve işverenin primlere katkı sağlaması şeklinde olabileceği gibi, primsiz olarak sigorta yardımlarının finansmanı ya da sosyal sigorta açıklarının genel bütçeden karşılanması şeklinde olabilmektedir¹⁹.

Yüksek gelir gruplarından toplanan primlerle dar gelirlilerin asgari bir gelir düzeyine kadar desteklenmesine olanak veren dağıtım sisteminin amacı; sosyal ve ekonomik risklere karşı toplumun tüm bireylerine güvence sağlamaktır. Dağıtım sisteminin bu özelliği, kuşaklar arasında ve aynı kuşak içerisinde sosyoekonomik bir riske maruz kalan toplum kesimlerine, daha iyi olan kesimlerin finansal destek vermesini sağlamaktadır²⁰.

Dağıtım sisteminin çalışanlardan sağlanan vergi gelirlerinin yeniden dağıtımı yoluyla zorunlu tutularak uygulanan planlar olması eleştiri konusu olmaktadır²¹. Ancak bu uygulamanın temel sebebi toplumsal adaleti kötüye kullanmayı önleme ve devletin koruyuculuk görevidir. Diğer yandan zorunlu bir sistem, yaşlılıklarındaki olası yoksulluğu öngöremeyen bireyleri korumaktadır. Zorunlu sistem sayesinde kişisel disipline sahip olmayan bu insanların gerekli birikim yapmaları sağlanmaktadır²².

Son yıllarda dağıtım sisteminde ortaya çıkan tıkanma, sosyal güvenlik krizine neden olmuştur. Krizin temel sebebi, gelecek nesillerin eskisine nispeten daha az nüfusa sahip olacağı gerçeğidir. Verimlilikte çok büyük bir artış olmadığı ya da üretim kapasitesini arttıracak göçmenler sağlanmadığı sürece krizin çözülmesi mümkün değildir. Dahası kapasite artışıyla çözüm sağlansa bile anında emeklilik

¹⁹ 9.Kalkınma Planı, a.g.e, s.24.

²⁰ Çağatay Ergenekon, “Sosyal Güvenlik Sistemleri Bağlamında Özel Emeklilik Uygulamaları: Türkiye’deki Gelişime Global Perspektifte Bir Bakış”, **Milli Reasürans Sigortacılık Sektörü Bilimsel Çalışma Yarışması**, Milli Reasürans T.A.Ş., İstanbul, 1998, ss.32-33.

²¹ A. L. Bovenberg, “Financing Retirement in the European Union” **Center for Economic Studies & Ifo Institute for Economic Research-CESifo Working Paper**, No. 643 (1), January 2002, s.3.

²² Lindbeck ve Persson, a.g.e., s.5.

ödemelerine fayda sağlamayacaktır²³.

Dağıtım sisteminde; finansmanı sağlanan sosyal sigorta kollarındaki devlet katkısı genellikle, sosyal güvenlik kurumunun gelir-gideri arasındaki açığın doğrudan devlet tarafından kapatılması şeklinde olmaktadır. Ancak bu durum sürdürülebilir bulunmamaktadır. Bu nedenle devletler dağıtım sistemine alternatif ya da tamamlayıcı olarak fon sistemine doğru bir eğilim göstermektedir. Ülkemizde de sürekli artma eğilimi gösteren sosyal güvenlik açıklarının devlet tarafından kapatılması son birkaç yılda fon sisteminin sisteme tamamlayıcı olarak uygulamaya konmasına neden olmuştur.

2.5.2. Fon Sistemi

Kapitalizasyon sistemi de denilen fon sistemini dağıtım modelinden ayıran en temel özellik, çalışanların aylıklarından yapılan kesintilerin ya da ödediği primlerin bir fon havuzunda toplanarak yine kendisine ödenmesidir. Yani bir anlamda her çalışan kendi kendisini finanse etmektedir. Yukarıda belirtildiği üzere dağıtım modelinde ise çalışanlar kendinden önceki grubun finansmanını gerçekleştirmektedir. Bu açıdan bakıldığında dağıtım modelinde meydana gelen bütçe açıklarının devlete olan yükü fon sisteminde olmayacaktır.

Fon sisteminin, emeklilere rant geliri sağlayan, sermaye piyasalarını derinleştiren, ulusal tasarruf düzeyini, istihdamı, sermaye verimliliğini ve GSYİH'yi artıran, devletin ekonomiye müdahalesini azaltan ve çalışanların ekonomiyle bütünleşmesini artıran çeşitli fonksiyonları bulunmaktadır.

Dağıtım sistemi kamu dışında uygulama alanı bulamazken fon sistemi, sosyal transferlere yer vermediğinden özel sektörün sosyal güvenlik sorunlarına çözüm üretebilmesine olanak vermektedir. Yasal ve örgütsel açıdan iyi tasarlanmış bir fon sisteminin dağıtım sistemi karşısındaki kazanımları, bu sistemi giderek ön plana çıkartmaktadır .

²³ Friedrich Breyer, "Why Funding Is Not A Solution To The Social Security Crisis", **Iza Discussion Paper**, No. 328, July 2001, s.7.

2.5.3. Emeklilik Planları

Emeklilik planları; emeklilik ödemelerinin gerçekleştirilebilmesi için işveren (sponsor) olarak adlandırılan özel işletmeler, sendikalar, devlet veya yerel idarelerce kurulan bir fonlardır. Bu planlar temelde ikiye ayrılmaktadır. Bunlardan biri; işveren sponsorluğunda çalışanlardan yapılan maaş kesintilerinin (genellikle) toplu olarak belirli fonlarda değerlendirildiği belirli fayda planları, diğeri ise katılımcıların ödediği katkı paylarının (primlerin) bireysel hesaplarında değerlendirildiği belirli katkı planlarıdır. Her iki planda da getirinin beklenen getiriden düşük olma riski bulunmaktadır.

İşlevsel açıdan planlar ikili bir sınıflandırmaya tabi tutulurken kaynağı açısından ise; kamu, mesleki ve bireysel emeklilik planları şeklinde üçlü bir sınıflandırma yapılması mümkündür²⁴:

- Kamu emeklilik planları: Çalışanların belli bir süre çalıştıktan, çalışırken prim ödedikleri ve yasa ile belirlenen emeklilik yaşına geldikleri andan itibaren hak kazandıkları planlardır. Sosyal güvenlik sisteminin birinci basamağını oluştururlar.
- Özel emeklilik planları: İşverence oluşturulmuş ve sistemin ikinci basamağındaki planlardır.
- Bireysel emeklilik planları: Ne bir işverene ne de bir iş sözleşmesine bağlı olan planlardır.

2.5.3.1. Belirli Fayda Planları

Maaş Esaslı Emeklilik Programları da denilen belirli fayda planları (Defined Benefit Plans-DB), emeklilikte belirli bir fayda seti sağlamak üzere kurulup sürdürülmektedir. Bu tür bir planda hizmet verilen her yıl için önceden belirlenmiş bir miktar tahakkuk ettirilir. Plan sponsoru (tipik olarak işveren) dönemsel katkılarla ve

²⁴ İlhan Ege, “Bireysel Emeklilik Sistemlerinin Sorunları ve Çözüm Önerileri: Avrupa Birliği ve Türkiye Karşılaştırması”, VII. Ulusal Finans Sempozyumuna sunulan Bildiri, İstanbul Üniversitesi, İstanbul, 22-25 Ekim 2003, s.318.

plan aktiflerinin yatırım gelirleriyle ödeme zamanı geldiğinde kullanılacak fonların sağlanmasını üstlenmektedir²⁵. Belirli katkı planlarında yatırım ve ölüm riski de, tüm kaynak yetersizliklerinden sorumlu olan sponsor (işveren) tarafından üstlenilmektedir²⁶. Plan sponsoru, fona yapılan ödemeleri bir hayat sigortası şirketinden anüite poliçesi almak için de kullanabilmektedir.

Belirli fayda planlarında, maaşlar ödeme oranlarına bağlı olarak öncelikli şekilde belirlenmekte ve yapılması gereken katkı miktarının hesaplanması mümkün olmaktadır. Emekliliğin gelecekteki maliyeti, bir çarpan dizisiyle, ölüm riskinin içeriğiyle, emeklilik yaşıyla, tazminat derecesiyle ve yatırımların performansı ile yakından ilgilidir.

Bu planlar, genellikle son hizmet yılının maaşına bağlı olarak emeklilik geliri sağlamaktadır. Örneğin, 40 000 \$ son yıl maaşı olan bir işçi, 30 yıllık hizmetine karşılık her yıl için % 1,5 olmak üzere yılda 18 000 \$ alabilmektedir²⁷. Ancak ülkeden ülkeye uygulama farklılık göstermektedir. Örneğin ABD'deki belirli fayda planlarının bir bölümü her çalışma yılı için 50\$, 150\$ gibi belirli bir miktar esas alınarak aylık bağlarken, bir bölümü her yıl için çalışma döneminin sonunda elde edilen son kazanç düzeyinin %1'i, %2'si gibi belirli bir yüzde ödemektedir. İngiltere'de belirli fayda planları emeklilik gelirin hesaplanmasında, son aylık kazanç ya da son çalışma döneminde elde edilen aylık kazançların ortalamasının “çalışılan yıl sayısı / 60” katsayısı ile çarpılması yöntemi kullanılmaktadır. Bu yöntemle, 30 yıl çalışan bir kişi emekliliğinde son gelir düzeyinin yarısı kadar bir emekli aylığına hak kazanırken, 40 yıl çalışan bir kişi çalışırken aldığı son maaş ya da ücretin üçte ikisini elde edebilmektedir²⁸.

Esasen belirli fayda planları, genel itibariyle firmaların sağladığı mesleki planlardan oluşmaktadır. Belirli fayda planlarının, belirli katkı planlarına benzeyen

²⁵ Elif Buzlupınar, **Emeklilik Fonları. Sermaye Piyasası'na Kaynak Aktarımı**, SPK Yayınları, Yayın No: 47, Ankara, 1996, s.9.

²⁶ Richard Hinz, "Overview of The United States Private Pension System", *Private Pension Systems and Policy Issues*, **OECD Private Pensions Series**, No:1, , 2000, s.26.

²⁷ Alicia H. Munnell, James G. Lee ve Kevin B. Meme, “An Update On Pension Data”, **An Issue In Brief Center For Retirement Reserch At Boston College**, Number 20, July 2004, s.5.

²⁸ Çağatay Ergenekon, **Özel Emeklilik Fonları Şili Örneğinden Alınacak Dersler**, İstanbul: İMKB Yayınları, 1998, s.6.

yanı, biriken varlıklarını fonlama yoluyla değerlendirmesidir. Ancak belirli katkı planlarının aksine, emeklilik ödemelerini biriken katkıların bugünkü değeri yerine alınan maaşlarının bir yüzdesi olarak hesaplamaktadır. Maaşa bağlı bu ödemelerin yapılabilmesi sadece finansal varlık getirilerine bağlı değildir. Aynı zamanda farklı yaş gruplarındaki çalışanların, emeklilerle firma arasındaki zımni sözleşmesine bağlıdır. Eğer süreç içinde varlık getirileri maaş artışlarına oranla düşük kalırsa; bu durumda firma ve genç çalışanlar, aradaki farkı kapatmak üzere kaynaklarını emekliler lehine aktarmaktadır. Eğer getiriler maaş artışlarına oranla yüksek olursa bu kez firma ve çalışanlar daha düşük katkı ödeyerek aynı faydayı sağlayabilmektedir.

Bunların yanı sıra tek elden yönetilen bu planlarda, belirli katkı planlarına göre daha uzun vadeli yatırım yapılarak daha yüksek risk alınması ve bu suretle daha yüksek varlık getirisi sağlanması mümkündür²⁹.

2.5.3.2. Belirli Katkı Planları

Prim Esaslı Emeklilik Programı da denilen Belirli Katkı Planlarında (Defined Contribution Plans-DC), katkıların miktarı açıkça belirtilmekte ve her katılımcıya bir hesap açılmaktadır. Her bir bireysel hesabın faydası (emeklilik getirisi) emeklilik gününde hesapta bulunan bakiyeye bağlıdır. Bu yaklaşımda belirli fayda planlarının aksine maaşların belirli bir yüzdesi olarak gelecekteki maliyet baştan bilinmektedir. Ancak yatırım sonuçlarından etkilenecek olan emeklilik ödeneği baştan belli değildir. Bu nedenle planın gelecekteki maliyetinin tahmin edilebilir, faydasının ise tahmin edilemez olduğu söylenebilir.

Belirli Katkı planlarında, katkılar (primler) sabit ya da değişken olarak tespit edildiği gibi, sadece çalışanlardan, sadece işverenden ya da her ikisinden birden olabilmektedir. Hatta ek emeklilik geliri amacıyla bireysel katkı ödemesi de mümkündür.

İşverenin belirli katkı planlarına düzenli ödeme yapmanın dışında hiçbir mali

²⁹ Bovenberg, a.g.e., s.3.

yükümlülüğünün bulunmamaktadır. Yatırım riski tamamen çalışanın üzerindedir. Ödemeler hayat boyu anüite, toplu ödeme ya da sabit yıl sayısını içeren bir ödemeler serisi şeklinde yapılabilmektedir³⁰.

Birikim hesabı mantığıyla çalışan belirli katkı planlarında biriken katkılar; hisse senedi, tahvil ya da diğer yatırım araçlarında değerlendirilmektedir. Emekli olma yeterliliğine erişen çalışan, hesabının durumuna bakarak birikmiş parasını ne zaman çekebileceğine veya ne zaman emekli olacağına karar verebilmektedir³¹.

Yatırımların performansı, emeklilere ödenecek maaşın düzeyinin tespitinde belirleyici unsur olduğundan, primlerin plase edileceği yatırım aracını seçme inisiyatifi genellikle katılımcılara bırakılmaktadır. Bu suretle, çalışma hayatının başlangıcındaki çalışanlar agresif fonlara yatırım yaparak yüksek risk-yüksek getiri elde etme fırsatı elde ederlerken, emeklilik dönemi yaklaşan çalışanlar risksiz yatırım araçlarına yatırım yaparak düşük risk- düşük getiriyi tercih ederek birikimlerinin değerini sermaye piyasasındaki dalgalanmalardan koruyabilmektedir.

Kamu sosyal güvenlik sistemi maliyetlerinin giderek arttığı 2000'lerde, özel emeklilik programlarının bulunduğu birçok ülkede belirli katkı planlarına doğru bir eğilim dikkat çekmektedir. Belirli katkı planlarına tabi çalışanların iş değiştirme durumunda; programdan ayrılırken birikmiş tasarruflarını zarara uğramadan alabilmeleri, kuruluş ve idamelerinin ucuz oluşu, işveren kuruluşun taahhüt altına girmeyişi, genellikle yüksek getiri sağlayan hisse senetlerine yatırım yaparak yüksek gelir imkanı sağlamaları, bu programların tercih edilmesinin temel gerekçelerini oluşturmaktadır. Bunların yanı sıra birçok ülkede belirli katkı planlarının cazibe merkezi haline gelmesinde, bu planlara sağlanan vergi teşviklerinin de önemli etkisi bulunmaktadır³².

Belirli katkı planları, dünya genelinde gün geçtikçe yaygınlaşmaktadır. Şili'yi takiben, Arjantin, Bolivya, Kolombiya, El Salvador, Macaristan, Kazakistan, Letonya, Meksika, Peru, Polonya, Uruguay da sosyal güvenlik sistemlerinin bir

³⁰ Buzlupınar, a.g.e., s.13.

³¹ Munnell, Lee ve Meme, a.g.e., s.5.

³² Ergenekon, **Özel Emeklilik Fonları Şili Örneğinden Alınacak Dersler**, s.12.

parçası olarak belirli katkı planlarını adapte etmiştir. Dahası, Endonezya, Malezya, Singapur, Kenya gibi bazı ülkelerin kamu yönetiminde belirli katkılı emeklilik programları bulunmaktadır. Gönüllülük esasına dayanan Belçika, Kanada, Almanya, İrlanda, İngiltere ve ABD gibi OECD ülkelerinde belirli katkı planlarının sayısı sürekli artmaktadır³³.

2.5.4. Sosyal Güvenlik Sistemlerinin Karşılaştırılması

Belirli fayda ve katkı planlarının uygulaması, kendi iç dinamiklere bağlı olarak ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Her iki planda kimi ülkelerde dağıtım sisteminde, kimi ülkelerde fon sisteminde uygulama alanı bulabilmektedir.

Belirli fayda planları; yaygın olarak hem dağıtım sisteminde hem de fon sisteminde yer alabilmektedir. Dağıtım sistemine dayanan kamu emeklilik planları, genellikle her bir hizmet yılına ait maaşın (bazen ortalama maaşın, bazen de son maaşın) belirli bir yüzdesi olarak emeklilik geliri sağlamaktadır. Bu nedenle sistemde yer alan planlar genellikle belirli fayda planlarıdır. Bir çok ülkede, dağıtım sisteminde belirli fayda planları kullanılmaktadır. Fon sisteminde kullanılan belirli fayda planları ise daha çok özel sektörde yer alan mesleki planlar olarak kullanılmaktadır.

Fon sisteminde belirli fayda planlarına bir alternatif de belirli katkı planlarıdır. Dağıtım sisteminde (PAYG) belirli katkı planlarının uygulaması pek nadirdir ancak fon sisteminde belirli katkı planları gün geçtikçe artmaktadır. Bir çok ülkede belirli fayda planlarının tamamlayıcısı olarak kullanılmaktadır.

Sosyal güvenlik sistemlerindeki yapısal değişimi yakından takip eden Dünya Bankası ise; belirli katkı planlarının yaygınlaşmasını desteklemekte ve emeklilik sistemlerinin üç basamaklı yapıda olmasını tavsiye etmektedir. Yaygınlaşması hususunda tavsiyede bulunduğu çok basamaklı emeklilik sisteminin genel özellikleri,

³³ John A. Turner, "Mandatory Defined-Contribution Pension Systems: Progress or Regression?", **International Social Security Review**, International Social Security Association, Vol. 53, 4/2000, s.25.

Tablo 3'te verilmiştir³⁴.

Bu gelişmelerin paralelinde son 30 yılda belirli fayda planlarından belirli katkı planlarına doğru bir eğilim gözlenmektedir. Örneğin ABD'de İşçi Departmanının raporuna göre; 1975-1999 yılları arasında, belirli fayda planlarından belirli katkı planlarına doğru önemli bir dönüşüm yaşanmaktadır³⁵. 2006 rakamlarına göre ABD'de belirli katkı planlarına katılanların sayısı belirli fayda planlarına katılanların sayısının iki katından fazladır³⁶.

Tablo 3. Çok Basamaklı Emeklilik Sistemi

1. Basamak	2. Basamak	3. Basamak
Zorunlu	Zorunlu	İsteğe Bağlı
Kamu	Kamu/Özel	Özel
Dağıtım (PAYG)	Dağıtım (PAYG)/Fonlama	Fonlama
Yoksulluk/Yaşlılık	Zorunlu tasarruf	Bireysel tasarruf
Belirli Fayda (DB)	Belirli Katkı/Fayda (DB/DC)	Belirli Katkı/Fayda
Katkı/Vergi geliri	Katkı	Katkı

Kaynak: Richard Hemming, "Should Public Pensions be Funded?" **IMF Working Paper**, No.35, March 1998, s.5.

Sosyal Güvenlik sistemlerinin genel özelliklerinin karşılaştırılması ise iki başlık altında incelenecektir. İlk olarak Dağıtım ve Fon sisteminin genel özellikleri, ardından belirli fayda ve belirli katkı planlarının genel özellikleri karşılaştırılacaktır.

2.5.4.1. Dağıtım ve Fon Sisteminin Karşılaştırılması

Bir çok açıdan dağıtım ve fon sistemi arasında farklılıklar bulunmaktadır. Bu farklılıklar Tablo 4'de karşılaştırılmalı olarak gösterilmiştir.

³⁴ Richard Hemming, "Should Public Pensions be Funded?" **IMF Working Paper**, No.35, March 1998, s.5.

³⁵ Munnell, Lee ve Meme, a.g.e., s.5.

³⁶ John Turner, "Designing 401(k) Plans that Encourage Retirement Savings: Lessons from Behavioral Finance", **Benefits Quarterly**, Fourth Quarter 2006, s.24.

Tablo 4. Dağıtım ve Fon Sisteminin Karşılaştırılması

DAĞITIM SİSTEMİ	FON SİSTEMİ
Hesapları daha sadedir	Hesapları karışıktır
Primler ücretle bağlantılı olduğundan ücretler artınca primler de artar	Primler ücretle bağlantılı olmadığından, primler ücret artışına bağlı olmadan belirlenir
Sosyal sigortalarda daha yaygın kullanılan bir yöntemdir	Özel sigortalarda daha yaygın kullanılan bir yöntemdir
Uzun vadeli sigorta kollarının ilk kuruluşunda uygulanması çok zordur	Uzun vadeli sigorta kollarında kolaylıkla uygulanabilir
Gelirler ve giderler aynı dönem içerisinde gerçekleşir	Giderlerin oluşacağı döneme kadar gelirler bir fonda toplanarak değerlendirilir
Gelirin yeniden dağılımı söz konusu olduğundan, sosyal transferlere olanak verilir.	Gelirin yeniden dağılımı söz konusu olmadığından, sosyal transferlere sınırlı düzeyde olanak verilir
Uygulamada kolektivizm karakteristiği taşır	Uygulamada kolektivizm karakteri de taşıyabilmesine karşın genelde bireyseldir
Belirli fayda planlarına daha uygundur.	Belirli katkı planlarına daha uygundur

Kaynak: Suat Uğur, **Sosyal Güvenlik Sistemlerinde Özel Emeklilik Programlarının Yeri ve Gelişimi**, Ankara: TİSK Yayınları, No: 244, 2004, s.54.

2.5.4.2. Belirli Fayda ve Katkı Planlarının Karşılaştırılması

Belirli fayda ve katkı planları arasındaki farklılıklarının karşılaştırılması Tablo 5'te gösterilmiştir.

Tablo 5. Fayda ve Katkı Esaslı Emeklilik Planlarının Karşılaştırılması

BELİRLİ FAYDA PLANLARI	BELİRLİ KATKI PLANLARI
Önceden belirlenmiş bir fayda sunar	Ödenecek faydaya ilişkin bir taahhüt sunmaz
Fayda miktarı ile katkı miktarı arasında doğru orantı yoktur	Fayda miktarı ile katkı miktarı arasında doğru orantı vardır
Fonlama riski işveren üzerindedir	Fonlama riski çalışan üzerindedir
Aktüeryal fazla verildiğinde işveren katkısı azaltılır, aktüeryal açık oluştuğunda işveren katkısı artırılır	Çalışan ödediği katkı payları sonucunda oluşan fonun miktarından bireysel olarak sorumludur
Yüksek enflasyon ve belirsizliğin hakim olduğu koşullara daha uygundur	Enflasyonun olmadığı ve istikrarın hakim olduğu koşullara daha uygundur
Dağıtım yönteminde kolaylıkla uygulanabilir	Fon yönteminde kolaylıkla uygulanabilir
Sosyal sigortalarda daha yaygın olarak kullanılır	Özel sigortalarda daha yaygın olarak kullanılır

Kaynak: Suat Uğur, **Sosyal Güvenlik Sistemlerinde Özel Emeklilik Programlarının Yeri ve Gelişimi**, Ankara: TİSK Yayınları, No: 244, 2004, s.96.

2.6. EMEKLİLİK SİSTEMLERİYLE İLGİLİ BİLİMSEL ÇALIŞMALAR

Emeklilik sistemlerinin yapısı ve hangi sistemin daha iyi olduğu konusu özellikle son yıllarda araştırmacıların dikkatini çekmektedir. Hatta “en iyi sistem nasıl olmalıdır?” sorusu yanıtı aranan soruların başında yer almaktadır. Basit mantıkla bu soruya cevaben “katılımı en az, kazanımı en fazla olan yöntem muhakkak ki en iyi yöntem olacaktır” denilebilir³⁷. Ancak sistemin; aktüeryal yapısı, toplum ve devlet açısından adil olması, risk paylaşımı, dağıtım ve fon sistemleri karmasının yapısı büyük önem taşımaktadır. Aşağıda emeklilik sistemleri üzerine yapılan çalışmalardan bazıları yer almaktadır.

Emeklilik sistemlerinin karşılaştırılması ve emeklilik reformları hakkındaki tartışmalar genellikle belirli fayda ve belirli katkı planları üzerine yapılmaktadır. Belirli katkı planları genellikle tamamen fonlanan ve dışarıdan katılım oranıyla aktüeryal açıdan dengeli olarak tanımlanan planlardır. Diğer yandan belirli fayda planları ise genellikle emeklilik gelirinön önceden tanımlandığı dağıtım sisteminde yer almaktadır. Dağıtım sisteminin yapısı gereği aktüeryal açıdan dengeli olması beklenemez.

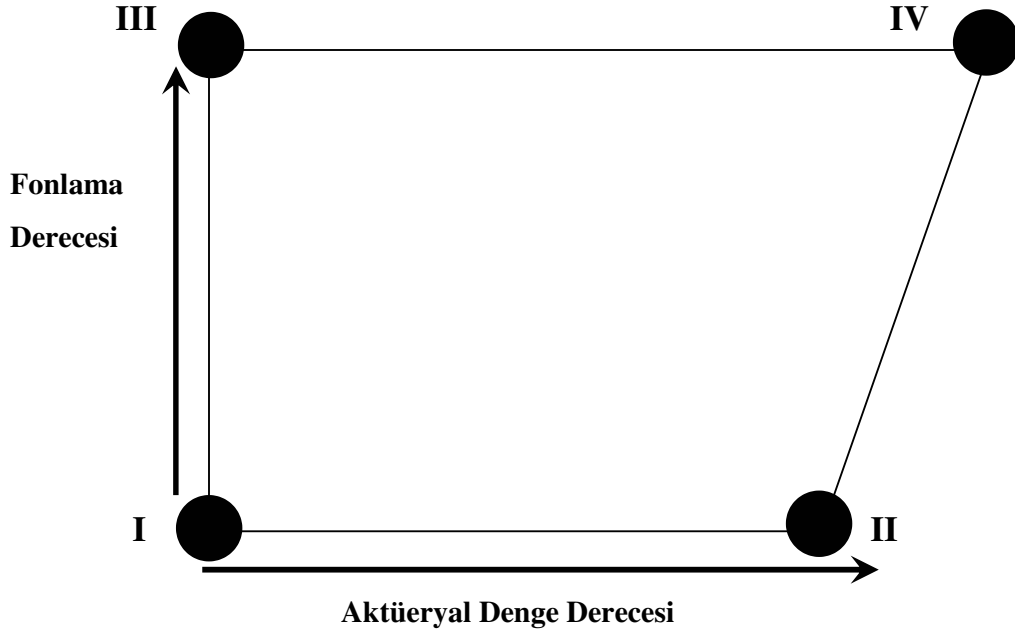
Öncelikle aktüeryal kavramı üzerinde durmak gerekirse, bu kavram sigorta literatüründe iki farklı özelliği tanımlamakta kullanılmaktadır. Birinci özellik makroekonomik düzeydedir. Sistemin uzun dönemde finansal olarak sürdürülebilirliğini ifade etmektedir. Sürdürebilir bir sistem aktüeryal açıdan dengede demektir. İkinci özellik ise mikro-ekonomik düzeydedir. Bireysel seviyede katkı ve fayda arasındaki bağlantıyı ifade etmektedir.

Lindbeck ve Persson (2002), çalışmalarında belirli fayda ve belirli katkı ayırımı korurken bir yandan da katkının dahili ya da harici olup olmadığı dikkate alarak emeklilik sistemlerini sınıflandırmışlardır. Üç boyutlu olarak düşünülen sınıflandırma, fonlamanın ve aktüeryal dengenin bağımsız değişken olarak kabul edildiği bir yamuk şekilde temsil edilmiştir. Bu suretle çizgedeki yamuğun köşegenleriyle temsil edilen salt özellikte dört ayrı emeklilik sistemi elde edilmiştir.

³⁷ Uğur, a.g.e., s.54.

Köşegenler³⁸:

- 1) Tam dağıtım sistemi ve tamamen aktüeryal açıdan dengesiz,
- 2) Dağıtım sistemi ve tamamen aktüeryal açıdan dengeli,
- 3) Tamamen fonlanan tamamen ve aktüeryal açıdan dengesiz,
- 4) Tamamen fonlanan ve tamamen aktüeryal açıdan dengeli uygun olarak tanımlanmıştır.



Çizge 1. Sosyal Güvenlik Sistemleri Karması

Lindbeck ve Persson (2002)'un çalışmalarında her emeklilik sisteminin finansal olarak sürdürülebilir olduğu varsayılmıştır. Ancak farklı aktüeryal denge ve fonlama düzeyleri seçilebilmektedir.

Gerçek dünyada emeklilik sistemleri sıklıkla hem aktüeryal hem de aktüeryal olmayan öğeleri içermektedir. Çalışmada üç boyutlu sınıflandırmayla emeklilik sistemleri³⁹;

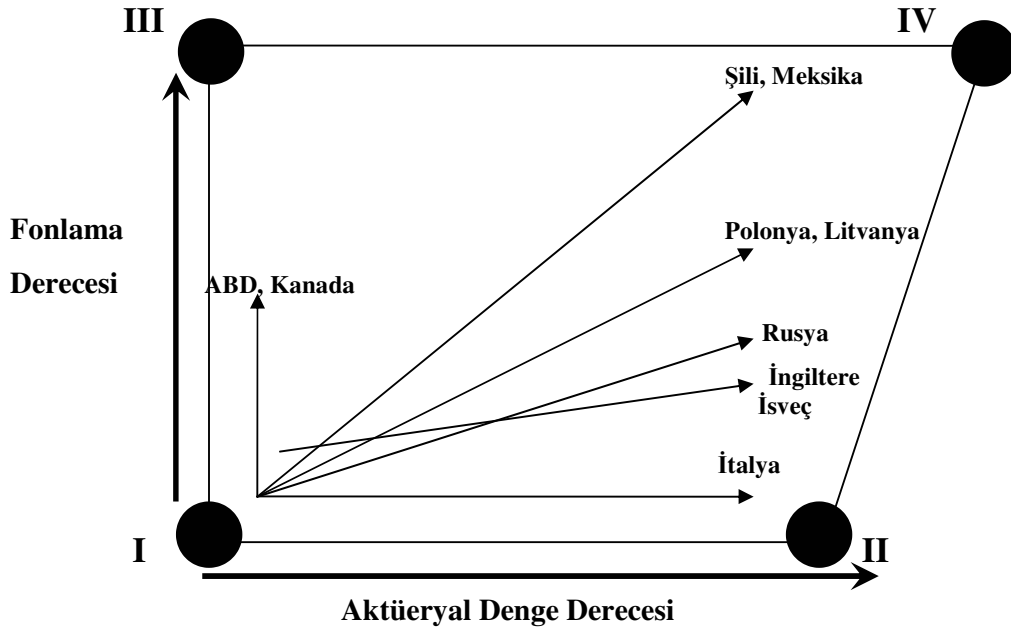
- 1) İş teşviki (aktüeryal denge ve aktüeryal dengesizlik boyutuyla),
- 2) Sermaye yapısı (fon ve dağıtım boyutuyla),

³⁸ Lindbeck ve Persson, a.g.e., s.3.

³⁹ Lindbeck ve Persson, a.g.e., s.4.

3) Risk paylaşımı (belirli fayda – belirli katkı boyutuyla) temsil edilmektedir.

Çalışmadaki sınıflandırma ülkelerin emeklilik sistemlerine uyarlanmıştır. Örneğin bazı ülkeler (İtalya, Litvanya, Polonya ve İsveç) yakın zamanda aktüeryal açıdan dengesiz dağıtım sisteminden sözde aktüeryal sisteme geçmiştir ancak uygulamada aktüeryal denge açısından eksiklikler bulunmaktadır. Eksikliklerden biri, bu ülkelerde bireysel hesaplarda kısmi fonlamanın yapılmasıdır. Rusya da bunlara benzer reformları planlamaktadır. Diğer yandan; Şili, Arjantin ve Meksika ise aktüeryal açıdan dengesiz dağıtım sisteminden tamamen aktüeryal dengede olan fon sistemine geçmiştir⁴⁰.



Çizge 2. Sosyal Güvenlik Karmasının Gerçek Hayata Uygulanması

Bazı ülkeler (İngiltere ve Almanya) ise kendi zorunlu emeklilik sistemlerini daha fazla fonlamaktansa, özel emeklilik çözümlerine yönelmektedir. Örneğin İngiltere’de emeklilik sistemi 1980’lerde özel emeklilik yatırımına izin verecek şekilde reforme edilmiştir. 1990’larda ise bu izin düşük gelir grupları içinde uygun bir hale dönüştürülmüştür. Almanya ise nispeten aktüeryal açıdan dengesiz dağıtım sistemini bireysel fon sistemiyle birleşmiştir. İngiltere’de olduğu gibi yeni sistemin aktüeryal

⁴⁰ Lindbeck ve Persson, a.g.e., s.54.

öğeleri, düşük gelir gruplarına uygun olabilmesi amacıyla bir miktar indirgenmiştir. Her iki ülkede de reformlar gönüllülük esasına göre düzenlenmiştir.

Çizge 2’de ülkelerin emeklilik yapısı gösterilmiştir. Ayrıca aynı çizgede Polonya ve Litvanya’daki reformlar da çapraz oklarla temsil edilmiştir. Diğer yandan ABD ve Kanada’nın sosyal güvenlik sistemleri halen çok zayıf aktüeryal elemanlarla da olsa dağıtım sisteminden fon sistemine doğru yönelmektedir. Çizgede bu durum yukarı yönlü doğrusal hareketle gösterilmiştir. Benzer hareket Fransa, İrlanda ve Hollanda içinde geçerlidir⁴¹.

Özet olarak her emeklilik sisteminin kazanım ve yitirimleri vardır. Aktüeryal denge, fonlama düzeyi ve risk paylaşımı boyutlarını içeren yararlı sistemler kurulabilmektedir. Diğer yandan, gerçek emeklilik sistemlerinde emeklilik gelirlerinin dört düzeyinden bahsedilebilir. Bunlar;

- 1) Temel emeklilik geliri, garanti edilmiş ve herkes için eşit emeklilik geliri,
- 2) Ek emeklilik geliri, geçmiş kazanç ve katkılara bağlı zorunlu emeklilik geliri,
- 3) Mesleki emeklilik; sıklıkla ortaklaşa hareketin sonucundaki faydalara dayanan emeklilik geliri,
- 4) Gönüllü bireysel emeklilik geliridir.

Emeklilik sistemleri üzerine çalışmalar yapan Van Praag ve Cardoso (2001) ise dağıtım sisteminden fon sistemine nasıl geçileceği üzerinde durmuştur. Çoğu batılı ülkede sosyal güvenlik sistemi içindeki dağıtım sistemi yaygınlığının azaltılması ve yerine zorunlu fon sisteminin getirilmesi tartışılmaktadır. Bu durum çalışanların; geçmiş emeklilerin finansmanına daha düşük, kendi emekliliklerine daha yüksek yatırım yapılması zorunluluğunu ortaya çıkaracaktır. Bu da dağıtım sistemini finansal açıdan daha büyük bir çıkmaza sürükleyecektir.

Temel sorun, bu iki sistem arasındaki geçiş sırasında nasıl bir yöntem uygulanacağı hususudur. Fon sistemi, dağıtım sisteminin yerine tamamen mi yoksa kısmen mi geçmelidir? Pratikte bazı gelişmiş ülkelerde dağıtım ve fon sisteminin bir karması kullanılmaktadır. Bireysel katılımcı açısından iki sistem arasında belirgin bir

⁴¹ Lindbeck ve Persson, a.g.e., ss.54-56.

fark bulunmamaktadır. Sonuçta katılımcı iki sistemde de ne kadar katılım sağladığı ve bunun karşılığında ne kadar gelir elde ettiğiyle ilgilenmektedir.

Bu durumda sorun, sistemin optimal büyüklüğü ve optimal karmasının ne olacağıdır. Feldstein (1985) bu soruna çözüm arayan ilklere dendir. Bazı durumlarda fon ve dağıtım sisteminin birlikte kullanılmasının optimal olduğu sonucuna varmıştır. Ancak bu tür çalışmaların ekseriyetinde nüfusun tamamının fon sistemine geçmesinin daha iyi olacağı öngörülmektedir⁴².

McCarthy'nin (2004) çalışmasında ise genç ve yaşlı çalışanların beklentilerini birlikte karşılayacak melez bir plan önerilmektedir. Çalışma yaşamlarının başlangıcında bulunan çalışanların ağırlıklı olarak devlet tahvillerine yatırım yapan belirli katkı planlarına bağlı olması ancak sonra tamamı fonlanan belirli fayda planlarına geçmeleri gerektiği esasına dayanmaktadır. Bu suretle en az maliyetle çalışanların haklarını alması mümkün olacaktır. Ancak bir çok faktör bu planı desteklememektedir. Birincisi iş dönüşümlerinde belirli fayda planlarının daha genç çalışanlar için riskli olmasıdır. Çünkü belirli fayda planlarının edinilmiş emeklilik birikimi, enflasyona endekslenmemektedir. Bu durum bireylerin enflasyon riskine maruz kalmalarına ve birikimlerinden bir miktar kaybetmelerine sebep olmaktadır. Bu tür riskler daha genç çalışanlar için belirli fayda planlarının çekiciliğini azaltmaktadır⁴³.

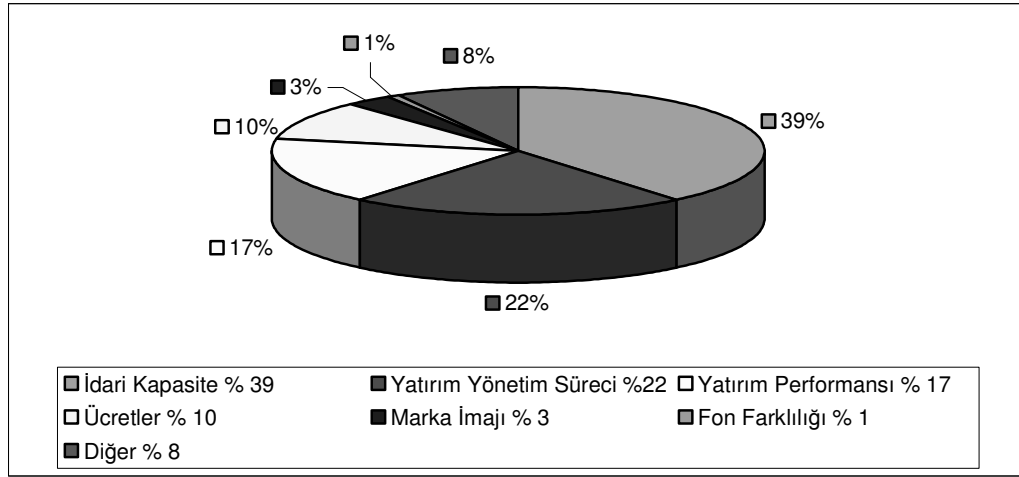
Bunların yanı sıra; 2006 yılında dünya genelinde yapılan bir araştırma emeklilik sistemlerini küresel ölçekte incelemiştir. Hayat sigortacılığı ve bireysel emeklilik dalında uzman çok uluslu şirketlerden AEGON'un desteğiyle LIMRA International tarafından gerçekleştirilen "dünyada emeklilik planlarının birleştirilmesi" hakkındaki araştırma, uluslar arası ölçekte önemli verilere ulaşmıştır. Araştırmaya 16 farklı ülkeden 115 bireysel emeklilik uzmanı katılmış ve araştırma kapsamındaki çokuluslu kuruluşların dünya genelinde 18 milyon çalışanı bulunmaktadır⁴⁴.

⁴² Van Praag ve Cardoso, a.g.e., ss.1-2.

⁴³ David McCarthy, "The Future of Pension Plan Design", **Pension Research Council Working Paper**, No.12, Wharton Impact Conference, April 26,27, 2004, s.20.

⁴⁴ Okan Akkoyunlu, "Araştırma: Bireysel Emeklilikte Sınırlar Arası Köprüler", **Best Bireysel Emeklilik ve Sigorta Tanıtım Dergisi**, Sayı:31, 15 Ocak 2007, s.51.

Çalışmada stratejik bir yaklaşım olarak küresel emeklilik sistemi üzerinde durulmaktadır. Çokuluslu şirketlerin rekabetçi bir kazanım yaratması açısından şirket yönetimlerinin küresel bir emeklilik planı formüle etmesi gerektiğinin altı çizilmektedir. Uzmanlar, gelecek 5 yıl içinde dünyanın en büyük 500 çokuluslu firmasının % 20'sinin, çalışanları için kendi entegre emeklilik çözümlerini uygulayacaklarını öne sürmektedir. Çok uluslu şirketlerin uluslar arası emeklilik planları tercih nedenleri ise Çizge 3'te gösterilmiştir:



Kaynak: Okan Akkoyunlu, “Araştırma: Bireysel Emeklilikte Sınırlar Arası Köprüler”, **Best-Bireysel Emeklilik ve Sigorta Tanıtım Dergisi**, Sayı:31, 15 Ocak 2007, s.52.

Çizge 3. Çok Uluslu Şirketlerin Uluslararası Planları Tercih Nedenleri

Avrupa'da farklı ulusal emeklilik sistemlerinin var olması bölgede faaliyet gösteren çokuluslu şirketlerin faaliyet giderlerini yükseltmektedir. Küresel bir ağ oluşturulması sayesinde ise yönetim giderlerinin yüzde 6 ile 10 arasında azalması beklenmektedir. Araştırmaya göre Amerikalı bireysel emeklilik uzmanlarının yüzde 60'ı küresel emeklilik planlarının ülkelere göre değişen yönetim maliyetlerinin çokuluslu firmaların yatırım tercihlerini etkileyeceğini düşünmektedir. Bireysel emeklilik planlarının küresel bir ağ oluşturma konusundaki stratejik önemine ışık tutan çalışma, küresel bireysel emeklilik düzenlemelerinin gelecekte çokuluslu firmaların küresel yaklaşım ve kararlarında etkili olacağını göstermektedir⁴⁵.

⁴⁵ Akkoyunlu, a.g.e., s.52.

3. DÜNYADA BİREYSEL EMEKLİLİK UYGULAMALARI VE EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI

Bu bölümde dünyada gerçekleşen sosyal güvenlik reformları, sosyal güvenlik ve bireysel emeklilik uygulamaları incelenecektir. Ardından son dönemde büyük bir birikime ulaşan emeklilik fonlarının gelişimi ele alınacaktır.

3.1. SOSYAL GÜVENLİK SİSTEMLERİNİN YAPISI VE SOSYAL GÜVENLİK REFORMLARI

21. yüzyılda dünyadaki zorunlu emeklilik sistemlerinin büyük bir kısmı; çalışanlardan alınan primlere karşılık, devlet yükümlülüğündeki her bireye asgari bir gelir sağlayan dağıtım sistemine bağlı emeklilik planlarıdır. Ülkemizde de SSK, Bağ-Kur gibi katılımı zorunlu tutulan kamu emeklilik programları bulunmaktadır. Bununla beraber yine zorunluluk esasına dayanan özel emeklilik uygulamaları da (OYAK) bulunmaktadır.

Zorunlu sistem; finansal piyasaların sınırlandırılması açısından hem kazanıma hem de yititime neden olmaktadır. Sistemin neden olduğu yitimin; seçim yapma şansı olmadığından anüite piyasasının gelişmemesi ve dağıtım sisteminin getirisinin doğrudan vergi oranlarına bağlı olmasıdır. Kazanım ise belirli fayda planlarıyla daha iyi çeşitlendirilmiş bir portföye imkan vermesidir. Bu görünüm en azından bazı ülkelerin zorunlu dağıtım sistemlerini akılcı kılmaktadır⁴⁶.

Bununla beraber; gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin emeklilik sistemlerindeki farklılıklara ve benzerliklere ilişkin hususlar genel olarak demografik ve ekonomik özelliklerden kaynaklanmaktadır. Zorunluluk veya gönüllülük esasına dayalı özel emeklilik programları uygulayan ülkelerin gelişmişlik durumuna göre farklılık göstermesi dikkat çekicidir. Zorunluluk esasına dayalı özel emeklilik programlarını uygulayanlar genellikle gelişmekte olan ülkeler, gönüllülük esasına dayalı özel emeklilik programlarını uygulayanlar ise genel itibarıyla gelişmiş ülkelerdir. Tablo 6'da, bu yönde bir sınıflandırma gösterilmiştir⁴⁷.

⁴⁶ Lindbeck ve Persson, a.g.e., s.6.

⁴⁷ Uğur, a.g.e., s.99.

Tablo 6. Zorunluluk-Gönüllük Esasına Göre Uygulamalar

Zorunluluk Esası Uygulamalar (Gelişmekte Olan Ülkelerde)		Gönüllülük Esası Uygulamalar (Gelişmiş Ülkelerde)	
Güney Amerika Uygulamaları	Doğu Avrupa Uygulamaları	Kuzey Amerika Uygulamaları	Batı Avrupa Uygulamaları
Şili Bolivya	Macaristan	ABD	Almanya
Kolombiya	Polonya	Kanada	İngiltere
Arjantin	Hırvatistan		Hollanda
Uruguay	Kazakistan		İsveç

Kaynak: Suat Uğur, **Sosyal Güvenlik Sistemlerinde Özel Emeklilik Programlarının Yeri ve Gelişimi**, Ankara: TİSK Yayınları No: 244, 2004, s.99'dan adapte edilmiştir.

2000'lerde emeklilik sistemleri dünya genelinde büyük sıkıntılarla karşılaşmaktadır. Dünya nüfusunun giderek yaşlanması, toplanan katkı payları veya primlerin etkin olarak değerlendirilememesi ve gelecekte emekli olacakların sayısının artması; mevcut emeklilik sistemlerini aktüeryal açıdan sürdürülebilmesini imkansız kılmaktadır. Bu sorunların çözümü için yeni yaklaşımlar geliştirilmesi zorunluluk arz etmektedir. Bu doğrultuda dünya genelinde emeklilik sistemlerinde reformlar yapılmaktadır.

Bununla beraber emeklilik reformları yapılırken ülkeden ülkeye farklılık görülse de bazı temel ilkeler benimsenmiştir. Sosyal Güvenlik reformlarında dikkate alınan bu ilkelerden bazıları aşağıda verilmiştir⁴⁸:

1) Emeklilik Yaşının Yükseltilmesi : İtalya ve ABD gibi 11 ülkede ,hem kadınların hem de erkeklerin emeklilik yaşı yükseltilmiştir. Avustralya ve İngiltere gibi 6 ülkede ise sadece kadınların emeklilik yaşı yükseltilmiştir.

1949-1993 yılları arasındaki dönemde OECD ülkelerinde emeklilik yaşının genel olarak ya sabit kalmış ya da düşme eğilimi göstermiştir. Ancak, 1993-2002 yılları arasındaki dönemde bu eğilim tam tersine dönmüştür. Aynı dönemde OECD ülkelerinin yaklaşık üçte biri erkeklerin, üçte ikisi ise kadınların emeklilik yaşını yükseltmiştir⁴⁹.

2) Emekliliğin Ertelenmesinin Teşviki : Fransa, Almanya, İtalya, İngiltere ve

⁴⁸ Monika Queisser, "Pensions At a Glance", **OECD/IOPS Conference on Private Pensions**, İstanbul, November 2006, s.9.

⁴⁹ John Turner, "Social Security Pensionable Ages in OECD Countries: 1949-2035" **International Social Security Review**, Vol. 60, Washington, DC: Blackwell Publishing Ltd., 1/2007, s.96.

ABD dahil 10 ülkede uygulanmıştır.

3) Emeklilik Şartlarının Ağırlaştırılması: Fransa ve İtalya dahil 9 ülkede uygulanmıştır.

4) Yaşam Beklentisine ve Finansal Sürdürülebilirliğe Uyumlaştırma: Almanya ve Japonya’da belirli fayda planlarında, Avustralya, Macaristan, Meksika, Polonya, Slovakya ve İsveç’te belirli katkı planlarında, Fransa’da sınırlandırılmış yönetim şartlarında, İtalya, Polonya, İsveç’te kavramsal belirli katkı planlarında (Notional Defined Contribution-NDC) uygulama alanı bulmuştur. Kavramsal belirli katkı planları, belirli fayda esaslı dağıtım sistemi ile belirli katkı esaslı fon sistemi unsurlarının bir karmasıdır⁵⁰

5) Emeklilere Sağlanan Faydaların Azaltılması: Avusturya ve Japonya’da aktüer oranların düşürülmesi şeklinde uygulama alanı bulmuştur.

Tablo 7. Emeklilik Reformları

EMEKLİLİK REFORMLARI				
	Ülke	Reform Tarihi	Başlayanlar için	Halen Çalışanlar İçin
Latin Amerika	Şili	1981	Zorunlu	İsteğe Bağlı
	Peru	1993	İsteğe Bağlı	İsteğe Bağlı
	Arjantin	1994	İsteğe Bağlı	İsteğe Bağlı
	Kolombiya	1994	İsteğe Bağlı	İsteğe Bağlı
	Uruguay	1998	Zorunlu	40 yaşından küçük ve yüksek gelirli için zorunlu
	Bolivya	1997	Zorunlu	Zorunlu
	Meksika	1997	Zorunlu	Zorunlu
	El Salvador	1998	Zorunlu	35'ten küçükler için zorunlu, 35-55 yaş arası için İsteğe bağlı
Avrupa	Kazakistan	1997	Zorunlu	Zorunlu
	Macaristan	1997	Zorunlu	İsteğe Bağlı
	İngiltere	1998	İsteğe Bağlı	İsteğe Bağlı
	Polonya	1999	Zorunlu	40'tan küçükler için zorunlu, 40-50 yaş arası için isteğe bağlı
	Hırvatistan	2000	Zorunlu	40'tan küçükler için zorunlu, 40-50 yaş arası için isteğe bağlı

Kaynak: Ender Yusuf Kahya, “Özel Emeklilik Sistemleri ve Belirlenmiş Katkı Modeli ile Risk-Getiri, Katkı-Ödeme Ölçümlemesi için Oluşturulan Emeklilik Yatırım Fonu Uygulaması”, (Basılmamış Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, 2004), s.40.

⁵⁰ Ercan Uşun, **Sosyal Güvenlik Kurumlarının Kaynak Sorunları ve Çözüm Önerileri**, “Sosyal Güvenlik Sistemlerinde Yaşanan Kaynak Sorunu: Uygulanan Parametrik ve Sistemik Reformlar”, MHUV Ekonomik ve Mali Araştırma Yarışması, Maliye Hesap Uzmanları Vakfı Yayınları, Yayın No:17, Ankara:2004, s.61.

Avrupa ve Latin Amerika’da son yıllarda gerçekleşen emeklilik reformları Tablo 7’de özetlenmiştir.

Bu reformların paralelinde sosyal güvenlik sistemleri tek basamaklı yapıdan üç basamaklı yapıya dönüşmektedir. Yeni oluşturulan sistemlerin üçüncü basamağında, bireylerin kendi tasarrufları üzerinde söz haklarının olduğu ve yatırım riskini üstlendikleri fon sistemine dayanan bireysel emeklilik sistemi tercih edilmektedir.

3.2. DÜNYADA BİREYSEL EMEKLİLİK UYGULAMALARI

Her toplumun sosyokültürel ve ekonomik koşullarına bağlı olarak farklı karakteristiklere bürünen çok farklı bireysel emeklilik sistemleri bulunmaktadır. Bazı ülkelerde bireysel emeklilik programları sosyal güvenlik sistemini tamamlayıcı rol oynarken, bazı ülkelerde sosyal güvenlik sistemine alternatif oluşturmaktadır. Bireysel emeklilik sistemine girip girmemek kimi ülkelerde çalışanların tercihine bırakılırken, kimi ülkelerde zorunlu tutulmuştur. Bazı ülkelerde bireysel emeklilik programlarının yükümlülükleri işveren kurum tarafından karşılanmakta, bazı ülkelerde bir grup işveren ya da sendika tarafından üstlenilebilmektedir. Yine bazı ülkelerde işyeri, sanayi dalı ya da ülke bazında faaliyet gösteren kolektif programların yanı sıra, yetki tanınan sigorta ya da fon yönetim şirketleri de bireysel bazda hizmet verebilmektedir.

Her ülkede farklı bir çerçevede uygulanmakla birlikte, tüm seçeneklerin ortak özelliği, fon sistemi olarak adlandırılan bir finansman yöntemiyle, her aktif bireyin çalışma yaşamı boyunca düzenli tasarrufla bulunarak emeklilik yıllarında karşılaşacağı giderleri önceden fonlamasının sağlanmasıdır⁵¹.

Aşağıda, sırasıyla Avrupa Birliği ülkeleri, ABD ve Latin Amerika ülkelerinin bireysel emeklilik uygulamaları ele alınacaktır. Bütünlük taşıması açısından; öncelikle her ülkenin sosyal güvenlik yapısı ve sosyal güvenlik alanındaki reformlarına değinilecek, ardından bireysel emeklilik uygulamaları gözden

⁵¹ Sevinç Akbulak ve Yavuz Akbulak, **Sosyal Güvenlik Kurumlarının Kaynak Sorunları ve Çözüm Önerileri**, “Türk Sosyal Güvenlik Sisteminde Yaşanan Sorunlar ve Alınması Gereken Önlemler”, MHUV Ekonomik ve Mali Araştırma Yarışması, Maliye Hesap Uzmanları Vakfı Yayınları, Yayın No:17, Ankara:2004, s.111.

geçirilecektir.

3.2.1. AB Ülkelerinde Bireysel Emeklilik Uygulamaları

Avrupa ülkelerindeki emeklilik sistemi genel olarak üç basamaktan oluşmaktadır. Temel basamak olan birinci basamak, zorunlu olup dağıtım sistemi içinde belirli fayda planlarıyla organize edilmektedir. Mesleki emeklilik programı olan ikinci basamak, birinci basamağı güçlü olan ülkelerde çok az gelişmiştir. Dağıtım sisteminin tersine mesleki emeklilik, hem belirli fayda, hem belirli katkı planlarıyla ve genelde tam fonlama esasına göre çalışmaktadır. Üçüncü basamakta yer alan bireysel emeklilik programları ise, tam fonlu ve tamamen belirli katkı esasına göre çalışmaktadır .

Bireysel emeklilik hizmeti büyük ölçüde hayat sigortası şirketleri tarafından verilmektedir. Bazı ülkelerde bu hizmeti bankalar da sunabilmektedir. İngiltere'de bunlara ilaveten gayrimenkul birlikleri ve yatırım birlikleri gibi bazı kuruluşlar da bu hizmeti verebilmektedir. Devletin sosyal güvenlik sistemlerinin finansmanında yaşadığı problemler ve tüm üye ülkelerin bireysel emeklilik sistemlerinde vergi kazanımlarının bulunması, özel emeklilik programlarına yönelimi arttırmaktadır.

AB ülkelerinde uygulamada çeşitli farklılıklar görülmektedir. Örnek vermek gerekirse, İspanya'da emeklilik toplu iş sözleşmesi hükümleriyle işletme bazında kurulan sandıklarla sağlanmaktadır. Hollanda'da gelişen nüfusun %95'inin özel emeklilik sigortası bulunmaktadır. Yunanistan'da ise tamamlayıcı nitelikteki emeklilik sigortası zorunlu olup, çalışan nüfusun %80'ini kapsamaktadır. Finlandiya'da ise zorunlu tamamlayıcı (ikinci basamak) sistem o kadar tatmin edicidir ki, Fin halkı gönüllü emeklilik sigortasına pek itibar etmemiştir. Emeklilik uygulamaları açısından tüm ülkeleri ele almak mümkün olmadığından çalışmada bazıları üzerinde durulacaktır.

3.2.1.1. İngiltere'de Bireysel Emeklilik Uygulamaları

Bir çok ülkede olduğu gibi İngiltere de geçmişe göre artan oranda emeklilik sıkıntılarıyla karşı karşıyadır. Emeklilikle ve emeklilik anüiteleriyle ilgili her şey gün

geçtikçe daha maliyetli bir hal almaktadır. 2004 yılında 10 000£ birikmiş emeklilik fonu olan 65 yaşındaki bir emekli yıllık getirisi 700£ olan bir anüite satın alırken, 1979’da aynı birikimle yıllık getirisi 1 700£ olan bir anüite satın alabilmekteydi⁵².

Özellikle üç husus anüitenin bugünkü değerini etkilemektedir: Ortalama yaşam süresi, yatırımın getirisi, maliyetler... Tablo 8’de İngiltere’de 65 yaşındaki yaşam beklentisi gösterilmiştir:

Tablo 8. İngiltere’de 65 Yaşındaki Yaşam Beklenti Projeksiyonu

Yıl	Erkek	Kadın
1928	11.5	13.3
1960	12.1	15.3
2002	16.0	19.9
2025	18.3	21.1
2050	19.0	21.7

Kaynak: Iain Taylor, “Annuities-A Briefing Document from Actuarial Profession”, **The Actuarial Profession, Making Financial Sense of the Future**, March 2004, s.15.

Tablo 8’de görüldüğü üzere insanların yaşam sürelerinin uzaması gelecekteki nakit akışlarının bugünkü değeri artırmaktadır. Maliyetler ise küçük fonlar için yüksek, büyük fonlar için düşük olsa da genelde teknolojidaki gelişmelere bağlı olarak düşme eğilimi göstermektedir. Ancak bunların içinde anüitenin bugünkü değerini etkileyen temel etken, anüiteler için en yüksek yatırım bileşeni olan İngiliz devlet hisse senetlerinin (gilts) getirisindeki azalmadır⁵³. Bu nedenlerle İngiltere’de yakın geçmişte sosyal güvenlik alanında reform çalışmaları yapılması bir zorunluluk haline gelmiştir.

İngiltere’de emeklilik sistemi, hem devlet hem de özel sektör emeklilik programlarından oluşmaktadır. Sistem, üç basamaktan oluşmaktadır. Birinci basamakta dağıtım sistemine göre çalışan ve devlet tarafından yönetilen BSP (Basic State Retirement Pension) yani temel emeklilik, ikinci basamakta çalışanların yaklaşık %25’i tarafından tercih edilen SERPS (State Earnings-Related Pension

⁵² Iain Taylor, “Annuities-A Briefing Document from Actuarial Profession”, **The Actuarial Profession**, March 2004, s.15.

⁵³ Taylor, a.g.e., s.15.

Scheme) yani devlete bağılı fayda temelli emeklilik⁵⁴ ve mesleki emeklilik, üçüncü basamakta ise bireysel emeklilik sistemi bulunmaktadır. İngiliz sisteminde bireysel emeklilik planlarını uygulayan ve yöneten bireysel emeklilik şirketleridir. (BSR ve SERP devlet tarafından yönetilir). Bu şirketler birçok kurum tarafından çok sıkı bir şekilde denetlenmektedir.

1956-1988 tarihleri arasında İngiltere’de özel emeklilik sadece kendi işinde çalışanlar için uygulanmıştır. 1988’den itibaren belirli katkı yaklaşımına dayanan özel emekliliğe katılım önemli ölçüde artmıştır. 1988'den sonra çalışanların belirli fayda planlarına dayanan emeklilik planlarından çekilmek istemeleri bu artışı hızlandırmıştır.

Özel emeklilik, mesleki emekliliğe giremeyen ve serbest çalışanlar arasında gün geçtikçe yayılmaktadır. Genelde devletin sunduğu emeklilik önödencesinin düşüklüğü ve çalışanların yasal olarak özel emeklilik programlarına geçişinin kolaylığı devlete ait ek emeklilik planlarının tercih edilmemesine neden olmuştur. Böylece özel emeklilik sigortası sağlayan kurumlar iş hacimlerini genişletme imkanı bulmuştur.

Bireysel emeklilik planları ise ilk olarak Nisan 2001’de düşük ve orta gelir düzeyindekilerin katılımını sağlamak amacıyla uygulanmaya başlanmıştır. Bu planlarda izin verilen katkı oranı, kazanç elde edebilme ve vergi düzenlemeleri diğer belirli katkı emeklilik düzenlemeleriyle benzerlik gösterse de bazı özellikleri farklılık göstermektedir. Örneğin⁵⁵,

- 1) Emeklilik planların esnek olması,
- 2) Yapılan sözleşmelerde 20£ minimum katkı payı bulunması,
- 3) Katılımcının vazgeçmesi, katkı payını azaltması veya farklı bir emeklilik kuruluşuna emeklilik birikimini transferi halinde cezai yaptırım uygulanamaması,

⁵⁴ E. Philip Davis, “Pension Funds, Financial Intermediation and the New Financial Landscape”, **The Pensions Institute Discussion Paper: PI-0010**, Birkbeck College, University of London, July 2000, ss.2-12.

⁵⁵ David Blake, Alistair Byrne, Andrew Cairns and Kevin Dowd, “The Stakeholder Pension Lottery: An Analysis of the Default Funds in UK Stakeholder Pension Schemes”, **EFA Moscow Meetings Paper**, 2005, s.2.

4) Fon üzerinden toplam hizmet kesintisinin yıllık % 1'i geçmemesi gibi farklılıklar bulunmaktadır.

Belirli fayda ve belirli katkı planları özel emeklilik yapısı içinde gönüllülük esasına göre çalışmaktadır. Belirli sınırlar içinde işveren ve işçi katkıları vergiden düşülebilmektedir. Bununla beraber emeklilik gelirleri vergilendirilirken, emeklilik katkıları vergilendirilememektedir. Bu ve benzer, birçok kazanım sayesinde 2000'lerde emeklilik fonlarının yarattığı varlıklar GSYİH'nin önemli bir kısmını oluşturmaktadır. Geçtiğimiz yıllarda kurulan Emeklilik Güvence Fonu'nun (Pension Protection Fund) 2006'da yayınlanan yıllık raporunda beklentinin altında olmasına rağmen bir yıl içinde sisteme sadece işverenlerden 324 milyon £ aktarılmıştır⁵⁶.

3.2.1.2. Almanya'da Bireysel Emeklilik Uygulamaları

Almanya'da devlet ya da mesleki kuruluşlar tarafından yönetilen kamu emeklilik planlarında emeklilik yaşı 65'tir. Mesleki kuruluşlar tarafından sigorta edilmiş olan işçiler haricinde sisteme katılım zorunlu tutulmaktadır.

İşverenler ödedikleri katkıları gider gösterebilmekte, yani vergilendirilebilir gelirlerinden düşebilmektedir. İşçilerin ödediği katkılar ise belirli sınırları aşmamak kaydıyla vergilendirilmemektedir. Emeklilik ödemelerinde ise anüite ödemeleri kısmen vergilendirilirken, toplu ödemeler vergiden muaf tutulmaktadır.

Mesleki planlarda ise standart emeklilik yaşı yoktur ve yalnızca belirli fayda planları uygulanmaktadır. Katılım gönüllülük esasına dayanmakta ve belirli sınırlar içinde vergi muafiyeti bulunmaktadır⁵⁷.

Almanya'da yeni bir emeklilik reformu sosyal sigortalar arasında denge, mesleki hazırlık planları ve özel emeklilik sigortası olmak üzere içinde üç basamaklı düşüncenin olduğu bir içerikle 2001'de düzenlenmiştir. Düzenlemenin amacı; tamamlayıcı mesleki emekliliği veya bireysel emeklilik planlarını üç basamaklı

⁵⁶ **Personnel Today**, "Experts Predict Sharp Rise in Pension Fund Levy", 14 November 2006; s.4.

⁵⁷ Comparative Tables on Private Pension Schemes, OECD Organisation for Economic Co-operation and Development, **Insurance and Private Pensions Compendium for Emerging Economies**, Book 2, Part 2:1)a, Working Party on Private Pensions Secretariat, 2001, ss.26-27.

sisteme uygun olarak geliştirmektedir. Bunların yanı sıra hayat sigortaları vergi muafiyetleri nedeniyle geçmişten beri çok tercih edilmektedir. Hayat sigorta şirketleri aynı zamanda özel emeklilik hizmeti de vermektedir.

3.2.1.3. Fransa'da Bireysel Emeklilik Uygulamaları

Fransa'da kamu emeklilik planlarında emeklilik yaşı çeşitlilik gösterse de genellikle 60'tır. Zorunluluk esasına dayanan dağıtım sistemi uygulanmaktadır. Mesleki emeklilik planları da dağıtım sistemine dayanan belirli fayda planlarından oluşmaktadır. Tüm zel sektör çalışanları için belirli fayda planlarına bağlı mesleki emeklilik zorunlu tutulmaktadır.

Emeklilik organizasyonu işveren ve işçi kuruluşları tarafından yapılmaktadır. Işveren ve işçi katkıları vergiden indirilebilmektedir. Fon getirileri vergilendirilmezken emeklilik gelirleri vergilendirilmektedir. Ortalama olarak, kamu emeklilik sistemi ve mesleki emeklilik planlarından elde edilen gelir son maaşın % 80'i kadardır. Bu oran maaş miktarı yükseldikçe düşmektedir. Bireysel emeklilik planları fon sistemi içinde yer almakta ve gönüllülük esasına göre alıřmaktadır⁵⁸. Son yıllarda bireysel emeklilik uygulamalarında önemli oranda artış göze çarpmaktadır.

3.2.1.4. Avusturya'da Bireysel Emeklilik Uygulamaları

Birinci basamakta yer alan kamu emeklilik sisteminde emeklilik yaş sınırı erkekler için 65, kadınlar için 60'tır. Bu sınırın beş yıl öncesinde erken emekli olunması mümkündür. Kadınların emeklilik yaşının da kademeli olarak 65'e çıkarılması planlanmaktadır. Dağıtım sisteminin finansmanı işverenlerle çalışanlar arasında paylaştırılmakta, emeklilik faydası ise katılımın miktarına orantılı olarak gerçekleşmektedir. Sisteme katılım tüm işçiler, serbest çalışanlar ve devlet memurları için zorunludur.

İkinci basamakta yer alan mesleki emeklilik planları, fon sistemi içinde belirli fayda ve belirli katkı planlarını barındırmaktadır. Planlar gönüllük esasına göre

⁵⁸ Comparative Tables on Private Pension Schemes- OECD, a.g.e., s.25.

çalışmakta ve emeklilik fonu şirketleri veya hayat sigortası şirketleri tarafından yönetilmektedir. Planların finansmanı ise fon oluşturma esasına göre sağlanmaktadır. Ayrıca ödenen işveren katkıları % 25'le sınırlı olmak üzere vergiden muaf tutulmaktadır. Fon getirileri vergilendirilmezken emeklilik gelirleri vergilendirilmektedir.

Üçüncü basamakta yer alan bireysel emeklilik planları da gönüllülük esasına göre çalışmakta ve sadece hayat sigorta şirketleri tarafından yönetilmektedir. Belirli sınırlar içinde ödenen primler vergiden düşürülebilmektedir⁵⁹.

3.2.1.5. İsveç'te Bireysel Emeklilik Uygulamaları

Üç basamaklı emeklilik sistemine sahip İsveç'te emeklilik yaşının 65 olduğu birinci basamak, herkese minimum emekli aylığı sağlamaktadır. İkinci basamak, tüm çalışanlar için maaş esasına dayanan kamu emekliliği sağlamaktadır. Üçüncü basamak ise, mesleki emeklilik, bireysel emeklilik ve özel tasarrufların bütününden oluşmakta ve gönüllülük esasına dayanmaktadır. Mesleki emeklilik planları işçi ve işveren örgütleri arasındaki anlaşmalara dayanmaktadır.

İşçiler için genelde dört ayrı mesleki emeklilik planı bulunmaktadır. Bunlar; özel sektörde beyaz yakalılar ve mavi yakalılar için iki ayrı emeklilik planı ve kamu sektöründe merkezi yönetime ve yerel yönetimlere bağlı iki ayrı emeklilik planıdır. Bireysel emeklilik planları ise, 1998'de emeklilik reformunun yasalaşmasıyla mevcut sistemin tamamlayıcısı olarak kurulmuştur ve yakın geçmişte önemli ilerlemeler kaydedilmiştir⁶⁰.

3.2.1.6. İsviçre'de Bireysel Emeklilik Uygulamaları

İsviçre'de birinci basamakta yeniden dağıtım amacına hizmet eden kamu emeklilik sistemi yer almaktadır. Düşük gelirli çalışanların gelirlerinin yükseltilmesi amacıyla düzenlenmiştir. Dağıtım temelindeki bu sistemde, işçi ve işverenin

⁵⁹ Comparative Tables on Private Pension Schemes- OECD, a.g.e., s.6.

⁶⁰ Private Pensions: Selected Country Profiles, OECD Organisation for Economic Co-operation and Development, **Insurance and Private Pensions Compendium for Emerging Economies**, Book 2, Part 2:1)b, Working Party on Private Pensions Secretariat, 2001, s.141.

katılımları, devlet garantisi altındadır. Bu plana katılım zorunludur. Emeklilik yaşı erkekler için 65, kadınlar için 62'dir. Ortalama maaşın % 40'ı kadar emeklilik geliri sağlamaktadır.

Fon sistemine göre işleyen ikinci basamakta, yıllık geliri belirli düzeyin üzerinde olanlar için zorunlu olan mesleki emeklilik planları yer almaktadır. Ortalama maaşın % 40'ı ile % 120'si arasında emeklilik geliri sağlamaktadır. Belirli katkı ve belirli fayda planları kullanılmaktadır. Özellikle bu basamakta yer alan emeklilik fonları sayesinde, fonların Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'ya oranı % 100'ün üzerindedir.

Gönüllülük esasına dayanan ve üçüncü basamakta yer alan bireysel emeklilik sistemi, serbest çalışanlar ile mesleki emekliliğin kapsamadığı kişiler tarafından tercih edilmektedir. Bireysel emeklilik sisteminde genellikle belirli fayda planları, yaygın olarak hayat sigortası şirketleri tarafından yönetilmektedir⁶¹. İşveren ve işçi payları belirli sınırlar dahilinde vergiden düşülebilmektedir. Fon getirileri vergilendirilmezken, emeklilik gelirleri vergilendirilmektedir.

3.2.1.7. Hollanda'da Bireysel Emeklilik Uygulamaları

Emeklilik fon varlığının Gayri Safi Milli Hasıla'ya oranı açısından dünyada ilk sırada yer alan Hollanda'da üç basamaklı bir emeklilik sistemi bulunmaktadır. Birinci basamakta, 65 yaşını dolduranlar için sağlanan kamu emeklilik sistemi yer almaktadır.

Hollanda'da ağırlıklı olarak belirli fayda esaslı tamamlayıcı emeklilik programları önemli ölçüde mesleki çizgide gelişme göstermektedir. Mesleki emeklilik planları işçilere ve bazı serbest çalışanlara maaşa dayalı emeklilik sunmaktadır. Bu planlar emeklilik fon kuruluşları ve hayat sigortası şirketleri tarafından yönetilmektedir. İşveren ve işçi payları belirli sınırlar dahilinde vergiden düşülebilmektedir. Fon getirileri vergilendirilmezken, emeklilik gelirleri

⁶¹ Monika Queisser and Dimitri Vittas, "The Swiss Multi-Pillar Pension System Triumph of Common Sense?" **Development Research Group The World Bank**, August 2000, ss.4-11.

vergilendirilmektedir. Bununla beraber mesleki emeklilik planları zorunlu iken bireysel emeklilik planları gönüllüdür⁶².

Üçüncü basamak, sigorta şirketlerinin bireysel hayat sigortası ve sermaye sigortası politikalarından oluşmaktadır⁶³.Çoğu bireysel ve tümüyle işlerinden ayrı olacak şekilde işverenlerce emeklilik fonları tesis edilmektedir. Bu sayede mesleki emeklilik programı olmayan işyerlerinde, çalışanlar için uygun emeklilik imkanı sağlanmaktadır.

3.2.1.8. İtalya'da Bireysel Emeklilik Uygulamaları

İtalya da sosyal güvenlik reformu 1992'de yasalaşmıştır. 1990'larda sosyal güvenlik sisteminin neredeyse tamamı yeniden yapılandırılmış ve ilk etapta emeklilik yaşı beş yıl yükseltilmiştir. Ardından özel sektörle kamu kesimi arasındaki farklılıklar azaltılarak tüketici fiyat endeksine dayanan geleneksel maaş mekanizması kaldırılmıştır. Son olarak üst düzey emeklilik için istenen katkı ödeme süresi 18' yıldan 35'e çıkartılarak neredeyse ikiye katlanmıştır.

1995'te ise yapılan reformlara yenileri eklenerek bireysel emeklilik planlarını destekleyen revizyon çalışmaları yapılmıştır. 2000'lerde bu çalışmaların tamamen eski sistemin yerini aldığı ve bireysel emeklilik planlarının yeni sistem içinde şekillendiği görülmektedir. Tüm bu çabalara rağmen bireysel emeklilik fonlarının büyüklüğü, hükümetin ve uzmanların beklentilerinin çok altındadır. Bu durumun temelde iki sebebinin olduğu öne sürülmektedir. Sebeplerden birincisi, İtalyan emeklilik sisteminin diğer emeklilik sistemlerine göre daha az esnek olması, ikincisi ise daha düşük mali teşviklerin yer almasıdır⁶⁴.

2000'lerde İtalyan emeklilik sisteminde birinci basamakta zorunluluk esasına dayanan kamu emeklilik planları bulunmaktadır. Planlarda emeklilik yaşı erkekler için 65, kadınlar için 60'tır.

⁶² Private Pensions: Selected Country Profiles-OECD, a.g.e., s.97.

⁶³ Uğur, a.g.e., s.140.

⁶⁴ Joel Fried ve Francesca Arnaboldi, "Canadian Retirement Savings Plans and Italian Pension Reform", **RBC Financial Group Economic Policy Research Institute EPRI Working Paper Series**, Working Paper No: 2002-7 December 2002, s.3.

İkinci ve üçüncü basamakta yer alan mesleki ve bireysel emeklilikte uygulanan belirli katkı planlarında herhangi bir devlet garantisi yoktur. Belirli fayda planları ise serbest çalışanlar için kullanılmakta ve genelde gönüllülük esasına dayanmaktadır. Belirli katkı planları, işçiler için gönüllü, işverenler için ise işçileriyle yaptıkları sözleşmeye bağlı olarak düzenlenmiştir. Ödenen katkılar belirli sınırlar dahilinde vergiden düşülebilmektedir. Fon getirilerinin sadece %11'i vergilendirilirken, emeklilik gelirlerinin ise bazı istisnalar haricinde tamamı vergilendirilmektedir⁶⁵.

3.2.2. ABD’de Bireysel Emeklilik Uygulamaları

Dünyanın en büyük emeklilik fon varlığına sahip olan ABD’de demografik değişimden olumsuz etkilenmektedir. Ortalama kazancı etkileyen demografik ve ekonomik eğilimlerin; emekli-çalışan oranına ve sosyal güvenlik maliyetlerine önemli etkileri bulunmaktadır. Bu etkileri ölçmenin en kolay yolu ise; emeklilerin çalışanlara, ortalama maaşın da ortalama faydaya oranlanmasıdır.

Tablo 9. ABD’de Sosyal Güvenlik Maliyet Bileşenleri Projeksiyonu (%)

Yıl	Emekli –Çalışan Oranı	Ortalama Emeklilik Geliri - Ortalama Maaş Oranı	Vergilendirilebilir Gelire Maliyeti
1998	29.7	36.8	10.9
2030	47.7	37.2	17.7
2050	49.9	36.6	18.3
2075	54.4	36.5	19.9

Kaynak: Lawrence H. Thompson, “The Implications of Social Security’s Long-Range Financial Projections”, *Urban Institute Brief Series*, No.6, July 1999, p.2.

Tablo 9’da, Takasbank’ın (Board of Trustees) 1999 yılı raporu için hazırladığı 75 yıllık projeksiyonda, emeklilik maliyet bileşenleri arasındaki oransal ilişkinin zaman içinde nasıl gelişeceği görülmektedir. 1998 yılında; 44 milyon emeklinin, 148 milyon çalışana oranı % 29.7 ve her emekli için ortalama harcamanın (8 507\$) çalışan başına ortalama kazanç (23 582 \$) oranı ise % 36.8'dir. Bu iki orana bağlı olarak 1998 yılındaki toplam sosyal güvenlik maliyeti, vergilendirilebilir gelirin %

⁶⁵ Comparative Tables on Private Pension Schemes- OECD, a.g.e., s.34.

10.9'ünü oluşturmaktadır⁶⁶. Bununla beraber Tablo 9'a göre gelecekte bu oranların daha da yükseleceği de öngörülmektedir. Dolayısıyla ABD de demografik eğilimlerin etkisiyle emeklilik finansmanı sorunuyla karşı karşıya kalmakta ve yeni çözüm yolları aramaktadır.

Sosyal güvenlik sisteminin yapısından bahsetmek gerekirse; öncelikle ABD'de yer alan en eski emeklilik sistemini yani kamu emeklilik sistemini ele almak gerekir. ABD ekonomisinin en önemli parçasını temsil eden 14 milyon kamu çalışanı, 2670 kamu emeklilik planından birine bağlıdır. Sistemde toplamda 6 milyon insan, emeklilik geliri almakta ve burada biriken fonlar toplamda 2 milyar \$'ı bulmaktadır. Kamu emeklilik varlıkları 1990'ların güçlü borsalarında önemli oranda büyümüştür. Ardından 2000'lerle birlikte borsaların yaklaşık olarak %10'unu teşkil eder hale gelmiştir⁶⁷.

Amerikan özel emeklilik sistemi ise, sosyal güvenliğin başladığı 1930'ların öncesine gitmekteyse de, asıl olarak kamu sosyal sigorta programının tamamlayıcısı olarak gelişme göstermiştir.

ABD'de yaklaşık 30 yıl önce (1974) Emeklilik Güvence Kanunu'na yani ERISA'ya (Employee Retirement Income Security Act) geçilmiştir. ERISA, ilk etapta sadece öngörülen emeklilik ödemelerinin sağlanabilmesi amacıyla, emeklilik birikimlerinde fonlama zorunluluğu getirmiştir. Ancak ERISA'nın yürürlüğe girmesinden önce özel sektörde birçok plan sponsoru dağıtım sistemini (PAYG) kullanmaktayken o tarihten itibaren belirli fayda planlarının yerini belirli katkı planları almaya başlamıştır⁶⁸. İşçi Departmanının (US. Department of Labor-2005) verilerine göre belirli fayda planlarından belirli katkı planlarına doğru yaşanan dönüşüm, 1984'den itibaren etkin bir şekilde artma eğilimi göstermiştir. 2006 yılında belirli katkı planlarına katılanların sayısı belirli katkı planlarına katılanların iki

⁶⁶ Lawrence H. Thompson, "The Implications of Social Security's Long-Range Financial Projections", **Urban Institute Brief Series**, No.6, July 1999, ss.1-2.

⁶⁷ David Hess, "Protecting and Politicizing Public Pension Fund Assets: Empirical Evidence on The Effects of Governance and Practices", **University of California-Davis Law Review**, November 2005, s.3.

⁶⁸ David McCarthy, The Future of Pension Plan Design, **Pension Research Council Working Paper**, No.12, Wharton Impact Conference, April 26,27, 2004, s.1.

katından fazladır.

ABD’de en yaygın belirli katkı planları, katılımın gönüllü olduğu 401(k) planlarıdır. Bu planlar genellikle katılımcı tarafından yönlendirilir. Çalışanlar maaşlarının belirli yüzdesi olarak, belirli sınırlar dahilinde kalmak şartıyla planın sunduğu alternatifler arasından seçim yapmaktadırlar. Bu planların yanı sıra kar amacı gütmeyen örgüt çalışanlarına ve hükümet çalışanlarına ait sırasıyla 403(b) ve 457 olarak tanımlanan farklı planlar da bulunmaktadır⁶⁹.

ERISA aynı zamanda Emeklilik Geliri Garanti Kuruluşu (Pension Benefit Guarantee Corporation-PBGC).adı altında bir garanti programını da içermektedir. PBGC, bireysel ve grup işverenlerin belirli fayda planlarını sigorta etmek üzere iki ayrı programı yönetmektedir. Bu programlardan ilki olan bireysel işveren programı, 28 800 emeklilik planına bağlı 34.2 milyon çalışanı; ikincisi olan grup işveren programı 1600 plana bağlı 9.9 milyon çalışanı kapsamaktadır. 2006 verilerine göre emekli ödemeleri toplamda 3.7 trilyon \$’ı bulan 1.3 milyon çalışanın emeklilik planları PBGC tarafından garanti edilmektedir⁷⁰.

ABD'deki özel emeklilik sistemi tamamen gönüllük esasına dayanmakta ve işverenler tarafından işletilmektedir. Sistem tamamen fonlama esasına göre çalışmakta ve işçi ve işveren katkıları belirli sınırlar dahilinde vergiden düşülebilmektedir. Çalışanların kişisel birikimleri için kurulan bireysel emeklilik sistemi, bireysel emeklilik hesapları veya sigorta şirketlerinden bireysel olarak satın alınan sözleşmelerle yürütülmektedir. Sistem, çok sınırlı vergi muafiyetlerine tabi olup genelde bireysel tasarruf araçları olarak ele alınmaktadır⁷¹.

Sonuçta diğer gelişmiş ülkelere oranla erken sayılabilecek bir dönemde fon sistemine destek veren ABD, emeklilik yatırım fonu varlıkları açısından büyük gelişme kaydetmiştir. Çalışanlar çok sayıda emeklilik planı aracılığıyla emeklilik geliri elde edebilmektedir.

⁶⁹ John Turner, “Designing 401(k) Plans That Encourage Retirement Savings:Lessons From Behavioral Finance”, s.24.

⁷⁰ Fiona Stewart, "Benefit Security Pension Fund, Guarantee Schemes", **OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions**, No. 5, OECD Publishing, January 2007, s.13.

⁷¹ Hinz,:a.g.e., ss.24-25.

Amerika'da emeklilik fonları 1990'dan bu yana her yıl ortalama %13 oranında büyüme kaydetmektedir. Temmuz 2002 itibariyle Amerika'da 44.3 milyon hanede, yani çalışan nüfus barındıran toplam hane sayısının %42'sinde Bireysel Emeklilik Hesabı bulunmaktadır. 2005 verilerine göre toplam emeklilik yatırım fonu varlığı 12.3 trilyon \$ ile rekor düzeydedir⁷². Bireysel katılıma dayalı bireysel emeklilik sisteminde (IRA) biriken fonlar ise bu süreçte en büyük atılımı yapan fon grubudur.

3.2.3. Latin Amerika'da Bireysel Emeklilik Uygulamaları

Latin Amerika ülkeleri, ekonomik olarak ABD ve AB ülkelerinden çok farklı özelliklere sahiptir. Daha kırılgan bir yapıya sahip olmaları sebebiyle yakın geçmişte yaşanan ekonomik dalgalanmalardan şiddetli bir biçimde etkilenmişlerdir. İkinci Dünya Savaşı sonrası kronikleşen yüksek enflasyon olgusu, 1970'lerde ortaya çıkan petrol krizi ve ardından 1980'den itibaren ortaya çıkan dış şoklar, genel olarak Latin Amerika ülkelerini borç darboğazıyla karşı karşıya bırakmıştır.

Aynı paralelde ortaya çıkan sosyal güvenlik açıkları Latin ülkelerini geniş çaplı sosyal güvenlik reformları yapmaya zorlamıştır. Yapılan reformlar bazı ülkelerde o kadar köklüdür ki kamu emeklilik sistemi tamamen tasfiye edilip yerine tam fon sistemi getirilmiştir. Bu gelişmelerin ışığında, bir çok Latin ülkesinin emeklilik sistemlerinin yeniden yapılandırılmasında dünyaya öncülük ettiği söylenebilir.

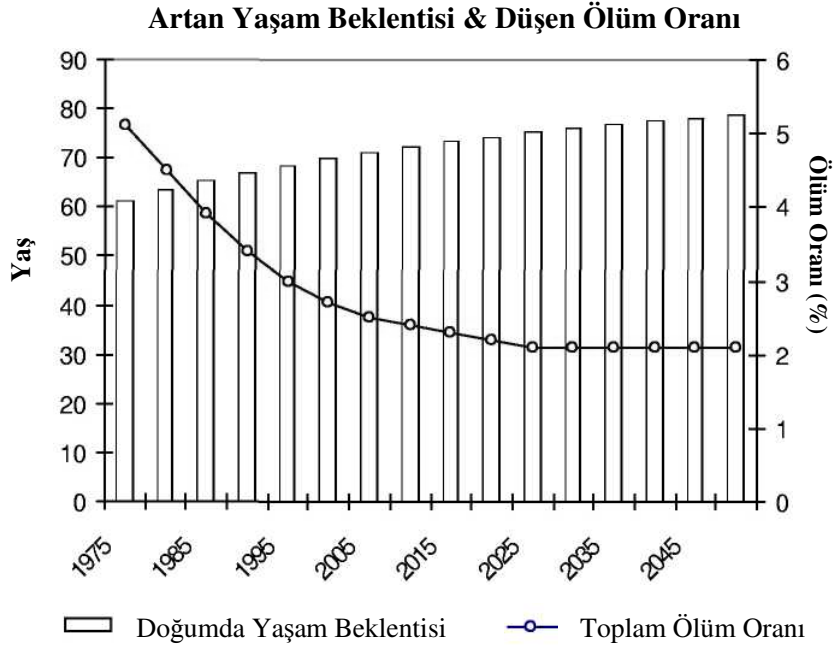
Bu noktada öncelikle Latin Amerika'daki sosyal güvenlik çevresi ve yapılan sosyal güvenlik reformları, ardından bu alanda Latin ülkelere öncülük eden Şili örneği üzerinde durulması faydalı olacaktır.

3.2.3.1. Latin Amerika'daki Sosyal Güvenlik Çevresi ve Reform Çalışmaları

Diğer bölgelerde olduğu gibi Latin Amerika'da da nüfus yaşlanmaktadır. Latin Amerika'da demografik yapıdaki değişim hızı El Salvador gibi nispeten genç veya Uruguay gibi nispeten yaşlı ülkelerde farklılık gösterse de yaşam süresinin

⁷² OECD - Pension Market in Focus, Issue 3, October 2006, <http://www.oecd.org/dataoecd/21/28/37528620.pdf>, (24.05.2007), s.13.

uzamasının yanı sıra düşük verimlilik oranı; bir yandan yaşlı nüfus artmasına bir yandan da işgücüne katılımın düşmesine neden olmaktadır. Aşağıda Latin Amerika'daki demografik eğilim projeksiyonu gösterilmiştir.



Kaynak: Truman G. Packard, "Is There a Positive Incentive Effect from Privatizing Social Security? Evidence from Latin America", **Department of Economics University of Oxford**, Nov. 2001, s.3.

Çizge 4. Latin Amerika'da Demografik Eğilim (1975 – 2050)

1980'lerdeki borç krizlerinden sonraki yapısal uyum süreci, 1990'lardaki ülke ekonomilerinin dış rekabete açılması, yaşlı nüfusun artması ve yüksek verimlilik gerekliliği Latin ülkelerinin bu eğilimlere uygun olarak işgücü kurumlarını yeniden yapılandırmaya zorlamıştır⁷³.

1981 yılında bölgedeki en radikal işgücü uyumlaştırmasıyla Şili tarafından başlatılan sosyal güvenlik reformu; diğer ülkeler tarafından takip edilmiştir. Latin ülkelerinden Peru 1993'te, Arjantin ve Kolombiya 1994'te; dağıtım esasına dayanan sosyal güvenlik sistemlerini, gönüllü katılımı esas alan fon sistemine göre yeniden düzenlemiştir. 1996'da Uruguay; mevcut sosyal güvenlik sistemini yeniden

⁷³ Truman G. Packard, "Is There a Positive Incentive Effect from Privatizing Social Security? Evidence from Latin America", **Department of Economics University of Oxford**, November 2001, s.3.

düzenlemekle birlikte, belirli kısıtlamalar dahilinde gönüllük esasına dayalı özel emeklilik hakkı tanımıştır. 1997’de Meksika ve Bolivya ise, dağıtım esaslı sosyal güvenlik sistemlerini bir anda kaldırarak tüm çalışanları zorunlu özel emeklilik planlarına aktarmıştır.

Tablo 10. Latin Amerika’daki Sosyal Güvenlik Reformlarının Temel Özellikleri

Latin Amerika	Şili	Peru	Kolombiya	Arjantin	Uruguay	Meksika	Bolivya	El Salvador
Reform Yılı	1981	1993	1993	1994	1996	1997	1997	1998
Dağıtım Sistemi (PAYG)	Kapalı	Açık	Açık	Açık	Açık	Kapalı	Kapalı	Kapalı
Reform Öncesi Vergi Oranı (%)	33	19	17,8	42	41	20	19	11,8
Reform Sonrası Vergi Oranı (%)	20	24	33,8	46	40	26	24	13,5
Özel Emeklilik Sistemi								
İlk İşe Girenler İçin	Zorunlu	Gönüllü	Gönüllü	Gönüllü	Gönüllü	Zorunlu	Zorunlu	Zorunlu
Fon Yönetim Kuruluşu	AFP	AFP	AFP	AFJP	AFAP	AFORE	AFP	IAFP
Katkı Oranı (Maaş %)	10	8	10	7,5	7,5	6,5 + Sübvansiyon	10	04.,5
Yönetim Gideri (Maaş %)	2,94	3,72	3,49	3,45	2,62	4,42	3,00	3,5
Özelleşme Oranı	51	33	30	16	18,5	30	42	33
Fon Transfer Hakkı	Yılda 2 defa	Yılda 2 defa	Yılda 2 defa	Yılda 2 defa	Yılda 2 defa	Yılda 2 defa	Yılda 2 defa	Yılda 2 defa
Minimum Yatırım Getirisi	Endüstri Ortalaması	Düzensiz	Endüstri Ortalaması	Endüstri Ortalaması	Sabit	Yok	Yok	Endüstri Ortalaması
Minimum Emeklilik Garantisi	Var	Yok	Var	Yok	Var	Var	Yok	Var

Kaynak : Truman G. Packard, “Is There a Positive Incentive Effect from Privatizing Social Security? Evidence from Latin America”, **Department of Economics University of Oxford**, November 2001, s.25, (Queisser (1998)’den adapte edilmiştir).

Bu reformlar genellikle tek basamaklı kamu emeklilik sistemlerinden (PAYG) çok basamaklı özel emeklilik sistemlerine dönüşüm şeklinde gerçekleşmiştir. Sistemde biriken fonlar emeklilik fon kuruluşları (AFP) tarafından devlet tahvilleri

ve hisse senetlerine yatırılarak değerlendirilmektedir. Bununla beraber devletin bu süreçteki sorumluluğu ise minimum bir emeklilik gelirini garanti etmeye indirgenmiştir⁷⁴. Tablo 10’da Latin Amerika’daki emeklilik reformlarının temel özellikleri özetlenmiştir:

Yapılan reformlar, emeklilik fon yatırımlarında bazı sınırlamalar getirirse de bir.çok açıdan çalışanları teşvik edici niteliktedir. Bununla beraber getirilen sınırlamalar, emeklilik araçları arasındaki rekabeti dışlamakta ve yüksek komisyonlara neden olmaktadır. Katılımcıların, sisteme giriş ücretleri ve komisyonlar yüzünden ilk 3-5 yıllık yatırım getirilerini kaybetmeleri söz konusu olmaktadır⁷⁵.

Latin Amerika ülkelerinde zorunluluk esasına dayalı özel emeklilik uygulamaları dünya genelindekilere göre bir çok açıdan farklılık içermektedir. Latin modelinde genel olarak kamu emeklilik sistemi yerine bireysel anlamda özel emeklilik sistemine geçilmiş ve tasarrufların yatırıma dönüşmesi mekanizmasına dayanan bireysel emeklilik sistemi geniş uygulama alanı bulmuştur. Kısa sürede gelişen emeklilik piyasası ve emeklilik fon varlıklarının, sermaye piyasasına önemli katkıları olmuştur. Tablo 11’de, Latin Amerika ülkelerinin 2005 yılına ait emeklilik fonlarının varlık yapısı gösterilmiştir.

Tablo 11. Bazı Latin Amerika Ülkelerinin Varlık Yapısı – 2005

Latin Amerika Ülkeleri	Kamu Kesimi	Özel Sektör	Finans Sektörü	Yabancı Yatırımlar	Diğer Varlıklar
Arjantin	57,9	15,2	16,5	8,9	1,6
Bolivya	76,7	16,9	3,7	2,5	0,3
Şili	16,5	23,3	29,7	30,4	0,1
Kosta Rika	70,9	5,1	24,0	0,0	0,0
El Salvador	80,9	0,3	12,8	6,0	0,0
Peru	20,4	50,3	19,1	10,2	0,0
Dominik Cumhuriyeti	0,0	3,2	96,8	0,0	0,0
Uruguay	83,4	4,3	8,8	0,0	3,5

Kaynak: Pension Market in Focus, October 2006, Issue 3, OECD, s.9.

⁷⁴ Truman G. Packard, a.g.e., s.3.

⁷⁵ Hemant Shah, “Towards Better Regulation of Private Pension Funds”, **Worldbank Policy Research Working Paper**, No: 1791, 1997, s.35.

3.2.3.2. Şili’de Bireysel Emeklilik Uygulamaları

Şili’nin sosyal güvenlik sistemi Latin Amerika’da bir ilk olarak 1924 yılında kurulmuştur. Ancak yaklaşık elli yıl içinde prim ödenmemesi ya da geç ödenmesi, ücretlerin olduğundan düşük beyan edilmesi, yüksek idari maliyetler ve devlet borçlarının sürekli artması gibi nedenlerden sistem çalışamaz hale gelmiştir. Bu sebeple 1970’lerin sonundan itibaren sektör ve mesleklerden bağımsız olarak yeni bir sisteme geçiş süreci başlatılmış ve 1980’de kısmen dağıtım sisteminin yerini almak üzere emeklilik fonlarının özel kuruluşlar tarafından yönetilmesine olanak tanıyan bir yasa çıkarmıştır. Devlet yükümlülüklerinden kurtulmak amacıyla kurulan yeni sistemde katılımcı sayısı kısa sürede artmıştır⁷⁶.

Getirilen yeni sistemin özelliği, sosyal güvenlik sisteminde toplanan fonların önemli ölçüde sermaye piyasasına aktarılması ve sermaye piyasasında kurumsal yatırımcıların ağırlık kazanmasına katkıda bulunmasıdır. Bu sistemde çalışanın ve işverenin katkılarıyla oluşan birikim iki yolla değerlendirilebilmektedir. Birinci yol paranın kamu menkul kıymetlerine yatırılmasıdır. İkinci ve daha çok tercih edilen yol ise söz konusu tutarın devlet onaylı fonlara yatırılmasıdır. Devlet onaylı fonlar, aslında portföy yönetimi faaliyetinde bulunan yatırım şirketleri olup, dürüst çalışmaları konusunda devlet onayını almış olmaları şartı vardır. Bu fonlar farklı yatırım politikaları izlemekte, kamu menkul kıymetleri, hisse senedi ve özel sektör tahvillerine yatırım yapabilmekte risk-getiri tercihlerine göre farklı getiriler elde etmektedirler⁷⁷.

Ücretli işçiler için zorunluluk, serbest çalışanlar için gönüllülük esasına dayanan yeni özel emeklilik sisteminde her üyenin katkısının yatırıldığı bir bireysel emeklilik hesabı bulunmaktadır. En az 20 yıl prim ödemiş olmak kaydıyla bayanlarda 60, erkeklerde 65 yaşında emeklilik mümkün olmaktadır.

Şili’de hem emeklilik sistemine katılım zorunlu tutulmuş hem de ‘her işçiye bir

⁷⁶ Richard Hemming, a.g.e., s.28.

⁷⁷ Buzlupınar, a.g.e., s.61.

hesap” ve “her şirkete bir fon” biçiminde sınırlamalar getirilmiştir. Bu sınırlamaların temelinde sistemin basit kılınması, uyumluluğun kontrol edilebilmesi ve şeffaflığın teşvik edilmesi yatmaktadır. Ayrıca sınırlamalara ek olarak fon yönetim kuruluşunun tüm çalışanlara eşit davranması amacıyla tek tip fiyatlandırma kuralı da getirilmiştir⁷⁸.

Şili’de bireysel emeklilik sistemi için geliştirilen fonların yönetimini üstlenen sandıklara Administradore de Fondos de Pensiones (AFP) adı verilmektedir. AFP’lerin gözetim ve denetimi kısaca SAFP olarak bilinen Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones tarafından gerçekleştirilmektedir. 1981’de başlayan sistemde AFP’lerin sayısı 1990’ların başında 21’e çıksa da zamanla azalmış ve 1996’da 15’e kadar düşmüştür.

AFP’lerin temel görev ve sorumlulukları ise⁷⁹:

- 1) Katkı paylarını toplamak,
- 2) Fon yönetimi hizmeti vermek,
- 3) Sigorta şirketlerinden anüite almayanlara aylıklarını ödemek,
- 4) Bireysel emeklilik kayıtlarını tutmak,
- 5) Hesap sahipleri için maluliyet ve ölüm risklerine karşı grup sigortası yapmak şeklinde sayılabilir.

SAFP’nin kontrolündeki AFP’ler yatırımlarda geniş kapsamlı sınırlamalara tabidir. Örneğin her AFP; tüm AFP’lerin son 12 aylık ortalama getirisinin yüzde 2 eksikliğine kadar ya da ekonomideki ortalama getirinin % 50’sine kadar getiri garantisi vermek zorundadır.

Şili’de özel emeklilik sisteminin kurulmasından itibaren sermaye piyasası kayda değer bir derinlik kazanmıştır. Özel emeklilik fonlarının mevcut büyüme hızının korunması durumunda GSYİH’ye oranın 2010 yılında %77-87 bandında 2020 yılında ise %88-109 bandında gerçekleşeceği hesaplanmaktadır.

1981 yılında başlayan sistemde, 1999 yılına gelindiğinde çalışanların %95’inin

⁷⁸ Dimitri Vittas, Regulatory Controversies of Private Pension Funds, **Development Research Group The World Bank**, January 1998, s.16.

⁷⁹ Ergenekon, **Özel Emeklilik Fonları Şili Örneğinden Alınacak Dersler**, s.89.

kendi emeklilik tasarruf hesapları bulunmaktadır. Bu sistemde biriken toplam tasarruflar 1999 yılında 34 milyon dolara ulaşmıştır. Bu rakam Şili'nin toplam Gayri Safi Yurtiçi Hasılası'nın %42'sine denktir. 1999 yılında fonlardaki varlık değeri GSYİH'nin %45'ine⁸⁰, 2005 yılında ise GSYİH'nin % 64.9'una ulaşmıştır⁸¹.

Tablo 12'de 2002 yılında Şili'deki emeklilik fonlarının portföy dağılımı gösterilmiştir.

Tablo 12. Şili Emeklilik Fonları Portföy Dağılımı (2002 - %)

Devlet Tahvilleri	33,34
Şirket ve Banka Hisse Senetleri	10,99
Yatırım Fonları	2,52
Yurt Dışı Tahvil ve Hisse Senetleri	14,26
Finans Şirketleri Hisse Senetleri	2,52
Tasarruf Bonoları	17,78
Şirket Bonoları	6,13
Gayri Menkul Destekli Bonolar	12,62

Kaynak: Yusuf Alper, Selahattin İmrohoroğlu ve Serdar Sayan, **Türk Emeklilik Sisteminde Reform: Mevcut Durum ve Alternatif Stratejiler**, Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği Yayınları, Yayın No:TÜSİAD-T/2004-11/382, İstanbul: Kasım 2004, s.99.

Bunun yanı sıra emeklilik fonlarına yapılan yatırımlar sıkı bir şekilde denetlenmektedir. Özellikle hisse senedi yatırımlarına 1985'e kadar izin verilmezken, 1985-1995 arasında %'de 30'a, 1995'te %37'e kadar yatırım yapılmasına izin verilmeye başlanmıştır⁸². Önceleri AFP'ler sadece bir fon teklif edebilmekte, katılımcı da sadece bir fona yatırım yapabilirken Mart 2000'den itibaren ikinci bir fona da yatırım yapılabilmektedir. 2005 yılı rakamlarına göre bu oran % 37'e kadar yükselmiştir.

⁸⁰ Ender Yusuf Kahya, "Özel Emeklilik Sistemleri ve Belirlenmiş Katkı Modeli ile Risk-Getiri, Katkı-Ödeme Ölçümlemesi için Oluşturulan Emeklilik Yatırım Fonu Uygulaması", (Basılmamış Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, 2004), s.85.

⁸¹ Pension Market in Focus, a.g.e., s.6.

⁸² Shah, a.g.e., ss.3-5.

3.3. EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI

Emeklilik Yatırım Fonları; işveren, çalışan ya da her iki grubun birlikte yaptığı katkıların toplanıp profesyonel portföy yönetim ilkeleri çerçevesinde yatırıma yöneltildiği kurumsal yapılardır⁸³. Bu fonlar, koşulları önceden belirlenmiş bir sözleşme çerçevesinde, çalışanların bireysel hesaplarına düzenli olarak yatırılan katkı paylarının emeklilik döneminin başlangıcına kadar etkin bir fon yönetimi ile değerlendirilmesi esasına göre faaliyet göstermektedir⁸⁴. Emeklilik Yatırım Fonlarının son yıllarda büyüme eğilimine girmesi ülkelerin ekonomilerini mikro ve makro düzeyde etkilemektedir.

3.3.1. Emeklilik Yatırım Fonlarının Gelişim Süreci

Son yıllarda dünya genelinde yaygın olarak dağıtım sisteminden fon sistemine geçilmesi, emeklilik fon varlıklarında önemli artışların yaşanmasına neden olmaktadır.

Emeklilik fonlarının 2005 yılı toplam büyüklüğü 28 ülkenin dahil edildiği hesaplamalara göre 17,8 trilyon \$, toplam yatırım fonu büyüklüğü ise 16.7 trilyon \$'dır. Bunun yanı sıra ABD'de toplam 7.977 adet, Avrupa'da ise toplam 30.053 adet yatırım fonu bulunmaktadır. Türkiye'de ise sadece 268 adettir⁸⁵. Tablo 13'te, dünya genelinde yatırım ve emeklilik fonlarının büyüklükleri gösterilmektedir:

2000'li yıllardan itibaren dünyadaki toplam yatırım fonu varlıklarını geçmeyi başaran Emeklilik Yatırım Fonları, yaklaşık olarak 18 trilyon \$ varlık birikimi ile dünyanın en büyük kurumsal yatırım araçlarına dönüşmüştür.

⁸³ Buzlupınar, a.g.e., s.3.

⁸⁴ Ergenekon, **Özel Emeklilik Fonları, Şili Örneğinden Alınacak Dersler**, a.g.e., s.2

⁸⁵ Emeklilik Gözetim Merkezi, **Bireysel Emeklilik Sistemi Gelişim Raporu 2006**, 2007, s.34.

Tablo 13. Yatırım Fonları ve Emeklilik Fonları Varlıkları – 2005 (milyon\$)

	Yatırım Fonları	Emeklilik Fonları
Amerika	9.442.945	12.972.561
Kanada	490.518	569.216
Meksika	47.253	55.095
ABD	8.905.174	12.348.250
Avrupa	5.953.739	3.621.719
Avusturya	109.002	14.291
Belçika	1 15.314	15.430
Çek Cumh.	5.331	5.022
Danimarka	75.199	87.032
Finlandiya	45.415	127.691
Fransa	1.362.671	123.660
Almanya	296.787	107.856
Macaristan	6.068	9.338
İrlanda	546.242	96.856
İtalya	450.514	49.520
Lüksemburg	1.635.785	131
Hollanda	94.357	779.843
Norveç	40.122	20.266
Polonya	1 7.652	26.325
Portekiz	28.801	23.591
Slovakya	3.035	291
İspanya	316.864	112.207
İsveç	119.059	51.716
İsviçre	116.669	428.634
Türkiye	21.749	919
İngiltere	547.103	1.541.100
Asya ve Pasifik	1.379.438	1.301.177
Avustralya	700.068	409.372
Japonya	470.044	864.707
Kore	198.994	14.652
Yeni Zelanda	10.332	1 2.446
GENEL TOPLAM	16.776.122	17.895.457

Kaynak: Emeklilik Gözetim Merkezi, **Bireysel Emeklilik Gelişim Raporu 2006**, 06 Mart 2007, s.34.

3.3.2.Emeklilik Yatırım Fonlarının Ekonomiye Etkileri

Mali alandaki gelişmeler göstermektedir ki, çalışanlar kendi emekliliklerini fonlamak zorunda kalmaktadır. Birçok ülke, emeklilik sisteminin finansmanında dağıtım yönteminden fon sistemine geçmektedir. Fon sisteminde oluşan Emeklilik Yatırım Fonu birikimi ise finansal piyasaların genişliğini ve derinliğini arttırmaktadır

Bu gelişimin etkileri, hem ekonomistler hem de emeklilik politikalarını oluşturan taraflar açısından önem taşımaktadır. Emeklilik Yatırım Fonlarının

ekonomiyeye etkileri; toplam tasarruflara ve finansal piyasalara etkileri olmak üzere iki alt başlıkta incelenecektir.

3.3.2.1. Toplam Tasarruflara Etkileri

Bireylerin geleceklelerini planlamadan ve gelirlerinin kesileceği emeklilik dönemlerini göz önünde bulundurmadan, kısa dönemli tüketime yönelmeleri sonucunda; ekonomiyeye besleyecek düzeyde tasarruf oluşturulamamaktadır. Bireylerin emeklilik dönemlerini nasıl finanse edecekleri hakkında yeterince bilgi ve irade sahibi olmamaları, kendi kendilerine yeterli tasarruf düzeylerine ulaşmalarını engellemektedir. Ancak Emeklilik Yatırım Fonlarında, aktüeryal olarak tespit edilen ve düzenli şekilde ödenen katkı payları sonucunda birikip yatırım geliri elde etme imkanı bulan tasarrufların, emeklilik dönemlerinde anüiteler halinde çekilebilmesi bu durumun önüne geçmektedir⁸⁶.

Bireysel emeklilik fonlarının toplam tasarruflar üzerinde etkili olmasının sebeplerinin başında bu sistem için uygulanan vergi teşvikleri gelmektedir. Kişiler bireysel emeklilik fonlarında elde ettikleri getiriler için emeklilik dönemine kadar herhangi bir vergi ödemezken, diğer yatırımları için elde ettikleri getiri oranına göre vergi ödeyeceklerdir. Daha yüksek getiri beklentisi kişilerin tasarruf eğilimini arttırmalarına sebep olmaktadır. Tasarruf seviyesini düşük tutmak, kişilerin emeklilikte hedefledikleri tüketim seviyesi için yeterli olsa bile, vergi teşvikleri ile beraber daha yüksek getiri sağlamak ve emeklilikte tüketim seviyesini daha yükseltilere çekmek için, kişileri daha fazla tasarruf yapmaya yönelmektedir⁸⁷.

Özel emeklilik fonları yoluyla emeklilik dönemleri için tasarrufla bulunan bireyler, mikro bazda kendi ekonomik çıkarları yönünde hareket ederken, makro ekonomik bazda özel tasarrufların ve/veya ulusal tasarruf düzeyinin artmasına katkıda bulunmaktadırlar. Ancak Murphy ve Musalem'in (2004) yaptıkları araştırma, emeklilik fonları ile ulusal tasarruflar arasındaki ilişkinin bu kadar açık olmadığını ortaya koymuştur. 43 ülkeyi kapsamına alan araştırmaya göre, emeklilik sisteminin

⁸⁶ Ergenekon, **Özel Emeklilik Fonları, Şili Örneğinden Alınacak Dersler**, a.g.e., s.27.

⁸⁷ Buzlupınar, a.g.e.,s.55.

zorunlu olması halinde emeklilik fonlarının ulusal tasarrufu çok daha anlamlı düzeyde artırdığı sonucuna ulaşılmıştır. Öyle ki zorunlu emeklilik sistemlerinde her 1\$'lık emeklilik fonu artışının ulusal tasarrufları % 50 oranında etkilediği tespit edilmiştir⁸⁸.

Bireysel emeklilik fonları ülkenin tasarruf hacmini artırıcı rol oynamaktadır. Tasarruf hacmindeki artışa paralel olarak fonların efektif kullanımı da önem kazanmaktadır. Hangi alanlara yatırım yapılacağına karar vermek için gerekli bilgilerin toplanması ve işlenmesi ve fonların etkin yatırımlara aktarılması için gerekli organizasyon yapısına sahip kurumsal yatırımcılar gerekmektedir⁸⁹.

1980'lerin başında gelişmiş OECD ülkelerinde kurumsal yatırımların Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'ya oranı ortalama olarak %30'lar seviyesinde bile değilken, 2000 yılında %100'ler seviyesinin üstünde gerçekleşmiş olması, kurumsal yatırımların ve kurumsal yatırımcıların ne kadar hızlı büyüdüğüne bir göstergesidir. Benzer şekilde gelişmekte olan ülkeler için de paralel bir seyirle kurumsal yatırımlarda 2000 yılında GSYİH'nin %20'sine varan bir oranda büyüme gözlenmektedir.

Türkiye'nin kurumsal yatırımlarda portföy büyüklüğünün Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'ya oranı ise %1.8 seviyelerine ancak ulaşabilmiştir ki bu rakam OECD ortalamasının çok daha altında bir büyüklüğü ve gelişmişliği işaret etmektedir⁹⁰. Tablo 14'te, OECD ülkelerinin emeklilik fon varlıklarının GSYİH'ye oranlarının 2001-2005 yılları arasındaki gelişimi görülmektedir.

Tablo 14'te görüldüğü üzere emeklilik fonu varlıklarının Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'ya oranı İsviçre'de %117 seviyelerinde bulunurken, İzlanda'da %123, Hollanda'da %125, ABD'de yaklaşık %87, Fransa ve Almanya gibi gelişmiş bazı ülkelerde ise %5-6 dolaylarındadır. Aslında aradaki bu fark emeklilik fonlarının ne kadar gelişebileceğine ilişkin bir hedef de belirlemektedir.

⁸⁸ Pablo Lopez Murphy and Alberto R. Musalem, "Pension Funds and National Saving", **Worldbank Policy Research Working Paper** No: 3410, August 24th, 2004, ss.37-38.

⁸⁹ Selim Soydemir ve Oğuz Altun, "Kurumsal Yatırımcılar ve Sermaye Piyasaları", **SPK Araştırma Raporu**, Ankara: 1991, s.2.

⁹⁰ Özlem Koç, "Bireysel Emeklilik Sistemlerinin Sermaye Piyasalarına Etkileri: Türkiye Üzerine Bir Uygulama", 2004 Geleneksel Finans Sempozyumu'na sunulan bildiri, İstanbul: 27-28 Mayıs 2004, s. 118.

Tablo 14. GSYİH'nin Yüzdesi Olarak Emeklilik Fon Varlıkları (2001-2005)

OECD Ülkeleri	2001	2002	2003	2004	2005
Avustralya	57,7	58,1	54,4	51,4	58,0
Avusturya	3,9	3,9	4,2	4,5	4,7
Belçika	5,5	4,9	3,9	4,1	4,2
Kanada	53,3	47,8	52,1	48,9	50,4
Çek Cumhuriyeti	2,3	2,8	3,1	3,6	4,1
Danimarka	27,2	25,5	27,4	29,8	33,6
Finlandiya	8,2	8,0	8,3	45,3	66,1
Fransa	3,9	6,6	7,0	6,0	5,8
Almanya	3,4	3,5	3,6	3,8	3,9
Yunanistan	-	-	-	-	-
Macaristan	4,0	4,5	5,3	6,9	8,5
İzlanda	84,7	85,7	99,9	108,0	123,2
İrlanda	44,3	35,1	39,4	42,0	52,8
İtalya	2,3	2,3	2,4	2,6	2,8
Japonya	13,9	14,1	15,3	15,2	18,8
Kore	-	1,5	1,6	1,7	1,9
Lüksembourg	-	-	-	0,3	0,4
Meksika	4,3	5,2	5,8	6,3	7,2
Hollanda	102,6	85,5	101,3	108,7	124,9
Yeni Zelanda	14,7	13,0	11,3	11,3	11,3
Norveç	4,0	4,0	4,6	6,6	6,8
Polonya	2,5	4,0	5,5	7,0	8,7
Portekiz	11,5	11,5	11,8	10,6	12,9
Slovakya	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6
İspanya	5,8	5,7	6,2	9,0	9,1
İsveç	8,2	7,6	7,7	12,4	14,5
İsviçre	104,4	96,7	103,6	108,5	117,4
Türkiye	-	-	-	0,1	0,3
İngiltere	72,5	68,9	65,1	68,8	70,1
ABD	96,2	84,1	96,2	99,6	98,9
Toplam OECD	86,7	75,5	84,8	87,3	87,6

Kaynak: OECD-Pension Market in Focus, Issue 3, October 2006, <http://www.oecd.org/dataoecd/21/28/37528620.pdf>, (24.05.2007), s.4.

3.3.2.2. Finansal Piyasalara Etkileri

Ekonomi uzmanları arasında Emeklilik Yatırım Fonlarının kurumsal yatırımcı sıfatı ile finansal piyasalar üzerinde olumlu etkisinin bulunduğu yönünde önemli bir görüş birliği sağlanmış bulunmaktadır. Gelişmiş finansal piyasaların en önemli yapı taşlarından birisi kurumsal yatırımcılardır. Kurumsal yatırımcılar arasında da uzun

vadeli yatırım stratejileri ile profesyonel portföy yönetim esasına göre fon portföylerini yöneten ve özel sektör katkısıyla oluşturan Emeklilik Yatırım Fonları, kamu ağırlıklı sosyal güvenlik sistemini tamamlayıcı bir fonksiyona sahip olmanın yanı sıra, finansal sisteme yaptıkları katkılar ile de tüm gelişmiş ülke ekonomilerinde önemli bir rol üstlenmektedirler.

Emeklilik Yatırım Fonlarının, yatırım stratejilerinde uzun vadede yüksek kazanç elde etme arayışında olmaları, beraberinde kaliteli bir risk yönetimi ile profesyonel bir portföy yönetimini gerektirmektedir. Bu husus, uzun vadede makroekonomik açıdan ekonomik büyümeyi ve ulusal tasarrufları artırıcı bir etki yaratacaktır. Şili ve OECD ülkeleri ile Asya ve diğer Latin Amerika ülkelerinde sosyal güvenlik alanında yaşanan deneyimler, doğru makroekonomik istikrar politikalarının uygulanması koşulu ile, Emeklilik Yatırım Fonlarının sermaye piyasalarının gelişiminde önemli bir rol oynayabileceğini ortaya koymuştur⁹¹. Bununla beraber Emeklilik Yatırım Fonları ile finansal piyasalar arasında dinamik bir etkileşim bulunmaktadır. Bu karşılıklı dinamik etki-tepki mekanizması, gelişmiş yada gelişmekte olan sermaye piyasaları için gerekli itici gücü oluşturmaktadır.

Sürekli gelişim içinde olan emeklilik fonları, Anglo-Amerikan ekonomilerin en önemli finansal araçları olmakla birlikte ulusal ve uluslararası borsaları etkilemektedir. Özellikle ortak yönetim ve dahili kamu politikaları konularındaki önemleri sürekli artmaktadır. 1980'lerde büyük emeklilik fonları küresel finans şirketlerinin etkin yönetimi yerine sigorta şirketlerinin elinde uyuyan finansal araçlar konumundayken son yıllarda büyük gelişme göstermiştir. Avrupa'daki emeklilik fonlarına kurumsal yatırımcıların %30'una sahip olan İngiltere öncülük etmektedir⁹². İngiltere'de 1980-1996 arasında emeklilik varlıkları yaklaşık 10 kat büyümüş, ABD'de aynı dönemde emeklilik varlıkları 8 kat büyüyerek 5 trilyon \$'a ulaşmıştır⁹³. 2005 yılında ise İngiltere'de 1,5 trilyon \$'a, ABD'de ise 12,3 trilyon \$'a ulaşmıştır. (Bkz.Tablo 15)

⁹¹ Hüseyin Dalğar, **Kurumsal Yatırımcılar Olarak Emeklilik Yatırım Fonlarını ve Performanslarının Değerlendirilmesi**, Türk Bankalar Birliği Yayınları No:249, Şubat 2007, s.103.

⁹² E Philip Davis "The European Pension Management Industry", **The Pensions Institute Birkbeck College Discussion Paper**, No.PI-0212, University of London, October 2002, s.4.

⁹³ Gordon L Clark, a.g.e., s.2.

Tablo 15. Dünya'da Emeklilik Fon Varlıkları (2001-2005)

Dünya'da Emeklilik Fonlarının Toplam Varlıkları (Milyon US\$ olarak)					
OECD Ülkeleri	2001	2002	2003	2004	2005
ABD	9.696.193	8.764.040	10.507.392	11.638.070	12.348.250
İngiltere	1.040.472	1.040.472	1.175.335	1.467.118	1.541.100
Japonya	580.519	561.645	658.255	710.048	864.707
Hollanda	411.460	374.875	545.239	659.839	779.843
Kanada	375.565	346.341	445.761	477.439	569.216
İsviçre	261.357	267.554	334.829	389.497	428.634
Avustralya	212.860	239.290	295.670	337.379	409.372
Finlandiya	9.991	10.606	13.406	84.271	127.691
Fransa	51.388	95.395	123.255	123.624	123.660
İspanya	35.072	39.061	54.778	95.185	112.207
Almanya	65.147	70.470	88.887	104.161	107.856
İrlanda	45.763	42.222	59.989	77.405	96.856
Danimarka	43.639	44.324	58.782	73.095	87.032
Meksika	26.600	33.643	37.213	42.718	55.095
İsveç	18.254	18.542	23.457	43.402	51.716
İtalya	25.194	28.312	36.787	44.351	49.520
Polonya	4.622	7.588	11.487	17.022	26.325
Portekiz	13.278	14.657	18.396	18.868	23.591
Norveç	6.831	7.652	10.227	16.939	20.266
İzlanda	6.636	7.481	10.781	14.103	19.517
Belçika	12.639	12.428	12.152	14.508	15.430
Kore	..	8.438	9.884	11.516	14.652
Avusturya	7.555	8.099	10.869	13.299	14.291
Yeni Zelanda	7.687	7.865	9.094	11.157	12.446
Macaristan	2.071	2.976	4.397	6.989	9.338
Çek Cumhuriyeti	1.404	2.053	2.852	3.884	5.022
Türkiye	-	-	-	209	919
Slovakya	-	-	7	7	291
Lüksembourg	-	-	-	116	131
Yunanistan	-	-	-	-	-
OECD Toplamı	12.962.197	12.056.030	14.559.182	16.496.220	17.914.971
G10 Toplamı	12.538.188	11.580.074	13.951.349	15.672.057	16.879.932
Euro Bölgesi	677.486	696.125	963.758	1.235.626	1.451.074
Brezilya	64.444
Bulgaristan	83	173	331	553	776
Endonezya	-	278	-	-	-
Estonya	-	15	90	234	449
Güney Afrika	-	-	57.337	82.756	-
İsrail	28.624	27877	30.381	33.076	-
Kolombiya	4.939	5.472	7.315	10.965	15.167
Slovenya	20	83	147	597	879
Tayland	-	5.774	7.183	7.637	8.984

Kaynak: OECD-Pension Market in Focus, Issue 3, October 2006, <http://www.oecd.org/dataoecd/21/28/37528620.pdf>, (24.05.2007), s.13.

Tablo 15'te görüleceği üzere, İngiltere ve Amerika'nın toplam emeklilik fonu varlığı, 2005 sonu itibariyle dünyadaki toplam fon varlıklarının %80'ini oluşturmaktadır. Ancak Anglo-Amerikan fenomeni için geçerli olan Emeklilik fonu kapitalizmi, gelişmiş ülkelerin hepsi için geçerli değildir. Üç büyük Avrupalı ekonomi olan Fransa, Almanya ve İtalya emeklilik fonu varlığı olarak çok daha geriden gelmektedir⁹⁴.

Tablo 16. Emeklilik Yatırım Fonlarının Portföy Yapısı (2005-% olarak)

OECD Ülkeleri	Emeklilik Fonu Varlığı	Emeklilik Fonu Varlığı	Emeklilik Fonu Varlığı	Emeklilik Fonu Varlığı	Emeklilik Fonu Varlığı	Emeklilik Fonu Varlığı	Emeklilik Fonu Varlığı	Emeklilik Fonu Varlığı	Emeklilik Fonu Varlığı
Avusturya	3,6	54,5	0,8	36,5	1,3	-	-	-	3,2
Belçika	2,5	6,7	0,3	9,8	1,1	74,9	1,2	-	3,5
Kanada	4,3	22,5	0,6	25,8	3,3	39,8	-	-	3,7
Çek Cumh.	-	82,4	-	-	0,6	-	-	-	17,0
Danimarka	0,7	50,3	-	25,9	1,7	11,2	-	-	10,2
Finlandiya	-	45,7	5,2	41,3	7,7	-	-	-	0,1
Fransa	1,6	63,4	1,2	5,3	3,1	25,8	-	-	0,3
Almanya	3,3	30,7	27,3	34,5	3,4	-	-	0,6	0,2
İtalya	4,7	36,5	-	9,9	7,8	11,3	23,9	-	5,9
Kore	8,0	78,9	10,9	0,7	-	0,1	-	-	1,3
Meksika	-	94,8	-	1,3	-	-	-	-	2,2
Hollanda	2,5	38,3	3,4	49,8	3,7	-	-	-	2,3
Norveç	4,9	55,4	1,9	28,9	4,6	-	-	-	4,3
Polonya	4,1	63,4	-	32,0	-	-	-	-	0,4
Portekiz	10,0	40,5	-	21,1	8,1	22,1	-	-	-1,9
İspanya	7,3	60,2	1,0	15,2	3,2	9,0	-	-	2,4
İsviçre	7,9	25,6	6,3	16,9	9,6	30,2	-	3,0	0,6
Türkiye	-	80,5	-	11,6	-	-	-	-	7,6
İngiltere	2,2	20,2	0,5	40,1	3,8	18,0	8,5	-	6,6
ABD	4,8	14,7	0,7	41,3	0,7	23,5	5,2	-	9,1
Diğer Ülkeler									
Brezilya	44,2	17,1	3,9	15,9	6,7	11,6	-	-	0,6
Bulgaristan	19,2	69,1	-	6,4	0,7	0,8	-	-	2,7
Kolombiya	1,1	65,9	-	11,3	-	3,8	-	-	18,0
Endonezya	70,9	10,2	0,7	4,1	6,0	1,3	-	-	6,9
Singapur	2,7	96,4	-	-	0,2	-	-	-	0,7
Tayland	40,1	42,0	-	15,0	-	1,8	-	-	1,1

Kaynak: OECD-Pension Market in Focus, Issue 3, October 2006, <http://www.oecd.org/dataoecd/21/28/37528620.pdf>, (24.05.2007), s.7.

⁹⁴ Gordon L Clark, a.g.e., s.3.

Diğer yandan Emeklilik Yatırım Fonlarının finansal piyasalara etkileri için en önemli veriyi bu fonların portföy bileşenleri oluşturmaktadır. Tablo 16’da Emeklilik Yatırım Fonlarının portföy yapısı gösterilmiştir.

Yaratılan kaynakların en önemli kısmını devlet borçlanma senetleri ve hisse senetleri oluşturmaktadır. Devlet bu fonlar aracılığıyla kısa vadeli yüksek faizle borçlanmanın önüne geçebilmekte ve dış borca olan ihtiyacı azaltmaktadır. Yine hisse senedi yatırımlarıyla kaynakların sermaye piyasalarına aktarılması, şirketlere çok büyük bir mali kaynak sağlamaktadır. Bu sayede emeklilik fonları ekonomideki büyük dalgalanmaları sınırlayacak bir mekanizma işlevi görmektedir.

3.3.3. Emeklilik Yatırım Fonlarının Portföy Yönetimi

Emeklilik fonları portföy sınırlandırmaları ile ilgili düzenlemeler dünyada iki şekilde olabilmektedir: Birinci yöntem, “Basiretli Yönetim” ya da “Basiretli İnsan Kuralı” (Prudent Man Rule), ikinci yöntem “Sınırlandırılmış Yönetim” ya da “Nicel Düzenlemeler” (Quantitative Regulations). denilmektedir.

Basiretli Yönetimin ABD uygulamasında, başkalarının para yatırımlarından sorumlu olanlar, gelirdede olduğu gibi, sermayenin de güvenliği için ihtiyatlı, basiretli, zekice ve takdir edilecek şekilde davranması gerekliliği esas alınmıştır. İngiltere uygulamasında ise, yöneticilerin şahsi işleriyle ilgili nasıl önlem alması gerekiyorsa, portföy yönetimiyle ilgili görevlerini de aynı derecede hassasiyetle yerine getirmesi gerekliliği esas alınmıştır.

Sınırlandırılmış Yönetimde, fon yönetiminin hangi yatırım araçlarına, azami ne kadar yatırım yapabileceği önceden düzenlenmektedir. Basiretli yönetime göre tutucu bir yaklaşım olan üst-sınır uygulamasında amaç, bireylerin emeklilik tasarruflarının, fon yönetiminde, fonun varlığını tehlikeye atacak şekilde risk taşıyan spekülasyon yatırım araçlarına yöneltilmesini engellemek; belirlenen portföy çeşitliliği sayesinde riski azaltmaktır. Derinliği olmayan, spekülasyona açık, istikrarsız para ve sermaye piyasalarına sahip ülkelerde, yatırım yapılacak yatırım araçlarına kamu otoritesince üst limitler konması yaygın bir durumdur. Gelişmekte olan ülkelerde bu uygulamanın amacı, volatilitesi yüksek olan hisse senetleri piyasasına yapılacak yatırımların fon

içindeki ağırlığını düşük tutmaktır⁹⁵.

Emeklilik fonlarına getirilen temel sınırlandırmalardan en önemlisi, işverenin kendi menkul kıymetlerine yatırım yapılmasına ilişkin olan sınırlandırmadır. Basiretli Yönetimin geçerli olduğu ABD, İngiltere gibi ülkelerde bile bu konuda sınırlandırmalar getirilmiştir. Ülkeden sermaye çıkışını engellemek için yabancı menkul kıymetlere yapılan yatırımlara da sınırlandırma getirilmiştir.

Emeklilik fonlarının yatırım sınırlamaları ile ilgili yurtdışı uygulamalar incelendiğinde genellikle⁹⁶;

- 1) Emeklilik fonu portföylerine dahil edilebilecek varlık grupları,
- 2) Bir varlık grubunda yer alan menkul kıymetlere yapılabilecek maksimum yatırım sınırı,
- 3) Tek bir enstrümana yapılabilecek yatırımın oranı,
- 4) Belirli fayda esasına dayalı fonlarda, varlık ve yükümlülüklerin vade ve/veya süreleri ile para birimi açısından uyumlaştırılması,
- 5) Finansal türev araçların kullanımı ile ilgili sınırlamalarla karşılaşmaktadır.

Emeklilik fonunun yatırım yapabileceği varlıklarla ilgili olarak getirilen yatırım sınırlamaları, etkin portföy sınırının altında portföyler oluşturulmasına neden olarak beklenen getirilerde dengesiz düşüşler yaratmakta ve bunun karşılığında elde edilen portföylerin daha düşük risk taşıdığına dair kesin bir bulgu elde edilememektedir. 1984–1998 döneminde, emeklilik fonlarının yönetiminde basiretlilik ilkesini tercih eden İrlanda, ABD, İngiltere, Belçika ve Hollanda’da bu fonların ortalama yıllık reel getirisi %10,8 iken; yatırım sınırlamalarına dayalı düzenlemelerin bulunduğu Almanya, Danimarka ve İsviçre’de bu oran %6 olarak gerçekleşmiştir. Emeklilik fonlarının dönemsel getiri oranlarının emeklilik döneminde elde edilecek birikim üzerindeki kümülatif etkisinin büyüklüğü göz önünde bulundurulduğunda, aradaki yaklaşık %4’lük farkın önemi ortaya çıkmaktadır⁹⁷.

⁹⁵ Şenol Serkan Şentürk, "Özel Emeklilik Fonlarında Vergilendirme ve Fon Yönetimi", **Birlik'ten Dergisi**, Türkiye Sigorta ve Reasürans Şirketleri Birliği, Sayı: 10, Ekim 2000'den Uşun, a.g.e., ss.42-43.

⁹⁶ Selin Soylu, "Emeklilik Yatırım Fonlarının Yönetimi", (Yeterlilik Etüdü, Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yatırımcı Dairesi, 2004), s.12.

⁹⁷ Selin Soylu, "Emeklilik Yatırım Fonlarının Yönetimi", a.g.e., s13.

Dünyadaki uygulamalara örnek vermek gerekirse⁹⁸; Avusturya'da ihraççının kendi yatırım araçlarına yatırım oranı % 10'dur. En az varlıkların % 35'i Euro cinsinden menkul kıymetlere yatırılmalıdır.

Almanya'da basiretli yönetim ilkeleri geçerli değildir. Fonun % 20-25'i hisse senetlerine, % 15-25'i sabit varlıklara yatırılmaktadır. İhraççı kendi yatırım araçlarına en fazla % 10 oranında yatırım yapabilmektedir. Avrupa Birliği'ne üye olmayan ülkelere yatırım % 6 ile sınırlandırılmıştır.

İtalya'da basiretli yönetim ilkeleri geçerlidir. Emeklilik fonları yatırımlarının en önemli özelliği, sadece yatırım araçlarına ve mala yatırım yapmaları değil, poliçelere de yatırım yapılabilmesidir. Böylece emeklilik fonu finansal kurum olarak değil, sigorta şirketi olarak çalışmaktadır. Ayrıca tek bir ihraççının veya grubun hisse senedi veya borçlanma senetleri, fon varlıklarının %15'ini geçmemek üzere portföye alınabilmektedir. Fon varlıklarının en az üçte biri emeklilik ödemelerinin yapılacağı para birimi cinsinden varlıklara yatırılmaktadır.

Hollanda'da basiretli yönetim ilkeleri geçerlidir. Nicel sınırlandırmalar ve yurtdışına yatırım sınırlandırmaları yoktur. İhraççının kendi yatırım araçlarına yatırım % 5 ile sınırlıdır. Hollanda Anglo-Sakson uygulamasına önemli bir örnektir. Çünkü Hollanda'da özel emeklilik fonları Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'nın % 125'i gibi önemli bir seviyededir.

İngiltere'de basiretli yönetim ilkeleri geçerlidir. İhraççı kendi varlıklarına % 5'ten fazla yatırım yapamaz. Yabancı yatırımları engelleyici bir düzenleme yoktur. İngiltere'de portföy kısıtlamalarının olmaması özel emeklilik fonların gelişmesini sağlamaktadır.

ABD'de de basiretli yönetim ilkeleri geçerlidir. Portföy çeşitliliğinin sağlanması esastır. İhraççının kendi şirketleriyle ilgili yatırımlar fon varlıklarının %10'u ile sınırlıdır.

⁹⁸ Juan Yermo, "Survey of Investment Regulation of Pension Funds", November 2003, <http://www.oecd.org/dataoecd/51/51/25589627.pdf>, (02.03.2007), ss. 3-17.

Diğer yandan emeklilik portföyünün iyi yönetilmesi bireysel yatırımcının gelirini doğrudan etkilemektedir. 21 yüzyılda milyonlarca insan, emeklilik geliri sağlamak amacıyla emeklilik fonlarına güvenmektedir. Yatırım uzmanlarının üzerine resmi sınırlamalara uymanın yanısıra önemli görevler düşmektedir.

Buna rağmen yatırım firmaları, finansal planlamacılar ve devlet kuruluşları; bireysel yatırımcılara sadece, içinde önemli oranda hisse senedi bulunan iyi çeşitlendirilmiş emeklilik fonlarına yatırım yapmalarını tavsiye etmektedir. Ancak unutulmamalı ki risk ve getiri fırsatlarını dikkate alarak yönlendirme yapmaları gerekmektedir. Bu konuda yatırım uzmanlarına verilebilecek somut önerilerden bazıları ise şunlardır⁹⁹:

- 1) Minimum gelir elde etmek amacıyla; sponsor (işveren) destekli belirli katkı planlarında enflasyona endeksli anüitelere mutlaka yer verilmelidir.
- 2) Katılımcılardan emeklilik şartlarına erişip de emekliliklerini erteleyenler, en uygun portföylere yönlendirilmelidir. Katılımcılar ne kadar geç emekli olacaklarsa o denli yüksek oranda hisse senetlerine yatırım yapılmalıdır.
- 3) Bireysel emeklilik planlarında, opsiyon gibi türev araçlara yatırımın teşvik edilmesi suretiyle bireysel yatırımcıların risk-getiri fırsatları çeşitlendirmelidir. Üstelik yatırım yapılan türev araçlar, bir yandan minimum emeklilik gelirini garanti ederken bir yandan da borsa (endeks) kazancına katılım sağlayabilmektedir.

⁹⁹ Zvi Bodie, "Retirement Investing: A New Approach", **Boston University School of Management Working Paper**, No:2001-03, February 2001, s.9.

4. TÜRKİYE’DE BİREYSEL EMEKLİLİK SİSTEMİ

Sosyal güvenlik alanında dünya genelinde gelişen reform hareketlerinin paralelinde Türkiye’de de reform çalışmaları yapılmış ve bireysel emeklilik sistemi kurulmuştur. Bu bölümde Türk sosyal güvenlik sisteminin yapısı ve henüz yeni sayılan bireysel emeklilik sistemi ayrıntılarıyla incelenecektir.

4.1. TÜRK SOSYAL GÜVENLİK SİSTEMİNİN YAPISI

Türk sosyal güvenlik sistemi, esas olarak birinci basamakta yer alan kamu emeklilik sisteminden oluşmaktadır. Devlet; sosyal güvenlik garantisi sağlama görevini, Sosyal Sigortalar Kurumu (SSK), Esnaf ve Bağımsız Çalışanlar Kurumu (Bağ-Kur) ve T.C. Emekli Sandığı Kurumlarıyla yerine getirmektedir. Zorunlu sigortalılığın esas olduğu bu kurumlar aracılığıyla, öncelikle gelirin yeniden dağılımı ve sigorta fonksiyonlarının yerine getirilmesi amaçlanmaktadır.

Tam olarak karşılamasa da; ülkemizde ikinci basamak sosyal güvenlik kurumlarına, başta OYAK ve Amele Birliği olmak üzere, bazı özel ve kamu kurumlarının oluşturduğu yardımlaşma ve dayanışma sandıklarını örnek vermek mümkündür. Ancak, bu kurumların varlığı çok basamaklı bir sistemden bahsedilmesine olanak verecek yaygınlıkta değildir.

Sistemin üçüncü basamağı ise tamamen özel emeklilik şirketlerinin bireysel emeklilik sistemine bırakılmıştır. Bu basamağın; gerek kurumsal yapı, gerekse finansman bakımından birinci basamak sosyal güvenlik kurumları ile herhangi bir ilişkisi bulunmamaktadır.

Sonuçta son birkaç yıldaki gelişmeleri saymazsak temelde Türk sosyal güvenlik sistemi, birinci basamakta yer alan T.C. Emekli Sandığı, SSK, (Bağ-Kur) olmak üzere üç devlet kurumundan oluşmaktadır.

4.1.1. T.C. Emekli Sandığı

T.C Emekli Sandığı (ES), memur statüsünde çalışanların sosyal güvenlik haklarını düzenleyen, onların geleceğini güvence altına alan bir kurumdur.

Cumhuriyetin ilk yıllarından başlayarak bazı bakanlıklar, KİT'ler ve bazı kamu kuruluşlarında çalışan memur ve hizmetliler için ayrı ayrı sandıkların kurulması, bir kısım memurların emekli aylıklarının ise devlet bütçesinden karşılanması dağınık bir sisteme yol açmıştır. 5434 sayılı yasayla 1949 yılında kurulan T.C. Emekli Sandığı, bu karışıklığa son vermiş ve tüm sandıkları birleştirerek bir araya toplamıştır¹⁰⁰.

T.C Emekli Sandığı, iştirakçileri ile onların eş ve çocuklarına yaşlılık, malullük ve ölüm hallerinde sosyal güvenlik sağlamakta; ancak hastalık ve analık sigortasını işveren durumunda olan devlet ve diğer kamu tüzel kişilerinin karşılamasını öngörmektedir¹⁰¹.

4.1.2. Sosyal Sigortalar Kurumu

Sosyal Sigortalar Kurumu (SSK) en büyük sosyal sigorta kuruluşudur. 09.07.1945 tarihi ve 4792 sayılı kanunla “İşçi Sigortaları Kurumu” adı ile kurulmuş, 01.03.1964 tarihinde yürürlüğe giren 506 sayılı kanunla Sosyal Sigortalar Kurumu adını almıştır. Çalışma ve Sosyal Güvenlik Bakanlığına bağlı, mali ve idari açıdan özerk bir kamu kuruluşudur.

SSK, 506 sayılı kanun hükümlerine göre malul kalanlara malullük aylığı, yaşlılık sigortasından aylık alma şartlarını yerine getirenlere yaşlılık aylığı, ölüm halinde ise hak sahiplerine ölüm aylığı bağlamaktadır¹⁰².

4.1.3. Esnaf ve Bağımsız Çalışanlar Kurumu

En son kurulan, ancak kapsamına aldığı kişi sayısı bakımından ülkemizin ikinci büyük sosyal sigorta kuruluşudur. 02.09.1971 tarihinde ve 1479 sayılı “Esnaf ve Sanatkarlar ve diğer Bağımsız Çalışanlar Sosyal Sigortalar Kurumu Kanunu”yla kurulmuş, sanayi ve hizmetler kesiminde kendi nam ve hesabına çalışanları kapsamına almıştır. Esnaf ve Bağımsız Çalışanlar Kurumu (Bağ-Kur), Çalışma ve

¹⁰⁰ Çağatay Ergenekon, “Emekliliğin Finansmanı: Global Uygulamalar Işığında Türkiye İçin Bir Özel Emeklilik Modeli Önerisi”, s.8.

¹⁰¹ http://www.emekli.gov.tr/kurulus_ve_gorev.htm, (14.04.2007).

¹⁰² Yusuf Alper, **Türkiye’de Sosyal Güvenlik ve Sosyal Sigortalar (SSK, BAĞ-KUR)**, 2.b, İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım, 1999, ss.36-37.

Sosyal Güvenlik Bakanlığına bağlı, özerk bir kamu kuruluşudur.1984 yılında çıkan 2926 sayılı yasayla, tarımda bağımsız çalışanlar da zorunlu sigortalı olarak Bağ-Kur kapsamına alınmıştır¹⁰³.

4.2. SOSYAL GÜVENLİK SİSTEMİNİN SORUNLARI VE REFORM ÇALIŞMALARI

1980'li yıllardan itibaren dünya çapında görülen sosyal güvenlik krizi Türkiye'yi de ciddi sorunlarla karşı karşıya bırakmıştır. Sosyal güvenlik kuruluşlarının yıllık gelirleri giderlerini karşılayamadığından açıklar vermekte ve bu durum süreklilik arz etmektedir. Devlet yardımı olmaksızın bu kuruluşları ayakta tutmak mümkün değildir.

Bu kuruluşlar içinde Emekli Sandığı'nın geçtiğimiz yıllara kadar gelir-gider dengesinde büyük açıklar yaşamamasının nedeni; erkeklerin 55, kadınların 50 yaşında emekli olması şeklinde nispeten makul bir yaklaşımın uygulamasıdır. Yinede, başta uzayan yaşam süresi gibi bir çok etkene bağlı olarak önemli sorunlarla karşı karşıyadır. Bağ-Kur ise aktüeryal açıdan son derece sağlıksız bir yapıya sahiptir. En genç sosyal güvenlik kurumu olmasına rağmen, büyüklüğüne oranla en sorunlu kuruluştur.

4.2.1. Sosyal Güvenlik Sisteminin Sorunları

Ülkemizdeki sosyal güvenlik kurumlarının sorunları ve bu sorunların ortaya çıkış nedenleri aşağıdaki başlıklar altında özetlenebilir.

4.2.1.1. Demografik Değişim

Dünya genelindeki her ülkede olduğu gibi ülkemizde de demografik yapı değişmektedir. Ortalama yaşam süresi uzarken, ölüm oranı düşme eğilimine girmektedir. Tablo 17'de 2050 yılına kadar ülkemizdeki hayatta kalma beklentisi görülmektedir.

¹⁰³ Yusuf Alper, **Türkiye'de Sosyal Güvenlik ve Sosyal Sigortalar (SSK, BAĞ-KUR)**, s.38.

Tablo 17. DoğuŖta Beklenen YaŖam Süresi Projeksiyonu

DoğuŖta beklenen yaŖam süresi (yıl)	2025	2030	2035	2040	2045	2050
Toplam	74,4	75,5	76,2	76,4	76,6	77,3
Erkek	71,8	72,8	73,3	73,5	73,7	74,3
Kadın	77,1	78,4	79,2	79,5	79,7	80,4

Kaynak: TÜİK - http://www.tuik.gov.tr/PreIstatistikTablo.do?istab_id=242 (10.06.2007).

Tablo 17’de ölkemizdeki beklenen yaŖam süresinin de geçen yıllar itibariyle artmakta olduğu gözlemlenmektedir. Sonuçta yapılan uygulamaların aktüeryal açıdan sürdürülebilir olmadığı ortadadır.

Sigorta sisteminin finansman sorunu, emeklilik yaŖı ve yaŖam beklentisi arasındaki dengenin sağlanmasıyla yakından ilgilidir. Ortalama insan ömrü dikkate alındığında Türkiye’deki emeklilik yaŖı, Avrupa ölkelerinin gerisinde olmakla beraber Türkiye’deki yaŖam beklentisine göre kabul edilebilir bir seviyede bulunmaktadır¹⁰⁴. Bu durum aslında Türkiye için önemli bir fırsat yaratmaktadır. Nüfusun yaŖlandığı gerçeğini göz önünde bulundurularak Ŗimdiden önlem almak mümkündür.

4.2.1.2.Politik Müdahaleler ve Erken Emeklilik

YaklaŖık altmış yıl önce Türkiye’de emeklilik yaŖı, kadın-erkek ayrımı yapılmaksızın 60 iken, popölist politikaların etkisiyle yaŖlılık aylığı almak için yaŖ koŖulu kaldırılmıştır. AŖağıdaki Tablo 18’de 1950’den bu yana yaŖanan geliŖmeler durumu özetlemektedir.

Bu geliŖmeler sonucu yakın geçmişte, 5.000 gün prim ödeyen bayanlar 38, erkekler ise 43 yaŖında emekli olabilmek hakkını elde edebilmiştir. Oysa OECD ölkelerinde ortalama emeklilik yaŖı; kadınlarda 63, erkeklerde 65 olup bu ölkelerde dođuŖta yaŖam beklentisi; kadınlarda 81, erkeklerde 75’tir. Türkiye’de ise, sırası ile 74 ve 69’dur. TÜİK’in yaptığı projeksiyonlarda 55 yaŖındaki bir kadının geri kalan ömrünün 22 yıl, 60 yaŖındaki bir erkeğin ise 11 yıl olduğunu ortaya koymaktadır¹⁰⁵.

¹⁰⁴ 9. Kalkınma Planı, **Sosyal Güvenlik Özel İhtisas Komisyonu Raporu**, Ankara, 2006, s.24.

¹⁰⁵ TÜİK - http://www.tuik.gov.tr/PreIstatistikTablo.do?istab_id=242, (10.06.2007)

Tablo 18. Yaşlılık Sigortasından Dolayı Emekli Olma Koşulundaki Gelişmeler

Yıl	Kadın	Erkek
1950	60 yaş	60 yaş
1965	55 yaş	60 yaş
1969	25 yıl sigortalılık	25 yıl sigortalılık
1976	20 yıl sigortalılık	25 yıl sigortalılık
1986	55 yaş	60 yaş
1992	20 yıl sigortalılık	25 yıl sigortalılık
1999	58 yaş	60 yaş

Kaynak: Fatma Başterzi, “Yaşlılık Sigortası”, Türkiye İşveren Sendikaları Konfederasyonu Yayınları No:275, 8 Eylül 2006, Ankara, s.113.

Diğer yandan emeklilik yaşının ortalama yaşam süresinden aylık ödemesi gereken süre çıkarıldıktan sonra bulunacak yaş olduğu kabul edilmektedir. Sosyal Sigortalar Kuralları gereği ilgiliye prim ödeme süresinin 1/3’ü kadar süre emekli aylığı bağlanması uygun bulunmaktadır. Avrupa ülkelerinde aylık alma süresi 10-12 yıldır. Türkiye’de ise 4447 sayılı yasa ile yaş koşulunda değişiklik yapılmadan önce bu süre ortalama 18 yıl olarak hesaplanmıştır. Hatta yaş koşulunun kaldırılmasından sonra kadınlara 38, erkeklere de 43 yaşında yaşlılık aylığına hak kazanma şansı tanındığı dikkate alındığında, yaşlılık aylığı alma süresinin sadece 20 yıl prim ödeyen sigortalı için 27 yıl gibi bir süreye ulaşılabilirdiği gerçeği ile karşılaşılmaktadır¹⁰⁶.

Bunların yanı sıra OECD ülkelerinde 6 olan aktif / pasif sigortalı oranı, ülkemizde Emekli Sandığı için 1.6, Bağ-Kur için 2.4, SSK için 1.7 ve ortalama olarak 1.9’dur. Dolayısıyla Türkiye’de kabaca her iki çalışandan biri, bir emekliye bakmaktadır ki bu oldukça yüksek bir orandır.

4.2.1.3. Kayıt Dışı Sektör

Kayıt dışı sektör bir çok açıdan ödemeler dengesini olumsuz etkilediği gibi sosyal güvenliği de derinden etkilemektedir. Ülkemizde 2004 yılı itibariyle kayıt dışı çalışanların toplam çalışan 23 milyon kişi içerisindeki oranı %55,4 gibi oldukça yüksek bir oran olarak tespit edilmiştir¹⁰⁷.

¹⁰⁶ Fatma Başterzi, “Yaşlılık Sigortası”, Türkiye İşveren Sendikaları Konfederasyonu Yayınları No:275, Ankara, 2006, s.113.

¹⁰⁷ Dalğar, a.g.e., s.42.

4.2.1.4. Sosyal Güvenlik Açıklarının Devletçe Karşlanması

Devlet, prim ödemediği gibi, hem başta SSK olmak üzere tüm fonları düşük faizle kullanmakta ve hem de yönetiminde ağırlıklı olarak yer almakta; buna karşılık oluşan açıkları finanse etmektedir. Bu da devletin ödemeler dengesine önemli bir yük getirmektedir. Tablo 19’da Sosyal Güvenlik açıklarını kapatmak üzere yapılan bütçe transferleri görülmektedir.

Tablo 19. Sosyal Sigorta Kuruluşlarına Yapılan Bütçe Transferi (Milyar YTL)

YILLAR	Emekli Sandığı	SSK	Bağ-Kur	Toplam Transfer
2000	945	400	1.051	2.396
2001	1.701	730	1.437	3.868
2002	2.976	3.180	2.943	9.099
2003	3.885	4.505	4.922	13.312
2004	4.994	5.757	5.336	16.087
2005	5.286	6.592	5.993	17.871
2006	5.487	9.800	7.150	22.437
Toplam	25.274	30.964	28.832	85.070
Toplam İçindeki Oranı (yüzde)	29,71	36,4	33,89	100

Kaynak: 9. Kalkınma Planı, Sosyal Güvenlik Özel İhtisas Komisyonu Raporu, Ankara, 2006, s.13.

4.2.1.5. Yüksek Prim Oranları

Sigortalı çalıştırmaktan kaçınmanın en önemli nedeni, işçi ve işveren tarafından ödenen toplam % 36,5 - % 42,5 arasında değişen sigorta primleridir. Bu yüksek oranla Türkiye, Avrupa Birliği ülkeleri arasında ilk sıralarda yer almaktadır. Yüksek prim oranlarının işgücü maliyetlerini yükseltmesi işverenleri sermaye-yoğun yatırımlara yönlentmektedir. Tablo 20’de bazı Avrupa ülkelerinin prim oranları görülmektedir¹⁰⁸.

¹⁰⁸ Arzu Yurtman ve Muhsin AKGÜR, AB Ülkelerinde Sosyal Güvenlik Sistemi ve Prim Kesintilerinin Sosyal Taraflar Üzerindeki Yükü, İTO Yayınları, İstanbul, s.33.

Tablo 20. AB Üyesi Ülkeler ve Türkiye'deki Sosyal Güvenlik Prim Oranları (%)

İtalya	40-45	9,19	49,19-54,19
Avusturya	21,65-21,80	17,15-17,70	38,80-39,50
Finlandiya	19,31-22,51	6,12	25,43-28,63
İsveç	32,82	7	39,82
Belçika	32,44	13,07	45,51
İspanya	30,8	6,35	37,15
Fransa	25	9,4	34,4
Portekiz	23,75	11	34,75
Almanya	20,65	20,65	41,3
İngiltere	8,30-11,80	8,4-10	16,7-21,8
Norveç	14,1	7,8	21,9
Hollanda	13,35	7,5	20,85
Türkiye	21,5-27,5	15	36,5-42,5
Danimarka	-	8	8

Kaynak: Arzu Yurtman ve Muhsin AKGÜR, **AB Ülkelerinde Sosyal Güvenlik Sistemi ve Prim Kesintilerinin Sosyal Taraflar Üzerindeki Yükü**, İTO Yayınları, İstanbul, s.33.

4.2.1.6. Diğer Sorunlar

Yukarıda belirtilen sorunların yanı sıra sosyal güvenlik sistemini sıkıntıya sokan diğer sorunlar şu şekilde özetlenebilir. Türkiye ekonomisi giderek reel büyümeden uzaklaşmakta ve rant ve faiz gelirleri artmaktadır. Hatta dünyadaki reel faiz getirisinin en yüksek olduğu ülkelerden biridir. Kamu harcamalarının dengeleri bozulmuş, finansal disiplin ve sorumluluk ahlakı tamamen ortadan kalkmıştır. Ekonomik büyümenin sosyal maliyeti, reel ekonomiye yük olmaktadır. Diğer yandan sosyal güvenlik gelirlerinin randımanlı değerlendirildiğini de söylemek güçtür.

Ülkemiz gibi, pek çoğu genç bir nüfusa sahip bulunan gelişme sürecindeki ülkelerin sosyal güvenlik sisteminin krize girmesinde ağırlıklı rolü, aktüeryal ilkelere aykırı uygulamaların oynadığı gözlemlenmektedir. Bu ülkelerin büyük bölümünde, sosyal güvenlik sisteminde aktüeryal dengenin önemi, yasa koyucular ve icra yetkisini taşıyanlar tarafından anlaşılammış, politik müdahale genellikle sistemin dengesini güçlendirmek yerine, denge halini bozucu yönde yapılmıştır¹⁰⁹. Yukarıda ifade edilen demografik değişim ve hatalı uygulamaların sosyal güvenlik sistemine

¹⁰⁹ 8. Beş Yıllık Kalkınma Planı, **Sosyal Güvenlik Sistemi Finansmanı Özel İhtisas Komisyonu Raporu**, Ankara, 2001, s.69.

verdiği zararın aktüeryal denge projeksiyonlarına yansımalarıyla birlikte, 20. yüzyılın son çeyreğinden itibaren alternatif sistem arayışları da hız kazanmıştır.

Genel ekonomik durumu da olumsuz etkileyen sosyal güvenlik sistemindeki bu sorunlar emeklilik sistemlerinin çok ayaklı yapıda olmasını bir zorunluluk haline getirmiştir. Bu amaçla son on yılda gerçekleştirilen reform çalışmaları ile Türk Sosyal Güvenlik Sistemi önemli bir dönüm noktasına gelmiştir.

4.2.2. Türkiye’de Reform Çalışmaları

Sosyal Güvenlik reformunun temel amacı; adil, kolay erişilebilir, yoksulluğa karşı daha etkin koruma sağlayan, mali açıdan sürdürülebilir bir sosyal güvenlik sistemine ulaşabilmektir. Tüm nüfusu kapsayan tek bir emeklilik, tek bir sağlık sistemi, muhtaçlığa dayalı ve adil bir sosyal yardım sistemi ile sosyal güvenlik kurumlarının tek çatı altında birleştirilmesini içeren oldukça kapsamlı bir reform yapılması hedeflenmiştir¹¹⁰.

Uzun dönemli aktüeryal dengelerin yeniden tesisini ve kurumsal etkinliği geliştirmeyi amaçlayan kapsamlı bir sosyal güvenlik reformu iki aşamalı bir süreç olarak tasarlanmış ve 1999 yılından bu yana hayata geçirilmeye başlanmıştır.

4.2.2.1. Birinci Aşama

Reform planının ilk aşamasını oluşturan ve yapılması acil olan temel önlemleri ve sistemimizin temel parametrelerinde önemli değişiklikleri içeren 4447 sayılı reform yasası 8 Eylül 1999’da Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir.

Birinci aşama ile kayıt dışı istihdamın önlenmesine yönelik tedbirler getirilmiş, prime esas ücret tavanı ve emekli aylıklarının hesaplanmasında ödenen primlerin etkisi artırılmış, böylece daha çok prim ödeyenin daha çok emekli aylığı alması olanaklı hale getirilmiştir. Ayrıca yasa ile, kademeli olarak emeklilik yaşı yükseltilmiştir. Emeklilik aylıkları ise, diğer ülkelerde olduğu gibi yaşlılık nedeniyle

¹¹⁰ Yakup Süngü, “Sosyal Güvenlik Reformu’nun Gelir Dağılımı Üzerindeki Etkisi” **TÜHİS İş Hukuku ve İktisat Dergisi**, C.20, S.4-5, Kasım 2006/Şubat 2007, s.49.

işgücü piyasasından çekilmiş insanlara ödenen ve enflasyona endeksli reel alım gücünün korunduğu bir ödeme haline getirilmiştir¹¹¹.

4.2.2.2. İkinci Aşama

Reformun ikinci aşamasında ise kamu emeklilik programlarını tamamlayıcı nitelikte bireysel emeklilik programı hayata geçirilmiştir. Bununla birlikte, sosyal güvenlik kurumlarının idari ve örgütsel olarak yeniden yapılandırılmaları, dağınık yapıda olan sosyal yardım ve sağlık sistemlerinin yeniden yapılandırılmaları amaçlanmıştır¹¹².

Bu çerçevede, mevcut sosyal sigorta kuruluşlarınca uygulanan sigorta programları arasında norm ve standart birliğinin sağlanması, bu kurumlar arasında ortak veri tabanının oluşturulması ve bunların aktüeryal ve mali durumlarının izlenmesi amacıyla Çalışma ve Sosyal Güvenlik Bakanlığı bünyesinde bir şemsiye kuruluş niteliğinde Sosyal Güvenlik Kurumu kurulmuştur.

Sosyal Güvenlik Reformu kapsamında hazırlanan Sosyal Güvenlik Kurumu Kanunu 20 Mayıs 2006 tarihinde yürürlüğe girmiştir. Aynı paralelde Sosyal Sigortalar ve Genel Sağlık Sigortası Kanunu ise 16 Haziran 2006 tarihinde yayınlanmış ancak, Anayasa Mahkemesinin 15 Aralık 2006 tarihinde bazı maddelerinin iptali yönünde verdiği karar doğrultusunda Kanun'un yürürlük tarihi 1 Temmuz 2007'ye ertelenmiş ve son olarak TBMM'de kabul edilen 5655 sayılı Kanun ile 1 Ocak 2008 olarak değiştirilmiştir¹¹³.

Ancak 59. hükümetin yürüttüğü reform süreci, belirli açılardan eleştiri konusu olmaktadır. Bu eleştirilerden bazıları ise şunlardır¹¹⁴:

1) Türk sosyal güvenlik sistemi, adeta sil-baştan denilecek kapsamda

¹¹¹ Giray Küçükkoçaoğlu, "Ders Notları", (Başkent Üniversitesi, 2007), s.26, <http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazcuma20.doc>, (23.04.2007).

¹¹² A. Tuncay Teksöz, "Sosyal Güvenlik Sisteminde Reform", **TİSK İşveren Dergisi**, Mayıs 2003, http://www.tisk.org.tr/isveren_sayfa.asp?yazi_id=719&id=43, (31.05.2007).

¹¹³ Sosyal Güvenlik Kurumu, Sosyal Güvenlik Reformu: Uygulama Öncesi Yeni Yaklaşım, Mayıs 2007, http://www.sgk.gov.tr/doc/SosyalGuvencikReformu_UygulamaOncesiYeniYaklasim.pdf, (08.06.2007), s.46

¹¹⁴ Yusuf Alper, "Sosyal Güvenlik Sistemimizde Reform: Temel Esaslar ve Tartışmalar", **TİSK İşveren Dergisi**, C.44, Sayı:2, Kasım-2005, s.55

değiştirilmekte, yeniden yapılandırılmaktadır. Bu değişikliklerin reform niteliğinde olup olmadığı zaman içinde görülecektir.

- 2) Sosyal güvenlik sisteminin yeniden yapılanması gereği, Türkiye'nin ihtiyaçlarından ve gerçeklerinden ziyade IMF programının bir gereği gibi görülmüş ve çalışmalara IMF gölgesi düşmüştür.
- 3) Sosyal sigorta mevzuatının tekleştirilmesi, çalışan grupları arasında yönetilebilirlik problemlerinin ortaya çıkmasına yol açacaktır.
- 4) Yeni sistemin sosyal yardım ve hizmetler ayağı, sosyal sigortaların sağlıklı işlemesini temine yönelik bir noktada olmaktan uzak bir görüntü vermektedir.
- 5) Yeni sosyal güvenlik sistemi, esas olarak çok ayaklı bir sistem olarak düşünülmüş olmakla birlikte, sistemin ikinci ve üçüncü ayakları zayıf kalmış görünmektedir.
- 6) Yeni sistem, uzun vadeli sigorta kollarında sosyal güvenliğin gelirin yeniden dağıtımını sağlama fonksiyonunu ortadan kaldırmaktadır.

Ayrıca reform sürecinin ikinci aşamasında emeklilik programlarını tamamlayıcı nitelikte bireysel emeklilik sistemi; "Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu" ile Türkiye'de ilk defa hayata geçirilmiştir.

4.3. BİREYSEL EMEKLİLİK SİSTEMİ

Sosyal güvenlik reformunun bir parçası olan ve kamu emeklilik sistemini tamamlaması amaçlanan Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu, TBMM tarafından 28 Mart 2001 tarihinde kabul edilmiş, 7 Nisan 2001 tarih ve 24366 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır. Kanunun yürürlüğe girdiği 7 Ekim 2001 tarihinden sonra tamamlayıcı mevzuat çalışmaları devam etmiş, bu süreçte Hazine Müsteşarlığınca on Emeklilik Şirketine hayat sigorta şirketinden Emeklilik Şirketine dönüşüm ve bir şirkete Emeklilik Şirketi kuruluş izni ile on bir şirkete emeklilik branşı faaliyet ruhsatı verilmiştir. İlk emeklilik planlarının tasdiklenmesiyle, 27 Ekim 2003 tarihinde bireysel emeklilik sistemi fiilen başlamıştır¹¹⁵.

¹¹⁵ Emeklilik Gözetim Merkezi, **Bireysel Emeklilik Sistemi Gelişim Raporu 2004**, 2005, s.21.

4.3.1. Sistemin Temel Özellikleri

Bireysel Emeklilik Sistemi, bireylerin gelir elde ettikleri dönemde düzenli olarak tasarruflarda bulunmaları, yatırıma yönlendirilen tasarruflarıyla birikim oluşturmaları ve emeklilikte gelir elde etmeleri üzerine kurulmuş bir özel emeklilik sistemidir. Bu sistem ile, hem bireylerin emeklilik dönemindeki refah düzeyinin yükselmesi, hem de oluşan uzun vadeli emeklilik fonlarının ekonomiye ciddi bir kaynak yaratması beklenmektedir.

Henüz çok yeni olan ancak önümüzdeki yıllarda hızla büyümesi beklenen bireysel emeklilik sistemi, kişilerin aktif çalışma yaşamları süresince birikimlerini uzun vadeli yatırıma yönlendirerek emeklilik dönemlerinde, yaşam standartlarını koruyabilecekleri bir gelir elde etmelerini sağlayan özel bir emeklilik sistemidir. Kişiler bu sisteme gönüllü katılarak, sosyal güvenlik sisteminin sağladığı emeklilik gelirine ek bir gelir sağlayabilmektedir¹¹⁶.

Mevcut kamu emeklilik sisteminin tamamlayıcısı niteliğinde olan sistemin temel unsurları şunlardır¹¹⁷.

- Gönüllü katılım,
- İşveren katkısı, (Ödenen katkıların gider yazılabilmesi)
- Kamu emeklilik sisteminin tamamlayıcısı,
- 10 yıl sistemde kalma ve 56 yaş zorunluluğu,
- Birikimlerin Emeklilik Yatırım Fonlarında değerlendirilmesi,
- Katılımcılara seçim hakkı verilmesi,
- Bireysel hesaplarda takip,
- Kamunun düzenlemesi, gözetimi ve denetimi,
- Uzmanlaşma,
- Şeffaflık (bireylerin istedikleri zaman birikmiş fonları inceleyebilmesi),
- Vergisel teşvikler.

¹¹⁶ Emeklilik Gözetim Merkezi, **Bireysel Emeklilik Sistemi Gelişim Raporu 2004**, s.21.

¹¹⁷ Hüseyin Dalğar, a.g.e., s.46.

4.3.2. Sistemin Amacı ve Kapsamı

4632 sayılı “Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu”yla sağlanmak istenen amaçlar esas olarak “sosyal amaçlar ve ekonomik amaçlar” olmak üzere iki ana başlık altında aşağıdaki gibi sıralanabilir¹¹⁸.

Sosyal amaçlar;

- Kamu sosyal güvenlik sisteminin tamamlayıcısı niteliğinde yeni ek sosyal güvenlik garantisi sağlayan kurumsal yapı oluşturmak,
- Bireylerin emekliliğe yönelik tasarruflarını teşvik etmek ve emeklilik dönemlerinde refah düzeylerini yükseltecek ek bir gelir elde etmelerini sağlamak,
- Emeklilik dönemleri için tasarruf etmek isteyenlere alternatif yatırım imkanları sunmaktır.

Ekonomik amaçlar ise;

- Ekonomiye uzun vadeli kaynak yaratarak istihdamın artırılmasını sağlamak,
- Tasarruf yetersizliği problemini ortadan kaldırarak ekonomik kalkınmayı hızlandırmaktır.

4632 sayılı kanun Bireysel Emeklilik Sisteminin kapsamını da belirlemiştir.

Buna göre kanun¹¹⁹;

- Emeklilik şirketlerinin kuruluş, çalışma, yönetim ve denetimi,
- Kişilerin sisteme katılma, ayrılma ve emeklilik koşullarını,
- Emeklilik Yatırım Fonlarının kuruluşunu,
- Katkıların bu fonlarda toplanmasına ve değerlendirilmesini,
- Aracılık hizmetlerini,
- Kamuya açıklanacak bilgilerin kapsamını,
- Bireysel emeklilikle ilgili diğer her türlü hususları kapsamaktadır.

¹¹⁸ Yusuf Alper, “Sosyal Güvenlikte Yeni Bir Adım: Bireysel Emeklilik”, s.17.

¹¹⁹ 4632 sayılı “Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu”, md.1.

4.3.3. Bireysel Emeklilik Sisteminin İşleyişi ve Tarafları

Sisteminin işleyişi, tarafları ve taraflarının görev ve sorumlulukları; 4632 sayılı Kanunda net bir biçimde belirtilmiştir. Sistem; bireysel yatırımcılara olduğu gibi, sistem içindeki en yüksek kamu otoritesine dahi belirli sorumluluklar yüklemektedir.

4.3.3.1. Sistemin İşleyişi

Bireysel emeklilik sisteminin merkezinde katılımcı ve emeklilik şirketi olup, sistemin temel unsuru katılımcı ve emeklilik şirketi arasında yapılan emeklilik sözleşmesidir. Emeklilik şirketleri ve portföy yönetim şirketleri arasında yapılan portföy yönetim sözleşmesi ile Emeklilik Yatırım Fonlarının profesyonel portföy yöneticileri tarafından yönetilmesi temin edilmektedir. Takasbank, SPK tarafından saklayıcı olarak yetkilendirilmiştir. Emeklilik yatırım fonu varlıklarının emeklilik şirketleri varlıklarından ayrı olarak Takasbank'ta saklanması ile fon varlıkları güvence altına alınmaktadır.

Emeklilik Gözetim Merkezi temel olarak, emeklilik şirketlerinin faaliyetlerinin günlük olarak gözetimi ve yetkili kamu otoritelerine raporlanması yanında kamuoyunun ve katılımcıların bilgilendirilmesi fonksiyonlarını da yerine getiren bir diğer kontrol noktasıdır. Hazine Müsteşarlığı ve SPK sistem ile ilgili düzenlemeleri yapan ve diğer unsurların bu düzenlemelere uygunluklarını denetleyen, sistemin güven içinde işleyişini sağlayan kurumlardır. Bireysel emeklilik politikalarını belirlemek ve bunların gerçekleştirilmesi için alınması gerekli önlemler konusunda önerilerde bulunmak üzere kurulan Bireysel Emeklilik Danışma Kurulu, Hazine Müsteşarının başkanlığında Maliye Bakanlığı, Çalışma ve Sosyal Güvenlik Bakanlığı, Hazine Müsteşarlığı ve SPK tarafından görevlendirilecek en az genel müdür düzeyinde birer temsilciden oluşmaktadır¹²⁰.

Medeni hakları kullanma ehliyetine sahip olan herkes gönüllü olarak Bireysel Emeklilik Sistemi'ne katılabilmektedir. Katılımcı sistemde bulunduğu süre içerisinde her türlü işlemi kendi adına açılacak bir bireysel emeklilik hesabında takip

¹²⁰ Emeklilik Gözetim Merkezi, Bireysel Emeklilik Sistemi Gelişim Raporu 2004, s.22.

edilmektedir.

Sisteme katılım sonrası ödenen katkı payları, emeklilik planında belirlenmiş olan Emeklilik Yatırım Fonlarında uzman portföy yöneticileri tarafından değerlendirilmektedir. Yatırım fonlarının varlıkları Takasbank bünyesinde bireysel bazda saklanmaktadır. Bireysel emeklilik şirketinin iflası halinde katılımcıların anaparalarında herhangi bir kayıp olmamakta ve birikimler başka bir emeklilik şirketine aktarabilmektedir. Emekliliğe hak kazanmadan önce sistemden ayrılmak isteyen katılımcıya birikimleri %15 stopaj yapıldıktan sonra 7 gün içerisinde ödenmektedir¹²¹.

4.3.3.2. Sistemin Tarafları

Aşağıda tüm asli unsurlar dahil olmak üzere sisteme taraf olan tüm kişi ve kurumlar sırasıyla belirtilmiştir.

4.3.3.2.1. Katılımcı

Katılımcı kavramı, bireysel emeklilik aracı vasıtasıyla emeklilik şirketi ile emeklilik sözleşmesi imzalayan ve sisteme katılan bireyleri ifade etmektedir. Katılımcılar medeni hakları kullanma ehliyetine sahip ve şirket nezdinde açılacak olan bireysel emeklilik hesabına katkı yapan veya adına şirket nezdinde bireysel emeklilik hesabı açılan kişiler olup emeklilik sözleşmesinin katılımcı ve emeklilik şirketinden oluşan iki tarafından birisidir.

4.3.3.2.2. Portföy Yöneticisi

Portföy yöneticisi, emeklilik şirketlerinin kurduğu Emeklilik Yatırım Fonlarını yöneten profesyonel kuruluşlardır. SPK tarafından yapılan düzenleme ve denetlemelere tabidirler. Portföy yönetim şirketleri, SPK'dan portföy yöneticiliği yetki belgesi almış ve SPK tarafından uygun görülen portföy yönetim şirketlerini içermektedir.

¹²¹ Dalğar, a.g.e., s.50.

4.3.3.2.3. Emeklilik Şirketi

Emeklilik şirketi, Bireysel Emeklilik Kanunu'na göre kurulan ve bu alanda faaliyet göstermek üzere ruhsat almış şirketleri ifade etmektedir. Emeklilik şirketlerine kuruluş izni Hazine Müsteşarlığının bağlı olduğu bakanlık tarafından verilmektedir.

4.3.3.2.4. Saklayıcı Kuruluş

Saklayıcı kuruluş, fon portföyündeki varlıkların ve katılımcıların katılma belgelerinin saklandığı, SPK tarafından uygun görülen saklama kuruluşudur. Fon portföyündeki varlıkların ve fon paylarının saklanması hizmetini veren kuruluş Takasbank veya SPK tarafından yetkilendirilen diğer kuruluşlardır. Takasbank nezdindeki hesaplarda katılımcıların hesaplarında bulunan Emeklilik Yatırım Fonlarına ait paylar ve fonlarının portföylerinde yer alan menkul kıymetler ve nakit değerler "Emeklilik Fonu Hesapları" adı altında saklanmaktadır. Katılımcılara ait hesaplarda, Emeklilik Yatırım Fonlarına ait paylar fon bazında saklanmakta ve izlenebilmektedir¹²².

4.3.3.2.5. Sermaye Piyasası Kurulu

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), emeklilik şirketleri ve Emeklilik Yatırım Fonlarına ilişkin düzenlemeleri ve denetlemeleri yapan devlet kurumudur. Emeklilik şirketleri, Emeklilik Yatırım Fonlarının kuruluşu ve işleyişi ile ilgili bilgileri düzenli olarak SPK'ye iletirler. SPK aynı zamanda portföy yönetim şirketlerinin kuruluş ve denetimleri ile ilgili üst kurum görevim de yapmaktadır. SPK, Emeklilik Yatırım Fonlarının kurulması ve denetlenmesi aşamalarında ve portföy yönetim şirketlerinin denetlenmesinde görev almaktadır.

4.3.3.2.6. Hazine Müsteşarlığı

Hazine Müsteşarlığı, emeklilik şirketlerinin kuruluş ve faaliyet başvurularını denetleyen kurumdur. Emeklilik şirketlerine ilişkin tüm düzenleme ve denetimler

¹²² Dalğar, a.g.e., s.53.

Hazine Müsteşarlığı tarafından yapılmaktadır. Bireysel emeklilik sistemine ilişkin mevzuat düzenlemeleri ve sistemin geliştirilme çalışmaları Hazine Müsteşarlığı Sigortacılık Genel Müdürlüğü (SGM) tarafından yürütülmektedir¹²³.

4.3.3.2.7. Bireysel Emeklilik Danışma Kurulu

Bireysel Emeklilik Danışma Kurulu (BEDK), bireysel emeklilik sistemine ilişkin politikalarını belirlemek, bu politikaların gerçekleştirilmesi için alınması gerekli önlemler konusunda önerilerde bulunmak ve mevzuat düzenlemeleri hakkında tavsiye niteliğinde karar almakla görevlidir¹²⁴. Bireysel Emeklilik Sisteminde kurumsal yapının en üstünde BEDK bulunmaktadır.

4.3.3.2.8. Emeklilik Gözetim Merkezi

Emeklilik Gözetim Merkezi (EGM), ilgili mevzuat uyarınca Hazine Müsteşarlığının bağlı olduğu Bakanın görev ve yetkilendirmesi çerçevesinde merkezi İstanbul'da olmak üzere 10 Temmuz 2003 tarihinde kurulmuştur.

Bireysel emeklilik sisteminin güvenli, şeffaf ve etkin bir şekilde işletilmesini sağlamak, katılımcıların hak ve menfaatlerini korumak, hem denetleyici kamu otoritelerinin (Hazine Müsteşarlığı ve SPK) karar almasına yardımcı olacak verileri hem de kamuoyuna sağlıklı bilgi aktarımı için gerekli verileri sağlamak için görevlendirilen EGM'nin hissedarları, Hazine Müsteşarlığı ve sistemde faaliyet gösterme izni alan on bir Emeklilik Şirkettir¹²⁵.

4.3.3.2.9. Bireysel Emeklilik Aracıları

Her ne ad altında olursa olsun herhangi bir emeklilik şirketine bağlı olmaksızın, bir sözleşmeye dayanarak, daimi bir surette emeklilik şirketlerini emeklilik sözleşmelerine aracılık eden ve bunları emeklilik şirketi adına yapan gerçek veya tüzel kişilere "Bireysel Emeklilik Aracıları" denilmektedir¹²⁶.

¹²³ Emeklilik Gözetim Merkezi, **Bireysel Emeklilik Sistemi Gelişim Raporu 2004**, s.24.

¹²⁴ Bireysel Emeklilik Danışma Kurulunun Çalışma Esas ve Usulleri Hakkında Yönetmelik, md.5.

¹²⁵ Emeklilik Gözetim Merkezi, **Bireysel Emeklilik Sistemi Gelişim Raporu 2004**, s.25.

¹²⁶ 4632 sayılı "Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu", md.2.

4.4. EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI

Emeklilik Yatırım Fonları, çalışanların çalışma hayatı süresince elde ettikleri gelirlerden tasarruf ederek, emeklilik döneminde sürdürülebilir bir hayat düzeyi sağlamalarına olanak tanıyan ve koşulları önceden belirlenmiş bir emeklilik planı çerçevesinde işverenler, çalışanlar veya her iki grubun yada herhangi bir işverene bağlı olarak çalışmayan bireylerin, düzenli olarak yaptıkları belirli tutardaki katkıların bir fonda toplanarak, profesyonel portföy yönetim ilkeleri çerçevesinde yatırıma yönlendirildiği kurumsal yapılar olarak tanımlanmaktadır.

Piyasalarda uzun vadeli fonların varlığı, kamunun yanında özel kesimde sermaye ihtiyacını karşılayarak sermaye talebi yapısının değişmesine de katkıda bulunmaktadır. Böylelikle özel kesimde uzun vadeli borçlanmasına imkan tanınan piyasadaki faiz oranının volatilitesi azalacak, bireyler ve işletmeler ekonomik kararlarında daha uzun vadeli hareket edebileceklerdir, özellikle özel kesimin uzun vadeli borçlanabilmesi ve faiz oranlarının tahmin edilebilir olması ekonomik büyümenin ivmesini oluşturmaktadır. Ayrıca hem kamunun ve özel kesimin hem de bireylerin ve işletmelerin beklentilerindeki değişim, ekonominin istikrara kavuşmasına ve enflasyonla mücadele de önemli kazanımlar elde edilmesine de katkıda bulunacaktır¹²⁷.

Emeklilik Yatırım Fonunun mal varlığı; şirketin kanun, emeklilik sözleşmesi, fon içtüzüğü ve ilgili diğer mevzuattan doğan yükümlülüklerin yerine getirilmesi dışında hiçbir amaçla kullanılamamaktadır. Ayrıca fon mal varlığı rehnedilememekte, teminat gösterilememekte, üçüncü şahıslar tarafından haczedilememekte ve iflas masasına dahil edilememektedir¹²⁸. Bu düzenlemelerle Emeklilik Yatırım Fonları üzerindeki riskler indirgenmektedir.

¹²⁷ Ali Haydar Elveren, "Bireysel Emeklilik Sisteminin Makro Ekonomik Etkileri", **TİSK İşveren Dergisi**, Mayıs 2003, http://www.tisk.org.tr/isveren_sayfa.asp?yazi_id=720&id=43, (15.05.2007).

¹²⁸ Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik, md.17.

4.4.1. Emeklilik Yatırım Fonlarının Vergilendirilmesi

Türkiye’de Emeklilik Yatırım Fonlarının kazançları kurumlar vergisinden istisna tutulduğu gibi, emeklilik fonları da banka ve sigorta muameleleri vergisinden muaf olacaktır. Geri ödeme sürecinde emeklilik birikimlerinin %25’i vergisiz, kalanı da düşük stopajlı olacaktır.

Türkiye’de üç aşamada vergi kazanımı vardır¹²⁹:

- Sisteme girişte vergi kazanımı vardır. Katılımcıların ödediği katkılar, brüt maaşlarının %10’una kadar olan kısmını gelir vergisi matrahından indirebilmektedir. İşverenlerin çalışanları adına bireysel emeklilik hesabına ödeyeceği katkı payı tutarının brüt maaşın %10’una kadar olan kısmı, kurumlar vergisi matrahınızdan indirilebilmektedir. Ancak her iki durumda da yapılacak indirimler asgari ücretin yıllık toplam tutarını aşamaz
- Emeklilik Yatırım Fonlarının kazançları her türlü vergiden muaf tutulmuştur ve gelirler üzerinden stopaj hariç vergi ödenmemektedir.
- Son olarak, sistemden çıkışta da emeklilik hakkı kazananların alacağı toplu paranın %25’ine vergi muafiyeti getirilmiş, geriye kalan paranın (%75) üzerinden ise % 5 stopaj alınmaktadır. Katılımcının sistemde 10 yılı doldurup ancak 56 yaşını doldurmadan sistemden ayrılması halinde, birikimlerinin %10’u oranında stopaj alınmaktadır.

4.4.2. Emeklilik Yatırım Fonlarının Portföy Yönetimi

Fon portföyü, portföy yöneticileri tarafından yönetilmektedir. Alınacak portföy yönetimi hizmetine ilişkin esaslar, bu konuda bireysel emeklilik şirketi ile portföy yöneticileri arasında yapılacak portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde belirlenmektedir. Fon portföyünün yönetiminde birden fazla portföy yöneticisi ile sözleşme yapılabilmektedir. Portföy yöneticisi, başka bir portföy yöneticisi ile de sözleşme yapabilmektedir.

Fon portföyü, aşağıda belirtilen para ve sermaye piyasası araçları ile

¹²⁹ <http://www.besonline.net/disp.asp?oid=560>, (02.05.2007).

işlemlerinden oluşur¹³⁰:

- a) Nakit, vadeli ve vadesiz mevduat,
- b) Borçlanma araçları(ters repo dahil) ile hisse senetleri,
- c) Kıymetli madenlere ve gayrimenkule dayalı varlıklar,
- d) Repo işlemleri,
- e) Vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri,
- f) Borsa para piyasası işlemleri,
- g) Yatırım fonu katılma belgeleri,
- h) Kurulca uygun görülen ve kamuya ilan edilen diğer para ve sermaye piyasası araçları.

Fon portföyü yönetilirken portföy yöneticisi katılımcının haklarını koruyacak şekilde belirli ilkelere göre hareket etmek zorundadır. İlkelerden bazıları şunlardır¹³¹:

- 1) Portföy yöneticisi fon portföyünü yönetirken riskin dağıtılması, likidite ve getiri unsurlarını göz önünde bulundurmak, fonun portföy yönetim stratejilerine ve yatırım sınırlamalarına uygun hareket etmek, fon içtüzüğü, izahname, portföy yönetim sözleşmesi ve ilgili mevzuatta belirlenen esaslara uymak zorundadır.
- 2) Portföy yöneticisi, yönettiği her fonun çıkarını ayrı ayrı gözetmekle yükümlüdür. Yönetimindeki fonlar veya diğer müşterileri arasında, müşterilerden biri veya fonlarından biri lehine diğerleri aleyhine sonuç verebilecek işlemlerde bulunamaz.
- 3) Portföy yöneticisi, fon portföyü ile ilgili yatırım kararlarında objektif bilgi ve belgelere dayanmak ve sözleşme ile belirlenen yatırım ilkelerine uymak zorundadır. Bu bilgi ve belgeler ile portföy yönetim stratejilerine mesnet teşkil eden araştırma ve raporların en az on yıl süreyle saklanması zorunludur.
- 4) Portföy yöneticisi, herhangi bir şekilde kendisine ve üçüncü kişilere çıkar sağlamak amacıyla fon portföyüne işlem yapamaz. Fon adına vereceği emirlerde gerekli özen ve basireti göstermek zorundadır.

¹³⁰ Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik, md.5.

¹³¹ Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik, md.20.

Emeklilik şirketleri ve fon yöneticileri, bu ilkelere uymanın yanı sıra fon varlıklarını oluştururken belirli sınırlamalarla karşı karşıyadır. Fon yönetiminde portföy sınırlamalarından bazıları şunlardır¹³²:

- 1) Fon varlıklarının %10'undan fazlası bir ihraççının para ve sermaye piyasası araçlarına yatırılmaz. Ayrıca, fonun %5'inden fazla yatırım yaptığı ortaklıkların para ve sermaye piyasası araçlarının toplam tutarı fon varlıklarının %40'ını aşamaz.
- 2) Fon, tek başına hiçbir ortaklıkta sermayenin ya da tüm oy haklarının %5'ine veya daha fazlasına, bir şirketin kurucusu olduğu fonlar ise toplu olarak, hiçbir ortaklıkta sermayenin ya da tüm oy haklarının %20'sinden fazlasına sahip olamaz.
- 3) Fon varlıklarının en fazla %20'si bir topluluğun para ve sermaye piyasası araçlarına yatırılabilir.
- 4) Fon varlıklarının en fazla %20'si Borsa Para Piyasasında değerlendirilebilir.
- 5) Fon varlıklarının en fazla %10'u bankalar nezdinde açtırılacak mevduat hesaplarında değerlendirilebilir. Ancak her bir bankada değerlendirilebilecek tutar fon varlıklarının %2'sini aşamaz.
- 6) Fonlar, hisse senetlerini satın aldıkları ortaklıkların herhangi bir şekilde yönetimlerine katılma amacı güdemezler ve yönetimde temsil edilemezler.

4.4.3. Emeklilik Yatırım Fonlarının Türleri

Sisteme girecek olan katılımcılar için herhangi bir gelir oranı garantisi bulunmamakla birlikte çok sayı ve risk düzeyinde yatırım fonu alternatifi sunulmaktadır. Risk almak istemeyen katılımcılar için sabit getirili repo, bono, tahvil ağırlıklı fonlar önerilirken, riski tercih eden katılımcılara ise daha çok hisse senedi içerikli fonlar önerilmektedir¹³³.

Katılımcılar emeklilik sözleşmelerinde belirtilen esaslar çerçevesinde fon hesaplarında yatırıma yönlendirilecek katkı paylarının en fazla %15'ini, portföyünün

¹³² Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik, md.21.

¹³³ Dalğar, a.g.e., s.50.

en az %80'i yabancı para ve sermaye piyasası araçlarından oluşan fonlara, katkı paylarının en az %30'unu ise portföyünün en az %80'ini ters repo dahil devlet iç borçlanma senetlerinin oluşturduğu fonlara yönlendirirler.¹³⁴

Fon türleri belirlenirken dikkat edilmesi gereken bir diğer nokta, fonun unvanında belirli bir varlık grubuna, sektöre, sektörler, ülke ya da coğrafi bölgeye yatırım yaptığı izlenimini uyandıracak bir ibare kullanılıp kullanılmayacağıdır. Eğer böyle bir ibare kullanılacaksa, fon varlıklarının en az %80'i;

- a) Fon unvanında yer alan söz konusu varlık grubu, sektör ya da sektörler ait olan varlıklardan,
- b) Fon unvanında yer alan ülke ya da coğrafi bölgeye ait ve o ülke ya da coğrafi bölgenin piyasa yapısını ve risklerini yansıtabilen varlıklardan oluşmak zorundadır. Aksi takdirde, böyle bir ibare fon unvanında kullanılamayacaktır.

Emeklilik Yatırım Fonları; mevzuata uygun olarak SPK tarafından, Gelir Amaçlı Fonlar, Büyüme Amaçlı Fonlar, Para Piyasası Fonları, Kıymetli Madenler Fonları, İhtisaslaşmış Fonlar ve Diğer Fonlar olmak üzere 6 ana tür tanımlanmış ve bu ana türlerin altında da 25 alt tür oluşturmuştur. Ayrıca Kurulca uygun görülmesi şartıyla yeni fon türlerinin belirlenmesi her zaman mümkündür. Emeklilik yatırım fonu türleri aşağıda sırasıyla belirtilmiştir¹³⁵.

4.4.3.1. Gelir Amaçlı Fonlar

Gelir amaçlı fonlar; yatırım yapılacak varlıkların bunlardan elde edilecek temettü ve faiz gelirlerine ağırlık verilerek belirlendiği fonlardır. Gelir amaçlı fonlar 9 ayrı alt türe ayrılmaktadır.

- 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

¹³⁴ Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik, md.22.

¹³⁵ Sermaye Piyasası Kurulu'nun 10.05.2002 tarih ve 22/646 Sayılı Kararı, www.sigortacilik.gov.tr/02YD/21TSM/21.05-Kararlar/karar.pdf, (31.03.2007)

dahi) 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 gelir 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 mevzuatın izin verdiği varlık türlerinin tamamına veya bir kısmına yatıran ve temettü ve faiz geliri elde etmeyi hedefleyen fondur. Bu tür fonların varlık dağılımı önceden belirlenmez.

4.4.3.2. Büyüme Amaçlı Fonlar

Büyüme amaçlı fonlar; yatırım yapılacak varlıkların, bunlardan elde edilecek sermaye kazancına ağırlık verilerek belirlendiği fonlardır. Büyüme amaçlı fonlar, 6 ayrı alt türe ayrılmaktadır.

- 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 mevzuatın izin verdiği varlık türlerinin tamamına veya bir kısmına yatıran ve sermaye kazancı elde etmeyi hedefleyen fondur. Bu tür fonların varlık dağılımı önceden belirlenmez.
- 7) Fon portföyünün tamamını değişen piyasa koşullarına göre, nakit, vadeli ve vadesiz mevduat, borçlanma araçları ile hisse senetleri, kıymetli madenler ve gayrimenkule dayalı varlıklar, repo işlemleri, vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri, borsa para piyasası işlemleri, yatırım fonu katılma belgeleri, SPK tarafından uygun görülen ve kamuya ilan edilen diğer para ve sermaye piyasası araçlarının tamamını veya bir kısmına yatıran ve sermaye kazancı elde etmeyi hedefleyen fondur. Bu tür fonların varlık dağılımları Önceden belirlenmemektedir.

4.4.3.3. Para Piyasası Fonları

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. Para piyasası fonları, 3 ayı alt türe ayrılmaktadır.

- 1) **Likit Fon-Kamu:** 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

4.4.3.4. Kıymetli Madenler Fonları

Kıymetli madenler fonları; fon portföyünün en az %80'ini kıymetli madenler ve altına dayalı varlıklardan oluşturmak amacıyla kurulan fonlardır. Kıymetli madenler fonları, 2 ayrı alt türe ayrılmaktadır.

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.

4.4.3.5. İhtisaslaşmış Fonlar

İhtisaslaşmış fonlar; coğrafi bölge, ülke, sektör ve endeksler bazında yatırım yapan fonlardır. İhtisaslaşmış fonlar: 3 ayrı alt türe ayrılmaktadır.

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 yada 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 SPK tarafından 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 endekste ki artış kadar bir getiri elde etmeyi hedefleyen fondur.

4.4.3.6. Diğer Fonlar

Diğer fonlar; yukarıda sayılan fon türlerine girmeyen fonlardır. Diğer fonlar, 3 ayrı alt türe ayrılmaktadır.

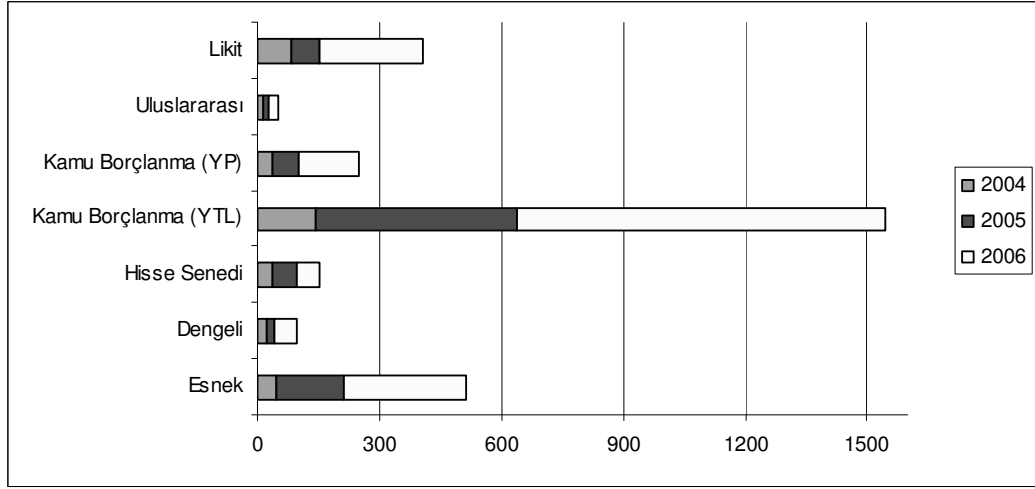
- 1) **Dengeli Fon:** Fon portföyünün tamamını, hisse senedi ve/veya borçlanma araçlarının karmasından oluşturan ve hem sermaye kazancı hem de temettü ve faiz geliri elde etmeyi hedefleyen fondur.
- 2) **Esnek Fon:** Fon portföyünün tamamını değişen piyasa koşullarına göre mevzuatın izin verdiği varlık 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.

4.4.4. Emeklilik Yatırım Fonlarının Gelişim Süreci

Türkiye'de Emeklilik Yatırım Fonları, diğer ülkelerde olduğu gibi yıllar itibariyle seyrine bakılarak nasıl bir gelişme kaydettiğini değerlendirebilecek kadar bir geçmişe sahip olmasa da, faaliyete başladığı 27 Ekim 2003 tarihinden itibaren gelecek için umut verici bir gelişme kaydetmiştir.

2006 yılı sonu itibariyle 11 emeklilik şirketin çatısı altında aktif olarak 96 adet fon faaliyet göstermekte olup, bu fonlar kapsamında 2,820,100,280 YTL yatırıma yönlendirilmiş bulunmaktadır¹³⁶. Köklü bir geçmişi olmamasına rağmen Emeklilik Yatırım Fonlarının üç yıllık gelişimi henüz yeni olmasına rağmen umut vericidir. Çizge 5'te son üç yıla ait fon gruplarının net varlık değeri değişimi görülmektedir.

¹³⁶ Emeklilik Gözetim Merkezi, **Bireysel Emeklilik Sistemi Gelişim Raporu 2006**, 2007, s.43.



Kaynak: Emeklilik Gözetim Merkezi, **Bireysel Emeklilik Sistemi Gelişim Raporu**, 2006, s.41.

Cizge 5. Fon Gruplarının Net Varlık Değeri Değişimi (2004-2006)

Tablo 21’de görüldüğü üzere, ülkemizde Emeklilik Yatırım Fonları yaklaşık %72,56 oranında kamu borçlanma araçlarına, %8,60 oranında ise hisse senetlerine yatırım yapmaktadır. Diğer ülkelerde ise bu dağılım ülkeden ülkeye farklılık göstermekle birlikte, özellikle gelişmiş ülkelerde ağırlık hisse senedi yatırımlarından oluşmaktadır. Örneğin, 2005 verilerine göre hisse senedi yatırımları, İngiltere’de emeklilik fonları yatırımlarının %40,1’ini, ABD’de ise %41,3 ünü oluşturmaktadır¹³⁷.

Tablo 21. Aralık 2006 Tarihi İtibarı ile Yatırım Fonları Toplam Bilgileri

Fon Tipi	Ortalama Vade (Gün)	Toplam Net Varlık Değeri (YTL)	Hisse Senedi (%)	Kamu Borçlanma Senedi (%)	Ters Repo (%)	Borsa Para Piyasası (%)	Yabancı Menkul Kıymet (%)	Diğer (%)
Yatırım Fonları								
A Tipi	126	829.310.713	64,86	17,76	15,5	0,87	0,70	0,28
B Tipi	76	21.182.282.71	0,25	38,98	59,3	1,40	0,06	0,01
Toplam	78	22.011.593.42	2,57	38,22	57,7	1,38	0,08	0,02
Emeklilik Yatırım Fonları								
Toplam	526	2.821.484.474	8,60	72,56	14,9	0,10	0,65	3,18

Kaynak: Emeklilik Gözetim Merkezi, **Bireysel Emeklilik Sistemi Gelişim Raporu**, 2006, s.36.

Türk bireysel emeklilik mevzuatı yatırımcıyı korumak amacıyla fonlara yönlendirilen tutarların en az %30’unu kamu borçlanma araçları ağırlıklı Emeklilik Yatırım Fonlarına yatırılması zorunluluğu getirmiştir. Ayrıca piyasanın aşırı volatil

olması nedeniyle garantili yatırım enstrümanlarını tercih eden yatırımcıların tercihini bu yönde kullanmasının etkisiyle de fonlardaki yatırım ağırlığının kamu borçlanma araçlarına yönelik olması sonucu ortaya çıkmaktadır¹³⁸.

Türkiye'nin krizlerle dolu ekonomik geçmişi yatırımcıların kamu yatırım araçlarına yatırım yapma eğilimini artırmaktadır. Bu durum emeklilik yatırım fon gruplarının ağırlıklarına bakıldığında açıkça görülmektedir. Toplam 96 emeklilik yatırım fonunun önemli bir 39 adedi kamu borçlanma fonlarından oluşmaktadır. Tablo 22'de hem fon grupları hem de 2006 yılına ait ortalama getiriler görülmektedir.

Tablo 22. Fon Grupları Büyüklükleri ve Ortalama Getirileri

Fon Grubu	Fon Adedi	Toplam Net Varlık Değeri		Değişim Oranı	Fon Grubu Net Varlık Değerinin Toplam Varlık Değerine Oranı	2006 Yılı Getirisi
		2005	2006			
	2006	2005	2006	06 / 05		
Esnek	18	209.145.997	503.984.943	141	17,87	12,18
Dengeli	3	44.843.540	95.629.344	113	3,39	14,17
Hisse Senedi	13	80.409.070	159.238.661	98	5,65	3,34
Kamu Borçlanma (YTL)	18	638.315.006	1.483.694.794	132	52,61	10,14
Kamu Borçlanma (YP)	21	89.885.740	231.287.041	157	8,2	11,14
Uluslar arası	9	11.821.701	23.187.968	96	0,82	12,56
Likit	14	150.906.024	323.077.529	114	11,46	14,8
TOPLAM	96	1.225.327.078	2.820.100.280	130	100	11,07

Kaynak: Emeklilik Gözetim Merkezi, **Bireysel Emeklilik Sistemi Gelişim Raporu**, 2006, s.40.

31.12.2006 tarihi itibarıyla sistemde toplam 1 073 650 katılımcı ve 1 141 428 sözleşme bulunmaktadır¹³⁹. Türkiye'de Emeklilik Yatırım Fonlarının orta ve uzun vadede ciddi gelişmeler göstereceği öngörülmektedir. Önümüzdeki 10 yılda 8-10 milyonun üzerinde potansiyel katılımcıdan 3-4 milyonunun sisteme gireceği, 2,5-3,5 milyon katılımcının da düzenli olarak katkı payı ödeyeceği beklenmektedir¹⁴⁰. 2013 yılı sonunda ise emeklilik yatırım fonu varlıklarının 25 milyar YTL büyüklüğe

¹³⁷ OECD – Pension Markets in Focus – October 2006 – Issue 3, s.7.

¹³⁸ Dalğar, a.g.e., s.114.

¹³⁹ Emeklilik Gözetim Merkezi Temel Göstergeler, http://www.egm.org.tr/BESTemelGostergeler_20061231.xls, (14.06.2007).

¹⁴⁰ Giray Velioglu, "Sosyal Güvenlik reformu ve Bireysel Emeklilik Sistemi", **TİSK İşveren Dergisi**, C.41, Ocak-Şubat-Mart 2005, http://www.tisk.org.tr/isveren_sayfa.asp?yazi_id=1152&id=63, (30.04.2007).

ulaşacağı tahmin edilmektedir¹⁴¹. Zaman içinde Emeklilik Yatırım Fonlarının; finansal piyasaların gelişmesine ve daha dengeli bir ekonomik yapının oluşmasına katkı sağlayacağına kesin gözüyle bakılmaktadır.

¹⁴¹ Emeklilik Gözetim Merkezi, **Bireysel Emeklilik Sistemi Gelişim Raporu 2006**, s.60.

5. TÜRKİYE’DEKİ EMEKLİLİK YATIRIM FONLARININ PERFORMANS ÇÖZÜMLEMESİ

Bu bölümde öncelikle getiri, risk ve performans çözümleme yöntemleri üzerinde durulacaktır. Ardından çalışmanın amacı, kapsamı ve yöntemi belirtilip; Türkiye’deki 2004-2006 yılları arasında sürekli işlem gören Emeklilik Yatırım Fonlarının performanslarına ait sonuçlar tablolar üzerinde gösterilerek değerlendirilecektir.

5.1. PERFORMANS ÇÖZÜMLEMESİ

Bir yatırım sürecinin başarısı, gerçekleştirilen yatırımdan beklenen sonuçların elde edilip edilmediğinin değerlendirilmesi ile ölçülebilmektedir. Hem yatırımcı hem de portföy yöneticisi açısından büyük önem taşıyan; alınan yatırım kararlarının sonucunda ortaya çıkan performansın çeşitli analiz yöntemleriyle ölçülmesi ve analiz sonuçlarına göre yatırım kararlarının yeniden gözden geçirilmesi süreci, kısaca “performans çözümlemesi” olarak ifade edilmektedir.

Ayrıca performans ölçülmesinin temel amaçları arasında ¹⁴²;

- Yatırım başarısının belirlenmesi,
- Yatırım biçiminin (stilinin) gözden geçirilmesi ve belirlenmesi (Risk Çözümlemesi),
- Üst yönetim makamlarında kontrol aracı olarak kullanılması,
- Başarı kaynaklarının belirlenmesi,
- Rekabet karşılaştırmalarında temel olarak kullanılması,
- Performansa bağlı ücretin saptanmasında veri olarak kullanılması,
- Örgütsel ve insan kaynakları politikasına dayalı kararlarda temel alınması yer almaktadır.

5.1.1. Performans Çözümlemesi Bileşenleri

Portföy yönetiminin temel problemini, riskli yatırım portföylerinin performanslarının değerlendirilmesi oluşturmuştur. Portföy performansı kavramının

¹⁴² Abdurrahman Fettahoğlu, **Menkul Değerler Yönetimi**, 1.b, İstanbul: Rengin Matbaası, 2003, s.519.

ise geçmişten beri iki temel boyutu olduğu düşünülmüştür. Bunlar;

- 1) Portföy yöneticisinin (veya menkul değerler uzmanının) gelecek menkul değer fiyatlarını tahmin ederek portföy getirisini yükseltebilme yeteneği,
- 2) Çeşitlendirme yoluyla sistematik olmayan riski azaltabilme yeteneğidir.

Bu iki boyutu dikkate alan portföyün performansının değerlendirilmesinde karşılaşılan asıl zorluk ise, riskin yapısının ve ölçülmesinin belirlenememesi sorunudur. Bununla beraber sermaye pazarlarındaki riskten kaçınma eğilimleri ve yatırımcıların çeşitli varlıkların riskleri üzerindeki tespitleri göstermektedir ki riskli varlıklar; az riskli varlıklara göre, ortalama getiriden daha yüksek bir getiri sağlamaktadır. Bu yaklaşımla; portföyün performans değerlendirilmesinde, portföyün getirileri üzerindeki riskin derecesinin de hesaba katılması gerektiği sonucuna varılmıştır¹⁴³.

Tek boyutlu hedef olarak getiri, ulaşılan portföy başarısı hakkında bilgi vermektedir, ancak yetersiz kalmaktadır. Çünkü portföylerin yalnızca ulaşılan getirilere dayalı olarak yorumlanması durumunda, salt en yüksek getiriyi sağlayacak yatırım araçlarını portföyde tutmak amaca uygun olacaktır. Ancak bir risk dağılımı amacıyla yetersiz kalacaktır¹⁴⁴. Bu nedenden dolayı; performansın riske ayarlanmış (indirgenmiş) getiri olarak tanımlamak amaca uygun düşmektedir.

Diğer yandan, yatırım fonlarının performansının değerlendirilmesi; getirilerin ölçülmesi ve riskin ölçülmesi olmak üzere iki bileşene sahip olduğu halde, 1960'lardan önce yalnızca getiri oranları dikkate alınmıştır. Risk ve getiriyi birleştiren tekil bir ölçü bulunmadığı için, bu iki bileşen ayrı ayrı değerlendirilmiştir. 1960'ların başlarında ise Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeline (Capital Assets Pricing Model- CAPM) bağlı olarak standart sapmayı veya betayı içeren performans çözümleme çalışmaları başlamıştır. Bu sayede araştırmacılar, portföyü belirli risk gruplarına göre sınıflayıp aynı risk sınıfındaki portföyün getiri oranını karşılaştırma imkanı bulmuştur¹⁴⁵.

¹⁴³ Michael C. Jensen, "The Performance Of Mutual Funds In The Period 1945-1964", Harvard Business School, **Journal of Finance**, Vol. 23, No. 2, 1968, s. 389.

¹⁴⁴ Fettahoğlu, a.g.e, s.520.

¹⁴⁵ Cudi Tuncer Gürsoy ve Y. Ömer Erzurumlu, "Evaluation of Porfolio Performance of Turkish Investment Funds", **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, 2001/4, s.44.

Sonuç olarak farklı yöntemler kullanılsa da temelde performans çözümlemesiyle amaçlanan, değerlendirilen fonların riske göre beklenen getirisi ile gerçekleşen getirisinin karşılaştırılmasıdır. Bu bağlamda öncelikle performans ölçülmesinin temel bileşenlerini oluşturan getiri ve riskin ölçülmesi gerekmektedir.

5.1.1.1. Getirinin Ölçülmesi

Bir portföyün ya da fonun getirisi en basit şekilde dönem sonundaki değeri ile dönem başı değerinin farkının dönem başındaki değerine oranı olarak ifade edilir ve aşağıda eşitlik yardımıyla hesaplanır.

$$R_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \quad (1)$$

Denklemden;

R_t : Fonun getirisini,

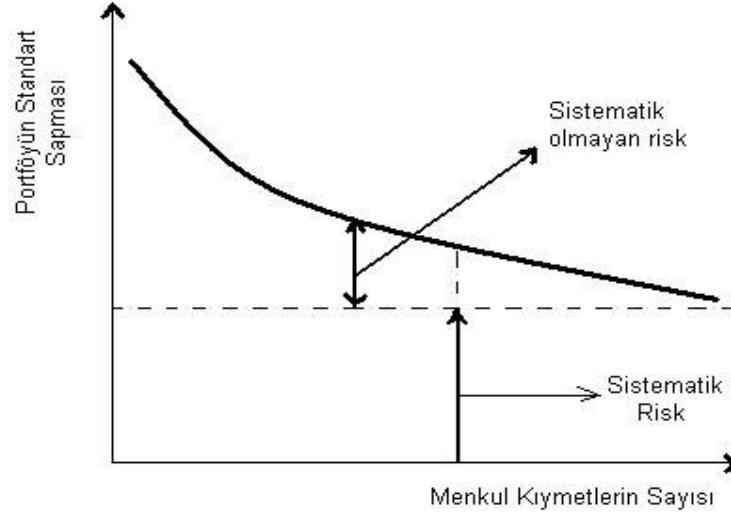
P_t : Fonun dönem sonundaki değerini,

P_{t-1} : Fonun dönem başındaki değerini, ifade etmektedir.

5.1.1.2. Riskin Ölçülmesi

Portföyün beklenen getirilerinin sapma olasılığı ya da belirsizliği olarak tanımlanabilen risk, yatırımcılar ve yatırım yöneticileri açısından büyük önem taşımaktadır. Başlıca risk ölçütleri, sistematik ve sistematik olmayan risktir.

Sistematik olmayan risk, tekil ekonomik, diğer ifadeyle kağıda (fona) özgü risktir. Bu tür riskler daha üst olaylarla ilişki içinde bulunmayan özel risklerdir. Sistematik olmayan risk portföy oluşturma çerçevesinde çeşitlendirme yardımıyla geniş ölçüde ortadan kaldırılabilmektedir. Sistematik risk ise, pazardaki değişmelere dayanmakta ve ilgili yatırım kategorilerinin tümü sistematik risk altındadır. Bu nedenle sistematik risk yatırım olanakları içindeki çeşitlendirmeye elenememektedir¹⁴⁶. Diğer yandan toplam risk, sistematik ve sistematik olmayan riskin toplamını ifade etmektedir. “Toplam Risk = Sistematik Risk + Sistematik Olmayan Risk” şeklinde ifade edilen denklik, aşağıda çizgesel olarak gösterilmiştir.



Kaynak: Richard A.Brealey, Stewart C.Myers ve Alan J.Marcus, **İşletme Finansının Temelleri**, çev.Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan, Hatice Doğukanlı, 3.b, İstanbul: Literatür Yayıncılık, 2001, s.251.

Çizge 6. Risk Bileşenleri

Yatırım fonu portföyleri için en yaygın kullanılan risk ölçütü fonun dalgalanma derecesine, yani standart sapmasına dayanmaktadır. Toplam riski temsil eden standart sapma ise aşağıdaki denklem yardımıyla hesaplanmaktadır¹⁴⁷:

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum(R_{PF} - \bar{R}_{PF})^2}{n-1}} \quad (2)$$

Denklemden;

\bar{R}_{PF} : Fonların Getirilerinin Aritmetik Ortalamasını,

R_{PF} : Fonun Getirisini ifade etmektedir.

Diğer yandan sistematik olmayan risk, çeşitlendirme yoluyla giderilebilirken sistematik risk yani piyasa riski makro ekonomik düzeydeki risk faktörlerini içermekte ve yatırımcının engel olamadığı risklerden oluşmaktadır. Bu sebeple toplam risk içinde sistematik riskin değerlendirilmesi büyük bir önem taşımaktadır.

¹⁴⁶ Fettahoğlu, a.g.e., ss.69-70.

Sistematik risk hesaplanırken Beta (β) faktöründen yararlanılmaktadır. Finansal Varlık Fiyatlama Modeli ve Pazar Modeli'nde bu faktör, bir sermaye yatırımında üstlenilen sistematik riskin ölçüsünü ifade etmektedir. Piyasa getirisiyle finansal varlığın getirisi arasındaki ilişkiyi gösteren regresyon katsayısı olan Beta faktörüne kısaca, bir finansal varlığın piyasa portföyünün getirisine duyarlılığı denilmektedir¹⁴⁸.

Sayısal olarak Beta faktörü, fonun piyasadaki bir birimlik artış ya da azalışa karşılık gösterdiği değişimi ifade etmektedir. Eğer Beta faktörü 1'e eşit ise, fon pazarla birlikte hareket etmektedir. 1'den büyük ise; fon pazardan daha fazla dalgalanmaktadır. 1'den küçük ise; fon pazardan daha az dalgalanmaktadır.

Genel olarak performans ise, matematiksel olarak elde edilen yatırım getirisine eşdeğer bir karşılaştırma getirisini (Benchmark Getirisi) aşan fazlalık olarak öngörülmektedir. Burada getiri farkı, uygun bir risk ölçüsüne bölünmesiyle performans standartlaştırılmaktadır¹⁴⁹.

$$\text{Performans} = \frac{\text{Yatırımın Getirisi} - \text{Benchmark Getirisi}}{\text{Risk Getirisi}} \quad (3)$$

5.1.2. Performans Çözümleme Yöntemleri

Portföy performansının analizinde iyi bilinen temel ölçütlerden birisi risksiz orana göre düzeltilmiş fon getirilerinin, getirinin standart sapmasına bölünmesi yoluyla hesaplanan Sharpe ölçütüdür (1966). Bir diğeri ise, performansı pazar riskine göre değerlendiren Treynor ölçütüdür (1965). Son olarak Jensen (1968) tarafından geliştirilen performans ölçütü de performans analizinde kullanılan en belirgin yöntemlerdendir¹⁵⁰.

¹⁴⁷ Paul Newbold, **İşletme ve İktisat için İstatistik**, çev. Ümit Şenesen, 1.b, İstanbul: Literatür Yayınları, 2000, s.24.

¹⁴⁸ Richard A.Brealey, Stewart C. Myers and Alan J.Marcus, **İşletme Finansının Temelleri**, çev. Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan, Hatice Doğanlı, 3.Baskı, İstanbul: Literatür Yayıncılık, 2001, s.265.

¹⁴⁹ Fettahoğlu, a.g.e., s.520

¹⁵⁰ Kürşat Yalçın ve Diğerleri, "İMKB 30 Endeksinde Etkinlik Analizi (Veri Zarflama Analizi - VZA) ile Hisse Senedi Seçimi" <http://muratatan.info/academic/bulletin/20.pdf>, (14.05.2007).

Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (CAPM)'ne dayanan bu yöntemlerden Sharpe Ölçütü toplam riski (Standart sapmayı) esas alırken, Treynor ve Jensen ölçütü ise sistematik riski (Beta'yı) esas almaktadır.

5.1.2.1. Sharpe Ölçütü

Yatırım fonlarının performanslarının ölçülmesinde yaygın bir şekilde kullanılan Sharpe ölçütü 1966 yılında William F. Sharpe tarafından ortaya atılmıştır¹⁵¹. Geliştirdiği modelde Sharpe, piyasa endeksi ile menkul kıymetler arasındaki ilişkiyi araştırmış ve her ikisi arasındaki ilişkiyi basit doğrusal regresyon doğrusu ile ifade etmiştir¹⁵².

Sharpe ölçütü, getiri fazlalığının üstlenilen riske oranlanmasıyla elde edilmektedir. "Excess return" olarak ifade edilen getiri fazlalığı, elde edilen portföy getirisinin risksiz kabul edilen faiz oranı üzerindeki fazlalık olarak ortaya çıkmaktadır. Görece büyüklük olarak ileri sürülen ve bu nedenle çeşitli portföylerin sıralanmasına olanak tanıyan Sharpe ölçütünde risk ölçüsü olarak gerçekleştirilen portföy getirilerinin dalgalanması (volatilitesi) kullanılmaktadır. Böylece portföylerin toplam riski tanımlanmaktadır¹⁵³.

$$\text{Sharpe Ölçütü} = \frac{\bar{R}_{PF} - \bar{R}_f}{\sigma_{PF}} \quad (4)$$

Denklemden;

\bar{R}_{PF} : Fonun Getirilerinin Aritmetik Ortalamasını,

\bar{R}_f : Hazine Bonosu Getirilerinin (Risksiz Getiri) Aritmetik Ortalamasını,

σ_{PF} : Fonun Getirilerinin Standart Sapmasını (Volatilitesi), ifade etmektedir.

Bu denkleme göre Sharpe, çeşitlendirme oranının ödülü olan riske dayalı performans ölçüsü olarak Sermaye Pazarı Doğrusunu (CML) baz almaktadır. Bu

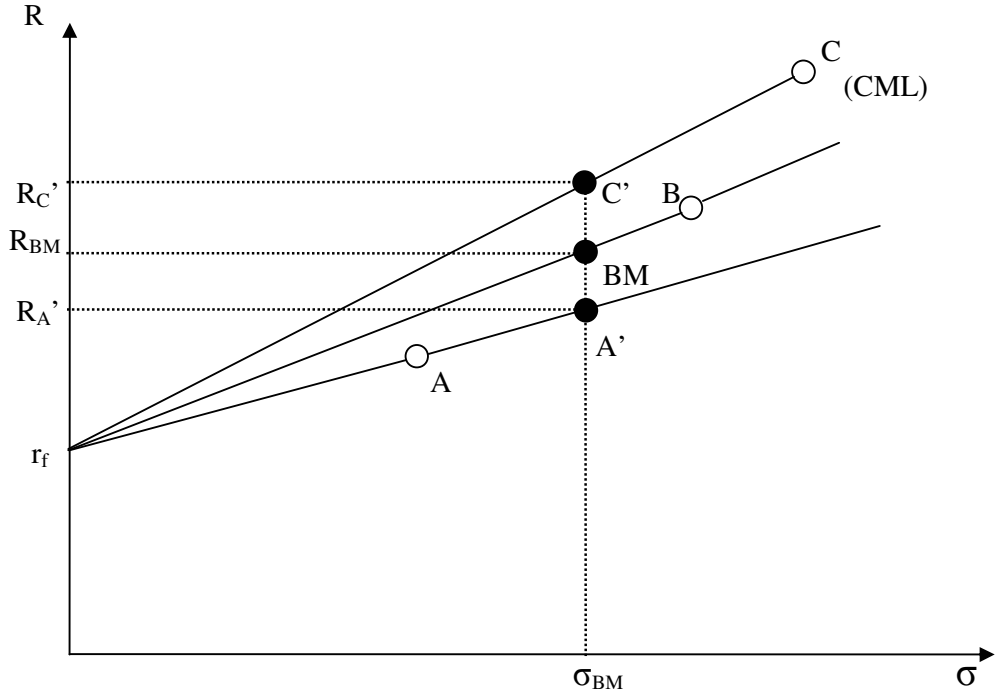
¹⁵¹ William F. Sharpe, "Mutual Fund Performanse", **Journal of Business**, 39, No:1, January 1966, ss.119-138.

¹⁵² Dağlar, age, s.128.

¹⁵³ Fettahoğlu, a.g.e., s.532.

şekilde portföy getirilerinin standart sapmasını toplam risk kabul ederek, portföyün toplam getirisini toplam riske oranlamaktadır¹⁵⁴.

Sharpe Ölçütüyle performans ölçülmesi aşağıdaki çizgede gösterilmiştir.



Kaynak: Abdurrahman Fettahoğlu, **Menkul Değerler Yönetimi**, 1.b. İstanbul: Rengin Matbaası, 2003, s.534.

Çizge 7. Sharpe Ölçütüyle Performans Ölçülmesi

5.1.2.2. Treynor Ölçütü

Treynor (1965) portföy performansı ile ilgili birleşik bir ölçünün geliştirilmesi konusunda çalışan ilk araştırmacıdır. Portföy riskini portföyün risk primini betaya oranlayarak hesaplamıştır¹⁵⁵.

Treynor ölçütünün Sharpe ölçütünden farkı, risk ölçüsünün seçiminde yatmaktadır. Treynor ölçütü, üstlenilen sistematik risk birimi başına fazlalık getirinin büyüklüğünü göstermektedir¹⁵⁶. Sharpe ölçütünden farklı olarak toplam risk yerine

¹⁵⁴ Gordon J. Alexander ve William F. Sharpe, **Fundamentals of Investments**, New Jersey: Prentice-Hall Inc., 1989, s.402.

¹⁵⁵ Jack L. Treynor, "How to Rate Management of Investment Funds", *Harvard Business Review*, 43, No:1, January-February 1965, ss.63-75.

¹⁵⁶ Fettahoğlu, a.g.e., s.539.

sadece sistematik riski dikkate almaktadır. Çünkü Treynor, sistematik olmayan riskin çeşitlendirme ile azaltılabileceği için öneminin sınırlı olduğunu savunmaktadır. Treynor ölçütü aşağıdaki denklemle hesaplanmaktadır¹⁵⁷.

$$\text{Treynor Ölçütü} = \frac{\overline{R}_{PF} - \overline{R}_f}{\beta_{PF}} \quad (5)$$

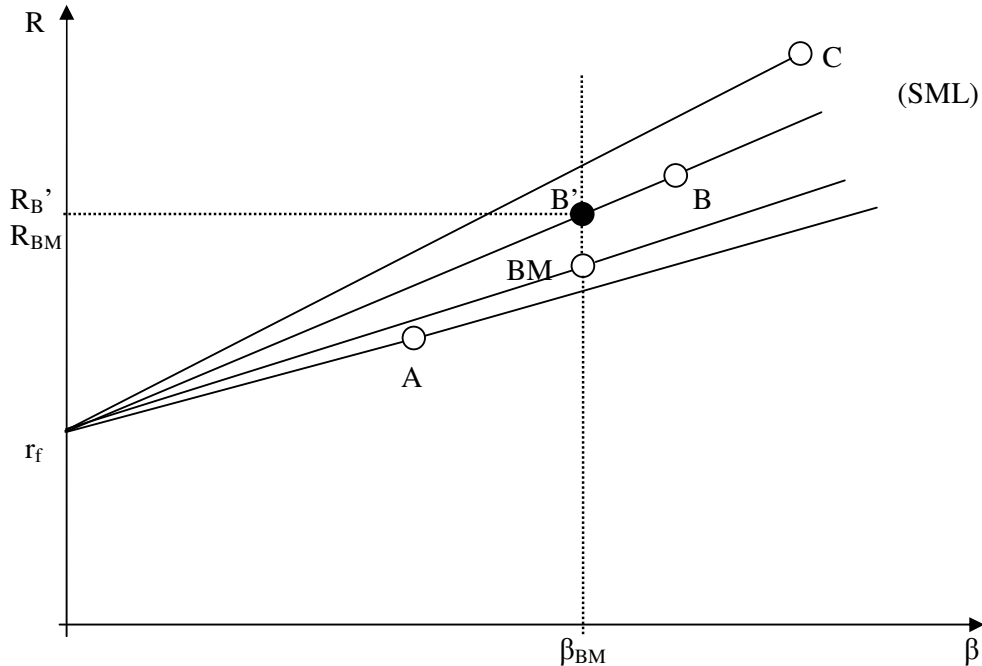
Denklemden;

\overline{R}_{PF} : Fonun Getirilerinin Aritmetik Ortalamasını,

\overline{R}_f : Hazine Bonosu Getirilerinin Aritmetik Ortalamasını,

β_{PF} : Fonun Getirilerinin Sistematik Riskini (Beta), ifade etmektedir.

Denklemden pay, Sharpe oranında olduğu gibi fonun geçmiş ortalama getirisi ile risksiz faiz oranı arasındaki farkı, payda ise ortalama getirinin betasını göstermektedir. Bu oran gerçekte CAPM bağlamında Menkul Değer Pazar Doğrusunun (Security Market Line-SML) eğimi ile doğrudan ilgilidir¹⁵⁸. Treynor Ölçütüyle performans ölçülmesi Çizge 8’de çizgesel olarak gösterilmiştir



Kaynak: Abdurrahman Fettahoğlu, **Menkul Değerler Yönetimi**, 1.b, İstanbul: Rengin Matbaası, 2003, s.540.

¹⁵⁷ Gordon J. Alexander ve William F. Sharpe, a.g.e., s.401.

¹⁵⁸ Dalğar, a.g.e., s.133.

Çizge 8. Treynor Ölçütü ile Performans Ölçülmesi

Portföy getirisinin risksiz getiriden fazla olması ($R_{pf} > R_f$) ve β faktörünün sıfırdan büyük olması halinde ($\beta > 0$) pozitif Treynor değeri ortaya çıkacaktır. Bu durum yatırımcıların bireysel risk tercihlerine nispeten daha yüksek getiri sağladıkları anlamına gelmektedir. İki olasılıktan birisinin tam tersi olması halinde ise ($R_{pf} < R_f$ veya $\beta < 0$), negatif Treynor değeri ortaya çıkacaktır. Treynor değerinin negatif oluşu, portföy getirisinin risksiz getiriden düşük olmasından ($R_{pf} < R_f$) kaynaklanıyorsa portföyün performansı zayıf kalmış demektir. Ama beta faktörünün sıfırdan küçük olmasından kaynaklanıyorsa bu portföy performansı açısından mükemmel bir durumdur. Son olarak iki olasılığın da negatif olması halinde ($R_{pf} < R_f$ ve $\beta < 0$), Treynor değeri yine pozitif olacaktır. Ancak fon performansının iyi ya da kötü olduğunu anlamak için portföy getirinin (R_{pf}) analiz süresince Menkul Kıymet Piyasası Doğrusunun (SML) altında olup olmadığına bakılmalıdır¹⁵⁹.

5.1.2.3. Jensen Ölçütü

Performans ölçülmesinin diğer bir yolu da Jensen tarafından ileri sürülen “Jensen alfası” diye bilinen ölçüttür. Treynor Ölçütü ile aynı düşünceye dayanmaktadır¹⁶⁰. Getirilerin riske uyarlanması, burada da portföy betasının yardımıyla yapılmaktadır. Jensen ölçütü, bir yandan, doğrudan beta-uyarlanmış getiri fazlalığını vermektedir. Diğer yandan da, elde edilen getiri fazlalığının (istatistiksel) güvenilirliği hakkında yorum yapılmasına olanak sağlayan ekonometrik yöntemlere dayanmaktadır¹⁶¹.

Jensen ölçütü fonlar arasında karşılaştırma yapmaktan çok, fonun gösterge endeksine göre üstün olup olmadığını ortaya koymaya çalışmaktadır. Doğrudan CAPM modeline dayanan Jensen ölçütü, SML'yi esas alarak portföy yöneticisinin geleceği tahmin yeteneğini açıklamaya çalışmıştır. CAPM modelinde fonun beklenen getirisi; $(R_{PF} - R_f) = (R_{BM} - R_f) \beta_{PF} + \epsilon_{PF}$ denklemi ile hesaplanmaktadır.

¹⁵⁹ Gürsoy ve Erzurumlu, a.g.e., s.44.

¹⁶⁰ Michael C. Jensen, a.g.e., s.389.

¹⁶¹ Fettahoğlu, a.g.e., s.544.

Bu denklem ile yönetilen bir portföyün yöneticisinin iyi bir tahminci olup olmadığını anlamak mümkündür. Yönetici iyi bir tahmin yeteneğine sahip ise, portföy aynı risk seviyesinde normal risk priminden daha fazla kazanacaktır. Böyle bir tahmin yeteneğinin denklemde yer alabilmesi için sabit bir sayıya ihtiyaç vardır. Bu sabit sayıda alfa olarak adlandırılmaktadır¹⁶². Herhangi bir fon için Jensen alfası aşağıdaki denklem kullanılarak hesaplanmaktadır¹⁶³.

$$\alpha = \bar{R}_{PF} - \left[\bar{R}_f + (\bar{R}_{BM} - \bar{R}_f) \beta_{PF} \right] \quad (6)$$

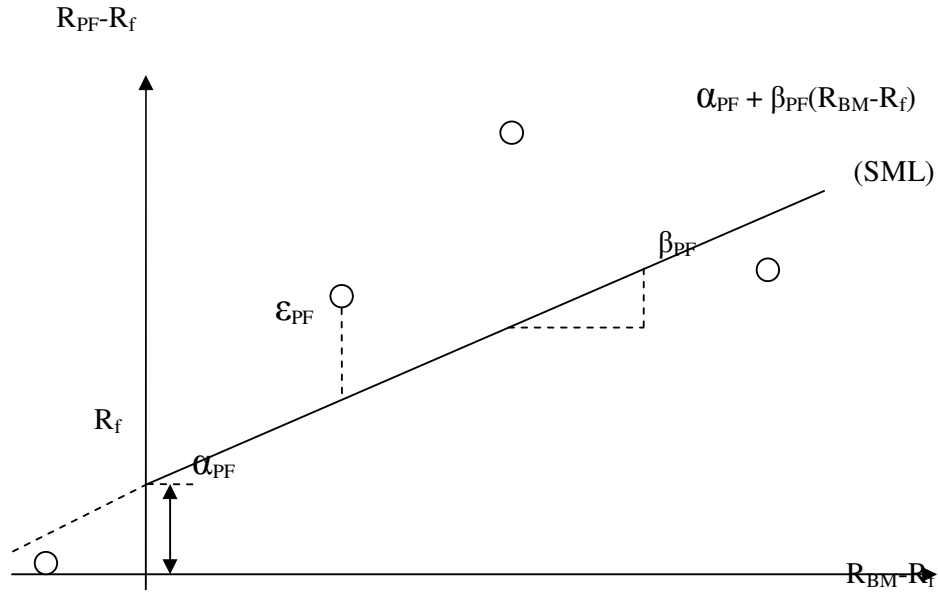
Denklemde;

\bar{R}_{PF} : Fonun Getirilerinin Aritmetik Ortalaması,

\bar{R}_f : Hazine Bonosu Getirilerinin Aritmetik Ortalaması,,

\bar{R}_{BM} : Karşılaştırma Ölçütü Getirilerinin Ortalaması,

β_{PF} : Fonun getirilerinin sistematik riskini (Beta), ifade etmektedir.



Kaynak: Abdurrahman Fettahoğlu, **Menkul Değerler Yönetimi**, 1.b, İstanbul: Rengin Matbaası, 2003, s.519.

Çizge 9. Jensen Ölçütüyle Performans Ölçülmesi

Herhangi bir portföy için denklemdeki alfa değerinin pozitif çıkması; ortalama

¹⁶² Saim Kılıç, **Türkiye'deki Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi**, İMKB Yayınları, Ankara, 2002, s.61'den Dalğar, a.g.e., s.134.

getirisinin karşılaştırma ölçütü getirisinden daha yüksek olması ve portföyün karşılaştırma ölçütünden daha iyi performans göstermesi anlamına gelmektedir. Diğer yandan alfa değerinin negatif çıkması ise; ortalama getirinin karşılaştırma ölçütü getirisinden daha düşük olması ve portföyün karşılaştırma ölçütünden daha kötü performans göstermesi anlamına gelmektedir. Sonuç olarak denklemdeki alfa değeri ne kadar pozitif ve yüksek bir değere sahip ise fonun performansı da o kadar iyi demektir¹⁶⁴.

5.2. EMEKLİLİK YATIRIM FONLARININ PERFORMANS ÇÖZÜMLEMESİ

Dünya ölçeğinde önemli bir büyüklüğe ulaşan Emeklilik Yatırım Fonlarının performansı önemli ölçüde ilgi çekmektedir. Aynı paralelde Türkiye’de de henüz çok yeni olmasına rağmen umut verici gelişmeler gösteren Emeklilik Yatırım Fonlarının performansı hem bireysel yatırımcılar hem de yatırım uzmanları tarafından ilgiyle izlenmektedir. Bu gelişmelere bağlı olarak Emeklilik Yatırım Fonları ve bu fonların performans çözümlemesi giderek önem kazanmaktadır.

5.2.1. Çalışmanın Amacı

Türkiye’de yatırım fonlarının performansları üzerine çok sayıda çalışma yapıldığı halde, henüz yeni olması nedeniyle Emeklilik Yatırım Fonlarının performansları üzerine fazla bir çalışma yapılamamıştır. Bu eksiklik de dikkate alınarak bu çalışmada Türkiye’deki Emeklilik Yatırım Fonlarının performanslarının değerlendirilmesi amaçlanmıştır.

5.2.2. Çalışmanın Kapsamı

Çalışmada, Türkiye’deki Emeklilik Yatırım Fonlarının tamamının kapsam dahiline alması amaçlandığı halde bazı kısıtlar nedeniyle bu mümkün olmamıştır. Bunlar aşağıda kısaca özetlenmiştir.

Türkiye’de Bireysel Emeklilik Sisteminin henüz yeni olması ve sürekli yeni

¹⁶³ Gordon J. Alexander ve William F. Sharpe, a.g.e, s.398.

fonların kurulması nedeniyle Ekim 2003'ten 2006 sonuna kadar 53 adetten 96 adete ulaşmıştır. Dolayısıyla bu kadar kısa sürede hızlı bir gelişim gösteren Emeklilik Yatırım Fonlarının tümü için 36 aylık veri seti bulunmamaktadır.

Ayrıca, SPK'nın yayınladığı, Seri:V, No:71 sayılı "Bireysel ve Kurumsal Portföylerin Performans Sunumuna ve Performansa Dayalı Ücretlendirme ve Sıralama Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ" in 8. maddesinde, Bireysel Emeklilik Fonlarının performans ve sıralama sonuçlarının sunumunun 2005 yılında 1, 2006 yılında 2, 2007 yılında 3, 2008 yılında 4, sonraki yıllarda ise 5 yıllık Ocak-Aralık dönemini kapsayacak şekilde yıl bazında yapılması öngörülmektedir¹⁶⁵.

Sonuç olarak ilgili tebliğe uygun olarak çalışmada, Ocak 2004 - Aralık 2006 arasında kalan 36 aylık dönemde devamlı faaliyette bulunan, başka bir fonla birleştirilmeyen veya portföy türü değişmeyen 62 adet Emeklilik Yatırım Fonu analiz kapsamına alınmıştır (EK 1).

5.2.3. Çalışmanın Yöntemi

Çalışma kapsamına alınan 62 adet Emeklilik yatırım fonunun Ocak 2004 - Aralık 2006 arasındaki 36 aylık getiri verileri, SPK'nın resmi internet sitesinden yararlanılarak derlenmiş ve ay sonu birim fiyatlarına göre fon getirileri hesaplanmıştır¹⁶⁶. Yapılan getiri hesaplamaları EK.1'de yer almaktadır.

Aylık getiriler ve standart sapmalar hesaplanırken yukarıda "Getiri ve Riskin Ölçülmesi" başlığı altında belirtilen basit getiri ve standart sapma denklemlerinden yararlanılmıştır.

Verilerin analizinde yukarıda anlatılan, Sharpe, Treynor ve Jensen Ölçütleri kullanılmıştır. Söz konusu yöntemlerin denklemlerinde yer alan değişkenlerin nasıl hesaplandığı ise aşağıda açıklanmıştır.

¹⁶⁴ Gordon J. Alexander ve William F. Sharpe, a.g.e, ss.395-397.

¹⁶⁵ Dağlar, a.g.e., s.138.

¹⁶⁶ <http://www.spk.gov.tr>, (09.01.2007).

5.2.3.1. Risksiz Getiri

Risksiz getiri olarak yatırım fonlarının yapısına uygun makul veriler kullanılmaktadır. Literatürde yatırım fonlarının performanslarını değerlendirmeye ilişkin olarak yapılan çalışmalarda risksiz getiri olarak 91 gün (3 aylık) vadeli hazine bonosu faizlerinin kullanılması genel kabul görmektedir¹⁶⁷. Bu bağlamda çalışmada da risksiz getiri olarak 91 günlük hazine bonosu faizlerinin aylık getirileri kullanılmıştır.(EK.1).

5.2.3.2. Karşılaştırma Ölçütü

Performans ölçülmesinde önemli olan, uygun karşılaştırma ölçütünün (benchmark) saptanmasıdır. Benchmark, bir başvuru büyüklüğü (referans büyüklüğü)'dür ve yatırım stratejileriyle ilintili olarak araştırılan portföylerin karşılaştırıldığı orandır. Benchmark'ın, iki önemli gerekliliği taşıması gerekir¹⁶⁸:

- Yorumlanan portföylerin ve benchmark'ın getirileri aynı hesaplama biçimiyle elde edilmelidir,
- Yatırım başarısının elde edilmesi için mümkün olduğu ölçüde karşılaştırılabilir kısıtların dahil edilmesi gerekir.

Dolayısıyla yöntem olarak uygulamaya dahil edilen Emeklilik Yatırım Fonlarının yer aldığı her bir gruba uygun karşılaştırma ölçütü belirlemek gerekmektedir. Ancak Emeklilik Yatırım Fonlarının portföy dağılımları açısından yatırım fonları nispeten çok daha fazla çeşitlilik göstermesi karşılaştırma ölçütü oluşturmada zorluk yaratmaktadır. Bu sebeple, SPK'nın 15 Aralık 2004 tarihli performans sunumlarına ilişkin açıklamasına göre fon portföy yapısı/yönetim stratejisi karşılaştırma ölçütü kullanmaya elverişli olmaması nedeniyle Esnek fonlarda karşılaştırılma ölçütü belirlenmesi zorunluluğu bulunmamaktadır¹⁶⁹. Ayrıca Emeklilik Gözetim Merkezi'nin 2006 yılı Emeklilik Gözetim Raporu'nda hem esnek ve hem de dengeli fonlar için karşılaştırma ölçütü olarak ilgili fon grubunun ortalama getirisi kullanılmıştır.

¹⁶⁷ Dalğar, a.g.e., s.139.

¹⁶⁸ Fettahoğlu, a.g.e., s.521.

¹⁶⁹ Emeklilik Gözetim Merkezi, **Bireysel Emeklilik Sistemi Gelişim Raporu 2006**, ss.45-48.

Sermaye Piyasası Kurulu ve Emeklilik Gözetim Merkezi tarafından yayınlanan bültenlerde yapılan ayırım da dikkate alınarak; hisse senedi ağırlıklı portföy yapısına sahip fonlar “Hisse Senedi Fonları”, kamu iç borçlanma senetleri ağırlıklı portföy yapısına sahip fonlar “Kamu Borçlanma Araçları Fonları”, döviz cinsi ve yabancı menkul kıymet ağırlıklı portföy yapısına sahip fonlar “Uluslar arası-Döviz Endeksli Fonlar”, likit yatırım araçları ağırlıklı portföy yapısına sahip fonlar "Likit Fonlar" ve karma portföy yapısına sahip fonlar ise“Esnek-Dengeli Fonlar”, başlığı altında gruplandırılmıştır.

Her fon grubu için ayrı ayrı analiz dönemindeki ortalama portföy dağılımları ve ilgili fon yönetimi tarafından SPK'nın Seri: V, No: 60 sayılı "Bireysel ve Kurumsal Portföylerin Performans Sunumuna, Performansa Dayalı Ücretlendirme ve Sıralama Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ" doğrultusunda açıklanmış olan performans kriterleri, Dalğar'ın (2007) çalışması ve Emeklilik Gözetim Merkezi'nin 2006 yılı Bireysel Emeklilik Sistemi Gelişim Raporu dikkate alınarak aşağıdaki gibi birer karşılaştırma ölçütü oluşturulmuştur. Buna göre;

- 1) Hisse Senedi Fonları için; İMKB Ulusal 100 Endeksi,
- 2) Kamu Borçlanma Araçları Fonları için; KYD YTL Bono Tüm Endeksi,
- 3) Uluslar arası ve Döviz Endeksli Fonlar için; KYD Eurobond USD-YTL Endeksinin %50'si, KYD Eurobond EURO-YTL Endeksinin %50'si,
- 4) Likit Fonlar için; KYD YTL 30 Günlük Bono Endeksi,
- 5) Esnek -Dengeli Fonlar için; ilgili fon grubunun ortalama getirisi esas alınmak suretiyle karşılaştırma ölçütleri oluşturulmuştur.

5.2.3.3. Beta

Betayı esas alan Treynor ve Jensen Ölçütlerinde kullanılan Beta (β) değerleri fonun risksiz getiriyi aşan getirileri ile karşılaştırma ölçütünün risksiz getiriyi aşan getirileri arasında $(R_{PF}-R_f) = \alpha_{PF}+(R_{BM} - R_f) \beta_{PF} + \epsilon_{PF}$ şeklinde bir doğrusal regresyon kurulmak suretiyle SPSS programında hesaplanmıştır.

5.2.4. Emeklilik Yatırım Fonlarının Performans Sonuçları

Çalışmada üç ayrı yöntem kullanılarak fonlar; portföy dağılımlarına göre dahil oldukları fon grubu içerisinde portföy dağılımlarına uygun bir karşılaştırma ölçütü (benchmark) ile kıyaslayarak sıralanmıştır. Sıralama yapılırken beş fon grubu için ayrı tablolar oluşturulmuştur. Böylece her fonun kendi portföy yapısına uygun fonlarla kıyaslanması suretiyle daha anlamlı bir karşılaştırma yapılması amaçlanmıştır.

Toplamda 62 adet fon için yapılan performans sıralandırması ve sonuçlara ilişkin değerlendirmeler aşağıda ayrıntılı olarak açıklanmaktadır. Tüm fonları içerecek şekilde performans sıralamasının yer aldığı tablolar EK.2'de gösterilmiştir.

5.2.4.1. Sharpe Ölçütüne Göre Performans Sonuçları

Toplam riski esas alan Sharpe Ölçütü ile yapılan hesaplamalar sonucunda, Emeklilik Yatırım Fonlarının sıralamaları aşağıdaki tablolarda gösterilmiştir. Karşılaştırma ölçütü oluşturulan 5 ayrı fon grubu için düzenlenen grup tablolarının ardından, çalışma kapsamına alınan 62 fondan en iyi ve en kötü performans gösteren 20 fonun sıralamasına da yer verilmiştir.

Tablolarda Sharpe ölçütüne göre en büyük sayısal değere sahip olan fon en iyi performansa sahiptir. İsimleri koyulaştırılmış fonlar, karşılaştırma ölçütüne göre daha yüksek performans göstermiştir. Diğerleri ise daha düşük performans göstermiştir.

Hisse Senedi fonlarının Tablo 23'te yer alan sıralamasında; 9 fon arasından sadece 3 fon karşılaştırma ölçütüne göre daha yüksek, 6 fon ise daha düşük performans göstermiştir. Ortalama değerinde karşılaştırma ölçütünden daha düşük olması, hisse senedi fonlarının genel olarak ilgili dönemde piyasaya göre daha kötü performansa sahip olduğunu ortaya koymaktadır.

Bu grupta “Anadolu Hayat Emeklilik Büyüme Amaçlı Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonu” en iyi performansı göstermiştir. Genel olarak Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonları için etkin bir portföy yönetiminden söz etmek mümkün değildir.

Tablo 23. Hisse Senedi Fonlarının Sıralaması (Sharpe)

HİSSE SENEDİ FONLARI			
SIRA	EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI	σ	SHARPE
1	ANADOLU HYT EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	7,43	0,13278
2	VAKIF EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	6,84	0,13103
3	YAPI KREDİ EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	7,12	0,13080
4	ANKARA EMEK. GELİR AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	7,35	0,12161
5	GARANTİ EMEK.HYT. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	7,06	0,11171
6	FORTİS EMEK.HYT. İHTİSASLAŞ. İMKB ULUSAL 30 END. EYF	7,44	0,10264
7	BAŞAK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	6,66	0,09986
8	OYAK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	6,89	0,09481
9	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. İHTİSAS.L İMKB ULUSAL 30 END. EYF	7,60	0,09077
	KARŞILAŞTIRMA ÖLÇÜTÜ (BENCHMARK)	7,62	0,12648
	ORTALAMA DEĞER	7,15	0,11289

Kamu Borçlanma Araçları fonlarının Tablo 24’te yer alan sıralamasında, 11 fon arasından sadece 5 fon karşılaştırma ölçütüne göre daha yüksek, 6 fon ise daha düşük performans göstermiştir. Ortalama değer karşılaştırma ölçütünden daha düşük olmasına rağmen belirgin bir fark yoktur. Fonların ortalamasının altında ancak ortalamaya yakın bir performans gösterdiği söylenebilir. Bu grupta “Yapı Kredi Emeklilik Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu” en iyi performansı göstermiştir.

Kamu borçlanma araçları için oluşturulan karşılaştırma ölçütünün tüm bono endeksini kapsadığı düşünülürse portföy yönetiminin etkin olduğu söylenemez.

Tablo 24. Kamu Borçlanma Araçları Fonlarının Sıralaması (Sharpe)

KAMU BORÇLANMA ARAÇLARI FONLARI			
SIRA	EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI	σ	SHARPE
1	YAPI KREDİ EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	1,45	0,20091
2	GARANTİ EMEK.HYT. GLR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	1,40	0,16931
3	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. GLR AMAÇ. KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	1,79	0,16750
4	AK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	1,36	0,16598
5	BAŞAK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	1,23	0,15741
6	ANADOLU HYT EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	1,46	0,13815
7	ANKARA EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	1,59	0,06939
8	AVIVA HYT EMEK. GELİR AMAÇ KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	6,69	0,04062
9	FORTİS EMEK.HYT. GELİR AMAÇ. KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	1,93	0,02063
10	OYAK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	1,07	-0,01376
11	VAKIF EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	1,33	-0,05495
	KARŞILAŞTIRMA ÖLÇÜTÜ (BENCHMARK)	1,09	0,15301
	ORTALAMA DEĞER	1,94	0,09647

Uluslar arası ve Döviz Endeksli fonların Tablo 25’te yer alan sıralamasında, 16

fon arasından sadece 2 fon karşılaştırma ölçütüne göre daha düşük, 14 fon ise daha yüksek performans göstermiştir. Doğal olarak ortalama değer de karşılaştırma ölçütünden yüksek olması bu gruptaki fonların genel olarak piyasaya göre daha yüksek bir performansa sahip olduğunu göstermektedir. Bu grupta, “Koç Allianz Emeklilik Hayat Gelir Amaçlı Kamu Dış Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu” en iyi performansı göstermiştir.

Bu fonların önemli bir kısmını Eurobondlar teşkil ettiği için karşılaştırma ölçütü de Euro ve Dolar cinsi Eurobondlardan oluşturulmuştur. Portföy yönetimi içinse menkul kıymet tercihlerinin yerinde olduğu ve genel olarak etkin bir şekilde yönetildiği söylenebilir.

Tablo 25. Uluslar arası-Döviz Endeksli Fonların Sıralaması (Sharpe)

ULUSLARARASI - DÖVİZE ENDEKSLİ FONLAR			
SIRA	EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI	σ.	SHARPE
1	KOÇ ALLIANZ EMK.HYT.GLR AMÇ KAM DIŞ. BRÇ. ARÇ. EYF	2,65	-0,20045
2	YAPI KREDİ EMEK.GELİR AMAÇLI ULUS. KARMA EYF	3,59	-0,20338
3	AVIVA HYT EMEK. GLR AMAÇ. KAMU DIŞ BORÇ. ARAÇ. EYF	3,53	-0,20626
4	FORTİS EMEK.HYT. GLR AMÇ. DÖVİZ CİNS. YAT. ARAÇ. EYF	3,22	-0,20712
5	AK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ. ARAÇ. (USD) EYF	3,60	-0,21435
6	KOÇ ALLIANZ EMK.HYT.GLR.AMÇ.KM. BRÇ. ARÇ. (DVZ) EYF	3,21	-0,21995
7	ANADOLU HYT EMEK. BÜYÜME AMAÇLI ULUS. KARMA EYF	3,09	-0,22737
8	ANADOLU HYT EMEK.GLR AMÇ. KAR BRÇ. ARÇ. (EURO) EYF	3,54	-0,22968
9	AK EMEK. GELİR AMAÇLI KARMA BORÇ. ARAÇ. (EURO) EYF	3,54	-0,24100
10	FORTİS EMEK. HYT. GLR AMAÇ (DÖVİZ) KAMU BRÇ. AR. EYF	3,68	-0,24153
11	YAPI KREDİ EMEK. GELİR AMÇ KMU BRÇ. ARÇ. (DÖVİZ) EYF	3,47	-0,24628
12	BAŞAK EMEK. GLR AMÇ KAMU DIŞ BRÇ. ARÇ. (DÖVİZ) EYF	3,50	-0,24652
13	OYAK EMEK. GLR AMÇ DÖVİZ CİNS YATRM. ARAÇLARI EYF	3,80	-0,25344
14	VAKIF EMEK. GELİR AMAÇLI TÜRK EUROBOND EYF	2,77	-0,25763
15	ANADOLU HYT EMEK.GLR AMÇ KARMA BRÇ. ARÇ. (USD) EYF	2,70	-0,29791
16	GARANTİ EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI ULUS. BORÇ. ARAÇ. EYF	3,54	-0,31898
	KARŞILAŞTIRMA ÖLÇÜTÜ (BENCHMARK)	3,72	-0,25948
	ORTALAMA DEĞER	3,34	-0,23824

Likit fonlar, fon grupları içinde en kötü performansı gösteren gruptur. Likit fonlarının Tablo 26’da yer alan sıralamasında, 13 fon arasından sadece 1 fon karşılaştırma ölçütüne göre daha yüksek, 12 fon ise daha düşük performans göstermiştir. Doğal olarak ortalama değer de karşılaştırma ölçütünden belirgin bir biçimde düşüktür. Bu grupta, “Aviva Hayat Emeklilik Kamu Likit Emeklilik yatırım

Fonu” karşılaştırma ölçütünün üzerinde performans gösteren tek fondur.

Portföyün büyük bölümü kısa vadeli repo işlemlerinden oluşan Likit fonlar için de etkin bir portföy yönetiminden söz etmek mümkün değildir.

Tablo 26. Likit Fonların Sıralaması (Sharpe)

LİKİT FONLAR			
SIRA	EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI	σ	SHARPE
1	AVIVA HYT EMEK. KAMU LİKİT EYF	3,38	-0,07560
2	AK EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,36	-0,30234
3	OYAK EMEK. LİKİT EYF	0,34	-0,37581
4	FORTİS EMEK.HYT. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,38	-0,39932
5	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,39	-0,40830
6	YAPI KREDİ EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,33	-0,45380
7	GARANTİ EMEK.HYT. LİKİT KAMU EYF	0,30	-0,47470
8	BAŞAK EMEK. LİKİT KAMU EYF	0,44	-0,58889
9	ANADOLU HYT EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,31	-0,61907
10	ANKARA EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,33	-0,63707
11	VAKIF EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,26	-1,02916
12	FORTİS EMEK.HYT. PARA PİY. EMANET LİKİT KARMA EYF	0,33	-1,47634
13	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. PARA PİY. EMNT LİKİT KAMU EYF	0,21	-2,17891
	KARŞILAŞTIRMA ÖLÇÜTÜ (BENCHMARK)	0,28	-0,10758
	ORTALAMA DEĞER	0,57	-0,69379

Esnek ve Dengeli fonların Tablo 27’de yer alan sıralamasında; 13 fon arasından 5 fon karşılaştırma ölçütüne göre daha yüksek, 8 fon ise daha düşük performans göstermiştir. Ortalama değer de karşılaştırma ölçütünden daha düşük olması, hisse senedi fonlarının genel olarak ilgili dönemde piyasaya göre daha kötü performansa sahip olduğunu ortaya koymaktadır.

Bu grupta “Anadolu Hayat Emeklilik Büyüme Amaçlı Esnek Emeklilik Yatırım Fonu” en iyi performansı göstermiştir. Üstelik diğer fonlara göre belirgin bir biçimde yüksek değerlendirme ölçütüne sahiptir. Bu fonların portföy yapısı, değişen piyasa koşullarına göre portföy yöneticisi tarafından belirlenmektedir. Bu fonlar için verimli bir karşılaştırma ölçütü oluşturulamaması nedeniyle karşılaştırma ölçütü olarak ortalama değer alınmıştır.

Tablo 27. Esnek-Dengeli Fonların Sıralaması (Sharpe)

ESNEK & DENGELİ FONLAR

SIRA	EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI	σ.	SHARPE
1	ANADOLU HYT EMEK. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	4,06	0,24598
2	AK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	2,87	0,14366
3	ANADOLU HYT EMEK. GELİR AMAÇLI ESNEK EYF	0,57	0,14281
4	OYAK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI KARMA EYF	3,48	0,12056
5	ANADOLU HYT EMEK. ESNEK EYF	2,53	0,11408
6	VAKIF EMEK. ESNEK EYF	2,67	0,07202
7	BAŞAK EMEK. ESNEK EYF	3,50	0,06269
8	YAPI KREDİ EMEK. ESNEK EYF	2,90	0,05854
9	AVIVA HYT EMEK. ESNEK EYF	2,23	0,03937
10	FORTİS EMEK.HYT. ESNEK EYF	3,19	0,01470
11	ANKARA EMEK. DENGELİ EYF	3,64	0,01239
12	AVIVA HYT EMEK. DENGELİ EYF	2,23	-0,00425
13	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	3,95	-0,00609
	ORTALAMA DEĞER	2,91	0,07819

Tablo 28’de ise çalışma kapsamına alınan 62 Emeklilik Yatırım Fonunun toplu sonuçları yer almaktadır. 62 fon arasında Sharpe ölçütüne göre en iyi performansı “Anadolu Hayat Emeklilik Büyüme Amaçlı Esnek Emeklilik Yatırım Fonu” göstermiştir.

Tablo 28. İlk 20 Emeklilik Yatırım Fonu (Sharpe)

SIRA	EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI	AYLIK GETİRİ ORT.	σ	SHARPE
1	ANADOLU HYT EMEK. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	2,40	4,06	0,24599
2	YAPI KREDİ EM. GELİR AMAÇ KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	1,69	1,45	0,20092
3	GARANTİ EM.HYT. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	1,64	1,40	0,16931
4	KOÇ ALLİANZ EM.HYT. GLR AMAÇ KAM BRÇ.ARC. EYF	1,70	1,79	0,16750
5	AK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ ARAÇ. EYF	1,63	1,36	0,16598
6	BAŞAK EMK. GELİR AMAÇLI KAMU BRÇ.ARAÇLARI EYF	1,59	1,23	0,15741
7	AK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	1,81	2,87	0,14367
8	ANADOLU HYT EMEK. GELİR AMAÇLI ESNEK EYF	1,48	0,57	0,14281
9	ANADOLU HYT EM. GELİR AMAÇ KAMU BORÇ ARAÇ. EYF	1,60	1,46	0,13815
10	ANADOLU HYT EM. BÜYÜME AMAÇ HİSSE SENEDİ EYF	2,39	7,43	0,13278
11	VAKIF EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	2,30	6,84	0,13103
12	YAPI KREDİ EMEK. BÜYÜME AMAÇ HİSSE SENEDİ EYF	2,33	7,12	0,13080
13	ANKARA EMEK. GELİR AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	2,29	7,35	0,12162
14	OYAK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI KARMA EYF	1,82	3,48	0,12057
15	ANADOLU HYT EMEK. ESNEK EYF	1,69	2,53	0,11409
16	GARANTİ EM.HYT. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	2,19	7,06	0,11172
17	FORTİS EM.HYT. İHTİSAS. İMKB ULUSAL 30 END. EYF	2,16	7,44	0,10264
18	BAŞAK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	2,07	6,66	0,09986
19	OYAK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	2,05	6,89	0,09481
20	KOÇ ALLİANZ EM.HYT. İHT. İMKB ULUSAL 30 END. EYF	2,09	7,60	0,09077

Tablo 29’da görüldüğü üzere 62 Emeklilik Yatırım Fonu arasında Sharpe

ölçütüne göre en kötü performansı ise “Koç Allianz Emeklilik Hayat Para Piyasası Emanet Likit Kamu Emeklilik Yatırım Fonu” göstermiştir.

Tablo 29. Son 20 Emeklilik Yatırım Fonu (Sharpe- Sondan İtibaren)

SIRA	EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI	AYLIK GETİRİ ORT.	σ	SHARPE
1	KOÇ ALLIANZ EM.HYT. PARA PİY.EMAN. LİKİT KAMU EYF	0,94	0,21	-2,17892
2	FORTİS EMEK.HYT. PARA PİY. EMAN LİKİT KARM EYF	0,92	0,33	-1,47634
3	VAKIF EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	1,13	0,26	-1,02916
4	ANKARA EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	1,19	0,33	-0,63707
5	ANADOLU HYT EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	1,21	0,31	-0,61908
6	BAŞAK EMEK. LİKİT KAMU EYF	1,14	0,44	-0,58889
7	GARANTİ EMEK.HYT. LİKİT KAMU EYF	1,26	0,30	-0,47470
8	YAPI KREDİ EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	1,25	0,33	-0,45380
9	KOÇ ALLIANZ EMK.HYT. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	1,24	0,39	-0,40830
10	FORTİS EMEK.HYT. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	1,25	0,38	-0,39932
11	OYAK EMEK. LİKİT EYF	1,27	0,34	-0,37581
12	GARANTİ EM.HYT. GLR AMAÇ. ULUS. BORÇ. ARAÇ. EYF	0,27	3,54	-0,31899
13	AK EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	1,29	0,36	-0,30234
14	ANADOLU HYT EM.GLR AMAÇ KARM BR. AR. (USD) EYF	0,60	2,70	-0,29791
15	VAKIF EMEK. GELİR AMAÇLI TÜRK EUROBOND EYF	0,69	2,77	-0,25763
16	OYAK EM. GELİR AMAÇ DÖV CİNS YATRM. ARAÇ. EYF	0,44	3,80	-0,25344
17	BAŞAK EM. GLR AMAÇ KAM DIŞ BRÇ. ARAÇ. (DÖVİZ) EYF	0,54	3,50	-0,24652
18	YAPI KREDİ EM. GLR AMAÇ KAM BRÇ. AR. (DÖVZ) EYF	0,55	3,47	-0,24629
19	FORTİS EM. HYT. GLR AMAÇ (DÖV.) KAM BRÇ. ARAÇ. EYF	0,51	3,68	-0,24153
20	AK EM. GELİR AMAÇ KARMA BORÇ. ARAÇ. (EURO) EYF	0,55	3,54	-0,24100

5.2.4.2. Treynor Ölçütüne Göre Performans Sonuçları

Treynor ve Jensen ölçütü sistematik riski esas alan yöntemler arasında yer almaktadır. İki ölçüte göre de yüksek değerlerin bulunması, fonun performansının yüksek olduğunu gösterecektir. Diğer yandan her iki yöntem de sistematik riski esas aldığından benzer sıralamaların çıkması beklenmektedir.

Sharpe ölçütünde olduğu gibi Treynor ölçütünde de beş gruba göre performans sıralaması ve ardından 62 fon içinde sıralamada ilk ve son 20’de yer alan fonların performansları gösterilecektir.

Tablo 30. Hisse Senedi Fonlarının Sıralaması (Treynor)

HİSSE SENEDİ FONLARI			
SIRA	EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI	β	TREYNOR
1	VAKIF EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	0,816	1,09594
2	ANADOLU HYT EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	0,908	1,08416
3	YAPI KREDİ EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	0,873	1,06413
4	ANKARA EMEK. GELİR AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	0,901	0,98963
5	GARANTİ EMEK.HYT. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	0,883	0,89138
6	BAŞAK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	0,802	0,82704
7	FORTİS EMEK.HYT. İHTİSASLAŞMIŞ İMKB ULUSAL 30 END. EYF	0,935	0,81515
8	OYAK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	0,816	0,79764
9	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. İHTİSAS. İMKB ULUSAL 30 END. EYF	0,959	0,71712
	KARŞILAŞTIRMA ÖLÇÜTÜ (BENCHMARK)	1,000	0,96191
	ORTALAMA DEĞER	0,877	0,92024

Hisse Senedi fonlarının Tablo 30’da yer alan sıralamasında; 9 fon arasından 4 fon karşılaştırma ölçütüne göre daha yüksek, 5 fon ise daha düşük performans göstermiştir. Ortalama değer karşılaştırma ölçütünden daha düşük olmasına rağmen belirgin bir fark yoktur. Fonun ortalamasının altında ancak ortalamaya yakın bir performans gösterdiği söylenebilir. Bu grupta “Vakıf Emeklilik Büyüme Amaçlı Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonu” en iyi performansı göstermiştir.

Tablo 31. Kamu Borçlanma Araçları Fonlarının Sıralaması (Treynor)

KAMU BORÇLANMA ARAÇLARI FONLARI			
SIRA	EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI	β	TREYNOR
1	AVIVA HYT EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	0,170	1,59939
2	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. GLR AMAÇ KAMU BORÇ.ARAÇ.EYF	0,479	0,62459
3	YAPI KREDİ EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	0,711	0,40910
4	GARANTİ EMEK.HYT. GELİR AMAÇ. KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	0,729	0,32501
5	ANADOLU HYT EMEK. GELİR AMAÇ. KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	0,659	0,30703
6	AK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	0,734	0,30680
7	BAŞAK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	0,779	0,24830
8	ANKARA EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	0,594	0,18556
9	FORTİS EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	0,524	0,07602
10	OYAK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	0,912	-0,01619
11	VAKIF EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	0,722	-0,10104
	KARŞILAŞTIRMA ÖLÇÜTÜ (BENCHMARK)	1,000	0,16469
	ORTALAMA DEĞER	0,638	0,36041

Kamu Borçlanma Araçları fonlarının Tablo 31’de yer alan sıralamasında; 11 fon arasından 8 fon karşılaştırma ölçütüne göre daha yüksek, 3 fon ise daha düşük performans göstermiştir. Ortalama değerinde karşılaştırma ölçütünden yüksek

olması, kamu borçlanma araçları fonlarının genel olarak ilgili dönemde piyasaya göre daha iyi bir performansa sahip olduğunu ortaya koymaktadır. Bu grupta “Aviva Hayat Emeklilik Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu” belirgin bir biçimde diğerlerinden ayrılarak en iyi performansı göstermiştir.

Tablo 32. Uluslar arası-Döviz Edeksli Fonların Sıralaması (Treynor)

ULUSLARARASI - DÖVİZE ENDEKSLİ FONLAR			
SIRA	EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI	β	TREYNOR
1	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. GLR AMÇ. KAM DIŞ BRÇ. ARAÇ. EYF	0,829	-0,64353
2	FORTİS EMEK.HYT. GLR AMÇ DÖVİZ CİNS. YAT. ARAÇ. EYF	0,957	-0,69885
3	VAKIF EMEK. GELİR AMAÇLI TÜRK EURO BOND EYF	0,873	-0,81974
4	ANADOLU HYT EM.GLR AMAÇ KARM BRÇ. ARAÇ. (USD) EYF	0,901	-0,89391
5	ANADOLU HYT EM. BÜYÜME AMAÇLI ULUS. KARMA EYF	0,659	-1,06852
6	ANADOLU HYT EM.GLR AMAÇ KARMA BRÇ. ARAÇ. (EURO) EYF	0,746	-1,09131
7	AK EMEK. GELİR AMAÇLI KARMA BORÇ. ARAÇ. (EURO) EYF	0,753	-1,13616
8	AVIVA HYT EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU DIŞ BORÇ. ARAÇ. EYF	0,616	-1,18508
9	KOÇ ALLİANZ EM.HYT. GLR AMÇ KAM BRÇ. ARAÇ. (DÖVİZ) EYF	0,570	-1,24363
10	YAPI KREDİ EM. GELİR AMAÇLI ULUS. KARMA EYF	0,588	-1,24660
11	AK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ. ARAÇ. (USD) EYF	0,571	-1,35445
12	BAŞAK EM. GELİR AMAÇ KAMU DIŞ BORÇ. ARAÇ. (DÖVİZ) EYF	0,635	-1,36074
13	YAPI KREDİ EM. GELİR AMAÇ KAMU BORÇ. ARAÇ. (DÖVİZ) EYF	0,627	-1,36480
14	FORTİS EM. HYT. GELİR AMAÇ (DÖVİZ) KAMU BRÇ. ARAÇ. EYF	0,648	-1,37308
15	OYAK EM. GELİR AMAÇLI DÖVİZ CİNS YATRM. ARAÇLARI EYF	0,608	-1,58876
16	GARANTİ EM.HYT. GELİR AMAÇLI ULUS. BORÇ. ARAÇ. EYF	0,623	-1,81606
	KARŞILAŞTIRMA ÖLÇÜTÜ (BENCHMARK)	1,000	-0,96696
	ORTALAMA DEĞER	0,700	-1,180330

Uluslar arası ve Döviz Edeksli fonların Tablo 32’de yer alan sıralamasında; 16 fon arasından 4 fon karşılaştırma ölçütüne göre daha yüksek, 12 fon ise daha düşük performans göstermiştir. Ortalama değer de karşılaştırma ölçütünden daha düşük olması, hisse senedi fonlarının ilgili dönemde genel olarak piyasaya göre daha kötü performansa sahip olduğunu ortaya koymaktadır. Bu grupta Koç Allianz Emeklilik Hayat Gelir Amaçlı Kamu Dış Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu” en iyi performansı göstermiştir.

Tablo 33. Likit Fonların Sıralaması (Treynor)

LİKİT FONLAR			
SIRA	EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI	β	TREYNOR
1	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,362	-0,43641
2	GARANTİ EMEK.HYT. LİKİT KAMU EYF	0,273	-0,52386
3	YAPI KREDİ EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,271	-0,55455
4	FORTİS EMEK.HYT. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,255	-0,59215
5	OYAK EMEK. LİKİT EYF	0,199	-0,63421
6	ANADOLU HYT EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,276	-0,68979
7	AK EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,127	-0,86439
8	ANKARA EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,172	-1,21877
9	BAŞAK EMEK. LİKİT KAMU EYF	0,204	-1,28042
10	FORTİS EMEK.HYT. PARA PİY. EMANET LİKİT KARMA EYF	0,312	-1,54570
11	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. PARA PİY. EMANET LİKİT KAMU EYF	0,283	-1,61392
12	AVIVA HYT EMEK. KAMU LİKİT EYF	0,154	-1,66011
13	VAKIF EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,158	-1,69463
	KARŞILAŞTIRMA ÖLÇÜTÜ (BENCHMARK)	1,000	-0,03224
	ORTALAMA DEĞER	0,234	-1,02376

Likit fonların Tablo 33’te yer alan sıralamasında; 13 fon arasında karşılaştırma ölçütünden daha yüksek bir performans gösteren tek bir fon bile bulunmamaktadır. Doğal olarak ortalama değer de karşılaştırma ölçütünden daha düşük bir seviyededir. En kötü performans gösteren fon grubudur. Bu grupta “Koç Allianz Emeklilik Hayat Para Piyasası Likit Kamu Emeklilik Yatırım Fonu” en iyi performansı göstermekle beraber yine de karşılaştırma ölçütünün altında kalmıştır.

Tablo 34. Esnek-Dengeli Fonların Sıralaması (Treynor)

ESNEK & DENGELİ FONLAR			
SIRA	EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI	β	TREYNOR
1	ANADOLU HYT EMEK. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	0,576	1,732449
2	OYAK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI KARMA EYF	0,671	0,625985
3	AK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	0,858	0,480740
4	BAŞAK EMEK. ESNEK EYF	0,676	0,325044
5	ANADOLU HYT EMEK. ESNEK EYF	0,927	0,311877
6	YAPI KREDİ EMEK. ESNEK EYF	0,675	0,251100
7	VAKIF EMEK. ESNEK EYF	0,896	0,214268
8	AVIVA HYT EMEK. ESNEK EYF	0,817	0,107234
9	ANKARA EMEK. DENGELİ EYF	0,666	0,067809
10	FORTİS EMEK.HYT. ESNEK EYF	0,735	0,063873
11	ANADOLU HYT EMEK. GELİR AMAÇLI ESNEK EYF	1,163	0,069590
12	AVIVA HYT EMEK. DENGELİ EYF	0,885	-0,010711
13	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	0,620	-0,038885
	ORTALAMA DEĞER	1,000	0,223246

Esnek ve Dengeli fonların Tablo 34’te yer alan sıralamasında; 13 fon arasından 6 fon karşılaştırma ölçütüne göre daha yüksek, 7 fon ise daha düşük performans

göstermiştir. Ortalama değerin de karşılaştırma ölçütünden daha düşük olmasına rağmen belirgin bir fark yoktur. Fonun ortalamasının altında ancak ortalamaya yakın bir performans gösterdiği söylenebilir. Bu grupta “Anadolu Hayat Emeklilik Büyüme Amaçlı Esnek Emeklilik Yatırım Fonu” belirgin bir biçimde diğerlerinden ayrılarak en iyi performansı göstermiştir.

Tablo 35. İlk 20 Emeklilik Yatırım Fonu (Treynor)

İLK 20 (TREYNOR)				
SIRA	EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI	AYLIK GETİRİ ORT.	β	TREYNOR
1	ANADOLU HYT EMEK. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	2,40	0,576	1,73245
2	AVIVA HYT EM. GLR AMAÇ KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	1,67	0,170	1,59939
3	VAKIF EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	2,30	0,816	1,09595
4	ANADOLU HYT EM. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SEN. EYF	2,39	0,908	1,08416
5	YAPI KREDİ EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	2,33	0,873	1,06413
6	ANKARA EMEK. GELİR AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	2,29	0,901	0,98963
7	GARANTİ EMEK.HYT. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SEN. EYF	2,19	0,883	0,89139
8	BAŞAK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	2,07	0,802	0,82704
9	FORTİS EMEK.HYT. İHTİSAS. İMKB ULUSAL 30 END. EYF	2,16	0,935	0,81515
10	OYAK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	2,05	0,816	0,79765
11	KOÇ ALLİANZ EM.HYT. İHTİS. İMKB ULUSAL 30 END. EYF	2,09	0,959	0,71713
12	OYAK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI KARMA EYF	1,82	0,671	0,62599
13	KOÇ ALLİANZ EM.HYT. GLR AMAÇ KAM BORÇ.ARAÇ.EYF	1,70	0,479	0,62459
14	AK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	1,81	0,858	0,48074
15	YAPI KREDİ EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	1,69	0,711	0,40910
16	BAŞAK EMEK. ESNEK EYF	1,62	0,676	0,32504
17	GARANTİ EMK.HYT. GELİR AMAÇLI KAM BRÇ.ARAÇ. EYF	1,64	0,729	0,32502
18	ANADOLU HYT EMEK. ESNEK EYF	1,69	0,927	0,31188
19	ANADOLU HYT EM. GELİR AMAÇ. KAM BORÇ ARAÇ. EYF	1,60	0,659	0,30703
20	AK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ ARAÇ. EYF	1,63	0,734	0,30681

Tablo 35’te ise çalışma kapsamına alınan 62 Emeklilik Yatırım Fonunun toplu sonuçları yer almaktadır. 62 fon arasında Treynor ölçütüne göre en iyi performansı Sharpe ölçütünde olduğu gibi “Anadolu Hayat Emeklilik Büyüme Amaçlı Esnek Emeklilik Yatırım Fonu” göstermiştir.

Tablo 36. Son 20 Emeklilik Yatırım Fonu (Treynor- Sondan İtibaren)

SON 20 (TREYNOR)				
SIRA	EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI	AYLIK GETİRİ ORT.	β	TREYNOR
1	GARANTİ EM.HYT. GELİR AMAÇ ULUS. BORÇ. ARAÇ. EYF	0,27	0,623	-1,81606
2	VAKIF EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	1,13	0,158	-1,69463
3	AVIVA HYT EMEK. KAMU LİKİT EYF	1,14	0,154	-1,66012
4	KOÇ ALLIANZ EM.HYT. PARA PİY. EMA. LİK. KAM. EYF	0,94	0,283	-1,61392
5	OYAK EMEK. GELİR AMAÇLI DÖVİZ CİNS YAT. ARAÇ. EYF	0,44	0,608	-1,58876
6	FORTİS EMEK.HYT. PARA PİY. EMAN. LİK KARM. EYF	0,92	0,312	-1,54571
7	FORTİS EMEK. HYT. GLR AMAÇ (DÖV) KAM BRÇ. AR. EYF	0,51	0,648	-1,37309
8	YAPI KREDİ EM. GLR AMA. KAM. BRÇ. ARÇ. (DÖV) EYF	0,55	0,627	-1,36480
9	BAŞAK EM. GLR AMAÇ. KAMU DIŞ BRÇ. ARAÇ. (DÖV) EYF	0,54	0,635	-1,36075
10	AK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BRÇ. ARÇ. (USD) EYF	0,63	0,571	-1,35446
11	BAŞAK EMEK. LİKİT KAMU EYF	1,14	0,204	-1,28042
12	YAPI KREDİ EMEK. GELİR AMAÇLI ULUS. KARMA EYF	0,67	0,588	-1,24660
13	KOÇ ALLIANZ EM.HYT. GLR AMA KAM BR. AR.(DÖV.) EYF	0,69	0,570	-1,24364
14	ANKARA EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	1,19	0,172	-1,21877
15	AVIVA HYT EM. GELİR AMAÇ KAM DIŞ BORÇ. ARAÇ. EYF	0,67	0,616	-1,18508
16	AK EM. GELİR AMAÇLI KARMA BRÇ. ARÇ. (EURO) EYF	0,55	0,753	-1,13616
17	ANADOLU HYT EM.GLR AMA KARM BR. ARÇ. (EURO) EYF	0,59	0,746	-1,09131
18	ANADOLU HYT EM. BÜYÜME AMAÇ ULUS. KARMA EYF	0,70	0,659	-1,06853
19	ANADOLU HYT EM.GLR AMA KAR. BRÇ. ARÇ. (USD) EYF	0,60	0,901	-0,89391
20	AK EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	1,29	0,127	-0,86439

Tablo 36’da çalışma kapsamına alınan 62 Emeklilik Yatırım Fonunun toplu sonuçları yer almaktadır. 62 Emeklilik Yatırım Fonu arasında Treynor ölçütüne göre en kötü performansı ise “Garanti Emeklilik Hayat Gelir Amaçlı Uluslar arası Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu” göstermiştir.

5.2.4.3. Jensen Ölçütüne Göre Performans Sonuçları

Sharpe ölçütünde ve Treynor ölçütünde olduğu gibi Jensen ölçütüne göre de beş gruba göre performans sıralaması ve ardından 62 fon içinde sıralamada ilk ve son 20’de yer alan fonların performansları aşağıdaki tablolarda gösterilmiştir.

Hisse Senedi fonlarının Tablo 37’de yer alan sıralamasında; Treynor ölçütünde olduğu gibi 9 fon arasından 4 fon karşılaştırma ölçütüne göre daha yüksek, 5 fon ise daha düşük performans göstermiştir. Bu grupta Sharpe ölçütünde olduğu gibi

“Anadolu Hayat Emeklilik Büyüme Amaçlı Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonu” en iyi performansı göstermiştir.

Tablo 37. Hisse Senedi Fonlarının Sıralaması (Jensen)

HİSSE SENEDİ FONLARI			
SIRA	EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI	β	JENSEN (α)
1	ANADOLU HYT EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	0,908	0,11100
2	VAKIF EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	0,816	0,10937
3	YAPI KREDİ EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	0,873	0,08923
4	ANKARA EMEK. GELİR AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	0,901	0,02497
5	GARANTİ EMEK.HYT. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	0,883	-0,06227
6	BAŞAK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	0,802	-0,10816
7	OYAK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	0,816	-0,13403
8	FORTİS EMEK.HYT. İHTİSASLAŞMIŞ İMKB ULUSAL 30 END. EYF	0,935	-0,13722
9	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. İHTİSAS. İMKB ULUS. 30 END. EYF	0,959	-0,23474
	KARŞILAŞTIRMA ÖLÇÜTÜ (BENCHMARK)	1,000	0,000000
	ORTALAMA DEĞER	0,877	-0,03798

Kamu Borçlanma Araçları fonlarının Tablo 38’de yer alan sıralamasında; Treynor ölçütünde olduğu gibi 11 fon arasından 8 fon karşılaştırma ölçütüne göre daha yüksek, 3 fon ise daha düşük performans göstermiştir. Bu grupta Treynor ölçütünde olduğu gibi “Aviva Hayat Emeklilik Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu” en iyi performansı göstermiştir.

Tablo 38. Kamu Borçlanma Araçları Fonlarının Sıralaması (Jensen)

KAMU BORÇLANMA ARAÇLARI FONLARI			
SIRA	EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI	β	JENSEN (α)
1	AVIVA HYT EMEK. GELİR AMAÇ KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	0,170	0,24299
2	KOÇ ALLİANZ EM.HYT. GLR AMAÇ KAMU BORÇ.ARAÇ.EYF	0,479	0,21775
3	YAPI KREDİ EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	0,711	0,17000
4	GARANTİ EMEK.HYT. GELİR AMAÇ KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	0,729	0,11300
5	ANADOLU HYT EMEK. GELİR AMAÇ KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	0,659	0,09030
6	AK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	0,734	0,10041
7	BAŞAK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	0,779	0,06100
8	ANKARA EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	0,594	0,00924
9	FORTİS EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	0,524	-0,04924
10	OYAK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	0,912	-0,16980
11	VAKIF EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	0,722	-0,19569
	KARŞILAŞTIRMA ÖLÇÜTÜ (BENCHMARK)	1,000	0,16469
	ORTALAMA DEĞER	0,638	0,05363

Uluslar arası ve Döviz Endeksli fonların Tablo 39’da yer alan sıralamasında; Treynor ölçütünde olduğu gibi 16 fon arasından 4 fon karşılaştırma ölçütüne göre daha yüksek, 12 fon ise daha düşük performans göstermiştir. Bu grupta Sharpe ve Treynor ölçütlerinde olduğu gibi “Koç Allianz Emeklilik Hayat Gelir Amaçlı Kamu Dış Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu” en iyi performansı göstermiştir.

Tablo 39. Uluslar arası-Döviz Endeksli Fonların Sıralaması (Jensen)

ULUSLARARASI - DÖVİZE ENDEKSLİ FONLAR			
SIRA	EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI	β	JENSEN (α)
1	KOÇ ALLIANZ EM.HYT. GLR AMAÇ. KAM DIŞ BRÇ. ARAÇ. EYF	0,829	0,26812
2	FORTIS EMEK.HYT. GLR AMAÇ DÖVİZ CİNS. YAT. ARAÇ. EYF	0,957	0,25658
3	VAKIF EMEK. GELİR AMAÇLI TÜRK EURO BOND EYF	0,873	0,12852
4	ANADOLU HYT EM.GELİR AMAÇ KARM BRÇ. ARAÇ. (USD) EYF	0,901	0,06582
5	ANADOLU HYT EMEK. BÜYÜME AMAÇLI ULUS. KARMA EYF	0,659	-0,06692
6	ANADOLU HYT EM.GELİR AMAÇ KARM.BRÇ. ARAÇ. (EURO) EYF	0,746	-0,09276
7	AK EMEK. GELİR AMAÇLI KARMA BORÇ. ARAÇ. (EURO) EYF	0,753	-0,12740
8	AVIVA HYT EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU DIŞ BORÇ. ARAÇ. EYF	0,616	-0,13435
9	KOÇ ALLIANZ EM.HYT. GLR AMAÇ KAM BRÇ. ARAÇ. (DÖVİZ) EYF	0,570	-0,15770
10	YAPI KREDİ EMEK. GELİR AMAÇLI ULUS. KARMA EYF	0,588	-0,16442
11	AK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ. ARAÇ. (USD) EYF	0,571	-0,22125
12	YAPI KREDİ EM. GLR AMAÇLI KAMU BORÇ. ARAÇ. (DÖVİZ) EYF	0,627	-0,24944
13	BAŞAK EMEK. GLR AMAÇ KAMU DIŞ BORÇ. ARAÇ. (DÖVİZ) EYF	0,635	-0,25004
14	FORTIS EM. HYT. GLR AMAÇ (DÖVİZ) KAMU BORÇ. ARAÇ. EYF	0,648	-0,26316
15	OYAK EM. GELİR AMAÇLI DÖVİZ CİNS YATRM. ARAÇLARI EYF	0,608	-0,37805
16	GARANTİ EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI ULUS. BORÇ. ARAÇ. EYF	0,623	-0,52898
	KARŞILAŞTIRMA ÖLÇÜTÜ (BENCHMARK)	1,000	0,00000
	ORTALAMA DEĞER	0,700	-0,11971

Likit fonların Tablo 40’ta yer alan sıralamasında; Treynor ölçütünde olduğu gibi 13 fon arasından karşılaştırma ölçütüne göre daha yüksek bir performans gösteren tek bir fon bile bulunmamaktadır. En kötü performans gösteren fon grubudur. Bu grupta “Ak Emeklilik Para Piyasası Likit Kamu Emeklilik Yatırım Fonu” en iyi performansı göstermesine rağmen karşılaştırma ölçütünün altında kalmıştır.

Tablo 40. Likit Fonların Sıralaması (Jensen)

LİKİT FONLAR			
SIRA	EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI	β	JENSEN (α)
1	AK EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,127	-0,10596
2	OYAK EMEK. LİKİT EYF	0,199	-0,12023
3	GARANTİ EMEK.HYT. LİKİT KAMU EYF	0,273	-0,13482
4	YAPI KREDİ EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,271	-0,14215
5	FORTİS EMEK.HYT. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,255	-0,14334
6	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,362	-0,14712
7	ANADOLU HYT EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,276	-0,18210
8	ANKARA EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,172	-0,20446
9	AVIVA HYT EMEK. KAMU LİKİT EYF	0,154	-0,25103
10	BAŞAK EMEK. LİKİT KAMU EYF	0,204	-0,25508
11	VAKIF EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,158	-0,26301
12	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. PARA PİY. EMANET LİKİT KAMU EYF	0,283	-0,44825
13	FORTİS EMEK.HYT. PARA PİYASASI EMANET LİKİT KARMA EYF	0,255	-0,47461
	KARŞILAŞTIRMA ÖLÇÜTÜ (BENCHMARK)	1,000	0,00000
	ORTALAMA DEĞER	0,230	-0,22094

Esnek ve Dengeli Fonların Tablo 41’de yer alan sıralamasında; Treynor ölçütünde olduğu gibi 13 fon arasından 6 fon karşılaştırma ölçütüne göre daha yüksek, 7 fon ise daha düşük performans göstermiştir. Bu grupta “Anadolu Hayat Emeklilik Büyüme Amaçlı Esnek Emeklilik Yatırım Fonu” Sharpe ve Treynor ölçütlerinde olduğu gibi en iyi performansı göstermiştir.

Tablo 41. Esnek-Dengeli Fonların Sıralaması (Jensen)

ESNEK & DENGELİ FONLAR			
SIRA	EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI	β	JENSEN (α)
1	ANADOLU HYT EMEK. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	0,576	0,86541
2	OYAK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI KARMA EYF	0,671	0,26570
3	AK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	0,858	0,21513
4	BAŞAK EMEK. ESNEK EYF	0,676	0,06425
5	ANADOLU HYT EMEK. ESNEK EYF	0,927	0,07590
6	YAPI KREDİ EMEK. ESNEK EYF	0,675	0,01424
7	VAKIF EMEK. ESNEK EYF	0,896	-0,01409
8	AVIVA HYT EMEK. ESNEK EYF	0,817	-0,10030
9	ANKARA EMEK. DENGELİ EYF	0,666	-0,10801
10	FORTİS EMEK.HYT. ESNEK EYF	0,735	-0,12210
11	ANADOLU HYT EMEK. GELİR AMAÇLI ESNEK EYF	1,163	-0,18655
12	AVIVA HYT EMEK. DENGELİ EYF	0,885	-0,21303
13	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	0,620	-0,16670
	ORTALAMA DEĞER	1,000	0,00000

Aşağıdaki tablolarda ise çalışma kapsamına alınan 62 Emeklilik Yatırım Fonunun toplu sonuçları yer almaktadır. 62 fon arasında Jensen ölçütüne göre en iyi performansı; Sharpe ve Treynor ölçütünde olduğu gibi “Anadolu Hayat Emeklilik Büyüme Amaçlı Esnek Emeklilik Yatırım Fonu” göstermiştir.

Tablo 42. İlk 20 Emeklilik Yatırım Fonu (Jensen)

SIRA	EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI	AYLIK GETİRİ ORT.	β	JENSEN (α)
1	ANADOLU HYT EMEK. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	2,40	0,576	0,86541
2	KOÇ ALLİANZ EM.HYT. GLR AMA. KAM DIŞ BR. AR. EYF	0,87	0,829	0,26813
3	OYAK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI KARMA EYF	1,82	0,671	0,26571
4	FORTİS EMEK.HYT. GLR AMAÇ DÖVİZ C. YAT. ARÇ. EYF	0,73	0,957	0,25659
5	AVIVA HYT EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	1,67	0,170	0,24300
6	KOÇ ALLİANZ EM.HYT. GLR AMAÇ KAM BRÇ.ARAÇ.EYF	1,70	0,479	0,21775
7	AK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	1,81	0,858	0,21514
8	YAPI KREDİ EM. GELİR AMAÇLI KAMU BRÇ.ARAÇ. EYF	1,69	0,711	0,17000
9	VAKIF EMEK. GELİR AMAÇLI TÜRK EUROBOND EYF	0,69	0,873	0,12852
10	GARANTİ EM.HYT. GLR AMAÇ KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	1,64	0,729	0,11301
11	ANADOLU HYT EMK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	2,39	0,908	0,11100
12	VAKIF EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	2,30	0,816	0,10937
13	AK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ ARAÇ. EYF	1,63	0,734	0,10042
14	ANADOLU HYT EM. GLR AMAÇ KAMU BORÇ ARAÇ. EYF	1,60	0,659	0,09030
15	YAPI KREDİ EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	2,33	0,873	0,08924
16	ANADOLU HYT EMEK. ESNEK EYF	1,69	0,927	0,07590
17	ANADOLU HYT EM.GLR AMAÇ KARM BRÇ. ARÇ. (USD) EYF	0,60	0,901	0,06582
18	BAŞAK EMEK. ESNEK EYF	1,62	0,676	0,06425
19	BAŞAK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	1,59	0,779	0,06100
20	ANKARA EMEK. GELİR AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	2,29	0,901	0,02498

62 Emeklilik Yatırım Fonu arasında Treynor ölçütüne göre en kötü performansı ise “Garanti Emeklilik Hayat Gelir Amaçlı Uluslar arası Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu” göstermiştir.

Tablo 43. Son 20 Emeklilik Yatırım Fonu (Jensen- Sondaan İtibaren)

SIRA	EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI	AYLIK GETİRİ ORT.	β	JENSEN (α)
1	GARANTİ EM.HYT. GELİR AMAÇLI ULUS. BORÇ. ARAÇ. EYF	0,27	0,623	-0,52899
2	FORTİS EM.HYT. PARA PİY. EMANET LİKİT KARMA EYF	0,92	0,255	-0,47461
3	KOÇ ALLİANZ EM.HYT. PARA PİY. EMANET LİKİT KAM EYF	0,94	0,283	-0,44825
4	OYAK EMK. GELİR AMAÇLI DÖVİZ CİN YAT. ARAÇ. EYF	0,44	0,608	-0,37805
5	FORTİS EM. HYT. GLR AMAÇ (DÖVİZ) KAMU BRÇ. ARÇ. EYF	0,51	0,648	-0,26317
6	VAKIF EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	1,13	0,158	-0,26301
7	KOÇ ALLİANZ EM.HYT. İHTİS. İMKB ULUSAL 30 END. EYF	2,09	0,959	-0,23475
8	AK EMK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ. ARAÇ. (USD) EYF	0,63	0,571	-0,22126
9	AVIVA HYT EMEK. DENGELİ EYF	1,39	0,885	-0,21303
10	ANKARA EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	1,19	0,172	-0,20447
11	YAPI KREDİ EM. GLR AMAÇ KAM BRÇ. ARAÇ. (DÖVİZ) EYF	0,55	0,627	-0,24944
12	BAŞAK EM. GLR AMAÇ KAM DIŞ BRÇ. ARÇ. (DÖVİZ) EYF	0,54	0,635	-0,25005
13	AVIVA HYT EMEK. KAMU LİKİT EYF	1,14	0,154	-0,25104
14	BAŞAK EMEK. LİKİT KAMU EYF	1,14	0,204	-0,25509
15	VAKIF EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	1,33	0,722	-0,19570
16	ANADOLU HYT EMEK. GELİR AMAÇLI ESNEK EYF	1,48	1,163	-0,18656
17	ANADOLU HYT EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	1,21	0,276	-0,18210
18	OYAK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	1,39	0,912	-0,16981
19	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	1,38	0,620	-0,16671
20	YAPI KREDİ EMEK. GELİR AMAÇLI ULUS. KARMA EYF	0,67	0,588	-0,16442

5.2.4.4. Genel Olarak Performans Sonuçları

Analizde kullanılan tüm yöntemler genel olarak birbirine yakın sonuçlar vermiştir. Özellikle sistematik riski esas alan Treynor ve Jensen Ölçütündeki sıralamalar birbirine daha yakındır..Aşağıda yer alan Tablo 44’te kendi fon gruplarında en iyi performansa sahip fonlar gösterilmiştir. Her üç yöntemde de kendi fon grubunda birinci sırada yer alan Emeklilik Yatırım Fonlarının isimleri koyu olarak gösterilmiştir.

Tablo 44. Kendi Fon Grubunda İlk Sırada Yer Alan Fonlar

EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI	FON GRUBU
SHARPE ÖLÇÜTÜNE GÖRE	
ANADOLU HYT EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	HİSSE SENEDİ
YAPI KREDİ EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	KAMU BORÇLANMA.
KOÇ ALLIANZ EMK.HYT. GELİR AMAÇ KAMU DIŞ BRÇ. ARÇ. EYF	ULUS-DÖVİZE END.
AVIVA HYT EMEK. KAMU LİKİT EYF	LİKİT
ANADOLU HYT EMEK. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	ESNEK&DENGELİ
TREYNOR ÖLÇÜTÜNE GÖRE	
VAKIF EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	HİSSE SENEDİ
AVIVA HYT EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	KAMU BORÇLANMA.
KOÇ ALLIANZ EMK.HYT. GELİR AMAÇ KAMU DIŞ BRÇ. ARÇ. EYF	ULUS-DÖVİZE END
KOÇ ALLIANZ EMK.HYT. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	LİKİT
ANADOLU HYT EMEK. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	ESNEK&DENGELİ
JENSEN ÖLÇÜTÜNE GÖRE	
ANADOLU HYT EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	HİSSE SENEDİ
AVIVA HYT EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	KAMU BORÇLANMA
KOÇ ALLIANZ EMK.HYT. GELİR AMAÇ KAMU DIŞ BRÇ. ARÇ. EYF	ULUS-DÖVİZE END
AK EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	LİKİT
ANADOLU HYT EMEK. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	ESNEK & DENGELİ

Kendi fon gruplarında en kötü performansa sahip fonların sonuçları ise daha istikrarlı bir görüntü vermektedir. Diğer taraftan analizde kullanılan tüm yöntemlerde son sıralarda yer alan fonlar, Likit fon grubu haricinde aynı sonucu vermiştir. Tablo 45'te kendi fon gruplarında son sırada yer alan fonlar gösterilmiştir.

Tablo 45. Kendi Fon Grubunda Son Sırada Yer Alan Fonlar

EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI	FON GRUBU
SHARPE ÖLÇÜTÜNE GÖRE	
KOÇ ALLIANZ EMK.HYT. İHTİSASLAŞMIŞ İMKB UL. 30 END. EYF	HİSSE SENEDİ
VAKIF EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	KAMU BORÇ.
GARANTİ EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI ULUS. BORÇ. ARAÇ. EYF	ULUS-DÖVİZE END
KOÇ ALLIANZ EMK.HYT. PARA PİY. EMANET LİKİT KAMU EYF	LİKİT
KOÇ ALLIANZ EMK.HYT. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	ESNEK&DENGELİ
TREYNOR ÖLÇÜTÜNE GÖRE	
KOÇ ALLIANZ EMK.HYT. İHTİSASLAŞMIŞ İMKB UL. 30 END. EYF	HİSSE SENEDİ
VAKIF EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	KAMU BORÇ.
GARANTİ EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI ULUS. BORÇ. ARAÇ. EYF	ULUS-DÖVİZE END
VAKIF EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	LİKİT
KOÇ ALLIANZ EMK.HYT. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	ESNEK&DENGELİ
JENSEN ÖLÇÜTÜNE GÖRE	
KOÇ ALLIANZ EMK.HYT. İHTİSASLAŞMIŞ İMKB UL. 30 END. EYF	HİSSE SENEDİ
VAKIF EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	KAMU BORÇ.
GARANTİ EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI ULUS. BORÇ. ARAÇ. EYF	DÖVİZE ENDEKSLİ
FORTİS EMEK.HYT. PARA PİYASASI EMANET LİKİT KARMA EYF	LİKİT
KOÇ ALLIANZ EMK.HYT. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	ESNEK&DENGELİ

Tablo 46’da ise 62 fon arasından üç farklı yöntemde göre de ilk ve son 20’ye giren fonlar gösterilmiştir. Bu grupta yer alan fonlar üç yöntemde de istikrarlı olarak iyi ya da kötü performans sergileyen fonlardır.

Tablo 46. 3 Farklı Analizde de İlk 20'ye Giren Fonlar

EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI	SHARPE	TREYNOR	JENSE N
ANADOLU HYT EMEK. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	1	1	1
YAPI KREDİ EM. GELİR AMAÇ KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	2	15	8
GARANTİ EM.HYT. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	3	17	10
KOÇ ALLİANZ EM.HYT. GLR AMAÇ KAM BRÇ.ARC. EYF	4	13	6
AK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ ARAÇ. EYF	5	20	13
AK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	7	14	7
ANADOLU HYT EM. GELİR AMAÇ KAMU BORÇ ARAÇ. EYF	9	19	14
ANADOLU HYT EM. BÜYÜME AMAÇ HİSSE SENEDİ EYF	10	4	11
VAKIF EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	11	3	12
YAPI KREDİ EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	12	5	15
ANKARA EMEK. GELİR AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	13	6	20
OYAK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI KARMA EYF	14	12	3
ANADOLU HYT EMEK. ESNEK EYF	15	18	16

Yine son sırada yer alan fonların daha istikrarlı sonuçlar verdiği ve üç yöntemden herhangi birine göre son 20’de yer alan fonların 19’u diğer ölçütlere göre de son 20’de yer almıştır.

Tablo 47. 3 Farklı Analizde de Son 20'ye Giren Fonlar

EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI	SHARPE	TREYNOR	JENSE N
KOÇ ALLİANZ EM.HYT. PARA PİY. EMANT LİKİT KAMU EYF	1	4	3
FORTİS EMEK.HYT. PARA PİY. EMA. LİKİT KARMA EYF	2	6	2
VAKIF EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	3	2	6
ANKARA EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	4	15	10
ANADOLU HYT EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	5	14	17
BAŞAK EMEK. LİKİT KAMU EYF	6	11	14
GARANTİ EM.HYT. GELİR AMAÇLI ULUS. BORÇ. ARAÇ. EYF	12	1	1
OYAK EM. GLR AMAÇ DÖVİZ CİNS YAT. ARAÇLARI EYF	16	5	4
BAŞAK EM. GLR AMAÇ KAM DIŞ BORÇ. ARAÇ. (DÖVİZ) EYF	17	11	12
YAPI KREDİ EM. GLR AMAÇ KAM BRÇ. ARC. (DÖV) EYF	18	8	11
FORTİS EM. HYT. GLR AMAÇ (DÖV) KAM BORÇ. ARAÇ. EYF	19	7	5

Bilindiği üzere Sharpe Ölçütü toplam riski, Treynor ve Jensen ölçütü ise sistematik riski esas almaktadır. Bu bağlamda genel olarak performanslarda ortaya

ıkan sıralama farklarının nedeni söz konusu fonların sistematik olmayan riskinin yüksek olmasından kaynaklanmaktadır. Çalışma kapsamına alınan fonlar genellikle birbirine yakın sonuçlar vermesi ise genel olarak sistematik olmayan riskin düşük seviyede olduğunu göstermektedir. Ancak Uluslararası ve Dövize endeksli fonlarda sistematik olmayan riskin yüksek çıktığı grlmektedir. Bu gruptaki fonlarda iyi çeşitlendirme yapılamamıştır.

Sonuçta, yukarıdaki tablolarda ayrıntılı olarak gösterilen analiz sonuçlarına göre, Emeklilik Yatırım Fonlarının performansı genelde piyasanın altında kalmıştır. Portföy yöneticilerinin etkin bir yönetim gösterdikleri söylenemez. Ancak belirli fonlar yüksek performanslarıyla diğerlerinden ayrılmaktadır. Fon grupları bazında ise kamu borçlanma araçları grubuna dahil olan fonlar genel olarak karşılaştırma ltne göre üstün performans göstermişken, Likit fonlar grubunda ise hemen hemen hiçbir fon karşılaştırma ltnden daha iyi bir performans gösterememiştir.

Ayrıca çalışmada kapsam dahiline alınan fonların salt getiri karşılaştırılması da yapılmıştır. Getiri karşılaştırılmasında fonların 2004-2006 yılları arasındaki toplam getirileri ile karşılaştırma ltlerinin toplam getirileri arasındaki sıralama yapılmıştır. Sonuçlar EK 3'te yer almaktadır.

Salt getiri karşılaştirmasında; analizde  performans ltne göre de ilk sırada yer alan, “Anadolu Hayat Emeklilik Büyüme Amaçlı Esnek Emeklilik Yatırım Fonu” en yüksek getiriyi sağlayarak en önde yer almıştır. Son sırada ise Sharpe ve Jensen ltlerine göre sondan 2., Treynor ltne göre sondan 6. sırada yer alan “Fortis Emeklilik Hayat Para Piyasası Emanet Likit Karma Emeklilik Yatırım Fonu” yer almıştır.

6. SONUÇ VE ÖNERİLER

Sosyal güvenlik mekanizmaları; finansman tekniği itibariyle dağıtım sistemini esas alan kamu emeklilik sistemi ve emeklilik tasarruflarının fon yatırımlarında değerlendirildiği fon sistemi olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Dağıtım esasına dayanan kamu emeklilik sistemlerinde sosyal güvenlik açıklarının bütçeden karşılanması dünyanın hemen her ülkesinde önemli oranda bütçe açıklarına sebep olmaktadır. Sosyal güvenlik açıklarının ortaya çıkmasının nedenleri arasında; istikrarsız siyasi müdahaleler, kayıt dışı ekonomi ve ortalama yaşam süresinin uzaması başta gelmektedir.

Dünya genelinde sosyal güvenlik sorununa çözüm arayışları kapsamında temelde iki yöntem benimsenmiştir. Bunlardan birincisi, mevcut sosyal güvenlik sisteminin rehabilite edilmesi, ikincisi ise, fon sistemine göre işleyen ve özel sektör tarafından yönetilen özel emeklilik programlarının geliştirilmesidir. Bu çerçevede gün geçtikçe dağıtım sistemi yerine fon sistemi ve belirli fayda planları yerine ise belirli katkı planları tercih edilmektedir. Bu dönüşümle amaçlanan emeklilik sisteminin tek basamaklı yapıdan arındırılıp, içinde bireysel emeklilik sisteminin de yer aldığı çok basamaklı yapıya geçirilmesidir. Bu sayede devletler, üzerlerindeki sosyal güvenliğin finansmanı yükünü, özel emeklilik kurumlarıyla paylaşarak hafifletmeyi amaçlamaktadır.

Bu dönüşüm sonucunda oluşturulan bireysel emeklilik sistemi ile katılımcıların daha yüksek getiri sağlamaları ve yatırım riskini üstlenmeleri sonucunda sistemde aktif bir rol almaları sağlanmaktadır. Üstelik sistemde biriken katkıların Emeklilik Yatırım Fonlarında değerlendirilmesi yoluyla ekonomiye de önemli katkılar sağlanmaktadır.

Profesyonel portföy yönetim ilkeleri çerçevesinde yatırımlara yöneltilen kurumsal yapılar haline gelen Emeklilik Yatırım Fonları son yıllarda büyük önem kazanmaktadır. Bu sayede yeni finansal kurumların gelişmesi, sermaye piyasasının derinleşmesi, uzun dönemli tasarrufların artması mümkün olmaktadır. Aynı paralelde Türkiye’de geçtiğimiz yıllarda kurulan bireysel emeklilik sisteminde birikecek fonların belirli portföy sınırlandırmalarına rağmen, sermaye piyasalarına derinlik ve

bu piyasaların gelişimine ivme kazandırması beklenmektedir.

Emeklilik Yatırım Fonlarının Dünya genelindeki uygulanan portföy yönetimiyle ilgili sınırlandırmalar ise Basiretli Yönetim ya da Sınırlandırılmış Yönetim anlayışına göre düzenlenmektedir. Ancak hangi yöntem esas alınırsa alınsın, esas olan fonlarda toplanan birikimlerin iyi yönetilmesidir. Bu bağlamda yapılan sınırlamaların; iyi çeşitlendirilmiş portföy oluşturulmasına, değişen piyasa koşullarına göre yerinde müdahalelerin yapılmasına engel olmaması önemlidir. Bu fonların katılımcılar için en düşük maliyet ve risk ile elde edilebilecek en yüksek getirinin elde edilmesini sağlayacak şekilde yapılandırılması gerekmektedir.

Uygulamada bu alanda bazı aksaklıklar yaşanmaktadır. Türkiye ekonomisinin dalgalı yapısı nedeniyle emeklilik fonlarında biriken katkı paylarının önemli bir kısmının kamu borçlanma araçlarına yönlendirilmesi zorunluluğu bulunmaktadır. Oysa gelişmiş ülkelerde, portföy sınırlandırmaları ülkemize göre çok daha esnek tutulmaktadır. Örnek vermek gerekirse; ABD, İngiltere, Almanya ve Hollanda'da emeklilik fonlarının yaklaşık %40'ı hisse senetlerine yatırılmaktadır. Türkiye'de ise Emeklilik Yatırım Fonlarının yaklaşık % 72'si kamu borçlanma araçlarına yatırılırken, % 8'i hisse senetlerinde değerlendirilmektedir. Bu durum hem emeklilik gelirinin düşük kalmasına hem de finansal piyasalarının gelişmemesine neden olmaktadır. Uzun dönemde diğer yatırım araçlarına dönüşümün sağlanması gerekmektedir.

Bununla beraber fon esasına dayalı emeklilik sistemlerince sunulan uzun vadeli emeklilik planları kapsamındaki birikimler; İngiltere, Hollanda, İsviçre başta olmak üzere birçok ülkede Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'dan önemli oranda pay alırken, Türkiye'de bu oran yine düşük kalmaktadır. Yine tüm dünyada, emeklilik sistemleriyle toplanan fonların toplam tutarı 17.8 trilyon \$ gibi önemli bir büyüklüğe ulaşmışken ve bu fon birikiminin 12.3 trilyon \$'ı tek başına ABD'ye aitken, Türkiye'de ise bu rakam 2 milyar \$ civarındadır.

Doğal olarak bu kadar büyük çaplı kurumsal yapıların performanslarının ölçümü de büyük önem taşımaktadır. Her şeyden önce bir yatırım sürecinin başarısı,

gerçekleştirilen yatırımdan beklenen sonuçların elde edilip edilmediğinin değerlendirilmesi ile ölçülebilmektedir. Hem yatırımcı hem de portföy yöneticisi açısından; ortaya çıkan performansın ölçülmesi ve yatırım kararının yeniden gözden geçirilmesi süreci iki tarafa da büyük katkı sağlamaktadır.

Bu amaç doğrultusunda bu çalışmada, Türkiye'deki Emeklilik Yatırım Fonlarının performans çözümlemesi hedeflenmiştir. Çözümleme yöntemi olarak performans ölçümünde yaygın olarak kullanılan Sharpe, Treynor ve Jensen ölçütlerinden yararlanılmıştır. Çalışmada Ocak 2004-Aralık 2006 tarihleri arasında 36 aylık döneme ait sürekli verileri yayınlanan 62 adet Emeklilik Yatırım Fonunun performans çözümlemesi yapılmıştır.

Öncelikle çalışma kapsamına alınan 62 fonun aylık getirileri hesaplanmış ve bu fonlar portföy dağılımlarına göre, 5 gruba ayrılmıştır. Ardından piyasayı temsil etmek üzere, her bir grup için ayrı birer karşılaştırma ölçütü (benchmark) oluşturulmuştur. Son olarak çalışmada kullanılan yöntemlere göre elde edilen sonuçlar ışığında fonlar, performanslarına göre ait oldukları grup içerisinde ve topluca sıralanmıştır. Bu suretle Emeklilik Yatırım Fonlarının karşılaştırma ölçütüne göre; buldukları grup içinde ve genel olarak sıralanması, en iyi ve en kötü performans sergileyen fonların belirlenmesi ve etkin portföy yönetimi gösterilip gösterilmediği hususları araştırılmıştır.

Yapılan çözümlemenin toplu sonuçlarına göre Emeklilik Yatırım Fonları genel olarak piyasaya göre düşük performans göstermiştir. İlgili dönemde karşılaştırma ölçütlerinin ortalama salt getirisi % 1,36 iken 62 adet Emeklilik Yatırım Fonlarının ortalama getirisi %1,34'tür. Sharpe Ölçütüne göre çalışma kapsamına alınan fonların 28'i karşılaştırma ölçütüne göre üstün performans göstermişken 34'ü karşılaştırma ölçütünün altında kalmıştır. Treynor ve Jensen ölçütlerine göre ise fonların 22'si üstün performans göstermişken 40'ı düşük performans göstermiştir.

Fon grupları bazında kamu borçlanma araçları fonları çoğunlukla karşılaştırma ölçütüne göre üstün bir performans göstermiştir. Uluslar arası-dövizle endeksli, hisse senedi ve esnek-dengeli fonlarda fon bazında üstünlükler saptanmıştır. Likit fonlar

grubunda ise neredeyse hiçbir fon karşılaştırma ölçütüne göre üstün bir performans gösterememiştir. Bununla beraber ilgili dönemde genel olarak Emeklilik Yatırım Fonları için etkin bir portföy yönetiminden söz edilmesi mümkün değildir. Sonuçta, son üç yıllık performanslarına göre Emeklilik Yatırım Fonlarının genel olarak iyi bir performans gösteremedikleri sonucuna varılmıştır.

Türkiye'deki Bireysel Emeklilik Sisteminin gelişmesi ve buna bağlı olarak da fonların sayısı, çeşit ve portföy büyüklüğü açısından artması amacıyla birtakım düzenlemelere ihtiyaç olduğu düşünülmektedir. Özellikle etkin yönetim gösteremeyen kurumsal yatırımcıların performanslarında portföy kısıtlamalarının ne ölçüde etkili olduğu üzerinde durulmalıdır. Ayrıca emeklilik şirketlerinin yönetim gideri kesintilerinin portföy getirilerini ne oranda etkilediği araştırılmalıdır.

Bunlara ilaveten Emeklilik Gözetim Merkezi ve diğer kuruluşların sıklıkla yayınlayacakları performans çözümlemesi sonuçlarıyla bireysel yatırımcıları bilgilendirilmeleri önem taşımaktadır. Çünkü bu suretle bilinçlenen ve kendi yatırımlarını yöneten katılımcıların, portföy yöneticilerini yönlendirmesi beklenmektedir.

EKLER

EK.1: EMEKLİLİK YATIRIM FONLARININ OCAK-2004 / ARA-2006 AYLIK GETİRİLERİ (%)

SIRA	EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI	O 04	Ş 04	M 04	N 04	M 04	H 04
1	AK EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	1,79	1,60	1,75	1,60	2,27	1,67
2	AK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	0,55	2,91	3,55	-5,71	-1,16	1,48
3	AK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ ARAÇ. EYF	2,13	3,01	2,56	1,96	0,81	1,63
4	AK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ ARAÇ.(USD) EYF	-3,36	-0,73	0,07	9,38	1,80	0,32
5	AK EMEK. GELİR AMAÇLI KARMA BORÇ ARAÇ.(EURO) EYF	-4,28	0,18	-0,46	2,22	5,28	0,00
6	ANADOLU HYT EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ ARAÇ. EYF	1,59	2,05	3,48	0,70	-0,74	4,56
7	ANADOLU HYT EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	1,54	1,48	1,68	1,40	1,59	1,53
8	ANADOLU HYT EMEK.GELİR AMAÇLI KARMA BORÇ ARAÇ.(USD) EYF	-4,43	-0,03	1,06	2,77	-0,06	1,35
9	ANADOLU HYT EMEK.GELİR AMAÇLI KARMA BORÇ ARAÇ.(EURO) EYF	-4,38	-1,23	-0,97	2,71	5,25	0,49
10	ANADOLU HYT EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	-5,38	4,85	2,73	-11,09	0,01	0,86
11	ANADOLU HYT EMEK. BÜYÜME AMAÇLI ULUS. KARMA EYF	-2,60	-1,74	-1,80	7,60	4,32	0,93
12	ANADOLU HYT EMEK. GELİR AMAÇLI ESNEK EYF	1,67	2,06	1,89	1,47	2,23	2,17
13	ANADOLU HYT EMEK. ESNEK EYF	-1,08	1,36	3,18	-2,19	0,26	1,29
14	ANADOLU HYT EMEK. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	-1,95	2,36	3,00	-6,80	4,11	3,11
15	ANKARA EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	2,01	1,67	3,26	0,40	0,51	1,81
16	ANKARA EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	1,77	1,66	2,00	0,90	0,75	0,93
17	ANKARA EMEK. GELİR AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	-4,07	4,86	4,53	-11,98	-3,12	-0,76
18	ANKARA EMEK. DENGELİ EYF	-1,34	4,52	3,25	-7,08	-0,29	0,00
19	AVIVA HYT EMEK. KAMU LİKİT EYF	-0,04	0,90	1,37	1,21	1,28	1,32
20	AVIVA HYT EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU DIŞ BORÇ.ARAÇLARI EYF	-2,35	-1,04	0,39	-2,27	1,54	1,01
21	AVIVA HYT EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	1,31	1,92	2,09	-1,73	0,52	2,30
22	AVIVA HYT EMEK. DENGELİ EYF	-0,04	0,92	2,68	-6,25	0,57	1,34
23	AVIVA HYT EMEK. ESNEK EYF	0,87	1,86	4,00	-7,36	-0,37	0,88
24	BAŞAK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	1,66	3,09	3,56	0,69	0,59	3,53
25	BAŞAK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU DIŞ BORÇ.ARAÇ. (DÖVİZ)EYF	-3,02	-0,54	0,56	5,72	5,66	0,28
26	BAŞAK EMEK. ESNEK EYF	-2,36	4,50	4,14	-10,72	-0,19	3,91
27	BAŞAK EMEK. LİKİT KAMU EYF	1,65	2,07	2,23	1,33	1,32	2,23
28	BAŞAK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	-7,00	7,49	11,04	-13,63	0,98	3,80
29	FORTİS EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	2,08	2,31	4,12	1,05	0,44	3,05
30	FORTİS EMEK.HYT. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	1,93	1,77	2,45	1,38	1,57	1,64
31	FORTİS EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI DÖVİZ CİNS.YATRM.ARAÇ. EYF	-2,96	0,45	0,92	0,91	0,73	3,17
32	FORTİS EMEK.HYT. İHTİSASLAŞMIŞ İMKB ULUSAL 30 END. EYF	-6,20	7,78	6,24	-11,77	-1,20	3,60
33	FORTİS EMEK.HYT. ESNEK EYF	-1,03	4,14	7,39	-5,09	-2,79	2,13
34	FORTİS EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI (DÖVİZ)KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	-2,18	-0,42	0,63	7,19	3,09	0,58
35	FORTİS EMEK.HYT. PARA PİYASASI EMANET LİKİT KARMA EYF	1,63	1,67	1,43	1,17	1,07	1,13
36	GARANTİ EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI ULUSAL BORÇ.ARAÇ. EYF	-3,73	0,20	-0,98	6,06	3,57	-0,44
37	GARANTİ EMEK.HYT. LİKİT KAMU EYF	1,74	1,73	1,56	1,47	1,90	1,62
38	GARANTİ EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	1,79	2,25	2,72	0,65	0,71	2,62
39	GARANTİ EMEK.HYT. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	-1,95	5,71	4,18	-9,97	-3,94	1,10
40	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. GELİR AMAÇLI KAMU DIŞ BORÇ.ARAÇ. EYF	-6,01	0,87	1,90	1,57	2,73	1,62
41	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	-5,56	4,69	5,09	-5,64	2,77	0,72
42	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	3,24	2,65	3,27	2,05	5,36	1,76
43	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. PARA PİYASASI EMANET LİKİT KAMU EYF	0,55	1,06	1,23	1,01	1,10	1,07
44	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. İHTİSASLAŞMIŞ İMKB ULUSAL 30 END. EYF	-6,42	7,83	6,54	-12,95	-0,78	3,28
45	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ.(DÖVİZ)EYF	-4,67	0,46	1,82	10,12	2,68	0,76
46	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	1,93	1,69	1,64	1,36	2,63	1,65
47	OYAK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	1,46	2,20	2,73	0,15	-0,08	1,88
48	OYAK EMEK. LİKİT EYF	1,36	2,17	2,40	1,30	1,32	1,42
49	OYAK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI KARMA EYF	-1,68	3,11	5,52	-7,39	-0,08	2,15
50	OYAK EMEK. GELİR AMAÇLI DÖVİZ CİNS YATRM.ARAÇ. EYF	-3,95	-0,82	-1,25	7,12	5,14	0,16
51	OYAK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	-2,62	3,87	5,52	-10,80	0,03	0,98
52	VAKIF EMEK. ESNEK EYF	-0,47	3,69	2,09	-5,83	3,96	1,79
53	VAKIF EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	-3,72	6,84	3,81	-9,45	2,12	0,40
54	VAKIF EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	1,49	2,32	1,94	0,18	0,18	1,63
55	VAKIF EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	1,32	1,26	1,11	1,38	1,34	1,43
56	VAKIF EMEK. GELİR AMAÇLI TÜRK EUROBOND EYF	-4,94	0,14	-0,50	1,72	-2,52	2,07
57	YAPI KREDİ EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	2,83	2,48	4,18	1,37	0,28	2,85
58	YAPI KREDİ EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. (DÖVİZ) EYF	-2,79	-0,83	-0,66	7,90	2,17	0,71
59	YAPI KREDİ EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	-1,97	6,83	6,28	-10,95	0,76	-1,08
60	YAPI KREDİ EMEK. ESNEK EYF	-0,53	5,31	4,75	1,68	4,81	-0,06
61	YAPI KREDİ EMEK. GELİR AMAÇLI ULUS. KARMA EYF	-2,47	-0,41	-3,01	8,54	2,32	-0,10
62	YAPI KREDİ EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	1,76	1,61	1,62	1,30	2,16	1,60
	İMKB 100	-7,33	9,44	6,89	-10,74	-5,22	5,19
	KYD YTL BONO TUM	1,83	2,33	2,33	0,94	0,57	2,26
	50% KYD EUROBOND USD-YTL %50 KYD EUROBOND EURO-YTL	-0,04	0,22	1,97	-4,66	-3,29	2,13
	KYD YTL 30 GÜN BONO	1,98	1,89	1,82	1,62	1,68	1,70
	KYD YTL O/N NET REPO	1,70	1,58	1,49	1,42	1,47	1,42
	HAZİNE BONOSU 91GÜNLÜK ORTALAMASI (AYLIK)	1,94	1,83	1,75	1,69	1,82	1,83

**EK.1: EMEKLİLİK YATIRIM FONLARININ OCAK
-2004 / ARA-2006 AYLIK GETİRİLERİ (%) “Devam”**

SIRA	EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI	T 04	A 04	E 04	E 04	K 04	A 04
1	AK EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	2,02	1,70	1,52	1,36	1,59	1,42
2	AK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	4,54	3,19	5,33	2,35	2,02	5,75
3	AK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ ARAÇ. EYF	2,90	3,08	2,20	3,58	1,61	4,92
4	AK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ ARAÇ.(USD) EYF	-0,31	3,20	0,56	-1,22	-2,74	-3,70
5	AK EMEK. GELİR AMAÇLI KARMA BORÇ ARAÇ.(EURO) EYF	0,12	3,77	1,48	2,06	1,99	-1,87
6	ANADOLU HYT EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ ARAÇ. EYF	3,18	4,09	2,89	2,82	1,27	4,00
7	ANADOLU HYT EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	1,52	1,99	1,46	1,27	1,60	1,32
8	ANADOLU HYT EMEK.GELİR AMAÇLI KARMA BORÇ ARAÇ.(USD) EYF	2,62	7,10	1,02	-0,83	-2,14	-2,65
9	ANADOLU HYT EMEK.GELİR AMAÇLI KARMA BORÇ ARAÇ.(EURO) EYF	-0,24	3,80	1,39	2,27	2,52	-1,66
10	ANADOLU HYT EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	7,34	4,29	9,14	1,25	-0,68	9,67
11	ANADOLU HYT EMEK. BÜYÜME AMAÇLI ULUS. KARMA EYF	-2,66	3,35	1,17	0,34	1,60	-1,44
12	ANADOLU HYT EMEK. GELİR AMAÇLI ESNEK EYF	2,41	2,66	2,13	1,77	1,94	2,38
13	ANADOLU HYT EMEK. ESNEK EYF	3,33	3,38	2,85	2,29	0,25	5,27
14	ANADOLU HYT EMEK. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	5,12	4,69	3,81	3,39	3,33	5,47
15	ANKARA EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	4,02	3,76	3,29	2,97	1,53	2,87
16	ANKARA EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	1,59	1,91	1,16	1,26	1,53	1,34
17	ANKARA EMEK. GELİR AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	6,49	6,83	10,18	1,96	-0,10	9,61
18	ANKARA EMEK. DENGELİ EYF	4,31	5,47	6,10	1,16	-0,50	4,91
19	AVIVA HYT EMEK. KAMU LİKİT EYF	1,43	1,49	1,30	1,23	1,46	1,12
20	AVIVA HYT EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU DIŞ BORÇ.ARAÇLARI EYF	4,21	6,42	2,29	0,69	-0,83	-1,06
21	AVIVA HYT EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	2,78	3,41	2,76	2,93	0,06	5,35
22	AVIVA HYT EMEK. DENGELİ EYF	3,37	3,08	5,82	1,47	-0,76	4,69
23	AVIVA HYT EMEK. ESNEK EYF	2,99	2,85	6,72	2,37	-0,35	5,21
24	BAŞAK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	2,25	2,91	1,40	3,17	1,92	3,58
25	BAŞAK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU DIŞ BORÇ.ARAÇ. (DÖVİZ)EYF	-1,33	2,59	1,83	1,44	-1,07	-3,20
26	BAŞAK EMEK. ESNEK EYF	3,10	6,23	5,73	1,09	2,46	3,09
27	BAŞAK EMEK. LİKİT KAMU EYF	1,26	1,45	1,18	1,09	1,56	1,90
28	BAŞAK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	5,48	5,40	9,80	2,59	3,12	2,33
29	FORTİS EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	2,86	3,04	2,18	2,93	1,52	4,98
30	FORTİS EMEK.HYT. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	1,64	1,82	1,40	1,26	1,55	1,23
31	FORTİS EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI DÖVİZ CİNS.YATRM.ARAÇ. EYF	3,62	6,86	1,12	-0,44	-1,19	-2,84
32	FORTİS EMEK.HYT. İHTİSASLAŞMIŞ İMKB ULUSAL 30 END. EYF	7,02	3,01	10,75	0,77	1,00	9,26
33	FORTİS EMEK.HYT. ESNEK EYF	4,69	3,08	4,38	0,22	-0,12	6,32
34	FORTİS EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI (DÖVİZ)KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	-0,52	2,41	0,87	-0,77	-2,16	-3,66
35	FORTİS EMEK.HYT. PARA PİYASASI EMANET LİKİT KARMA EYF	1,14	1,19	1,06	0,96	1,13	1,03
36	GARANTİ EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI ULUSAL BORÇ.ARAÇ. EYF	-0,78	3,78	1,00	-0,06	-3,91	-4,26
37	GARANTİ EMEK.HYT. LİKİT KAMU EYF	1,68	1,61	1,43	1,32	1,56	1,36
38	GARANTİ EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	2,95	4,21	2,42	4,26	1,29	4,28
39	GARANTİ EMEK.HYT. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	6,26	4,31	10,08	-0,44	0,03	10,13
40	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. GELİR AMAÇLI KAMU DIŞ BORÇ.ARAÇ. EYF	4,92	8,51	1,71	-0,45	-1,58	-1,43
41	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	2,91	3,13	5,62	-0,20	-0,73	6,80
42	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	3,31	3,67	1,84	3,07	1,06	3,87
43	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. PARA PİYASASI EMANET LİKİT KAMU EYF	1,03	1,20	1,03	0,91	1,09	0,95
44	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. İHTİSASLAŞMIŞ İMKB ULUSAL 30 END. EYF	5,46	3,06	10,55	0,23	0,90	9,84
45	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ.(DÖVİZ)EYF	0,36	3,30	0,82	-1,25	-2,22	-3,61
46	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	1,56	1,66	1,28	1,15	1,42	1,21
47	OYAK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	2,49	3,29	1,49	2,35	1,86	2,73
48	OYAK EMEK. LİKİT EYF	1,61	1,68	1,38	1,32	1,47	1,37
49	OYAK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI KARMA EYF	6,05	4,09	9,70	-1,03	-0,40	5,16
50	OYAK EMEK. GELİR AMAÇLI DÖVİZ CİNS YATRM.ARAÇ. EYF	1,21	4,59	1,13	0,20	-1,55	-3,89
51	OYAK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	6,74	5,18	12,71	-1,35	-0,72	7,15
52	VAKIF EMEK. ESNEK EYF	4,30	3,73	4,61	2,33	1,25	4,49
53	VAKIF EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	6,49	3,60	9,75	0,83	-0,19	3,49
54	VAKIF EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	2,21	2,68	2,20	2,05	1,30	3,20
55	VAKIF EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	1,61	1,54	1,35	1,22	1,48	1,21
56	VAKIF EMEK. GELİR AMAÇLI TÜRK EUROBOND EYF	4,72	8,18	1,81	-1,22	-1,88	-2,04
57	YAPI KREDİ EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	3,01	2,80	2,26	3,22	1,35	4,49
58	YAPI KREDİ EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. (DÖVİZ) EYF	-0,53	3,32	0,64	-0,88	-2,05	-3,98
59	YAPI KREDİ EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	8,20	5,17	9,65	-0,54	-1,28	7,82
60	YAPI KREDİ EMEK. ESNEK EYF	4,06	2,96	2,70	2,19	-2,19	4,45
61	YAPI KREDİ EMEK. GELİR AMAÇLI ULUS. KARMA EYF	-2,81	2,75	0,21	-0,49	0,75	-2,34
62	YAPI KREDİ EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	1,61	1,84	1,45	1,26	1,52	1,27
	İMKB 100	7,87	4,32	8,58	4,31	-1,81	11,05
	KYD YTL BONO TÜM	2,52	2,59	2,28	2,64	1,33	3,57
	50% KYD EUROBOND USD-YTL %50 KYD EUROBOND EURO-YTL	3,95	3,08	0,92	0,72	1,93	-3,18
	KYD YTL 30 GÜN BONO	1,74	1,72	1,62	1,55	1,46	1,40
	KYD YTL O/N NET REPO	1,42	1,52	1,32	1,30	1,42	1,27
	HAZİNE BONOSU 91GÜNLÜK ORTALAMASI (AYLIK)	1,78	1,71	1,65	1,58	1,50	1,52

**EK.1: EMEKLİLİK YATIRIM FONLARININ OCAK-
2004 / ARA-2006 AYLIK GETİRİLERİ (%) “Devam”**

SIRA	EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI	O 05	Ş 05	M 05	N 05	M 05	H 05
1	AK EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	1,48	1,14	1,09	1,01	0,97	0,85
2	AK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	4,24	2,29	-2,25	-0,60	2,63	3,36
3	AK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ ARAÇ. EYF	2,99	2,28	1,58	1,14	1,36	1,68
4	AK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ ARAÇ.(USD) EYF	-0,39	-2,25	5,69	0,65	-0,55	-1,17
5	AK EMEK. GELİR AMAÇLI KARMA BORÇ ARAÇ.(EURO) EYF	-4,43	-0,18	2,53	-0,78	-3,01	-4,82
6	ANADOLU HYT EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ ARAÇ. EYF	2,67	2,22	0,53	1,39	1,64	1,67
7	ANADOLU HYT EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	1,32	1,08	1,18	1,00	0,99	0,84
8	ANADOLU HYT EMEK.GELİR AMAÇLI KARMA BORÇ ARAÇ.(USD) EYF	-0,24	-1,31	0,97	0,90	1,81	0,59
9	ANADOLU HYT EMEK.GELİR AMAÇLI KARMA BORÇ ARAÇ.(EURO) EYF	-3,35	-0,72	2,56	0,54	-1,96	-3,46
10	ANADOLU HYT EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	6,67	1,00	-8,30	-4,32	6,42	7,76
11	ANADOLU HYT EMEK. BÜYÜME AMAÇLI ULUS. KARMA EYF	-2,82	-2,08	4,14	-0,01	-0,21	-3,35
12	ANADOLU HYT EMEK. GELİR AMAÇLI ESNEK EYF	2,31	1,60	1,44	1,38	1,29	1,17
13	ANADOLU HYT EMEK. ESNEK EYF	3,17	0,99	-0,86	0,33	2,63	3,31
14	ANADOLU HYT EMEK. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	6,02	0,57	-4,45	-0,41	3,96	3,96
15	ANKARA EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	2,85	2,35	-1,82	1,20	2,17	2,59
16	ANKARA EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	1,45	1,10	1,06	1,03	1,01	0,88
17	ANKARA EMEK. GELİR AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	6,32	2,29	-11,29	-3,67	4,01	10,31
18	ANKARA EMEK. DENGELİ EYF	2,85	2,38	-4,44	-0,83	-1,83	4,28
19	AVIVA HYT EMEK. KAMU LİKİT EYF	1,30	1,02	1,10	0,99	0,95	0,85
20	AVIVA HYT EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU DIŞ BORÇ.ARAÇLARI EYF	-1,52	-0,70	1,13	0,45	0,01	-1,21
21	AVIVA HYT EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	2,78	2,29	1,11	1,00	1,46	1,35
22	AVIVA HYT EMEK. DENGELİ EYF	2,54	1,91	0,60	1,87	-0,07	2,15
23	AVIVA HYT EMEK. ESNEK EYF	2,35	2,01	0,85	2,10	0,41	3,26
24	BAŞAK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	2,56	1,70	-0,40	1,30	1,39	1,63
25	BAŞAK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU DIŞ BORÇ.ARAÇ. (DÖVİZ)EYF	-2,63	-1,89	4,76	0,11	-1,76	-2,58
26	BAŞAK EMEK. ESNEK EYF	7,13	-0,52	-3,68	-1,68	2,49	4,07
27	BAŞAK EMEK. LİKİT KAMU EYF	1,13	0,88	0,91	1,26	1,05	0,69
28	BAŞAK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	9,39	0,23	-7,77	-4,25	4,34	6,47
29	FORTİS EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	2,30	1,81	0,48	1,41	1,78	1,91
30	FORTİS EMEK.HYT. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	1,33	1,05	1,03	0,94	0,93	0,84
31	FORTİS EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI DÖVİZ CİNS.YATRM.ARAÇ. EYF	-0,68	-1,39	3,35	0,43	-0,28	-1,50
32	FORTİS EMEK.HYT. İHTİSASLAŞMIŞ İMKB ULUSAL 30 END. EYF	6,29	3,16	-11,31	-2,38	6,66	7,53
33	FORTİS EMEK.HYT. ESNEK EYF	4,25	1,01	-4,81	-0,87	2,70	3,87
34	FORTİS EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI (DÖVİZ)KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	-1,42	-1,94	5,02	0,24	-1,25	-2,38
35	FORTİS EMEK.HYT. PARA PİYASASI EMANET LİKİT KARMA EYF	0,90	0,62	0,63	0,59	0,50	0,51
36	GARANTİ EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI ULUSAL BORÇ.ARAÇ. EYF	-0,51	-3,01	4,50	1,44	0,58	-1,33
37	GARANTİ EMEK.HYT. LİKİT KAMU EYF	1,46	0,98	1,13	1,05	1,03	0,89
38	GARANTİ EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	2,82	2,27	0,74	1,66	1,63	1,82
39	GARANTİ EMEK.HYT. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	8,07	1,35	-11,49	-2,42	6,07	7,57
40	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. GELİR AMAÇLI KAMU DIŞ BORÇ.ARAÇ. EYF	-0,77	-1,34	1,74	0,51	1,89	1,17
41	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	4,77	-0,23	-6,11	-0,56	2,33	2,11
42	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	2,76	2,21	0,26	0,87	2,29	2,07
43	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. PARA PİYASASI EMANET LİKİT KAMU EYF	0,87	0,73	0,84	0,73	0,80	0,73
44	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. İHTİSASLAŞMIŞ İMKB ULUSAL 30 END. EYF	7,29	3,24	-11,37	-3,10	6,72	7,50
45	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ.(DÖVİZ)EYF	-1,46	-1,65	5,48	0,61	-1,03	-0,87
46	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	1,32	1,15	1,18	1,01	0,99	0,86
47	OYAK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	2,71	1,91	0,55	0,89	1,86	1,68
48	OYAK EMEK. LİKİT EYF	1,45	1,19	1,23	1,13	1,02	0,99
49	OYAK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI KARMA EYF	3,90	-0,12	-3,81	-3,78	6,19	4,51
50	OYAK EMEK. GELİR AMAÇLI DÖVİZ CİNS YATRM.ARAÇ. EYF	-2,52	-2,10	4,36	0,58	-1,67	-3,06
51	OYAK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	5,53	1,10	-10,28	-8,80	8,33	7,57
52	VAKIF EMEK. ESNEK EYF	5,87	0,58	-3,38	-3,22	3,54	2,77
53	VAKIF EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	10,98	0,16	-8,81	-8,07	8,74	8,00
54	VAKIF EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	2,93	1,79	-0,66	0,60	2,17	2,19
55	VAKIF EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	1,25	0,97	1,02	0,87	0,84	0,79
56	VAKIF EMEK. GELİR AMAÇLI TÜRK EUROBOND EYF	-0,51	-1,37	0,29	0,15	2,51	1,82
57	YAPI KREDİ EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	2,47	2,09	1,03	1,32	1,51	1,81
58	YAPI KREDİ EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. (DÖVİZ) EYF	-0,45	-2,47	6,08	0,22	-0,50	-1,25
59	YAPI KREDİ EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	10,85	1,46	-10,28	-7,38	8,70	8,59
60	YAPI KREDİ EMEK. ESNEK EYF	4,68	-0,71	-6,94	-2,08	0,61	1,50
61	YAPI KREDİ EMEK. GELİR AMAÇLI ULUS. KARMA EYF	0,54	-2,05	2,89	-0,72	-0,30	-3,10
62	YAPI KREDİ EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	1,40	1,09	1,18	1,06	1,05	0,90
	İMKB 100	9,45	3,90	-10,00	-7,69	5,88	7,93
	KYD YTL BONO TUM	2,34	2,27	1,18	1,26	2,31	1,54
	50% KYD EUROBOND USD-YTL %50 KYD EUROBOND EURO-YTL	-2,47	-1,62	1,84	1,30	-1,75	-0,94
	KYD YTL 30 GÜN BONO	1,46	1,36	1,32	1,20	1,23	1,04
	KYD YTL O/N NET REPO	1,19	1,14	1,03	0,98	1,02	0,94
	HAZİNE BONOSU 91GÜNLÜK ORTALAMASI (AYLIK)	1,42	1,31	1,29	1,21	1,15	1,18

**EK.1: EMEKLİLİK YATIRIM FONLARININ OCAK-
2004 / ARA-2006 AYLIK GETİRİLERİ (%) “Devam”**

SIRA	EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI	T 05	A 05	E 05	E 05	K 05	A 05
1	AK EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,94	1,01	1,02	0,94	1,01	0,85
2	AK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	2,99	1,12	4,91	-1,33	7,48	2,76
3	AK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ ARAÇ. EYF	0,80	1,12	2,10	1,86	1,10	1,04
4	AK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ ARAÇ.(USD) EYF	-0,21	1,72	-0,18	0,83	0,41	0,26
5	AK EMEK. GELİR AMAÇLI KARMA BORÇ ARAÇ.(EURO) EYF	-0,33	3,31	-0,83	0,35	-1,54	0,23
6	ANADOLU HYT EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ ARAÇ. EYF	0,99	1,08	2,01	1,61	1,26	0,82
7	ANADOLU HYT EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,95	0,99	0,83	0,90	0,89	0,76
8	ANADOLU HYT EMEK.GELİR AMAÇLI KARMA BORÇ ARAÇ.(USD) EYF	-0,30	1,09	1,77	-0,52	1,43	0,82
9	ANADOLU HYT EMEK.GELİR AMAÇLI KARMA BORÇ ARAÇ.(EURO) EYF	0,04	3,08	-1,34	0,11	-1,61	0,09
10	ANADOLU HYT EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	10,78	1,65	14,04	-6,58	17,18	4,51
11	ANADOLU HYT EMEK. BÜYÜME AMAÇLI ULUS. KARMA EYF	0,71	1,53	0,10	-0,92	1,73	0,37
12	ANADOLU HYT EMEK. GELİR AMAÇLI ESNEK EYF	1,11	1,14	1,26	1,13	1,09	0,80
13	ANADOLU HYT EMEK. ESNEK EYF	4,29	1,49	5,63	0,16	6,13	1,53
14	ANADOLU HYT EMEK. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	6,32	0,41	7,07	0,01	7,00	5,51
15	ANKARA EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	1,06	1,22	1,95	1,71	1,73	0,92
16	ANKARA EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,93	0,99	0,90	0,96	0,95	0,83
17	ANKARA EMEK. GELİR AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	7,33	2,04	10,66	-3,58	16,92	10,51
18	ANKARA EMEK. DENGELİ EYF	6,16	1,38	7,23	-2,22	6,75	3,97
19	AVIVA HYT EMEK. KAMU LİKİT EYF	0,98	1,04	0,89	0,96	0,94	0,80
20	AVIVA HYT EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU DIŞ BORÇ.ARAÇLARI EYF	-0,11	2,02	0,68	-0,22	0,17	0,63
21	AVIVA HYT EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	0,89	1,19	1,38	1,32	1,70	0,77
22	AVIVA HYT EMEK. DENGELİ EYF	1,15	1,72	1,51	-0,29	4,21	1,31
23	AVIVA HYT EMEK. ESNEK EYF	0,53	1,20	0,79	0,25	3,09	0,57
24	BAŞAK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	0,98	0,99	2,01	2,32	2,05	0,91
25	BAŞAK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU DIŞ BORÇ.ARAÇ. (DÖVİZ)EYF	-0,53	1,93	-1,25	1,69	-0,86	-0,67
26	BAŞAK EMEK. ESNEK EYF	3,29	0,75	4,96	-1,10	6,06	2,98
27	BAŞAK EMEK. LİKİT KAMU EYF	0,71	0,80	0,69	0,72	0,69	0,61
28	BAŞAK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	6,67	0,95	7,41	-5,73	13,97	6,34
29	FORTİS EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	1,09	1,03	1,96	1,73	1,29	0,65
30	FORTİS EMEK.HYT. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,86	0,92	0,91	0,97	0,96	0,84
31	FORTİS EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI DÖVİZ CİNS.YATRM.ARAÇ. EYF	-0,27	1,97	0,03	-0,05	0,23	0,47
32	FORTİS EMEK.HYT. İHTİSASLAŞMIŞ İMKB ULUSAL 30 END. EYF	7,01	2,49	11,15	-7,81	20,28	4,81
33	FORTİS EMEK.HYT. ESNEK EYF	3,18	0,86	4,26	-0,84	4,25	2,23
34	FORTİS EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI (DÖVİZ)KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	-0,43	2,04	-0,61	0,63	-0,29	0,09
35	FORTİS EMEK.HYT. PARA PİYASASI EMANET LİKİT KARMA EYF	0,52	0,57	0,55	0,61	0,50	0,46
36	GARANTİ EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI ULUSAL BORÇ.ARAÇ. EYF	-1,48	1,69	-0,81	-0,04	0,34	-0,39
37	GARANTİ EMEK.HYT. LİKİT KAMU EYF	0,89	1,08	0,91	0,96	0,97	0,88
38	GARANTİ EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	1,12	1,18	1,95	1,87	1,63	1,00
39	GARANTİ EMEK.HYT. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	7,88	1,72	10,07	-6,42	18,78	5,23
40	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. GELİR AMAÇLI KAMU DIŞ BORÇ.ARAÇ. EYF	-0,40	0,86	2,73	-0,60	2,43	1,06
41	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	5,83	1,52	5,88	-2,15	8,07	2,08
42	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	0,77	1,07	2,50	1,89	1,50	0,74
43	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. PARA PİYASASI EMANET LİKİT KAMU EYF	0,68	0,79	0,73	0,73	0,67	0,64
44	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. İHTİSASLAŞMIŞ İMKB ULUSAL 30 END. EYF	7,59	2,47	10,68	-7,95	19,90	4,46
45	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ.(DÖVİZ)EYF	-0,32	2,48	0,25	0,58	0,56	0,97
46	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,91	1,01	0,86	0,91	0,88	0,76
47	OYAK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	1,09	1,08	2,29	1,85	1,42	0,83
48	OYAK EMEK. LİKİT EYF	0,99	1,07	0,95	1,00	0,93	0,88
49	OYAK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI KARMA EYF	3,74	0,79	5,33	-1,08	5,63	2,63
50	OYAK EMEK. GELİR AMAÇLI DÖVİZ CİNS YATRM.ARAÇ. EYF	-0,75	2,06	-0,89	0,42	-0,55	-0,19
51	OYAK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	6,88	0,26	8,92	-3,82	13,91	6,20
52	VAKIF EMEK. ESNEK EYF	2,38	0,85	2,73	0,36	4,79	2,09
53	VAKIF EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	7,59	1,29	10,43	-3,71	16,21	10,14
54	VAKIF EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	0,94	1,08	2,37	1,81	1,37	0,89
55	VAKIF EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,84	0,90	0,83	0,99	0,97	0,81
56	VAKIF EMEK. GELİR AMAÇLI TÜRK EURO BOND EYF	-0,83	0,77	1,53	1,04	2,29	1,46
57	YAPI KREDİ EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	1,09	1,23	2,55	2,18	1,62	0,96
58	YAPI KREDİ EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. (DÖVİZ) EYF	-0,32	1,81	-0,10	0,55	0,42	0,18
59	YAPI KREDİ EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	7,47	1,17	5,85	-4,89	16,56	7,66
60	YAPI KREDİ EMEK. ESNEK EYF	2,56	1,87	8,62	0,15	3,77	1,23
61	YAPI KREDİ EMEK. GELİR AMAÇLI ULUS. KARMA EYF	1,19	1,08	-1,97	0,74	2,93	1,17
62	YAPI KREDİ EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,96	1,04	0,91	1,00	0,97	0,88
	İMKB 100	9,86	4,37	7,85	-4,11	19,16	4,43
	KYD YTL BONO TUM	1,21	1,24	1,87	1,76	1,41	0,93
	50% KYD EURO BOND USD-YTL %50 KYD EURO BOND EURO-YTL	-0,63	3,04	0,72	-0,72	0,23	0,90
	KYD YTL 30 GÜN BONO	1,20	1,08	1,06	1,12	1,07	1,03
	KYD YTL O/N NET REPO	0,94	0,92	0,95	0,95	0,89	0,88
	HAZİNE BONOSU 91GÜNLÜK ORTALAMASI (AYLIK)	1,17	1,14	1,16	1,13	1,10	1,13

**EK.1: EMEKLİLİK YATIRIM FONLARININ OCAK-
2004 / ARA-2006 AYLIK GETİRİLERİ (%) “Devam”**

SIRA	EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI	O 06	Ş 06	M 06	N 06	M 06	H 06
1	AK EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,94	0,88	0,95	0,88	0,98	0,97
2	AK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	5,05	3,11	-2,89	1,59	-3,10	-2,53
3	AK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	0,89	0,77	0,62	0,89	-1,16	-3,21
4	AK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ.(USD) EYF	-0,94	0,01	2,53	-1,18	15,12	4,28
5	AK EMEK. GELİR AMAÇLI KARMA BORÇ.ARAÇ.(EURO) EYF	0,71	-1,61	3,02	0,75	16,02	-0,47
6	ANADOLU HYT EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	1,17	0,97	0,76	0,89	-1,20	-2,96
7	ANADOLU HYT EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,93	0,85	0,92	0,88	0,98	0,84
8	ANADOLU HYT EMEK.GELİR AMAÇLI KARMA BORÇ.ARAÇ.(USD) EYF	-0,71	1,27	0,71	-2,23	10,76	2,09
9	ANADOLU HYT EMEK.GELİR AMAÇLI KARMA BORÇ.ARAÇ.(EURO) EYF	0,61	-1,76	3,14	0,79	16,34	0,52
10	ANADOLU HYT EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	11,09	8,99	-9,51	3,12	-12,88	-10,80
11	ANADOLU HYT EMEK. BÜYÜME AMAÇLI ULUS. KARMA EYF	-0,23	-0,83	2,24	0,51	12,97	0,57
12	ANADOLU HYT EMEK. GELİR AMAÇLI ESNEK EYF	1,01	0,85	0,84	0,90	0,67	0,18
13	ANADOLU HYT EMEK. ESNEK EYF	5,47	3,19	-2,68	1,98	-4,18	-4,10
14	ANADOLU HYT EMEK. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	6,93	7,65	-5,61	3,20	-6,56	-5,18
15	ANKARA EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	0,94	0,59	0,75	0,99	-2,90	-3,10
16	ANKARA EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,99	0,89	0,96	0,91	0,99	0,83
17	ANKARA EMEK. GELİR AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	10,20	8,26	-10,03	2,51	-12,88	-8,45
18	ANKARA EMEK. DENGELİ EYF	4,87	3,42	-4,60	1,95	-4,04	-5,30
19	AVIVA HYT EMEK. KAMU LİKİT EYF	0,94	0,87	0,93	0,88	0,98	0,64
20	AVIVA HYT EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU DIŞ BORÇ.ARAÇLARI EYF	-0,56	0,26	1,69	-1,11	12,79	-1,67
21	AVIVA HYT EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	1,21	1,55	0,58	0,84	-0,28	-1,45
22	AVIVA HYT EMEK. DENGELİ EYF	2,53	2,33	1,61	1,10	0,29	-3,47
23	AVIVA HYT EMEK. ESNEK EYF	1,78	2,33	1,14	1,04	1,82	-2,85
24	BAŞAK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	0,80	1,07	0,92	0,83	-1,48	-1,78
25	BAŞAK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU DIŞ BORÇ.ARAÇ. (DÖVİZ)EYF	-0,30	-0,83	2,62	0,06	14,90	3,26
26	BAŞAK EMEK. ESNEK EYF	5,62	2,01	-2,44	1,46	-3,26	-1,61
27	BAŞAK EMEK. LİKİT KAMU EYF	0,78	0,73	0,79	0,74	0,82	0,67
28	BAŞAK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	9,06	6,33	-7,09	1,64	-11,82	-7,82
29	FORTİS EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	1,16	0,86	0,70	0,94	-5,55	-4,71
30	FORTİS EMEK.HYT. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,99	0,90	0,97	0,92	1,01	0,75
31	FORTİS EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI DÖVİZ CİNS.YATRM.ARAÇ. EYF	-0,60	-0,33	1,96	-0,83	15,50	0,26
32	FORTİS EMEK.HYT. İHTİSASLAŞMIŞ İMKB ULUSAL 30 END. EYF	11,75	5,32	-9,62	1,69	-12,78	-8,07
33	FORTİS EMEK.HYT. ESNEK EYF	3,64	2,38	-1,35	-0,12	-6,78	-1,56
34	FORTİS EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI (DÖVİZ)KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	-0,67	-0,67	2,46	-0,34	16,70	2,66
35	FORTİS EMEK.HYT. PARA PİYASASI EMANET LİKİT KARMA EYF	0,67	0,71	0,82	0,70	0,75	0,88
36	GARANTİ EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI ULUSAL BORÇ.ARAÇ. EYF	-1,69	-0,86	2,06	-1,70	14,87	3,15
37	GARANTİ EMEK.HYT. LİKİT KAMU EYF	1,05	0,91	0,97	0,93	1,03	0,91
38	GARANTİ EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	1,17	0,99	0,61	0,88	-2,17	-2,61
39	GARANTİ EMEK.HYT. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	13,08	5,28	-7,29	2,81	-12,15	-7,07
40	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. GELİR AMAÇLI KAMU DIŞ BORÇ.ARAÇ. EYF	-0,86	0,99	1,08	-1,97	8,24	-1,99
41	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	5,37	3,63	-4,52	1,47	-7,09	-4,51
42	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	1,01	1,15	0,36	0,71	-3,73	-3,73
43	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. PARA PİYASASI EMANET LİKİT KAMU EYF	0,81	0,83	0,92	0,83	0,94	0,96
44	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. İHTİSASLAŞMIŞ İMKB ULUSAL 30 END. EYF	12,91	5,27	-10,39	2,26	-12,49	-7,72
45	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ.(DÖVİZ)EYF	-1,26	-0,09	2,11	-1,06	11,52	2,49
46	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,94	0,85	0,92	0,86	0,98	0,85
47	OYAK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	0,96	0,87	0,78	0,76	-1,59	-1,76
48	OYAK EMEK. LİKİT EYF	0,99	0,91	0,99	0,95	1,05	0,90
49	OYAK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI KARMA EYF	5,25	2,85	-2,13	2,11	-0,37	-1,99
50	OYAK EMEK. GELİR AMAÇLI DÖVİZ CİNS YATRM.ARAÇ. EYF	-0,40	-1,16	2,70	-0,33	16,10	2,82
51	OYAK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	10,51	8,81	-7,18	3,29	-11,09	-9,86
52	VAKIF EMEK. ESNEK EYF	3,62	3,42	-0,69	1,64	-2,44	-3,67
53	VAKIF EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	7,04	10,43	-7,80	2,02	-12,03	-8,71
54	VAKIF EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	1,17	0,81	0,72	0,88	-1,26	-3,86
55	VAKIF EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,95	0,87	0,94	0,90	0,99	0,60
56	VAKIF EMEK. GELİR AMAÇLI TÜRK EURO BOND EYF	-0,80	1,36	0,38	-1,80	9,76	-2,95
57	YAPI KREDİ EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	1,14	1,03	0,68	0,85	-2,25	-2,95
58	YAPI KREDİ EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. (DÖVİZ) EYF	-0,87	-0,09	2,36	-1,15	14,69	3,73
59	YAPI KREDİ EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	11,72	6,53	-6,85	3,12	-13,11	-8,90
60	YAPI KREDİ EMEK. ESNEK EYF	3,13	2,24	-2,10	1,47	-2,87	-2,19
61	YAPI KREDİ EMEK. GELİR AMAÇLI ULUS. KARMA EYF	0,42	0,08	1,50	0,58	16,73	1,05
62	YAPI KREDİ EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,95	0,87	0,94	0,89	0,99	0,66
	İMKB 100	12,10	5,44	-8,73	2,26	-13,10	-7,03
	KYD YTL BONO TUM	1,23	1,34	0,69	1,20	-1,82	-1,82
	50% KYD EURO BOND USD-YTL %50 KYD EURO BOND EURO-YTL	-0,27	-0,96	2,16	-0,99	17,24	-2,87
	KYD YTL 30 GÜN BONO	1,20	1,17	1,07	1,11	1,08	0,83
	KYD YTL O/N NET REPO	1,01	1,01	0,90	0,87	0,95	1,00
	HAZİNE BONOSU 91GÜNLÜK ORTALAMASI (AYLIK)	1,11	1,10	1,10	1,06	1,09	1,30

**EK.1: EMEKLİLİK YATIRIM FONLARININ OCAK-
2004 / ARA-2006 AYLIK GETİRİLERİ (%) “Devam”**

SIRA	EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI	T 06	A 06	E 06	E 06	K 06	A 06
1	AK EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	1,46	1,42	1,29	1,46	1,32	1,30
2	AK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	4,41	2,31	1,23	3,28	-0,73	1,12
3	AK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	3,03	1,73	0,59	2,13	1,28	1,51
4	AK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ.(USD) EYF	-4,46	-0,82	2,10	-1,52	1,20	-1,77
5	AK EMEK. GELİR AMAÇLI KARMA BORÇ.ARAÇ.(EURO) EYF	-1,25	0,33	0,85	-1,62	4,19	-2,22
6	ANADOLU HYT EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	3,23	1,76	0,69	1,99	1,21	1,41
7	ANADOLU HYT EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	1,54	1,41	1,23	1,33	1,28	1,25
8	ANADOLU HYT EMEK.GELİR AMAÇLI KARMA BORÇ.ARAÇ.(USD) EYF	-3,98	-0,10	1,74	-0,98	1,57	-1,45
9	ANADOLU HYT EMEK.GELİR AMAÇLI KARMA BORÇ.ARAÇ.(EURO) EYF	-3,12	0,21	0,71	-1,75	3,81	-2,27
10	ANADOLU HYT EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	7,67	3,52	3,16	8,24	-5,57	5,08
11	ANADOLU HYT EMEK. BÜYÜME AMAÇLI ULUS. KARMA EYF	-1,30	0,01	1,98	-0,68	2,68	-1,06
12	ANADOLU HYT EMEK. GELİR AMAÇLI ESNEK EYF	1,67	1,56	1,16	1,53	1,23	1,20
13	ANADOLU HYT EMEK. ESNEK EYF	4,04	2,26	0,81	3,14	-0,25	2,14
14	ANADOLU HYT EMEK. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	3,83	4,53	2,91	5,53	-1,49	4,96
15	ANKARA EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	3,48	2,00	0,60	2,04	1,38	1,56
16	ANKARA EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	1,48	1,48	1,37	1,48	1,30	1,26
17	ANKARA EMEK. GELİR AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	7,98	2,93	0,80	7,20	-5,72	3,51
18	ANKARA EMEK. DENGELİ EYF	3,52	1,14	1,00	2,90	-0,73	1,71
19	AVIVA HYT EMEK. KAMU LİKİT EYF	16,05	2,08	-12,05	1,43	1,29	1,25
20	AVIVA HYT EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU DIŞ BORÇ.ARAÇLARI EYF	9,83	1,44	-9,04	-0,78	2,42	-1,41
21	AVIVA HYT EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	-21,49	0,61	32,87	2,02	1,34	1,45
22	AVIVA HYT EMEK. DENGELİ EYF	5,76	1,62	-1,20	1,33	1,50	1,16
23	AVIVA HYT EMEK. ESNEK EYF	2,66	2,35	1,21	1,77	1,50	1,73
24	BAŞAK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	2,98	1,83	1,22	2,14	1,30	1,73
25	BAŞAK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU DIŞ BORÇ.ARAÇ. (DÖVİZ)EYF	-5,28	-0,19	1,23	-1,72	2,75	-2,38
26	BAŞAK EMEK. ESNEK EYF	2,34	2,14	1,72	2,67	0,20	1,73
27	BAŞAK EMEK. LİKİT KAMU EYF	1,19	1,28	1,13	1,25	1,11	1,09
28	BAŞAK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	6,41	2,91	0,58	6,99	-4,91	2,64
29	FORTİS EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	3,55	1,65	0,01	2,16	1,27	1,77
30	FORTİS EMEK.HYT. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	1,43	1,45	1,35	1,40	1,32	1,27
31	FORTİS EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI DÖVİZ CİNS.YATRM.ARAÇ. EYF	0,38	-2,45	1,87	-1,85	2,27	-2,43
32	FORTİS EMEK.HYT. İHTİSASLAŞMIŞ İMKB ULUSAL 30 END. EYF	5,49	2,69	1,12	6,53	-5,01	0,67
33	FORTİS EMEK.HYT. ESNEK EYF	4,26	2,38	2,84	3,14	0,17	-0,32
34	FORTİS EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI (DÖVİZ)KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	-5,84	0,15	1,58	-2,04	2,38	-2,68
35	FORTİS EMEK.HYT. PARA PİYASASI EMANET LİKİT KARMA EYF	1,18	1,18	1,13	1,22	1,12	1,12
36	GARANTİ EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI ULUSAL BORÇ.ARAÇ. EYF	-5,36	-0,69	1,90	-2,08	1,38	-2,66
37	GARANTİ EMEK.HYT. LİKİT KAMU EYF	1,40	1,47	1,32	1,45	1,32	1,29
38	GARANTİ EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	2,87	1,80	0,69	2,05	1,28	1,54
39	GARANTİ EMEK.HYT. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	6,38	1,87	-0,87	7,51	-5,64	3,00
40	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. GELİR AMAÇLI KAMU DIŞ BORÇ.ARAÇ. EYF	0,61	0,57	1,90	-1,19	1,71	-1,47
41	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	5,16	1,42	0,47	4,17	-0,68	1,49
42	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	4,11	1,92	0,05	2,15	1,47	1,62
43	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. PARA PİYASASI EMANET LİKİT KAMU EYF	1,27	1,27	1,21	1,32	1,21	1,22
44	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. İHTİSASLAŞMIŞ İMKB ULUSAL 30 END. EYF	5,36	1,86	0,45	7,10	-5,99	1,65
45	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ.(DÖVİZ)EYF	-3,15	-0,72	2,25	-1,14	1,38	-1,55
46	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	1,60	1,37	1,35	1,43	1,27	1,26
47	OYAK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	2,49	1,42	1,38	1,42	1,28	1,15
48	OYAK EMEK. LİKİT EYF	1,42	1,49	1,35	1,49	1,36	1,33
49	OYAK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI KARMA EYF	4,78	0,80	0,93	2,35	0,29	1,51
50	OYAK EMEK. GELİR AMAÇLI DÖVİZ CİNS YATRM.ARAÇ. EYF	-5,62	-0,85	1,44	-2,32	2,27	-2,73
51	OYAK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	9,86	2,10	1,61	5,82	-4,93	2,48
52	VAKIF EMEK. ESNEK EYF	2,95	1,17	0,80	3,09	0,93	1,19
53	VAKIF EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	4,73	2,20	0,72	8,07	-2,33	1,39
54	VAKIF EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	3,22	1,64	0,64	2,37	1,24	1,37
55	VAKIF EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	1,44	1,46	1,29	1,37	1,31	1,31
56	VAKIF EMEK. GELİR AMAÇLI TÜRK EUROBOND EYF	0,88	0,83	2,04	-0,74	2,11	-1,06
57	YAPI KREDİ EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	3,51	1,98	0,54	2,34	1,44	1,58
58	YAPI KREDİ EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. (DÖVİZ) EYF	-4,60	-1,06	2,11	-1,45	1,16	-2,36
59	YAPI KREDİ EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	7,12	2,09	1,24	7,30	-4,43	3,44
60	YAPI KREDİ EMEK. ESNEK EYF	3,66	1,99	0,41	3,28	0,50	1,59
61	YAPI KREDİ EMEK. GELİR AMAÇLI ULUS. KARMA EYF	-3,46	0,91	2,49	-1,65	1,94	-1,86
62	YAPI KREDİ EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	1,47	1,39	1,32	1,43	1,34	1,30
	İMKB 100	1,73	3,38	-0,97	9,90	-5,95	2,49
	KYD YTL BONO TUM	3,20	1,91	0,59	2,10	1,72	1,55
	50% KYD EUROBOND USD-YTL %50 KYD EUROBOND EURO-YTL	-1,33	-1,03	1,84	-1,39	2,25	-2,60
	KYD YTL 30 GÜN BONO	1,54	1,43	1,45	1,31	1,44	1,33
	KYD YTL O/N NET REPO	1,30	1,25	1,29	1,29	1,22	1,20
	HAZİNE BONOSU 91GÜNLÜK ORTALAMASI (AYLIK)	1,49	1,47	1,44	1,40	1,47	1,46

EK.2. EMEKLİLİK YATIRIM FONLARININ PERFORMANS SIRALAMALARI

SHARPE ÖLÇÜTÜNE GÖRE EYF SIRALAMASI			
SIRA	EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI	σ	SHARPE
1	ANADOLU HYT EMEK. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	4,06	0,24599
2	YAPI KREDİ EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	1,45	0,20092
3	GARANTİ EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	1,40	0,16931
4	KOÇ ALLIANZ EMK.HYT. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	1,79	0,16750
5	AK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	1,36	0,16598
6	BAŞAK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	1,23	0,15741
7	AK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	2,87	0,14367
8	ANADOLU HYT EMEK. GELİR AMAÇLI ESNEK EYF	0,57	0,14281
9	ANADOLU HYT EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	1,46	0,13815
10	ANADOLU HYT EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	7,43	0,13278
11	VAKIF EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	6,84	0,13103
12	YAPI KREDİ EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	7,12	0,13080
13	ANKARA EMEK. GELİR AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	7,35	0,12162
14	OYAK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI KARMA EYF	3,48	0,12057
15	ANADOLU HYT EMEK. ESNEK EYF	2,53	0,11409
16	GARANTİ EMEK.HYT. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	7,06	0,11172
17	FORTİS EMEK.HYT. İHTİSASLAŞMIŞ İMKB ULUSAL 30 END. EYF	7,44	0,10264
18	BAŞAK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	6,66	0,09986
19	OYAK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	6,89	0,09481
20	KOÇ ALLIANZ EMK.HYT. İHTİSASLAŞMIŞ İMKB ULUSAL 30 END. EYF	7,60	0,09077
21	VAKIF EMEK. ESNEK EYF	2,67	0,07202
22	ANKARA EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	1,59	0,06940
23	BAŞAK EMEK. ESNEK EYF	3,50	0,06270
24	YAPI KREDİ EMEK. ESNEK EYF	2,90	0,05854
25	AVIVA HYT EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	6,69	0,04062
26	AVIVA HYT EMEK. ESNEK EYF	2,23	0,03937
27	FORTİS EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	1,93	0,02063
28	FORTİS EMEK.HYT. ESNEK EYF	3,19	0,01473
29	ANKARA EMEK. DENGELİ EYF	3,64	0,01239
30	AVIVA HYT EMEK. DENGELİ EYF	2,23	-0,00425
31	KOÇ ALLIANZ EMK.HYT. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	3,95	-0,00610
32	OYAK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	1,07	-0,01376
33	VAKIF EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	1,33	-0,05495
34	AVIVA HYT EMEK. KAMU LİKİT EYF	3,38	-0,07560
35	KOÇ ALLIANZ EMK.HYT. GELİR AMAÇLI KAMU DIŞ BORÇ. ARAÇ. EYF	2,65	-0,20046
36	YAPI KREDİ EMEK. GELİR AMAÇLI ULUS. KARMA EYF	3,59	-0,20338
37	AVIVA HYT EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU DIŞ BORÇ. ARAÇ. EYF	3,53	-0,20626
38	FORTİS EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI DÖVİZ CİNS. YATRM. ARAÇ. EYF	3,22	-0,20713
39	AK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ. ARAÇ. (USD) EYF	3,60	-0,21436
40	KOÇ ALLIANZ EMK.HYT. GLR AMAÇ. KAMU BORÇ. ARAÇ. (DÖVİZ) EYF	3,21	-0,21996
41	ANADOLU HYT EMEK. BÜYÜME AMAÇLI ULUS. KARMA EYF	3,09	-0,22737
42	ANADOLU HYT EMEK.GLİR AMAÇLI KARMA BORÇ. ARAÇ. (EURO) EYF	3,54	-0,22968
43	AK EMEK. GELİR AMAÇLI KARMA BORÇ. ARAÇ. (EURO) EYF	3,54	-0,24100
44	FORTİS EMEK. HYT. GELİR AMAÇLI (DÖVİZ) KAMU BORÇ. ARAÇ. EYF	3,68	-0,24153
45	YAPI KREDİ EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ. ARAÇ. (DÖVİZ) EYF	3,47	-0,24629
46	BAŞAK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU DIŞ BORÇ. ARAÇ. (DÖVİZ) EYF	3,50	-0,24652
47	OYAK EMEK. GELİR AMAÇLI DÖVİZ CİNS YATRM. ARAÇLARI EYF	3,80	-0,25344
48	VAKIF EMEK. GELİR AMAÇLI TÜRK EUROBOND EYF	2,77	-0,25763
49	ANADOLU HYT EMEK.GELİR AMAÇLI KARMA BORÇ. ARAÇ. (USD) EYF	2,70	-0,29791
50	AK EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,36	-0,30234
51	GARANTİ EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI ULUS. BORÇ. ARAÇ. EYF	3,54	-0,31899
52	OYAK EMEK. LİKİT EYF	0,34	-0,37581
53	FORTİS EMEK.HYT. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,38	-0,39932
54	KOÇ ALLIANZ EMK.HYT. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,39	-0,40830
55	YAPI KREDİ EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,33	-0,45380
56	GARANTİ EMEK.HYT. LİKİT KAMU EYF	0,30	-0,47470
57	BAŞAK EMEK. LİKİT KAMU EYF	0,44	-0,58889
58	ANADOLU HYT EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,31	-0,61908
59	ANKARA EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,33	-0,63707
60	VAKIF EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,26	-1,02916
61	FORTİS EMEK.HYT. PARA PİYASASI EMANET LİKİT KARMA EYF	0,33	-1,47634
62	KOÇ ALLIANZ EMK.HYT. PARA PİYASASI EMANET LİKİT KAMU EYF	0,21	-2,17892

EK.2. EMEKLİLİK YATIRIM FONLARININ PERFORMANS SIRALAMALARI “Devam”

TREYNOR ÖLÇÜTÜNE GÖRE EYF SIRALAMASI			
SIRA	EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI	β	TREYNOR
1	ANADOLU HYT EMEK. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	0,576	1,73245
2	AVIVA HYT EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	0,170	1,59939
3	VAKIF EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	0,816	1,09595
4	ANADOLU HYT EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	0,908	1,08416
5	YAPI KREDİ EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	0,873	1,06413
6	ANKARA EMEK. GELİR AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	0,901	0,98963
7	GARANTİ EMEK.HYT. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	0,883	0,89139
8	BAŞAK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	0,802	0,82704
9	FORTİS EMEK.HYT. İHTİSASLAŞMIŞ İMKB ULUSAL 30 END. EYF	0,935	0,81515
10	OYAK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	0,816	0,79765
11	KOÇ ALLIANZ EMK.HYT. İHTİSASLAŞMIŞ İMKB ULUSAL 30 END. EYF	0,959	0,71713
12	OYAK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI KARMA EYF	0,671	0,62599
13	KOÇ ALLIANZ EMK.HYT. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ.EYF	0,479	0,62459
14	AK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	0,858	0,48074
15	YAPI KREDİ EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	0,711	0,40910
16	BAŞAK EMEK. ESNEK EYF	0,676	0,32504
17	GARANTİ EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	0,729	0,32502
18	ANADOLU HYT EMEK. ESNEK EYF	0,927	0,31188
19	ANADOLU HYT EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	0,659	0,30703
20	AK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	0,734	0,30681
21	YAPI KREDİ EMEK. ESNEK EYF	0,675	0,25110
22	BAŞAK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	0,779	0,24831
23	VAKIF EMEK. ESNEK EYF	0,896	0,21427
24	ANKARA EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	0,594	0,18556
25	AVIVA HYT EMEK. ESNEK EYF	0,817	0,10723
26	FORTİS EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	0,524	0,07603
27	ANADOLU HYT EMEK. GELİR AMAÇLI ESNEK EYF	1,163	0,06959
28	ANKARA EMEK. DENGELİ EYF	0,666	0,06781
29	FORTİS EMEK.HYT. ESNEK EYF	0,735	0,06387
30	AVIVA HYT EMEK. DENGELİ EYF	0,885	-0,01071
31	OYAK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	0,912	-0,01619
32	KOÇ ALLIANZ EMK.HYT. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	0,620	-0,03888
33	VAKIF EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	0,722	-0,10105
34	KOÇ ALLIANZ EMK.HYT. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,362	-0,43641
35	GARANTİ EMEK.HYT. LİKİT KAMU EYF	0,273	-0,52387
36	YAPI KREDİ EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,271	-0,55455
37	FORTİS EMEK.HYT. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,255	-0,59215
38	OYAK EMEK. LİKİT EYF	0,199	-0,63421
39	KOÇ ALLIANZ EMK.HYT. GELİR AMAÇLI KAMU DIŞ BORÇ. ARAÇ. EYF	0,829	-0,64353
40	ANADOLU HYT EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,276	-0,68979
41	FORTİS EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI DÖVİZ CİNS. YATRM. ARAÇ. EYF	0,957	-0,69885
42	VAKIF EMEK. GELİR AMAÇLI TÜRK EURO BOND EYF	0,873	-0,81975
43	AK EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,127	-0,86439
44	ANADOLU HYT EMEK.GELİR AMAÇLI KARMA BORÇ. ARAÇ. (USD) EYF	0,901	-0,89391
45	ANADOLU HYT EMEK. BÜYÜME AMAÇLI ULUS. KARMA EYF	0,659	-1,06853
46	ANADOLU HYT EMEK.GLİR AMAÇLI KARMA BORÇ. ARAÇ. (EURO) EYF	0,746	-1,09131
47	AK EMEK. GELİR AMAÇLI KARMA BORÇ. ARAÇ. (EURO) EYF	0,753	-1,13616
48	AVIVA HYT EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU DIŞ BORÇ. ARAÇ. EYF	0,616	-1,18508
49	ANKARA EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,172	-1,21877
50	KOÇ ALLIANZ EMK.HYT. GLİR AMAÇ KAMU BORÇ. ARAÇ. (DÖVİZ) EYF	0,570	-1,24364
51	YAPI KREDİ EMEK. GELİR AMAÇLI ULUS. KARMA EYF	0,588	-1,24660
52	BAŞAK EMEK. LİKİT KAMU EYF	0,204	-1,28042
53	AK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ. ARAÇ. (USD) EYF	0,571	-1,35446
54	BAŞAK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU DIŞ BORÇ. ARAÇ. (DÖVİZ) EYF	0,635	-1,36075
55	YAPI KREDİ EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ. ARAÇ. (DÖVİZ) EYF	0,627	-1,36480
56	FORTİS EMEK. HYT. GELİR AMAÇLI (DÖVİZ) KAMU BORÇ. ARAÇ. EYF	0,648	-1,37309
57	FORTİS EMEK.HYT. PARA PİYASASI EMANET LİKİT KARMA EYF	0,312	-1,54571
58	OYAK EMEK. GELİR AMAÇLI DÖVİZ CİNS YATRM. ARAÇLARI EYF	0,608	-1,58876
59	KOÇ ALLIANZ EMK.HYT. PARA PİYASASI EMANET LİKİT KAMU EYF	0,283	-1,61392
60	AVIVA HYT EMEK. KAMU LİKİT EYF	0,154	-1,66012
61	VAKIF EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,158	-1,69463
62	GARANTİ EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI ULUS. BORÇ. ARAÇ. EYF	0,623	-1,81606

EK.2. EMEKLİLİK YATIRIM FONLARININ PERFORMANS SIRALAMALARI “Devam”

JENSEN ÖLÇÜTÜNE GÖRE EYF SIRALAMASI			
SIRA	EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI	β	JENSEN
1	ANADOLU HYT EMEK. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	0,576	0,86541
2	KOÇ ALLIANZ EMK.HYT. GELİR AMAÇLI KAMU DIŞ BORÇ. ARAÇ. EYF	0,829	0,26813
3	OYAK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI KARMA EYF	0,671	0,26571
4	FORTİS EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI DÖVİZ CİNS. YATRM. ARAÇ. EYF	0,957	0,25659
5	AVIVA HYT EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	0,170	0,24300
6	KOÇ ALLIANZ EMK.HYT. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ.EYF	0,479	0,21775
7	AK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	0,858	0,21514
8	YAPI KREDİ EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	0,711	0,17000
9	VAKIF EMEK. GELİR AMAÇLI TÜRK EURO BOND EYF	0,873	0,12852
10	GARANTİ EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	0,729	0,11301
11	ANADOLU HYT EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	0,908	0,11100
12	VAKIF EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	0,816	0,10937
13	AK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ ARAÇ. EYF	0,734	0,10042
14	ANADOLU HYT EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ ARAÇ. EYF	0,659	0,09030
15	YAPI KREDİ EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	0,873	0,08924
16	ANADOLU HYT EMEK. ESNEK EYF	0,927	0,07590
17	ANADOLU HYT EMEK.GELİR AMAÇLI KARMA BORÇ. ARAÇ. (USD) EYF	0,901	0,06582
18	BAŞAK EMEK. ESNEK EYF	0,676	0,06425
19	BAŞAK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	0,779	0,06100
20	ANKARA EMEK. GELİR AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	0,901	0,02498
21	YAPI KREDİ EMEK. ESNEK EYF	0,675	0,01424
22	ANKARA EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	0,594	0,00925
23	VAKIF EMEK. ESNEK EYF	0,896	-0,01410
24	FORTİS EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	0,524	-0,04924
25	GARANTİ EMEK.HYT. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	0,883	-0,06227
26	ANADOLU HYT EMEK. BÜYÜME AMAÇLI ULUS. KARMA EYF	0,659	-0,06693
27	ANADOLU HYT EMEK.GELİR AMAÇLI KARMA BORÇ. ARAÇ. (EURO) EYF	0,746	-0,09276
28	AVIVA HYT EMEK. ESNEK EYF	0,817	-0,10030
29	AK EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,127	-0,10597
30	ANKARA EMEK. DENGELİ EYF	0,666	-0,10802
31	BAŞAK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	0,802	-0,10816
32	OYAK EMEK. LİKİT EYF	0,199	-0,12024
33	FORTİS EMEK.HYT. ESNEK EYF	0,735	-0,12210
34	AK EMEK. GELİR AMAÇLI KARMA BORÇ. ARAÇ. (EURO) EYF	0,753	-0,12740
35	OYAK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	0,816	-0,13404
36	AVIVA HYT EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU DIŞ BORÇ. ARAÇ. EYF	0,616	-0,13436
37	GARANTİ EMEK.HYT. LİKİT KAMU EYF	0,273	-0,13483
38	FORTİS EMEK.HYT. İHTİSASLAŞMIŞ İMKB ULUSAL 30 END. EYF	0,935	-0,13722
39	YAPI KREDİ EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,271	-0,14215
40	FORTİS EMEK.HYT. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,255	-0,14335
41	KOÇ ALLIANZ EMK.HYT. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,362	-0,14712
42	KOÇ ALLIANZ EMK.HYT. GLİR AMAÇ KAMU BORÇ. ARAÇ. (DÖVİZ) EYF	0,570	-0,15770
43	YAPI KREDİ EMEK. GELİR AMAÇLI ULUS. KARMA EYF	0,588	-0,16442
44	KOÇ ALLIANZ EMK.HYT. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	0,620	-0,16671
45	OYAK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	0,912	-0,16981
46	ANADOLU HYT EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,276	-0,18210
47	ANADOLU HYT EMEK. GELİR AMAÇLI ESNEK EYF	1,163	-0,18656
48	VAKIF EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	0,722	-0,19570
49	ANKARA EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,172	-0,20447
50	AVIVA HYT EMEK. DENGELİ EYF	0,885	-0,21303
51	AK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ. ARAÇ. (USD) EYF	0,571	-0,22126
52	KOÇ ALLIANZ EMK.HYT. İHTİSASLAŞMIŞ İMKB ULUSAL 30 END. EYF	0,959	-0,23475
53	YAPI KREDİ EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ. ARAÇ. (DÖVİZ) EYF	0,627	-0,24944
54	BAŞAK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU DIŞ BORÇ. ARAÇ. (DÖVİZ) EYF	0,635	-0,25005
55	AVIVA HYT EMEK. KAMU LİKİT EYF	0,154	-0,25104
56	BAŞAK EMEK. LİKİT KAMU EYF	0,204	-0,25509
57	VAKIF EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	0,158	-0,26301
58	FORTİS EMEK. HYT. GELİR AMAÇLI (DÖVİZ) KAMU BORÇ. ARAÇ. EYF	0,648	-0,26317
59	OYAK EMEK. GELİR AMAÇLI DÖVİZ CİNS YATRM. ARAÇ. EYF	0,608	-0,37805
60	KOÇ ALLIANZ EMK.HYT. PARA PİYASASI EMANET LİKİT KAMU EYF	0,283	-0,44825
61	FORTİS EMEK.HYT. PARA PİYASASI EMANET LİKİT KARMA EYF	0,255	-0,47461
62	GARANTİ EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI ULUS. BORÇ. ARAÇ. EYF	0,623	-0,52899

EK 3. 2004-2006 ARASINDA TOPLAM GETİRİ SIRALAMASI

SIRA	EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI	(a)-FON GETİRİSİ (%)	(b)-KARŞILŞ. ÖLÇÜTÜ GETİRİSİ (%)	(a-b) FARK
1	ANADOLU HYT EMEK. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	127,87	77,10	50,77
2	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. GELİR AMAÇLI KAMU DIŞ BORÇ.ARAÇ. EYF	34,81	19,18	15,63
3	AK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	88,69	77,10	11,59
4	OYAK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI KARMA EYF	87,67	77,10	10,57
5	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	82,51	73,21	9,30
6	YAPI KREDİ EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	82,36	73,21	9,15
7	FORTİS EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI DÖVİZ CİNS.YATIRM.ARAÇ.EYF	27,96	19,18	8,78
8	ANADOLU HYT EMEK. BÜYÜME AMAÇLI ULUS. KARMA EYF	26,32	19,18	7,14
9	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ.(DVZ)EYF	25,97	19,18	6,79
10	VAKIF EMEK. GELİR AMAÇLI TÜRK EURO BOND EYF	25,96	19,18	6,78
11	GARANTİ EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	78,96	73,21	5,75
12	AVIVA HYT EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU DIŞ BORÇ.ARAÇ. EYF	24,72	19,18	5,54
13	AK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	78,25	73,21	5,04
14	YAPI KREDİ EMEK. GELİR AMAÇLI ULUS. KARMA EYF	24,18	19,18	5,00
15	ANADOLU HYT EMEK. ESNEK EYF	81,04	77,10	3,94
16	ANADOLU HYT EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	76,69	73,21	3,48
17	AK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ.(USD) EYF	22,53	19,18	3,35
18	ANADOLU HYT EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	113,30	110,03	3,27
19	ANADOLU HYT EMEK.GELİR AMAÇLI KARMA BORÇ.ARAÇ.(USD) EYF	22,33	19,18	3,15
20	BAŞAK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	76,33	73,21	3,12
21	ANADOLU HYT EMEK.GELİR AMAÇLI KARMA BORÇ.ARAÇ.(EURO) EYF	20,88	19,18	1,70
22	VAKIF EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	110,57	110,03	0,54
23	YAPI KREDİ EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	110,05	110,03	0,02
24	YAPI KREDİ EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. (DÖVİZ) EYF	19,17	19,18	-0,01
25	BAŞAK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU DIŞ BORÇ.ARAÇLARI (DVZ)EYF	19,13	19,18	-0,05
26	AK EMEK. GELİR AMAÇLI KARMA BORÇ.ARAÇ.(EURO) EYF	19,05	19,18	-0,13
27	ANKARA EMEK. GELİR AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	109,47	110,03	-0,56
28	FORTİS EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI (DÖVİZ)KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	17,61	19,18	-1,57
29	ANKARA EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	70,91	73,21	-2,30
30	VAKIF EMEK. ESNEK EYF	74,70	77,10	-2,40
31	BAŞAK EMEK. ESNEK EYF	74,55	77,10	-2,55
32	AK EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	58,74	62,49	-3,75
33	AVIVA HYT EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇLARI EYF	69,06	73,21	-4,15
34	YAPI KREDİ EMEK. ESNEK EYF	72,82	77,10	-4,28
35	OYAK EMEK. LİKİT EYF	57,87	62,49	-4,62
36	OYAK EMEK. GELİR AMAÇLI DÖVİZ CİNS YATIRM.ARAÇLARI EYF	14,14	19,18	-5,04
37	GARANTİ EMEK.HYT. LİKİT KAMU EYF	56,90	62,49	-5,59
38	YAPI KREDİ EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	56,54	62,49	-5,95
39	FORTİS EMEK.HYT. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	56,46	62,49	-6,03
40	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	56,08	62,49	-6,41
41	FORTİS EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	66,30	73,21	-6,91
42	ANADOLU HYT EMEK. GELİR AMAÇLI ESNEK EYF	69,79	77,10	-7,31
43	ANADOLU HYT EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	54,33	62,49	-8,16
44	AVIVA HYT EMEK. ESNEK EYF	68,87	77,10	-8,23
45	GARANTİ EMEK.HYT. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	101,11	110,03	-8,92
46	ANKARA EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	53,23	62,49	-9,26
47	OYAK EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	63,91	73,21	-9,30
48	GARANTİ EMEK.HYT. GELİR AMAÇLI ULUSAL BORÇ.ARAÇ. EYF	7,88	19,18	-11,30
49	FORTİS EMEK.HYT. ESNEK EYF	65,09	77,10	-12,01
50	BAŞAK EMEK. LİKİT KAMU EYF	50,41	62,49	-12,08
51	VAKIF EMEK. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF	50,12	62,49	-12,37
52	VAKIF EMEK. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF	60,38	73,21	-12,83
53	ANKARA EMEK. DENGELİ EYF	64,11	77,10	-12,99
54	AVIVA HYT EMEK. DENGELİ EYF	63,18	77,10	-13,92
55	FORTİS EMEK.HYT. İHTİSASLAŞMIŞ İMKB ULUSAL 30 END. EYF	95,88	110,03	-14,15
56	AVIVA HYT EMEK. KAMU LİKİT EYF	47,90	62,49	-14,59
57	BAŞAK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	93,71	110,03	-16,32
58	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF	59,75	77,10	-17,35
59	OYAK EMEK. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF	91,78	110,03	-18,25
60	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. İHTİSASLAŞ. İMKB ULUSAL 30 END. EYF	90,26	110,03	-19,77
61	KOÇ ALLİANZ EMK.HYT. PARA PİYASASI EMANET LİKİT KAMU EYF	40,36	62,49	-22,13
62	FORTİS EMEK.HYT. PARA PİYASASI EMANET LİKİT KARMA EYF	39,00	62,49	-23,49

YARARLANILAN YAYINLAR

AKBULAK, Sevinç ve AKBULAK, Yavuz; **Sosyal Güvenlik Kurumlarının Kaynak Sorunları ve Çözüm Önerileri**, “Türk Sosyal Güvenlik Sisteminde Yaşanan Sorunlar ve Alınması Gereken Önlemler”, MHUV Ekonomik ve Mali Araştırma Yarışması, Maliye Hesap Uzmanları Vakfı Yayınları, Yayın No:17, Ankara:2004.

AKKOYUNLU, Okan; “Araştırma: Bireysel Emeklilikte Sınırlar Arası Köprüler”, **Best-Bireysel Emeklilik ve Sigorta Tanıtım Dergisi**, Sayı:31, 15 Ocak 2007, ss.51-52.

ALEXANDER, Gordon J. ve SHARPE,William F.; **Fundamentals of Investments**, New Jersey: Prentice-Hall Inc., 1989, s.402.

ALPER, Yusuf; **Türkiye’de Sosyal Güvenlik ve Sosyal Sigortalar (SSK, BAĞ-KUR)**, 2.b, İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım,1999, ss.36-37.

ALPER, Yusuf; “Sosyal Güvenlik Sistemimizde Reform: Temel Esaslar ve Tartışmalar”, **TİSK İşveren Dergisi**, C.44, Sayı:2, Kasım-2005, ss.54-59.

ALPER, Yusuf; “Sosyal Güvenlik Sistemlerinde Yeniden Yapılanma İhtiyacı: Tek Ayaklı Sosyal Güvenlik Sistemlerinden Çok Ayaklı Sosyal Güvenlik Sistemlerine”, **Metin Kutsal’a Armağan**, TÜHİS, Ankara, 1998, ss.611-612.

ALPER, Yusuf; “Sosyal Güvenlikte Yeni Bir Adım: Bireysel Emeklilik”, **Çimento İşveren Dergisi**, Cilt 16, Sayı: 2, Mart 2002, ss.11-32.

BAŞTERZİ, Fatma; “**Yaşlılık Sigortası**”, Türkiye İşveren Sendikaları Konfederasyonu Yayınları, No:275, Ankara, 2006.

Bireysel Emeklilik Danışma Kurulunun Çalışma Esas ve Usulleri Hakkında Yönetmelik.

BLAKE, David, ve Diğerleri; “The Stakeholder Pension Lottery:An Analysis of the Default Funds in UK Stakeholder Pension Schemes”, **EFA Moskow**

Meetings Paper, 2005.

BODIE, Zvi; “Retirement Investing: A New Approach”, **Boston University School of Management Working Paper**, No:2001-03, February 2001.

BOVENBERG, A. L.; “Financing Retirement in the European Union” **Center for Economic Studies & Ifo Institute for Economic Research-CESifo Working Paper**, No. 643 (1), January 2002.

BREALEY, Richard A., MYERS, Stewart C. and MARCUS, Alan J.; **İşletme Finansının Temelleri**, çev. Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan, Hatice Doğukanlı, 3.Baskı, İstanbul: Literatür Yayıncılık, 2001.

BREYER, Friedrich; “Why Funding Is Not A Solution To The Social Security Crisis”, **Iza Discussion Paper**, No. 328, July 2001.

BUZLUPINAR, Elif; **Emeklilik Fonları. Sermaye Piyasası'na Kaynak Aktarımı**, SPK Yayınları, Yayın No: 47, Ankara, 1996.

CLARK, Gordon L.; “**Pension Fund Capitalism: A Casual Analysis**”, The Annual Meeting of The Association of American Geographers, March 1998.

Comperative Tables on Private Pension Schemes, OECD Organisation for Economic Co-operation and Development, **Insurance and Private Pensions Compendium for Emerging Economies**, Book 2, Part 2:1)a, Working Party on Private Pensions Secretariat, 2001.

DALĞAR, Hüseyin; **Kurumsal Yatırımcılar olarak Emeklilik Yatırım Fonları ve Performanslarının Değerlendirilmesi**, Türk Bankalar Birliği Yayınları No:249, Şubat 2007.

DAVIS, E. Philip; “Pension Funds, Financial Intermediation and the New Financial Landscape”, **The Pensions Institute Discussion Paper: PI-0010**, Birkbeck College, University of London, July 2000.

DAVIS, Philip; “The European Pension Management Industry”, **The Pensions Institute Birkbeck College Discussion Paper**, No.PI-0212, University of London, October 2002.

EGE, İlhan; “Bireysel Emeklilik Sistemlerinin Sorunları ve Çözüm Önerileri: Avrupa Birliği ve Türkiye Karşılaştırması”, VII. Ulusal Finans Sempozyumuna sunulan Bildiri, İstanbul Üniversitesi, İstanbul, 22-25 Ekim 2003.

EKİN, Nusret, ALPER, Yusuf ve AKGEYİK, Tekin; **Türk Sosyal Güvenlik Sisteminde Arayışlar: Özelleştirme ve Yeniden Yapılandırma**, İstanbul: İTO Yayın No:69, 1999.

ELVEREN, Ali Haydar; “Bireysel Emeklilik Sisteminin Makro Ekonomik Etkileri”, TİSK İşveren Dergisi, Mayıs 2003, http://www.tisk.org.tr/isveren_sayfa.asp?yazi_id=720&id=43, (15.05.2007).

Emeklilik Gözetim Merkezi, **Bireysel Emeklilik Sistemi Gelişim Raporu 2004**, 2005.

Emeklilik Gözetim Merkezi, **Bireysel Emeklilik Sistemi Gelişim Raporu 2006**, 2007.

Emeklilik Gözetim Merkezi Temel Göstergeler, http://www.egm.org.tr/BESTemelGostergeler_20061231.xls, (14.06.2007).

Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik.

ERGENEKON, Çağatay; “Sosyal Güvenlik Sistemleri Bağlamında Özel Emeklilik Uygulamaları: Türkiye'deki Gelişime Global Perspektifte Bir Bakış”, **Milli Reasürans Sigortacılık Sektörü Bilimsel Çalışma Yarışması**, Milli Reasürans Türk Anonim Şirketi, İstanbul, 1998, ss.32-33.

ERGENEKON, Çağatay; **Özel Emeklilik Fonları Şili Örneğinden Alınacak Dersler**, İstanbul: İMKB Yayınları, 1998.

ERGENEKON, Çağatay;. “Emekliliğin Finansmanı: Global Uygulamalar Işığında Türkiye İçin Bir Özel Emeklilik Modeli Önerisi”, **Dünya'da Özel Emeklilik Fonları Uygulamalar ve Ülkemiz İçin Öneriler Konulu Bilimsel Eser Yarışması**, İstanbul: 2001.

FETTAHOĞLU, Abdurrahman; **Menkul Değerler Yönetimi**, 1.b, İstanbul: Rengin Matbaası, 2003.

FISCHER, Bernhard ve REISEN, Helmut; “Pension Fund Investment from Ageing to Emerging Markets”, **OECD Development Centre Policy Briefs**, No.9, OECD Publishing, 1995.

FRIED, Joel ve ARNABOLDI, Francesca; “Canadian Retirement Savings Plans and Italian Pension Reform”, **RBC Financial Group Economic Policy Research Institute EPRI Working Paper Series**, Working Paper No: 2002-7 December 2002.

GÜRSOY, Cudi Tuncer ve ERZURUMLU, Y. Ömer; "Evaluation of Porfolio Performance of Turkish Investment Funds", **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, 2001.

GÜZEL, Ali ve OKUR, Ali Rıza; **Sosyal Güvenlik Hukuku**, 5.b, İstanbul: Beta Basım, 1996.

HEMMING, Richard; “Should Public Pensions be Funded?” **IMF Working Paper**, No.35, March 1998.

HESS, David; “Protecting and Politicizing Public Pension Fund Assets Empirical Evidence on The Effects of Governance and Practices”, **University of California-Davis Law Review**, November 2005.

HINZ, Richard; "Overview of The United States Private Pension System", Private Pension Systems and Policy Issues, **OECD Private Pensions Series**, No:1, 2000.

JENSEN, Michael C.; “The Performance Of Mutual Funds In The Period 1945-1964”, Harvard Business School, **Journal of Finance**, Vol. 23, No. 2, 1968, ss.389-419.

KAHYA, Ender Yusuf; “Özel Emeklilik Sistemleri ve Belirlenmiş Katkı Modeli ile Risk-Getiri, Katkı-Ödeme Ölçümlemesi için Oluşturulan Emeklilik Yatırım Fonu Uygulaması”, (Basılmamış Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, 2004).

KOÇ, Muzaffer; “Sosyal Güvenlik ve Beveridge Raporu”, **Mali Çözüm Dergisi**, Haziran-Temmuz, Sayı: 76, 2006, ss.90-100.

KOÇ, Özlem; “Bireysel Emeklilik Sistemlerinin Sermaye Piyasalarına Etkileri: Türkiye Üzerine Bir Uygulama”, 2004 Geleneksel Finans Sempozyumu’na sunulan bildiri, İstanbul: 27-28 Mayıs 2004.

KÜÇÜKKOCAOĞLU, Giray; “Ders Notları”, (Başkent Üniversitesi, 2007), s.26, <http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazcum20.doc>, (23.04.2007).

LINDBECK, Assar ve PERSSON, Mats; “The Gains from Pension Reform”, **The Research Institute Of Industrial Economics Working Paper**, No.580, 2002.

McCARTY, David; “The Future of Pension Plan Design”, **Pension Research Council Working Paper**, No.12, Wharton Impact Conference, April 26,27, 2004.

MUNNELL, Alicia H., HATCH, Robert E. ve LEE, James G.; “Why is Life Expectancy so Low in the US”, **An Issue In Brief Center For Retirement Reserch At Boston College**, Number 21, August 2004.

MUNNELL, Alicia H., LEE James G. ve MEME, Kevin B.; “An Update On Pension Data”, **An Issue In Brief Center For Retirement Reserch At Boston College**, Number 20, July 2004

MURPHY, Pablo Lopez and MUSALEM, Alberto R. Musalem; “Pension Funds and National Saving”, **Worldbank Policy Research Working Paper** No: 3410, August 24th, 2004.

OECD - Pension Market in Focus, Issue 3, October 2006, <http://www.oecd.org/dataoecd/21/28/37528620.pdf>, (24.05.2007).

PACKARD, Truman G.; “Is There a Positive Incentive Effect from Privatizing Social Security? Evidence from Latin America”, **Department of Economics University of Oxford**, November 2001.

NEWBOLD, Paul; **İşletme ve İktisat için İstatistik**, çev. Ümit Şenesen, 1.b, İstanbul: Literatür Yayınları, 2000.

Personnel Today, “Experts Predict Sharp Rise in Pension Fund Levy”, 14 November 2006.

Private Pensions: Selected Country Profiles, OECD Organisation for Economic Co-operation and Development, **Insurance and Private Pensions Compendium for Emerging Economies**, Book 2, Part 2:1)b, Working Party on Private Pensions Secretariat, 2001.

QUEISSER, Monika; “Pensions At a Glance”, **OECD/IOPS Conference on Private Pensions**, İstanbul, November 2006.

QUEISSER, Monika and VITTAS, Dimitri; “The Swiss Multi-Pillar Pension System Triumph of Common Sense?” **Development Research Group The World Bank**, August 2000.

Sermaye Piyasası Kurulu’nun 10.05.2002 tarih ve 22/646 Sayılı Kararı, www.sigortacilik.gov.tr/02YD/21TSM/21.05-Kararlar/karar.pdf, (31.03.2007)

SHAH, Hemant; “Towards Better Regulation of Private Pension Funds”, **Worldbank Policy Research Working Paper**, No: 1791, 1997.

- SHARPE, William F.; "Mutual Fund Performanse", **Journal of Business**, 39, No:1, January 1966, ss.119-138.
- Sosyal Güvenlik Kurumu, Sosyal Güvenlik Reformu: Uygulama Öncesi Yeni Yaklaşım, Mayıs 2007, http://www.sgk.gov.tr/doc/SosyalGüvenlikReformu_UygulamaOncesiYeniYaklasim.pdf, (08.06.2007).
- SOYDEMİR, Selim ve ALTUN, Oğuz; "Kurumsal Yatırımcılar ve Sermaye Piyasaları", **SPK Araştırma Raporu**, Ankara: 1991.
- SOYLU, Selin; "Emeklilik Yatırım Fonlarının Yönetimi", (Yeterlilik Etüdü, Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yatırımcı Dairesi, 2004) <http://www.spk.gov.tr/yayinlar/kye/kye.html>, (12.04.2007).
- STEWART, Fiona; "Benefit Security Pension Fund, Guarantee Schemes", **OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions**, No. 5, OECD Publishing, January 2007.
- SÜNGÜ, Yakup; "Sosyal Güvenlik Reformu'nun Gelir Dağılımı Üzerindeki Etkisi" **TÜHİS İş Hukuku ve İktisat Dergisi**, C.20, S.4-5, Kasım 2006/Şubat 2007, ss.47-69.
- ŞENTÜRK, Şenol Serkan; "Özel Emeklilik Programları Tanım ve Türleri", **Reasürör**, Sayı:37, Temmuz 2000, ss.37-38.
- TAYLOR, Iain; "Annuities-A Briefing Document from Actuarial Profession", **The Actuarial Profession**, March 2004.
- TEKSÖZ, A. Tuncay; "Sosyal Güvenlik Sisteminde Reform", **TİSK İşveren Dergisi**, Mayıs 2003, http://www.tisk.org.tr/isveren_sayfa.asp?yazi_id=719&id=43, (31.05.2007).
- THOMPSON, Lawrence H.; "The Implications of Social Security's Long-Range

Financial Projections”, **Urban Institute Brief Series**, No.6, July 1999.

TREYNOR, Jack L.; “How to Rate Management of Investment Funds”, *Harward Business Review*, 43, No:1, January-February 1965, ss.63-75.

TUNCAY, A. Can; **Sosyal Güvenlik Hukuku Dersleri**, 10.b, İstanbul: 2002.

TURNER, John A.; "Mandatory Defined-Contribution Pension Systems: Progress or Regression?", **International Social Security Review**, International Social Security Association, Vol. 53, 4/2000, ss.25-36.

TURNER, John; “Designing 401(k) Plans that Encourage Retirement Savings:Lessons from Behavioral Finance”, **Benefits Quarterly**, Fourth Quarter 2006, ss.24-36.

TURNER, John; “Social Security Pensionable Ages in OECD Countries: 1949-2035” **International Social Security Review**, Vol. 60, Washington, DC: Blackwell Publishing Ltd., 1/2007, ss.81-99.

TÜİK - http://www.tuik.gov.tr/PreIstatistikTablo.do?istab_id=242, (10.06.2007)

UĞUR, Suat; “**Sosyal Güvenlik Sistemlerinde Özel Emeklilik Programlarının Yeri ve Gelişimi**”, TİSK Yayınları No: 244, Ankara: 2004.

UŞUN, Ercan; **Sosyal Güvenlik Kurumlarının Kaynak Sorunları ve Çözüm Önerileri**, “Sosyal Güvenlik Sistemlerinde Yaşanan Kaynak Sorunu: Uygulanan Parametrik ve Sistemik Reformlar”, MHUV Ekonomik ve Mali Araştırma Yarışması, Maliye Hesap Uzmanları Vakfı Yayınları, Yayın No:17, Ankara:2004.

VAN PRAAG, Bernard M. S., CARDOSO, Pedro; “Should I Pay for You or for Myself?” The Optimal Level and Composition of Retirement Benefit Systems, **IZA Discussion Paper**, No. 249, January 2001, http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=265626, (12.02.2007).

VELİOĞLU, Giray; “Sosyal Güvenlik Reformu ve Bireysel Emeklilik Sistemi”,
TİSK İşveren Dergisi, C.41, Ocak-Şubat-Mart 2005,
http://www.tisk.org.tr/isveren_sayfa.asp?yazi_id=1152&id=63,
(30.04.2007).

VITTAS, Dimitri; Regulatory Controversies of Private Pension Funds, **Development Research Group The World Bank**, January 1998.

YALÇINER, Kürşat ve Diğerleri; “İMKB 30 Endeksinde Etkinlik Analizi (Veri Zarflama Analizi -VZA) ile Hisse Senedi Seçimi”
<http://muratatan.info/academic/bulletin/20.pdf>, (14.05.2007).

YERMO, Juan; “Survey of Investment Regulation of Pension Funds”, November 2003, <http://www.oecd.org/dataoecd/51/51/25589627.pdf>, (02.03.2007).

YURTMAN, Arzu ve AKGÜR, Muhsin; **AB Ülkelerinde Sosyal Güvenlik Sistemi ve Prim Kesintilerinin Sosyal Taraflar Üzerindeki Yükü**, İTO Yayınları, İstanbul, 2005.

4632 sayılı “Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu”.

8. Beş Yıllık Kalkınma Planı, **Sosyal Güvenlik Sistemi Finansmanı Özel İhtisas Komisyonu Raporu**, Ankara, 2001.

9. Kalkınma Planı, **Sosyal Güvenlik Özel İhtisas Komisyonu Raporu**, Ankara, 2006.

<http://www.besonline.net/disp.asp?oid=560>, (02.05.2007).

http://www.emekli.gov.tr/kurulus_ve_gorev.htm, (14.04.2007).

<http://www.spk.gov.tr>, (09.01.2007).

ÖZGEÇMİŞ

1974 yılında Ordu'da doğan Onur Akpınar, ilkokulu Trabzon Mimar Sinan ilkokulunda tamamlamıştır. 1988 yılında Trabzon Cumhuriyet Ortaokulundan mezun olup Deniz Lisesi'nde eğitimine devam eden Akpınar, lise eğitiminin son yılını ise 1992 yılında Trabzon Lisesi'nde tamamlamıştır.

1993 yılında çalışma hayatına atılan Akpınar, İstanbul Çapa Vergi Dairesi'nde iki yıl süreyle memur olarak görev yapmış ve ayrıca 1995-2000 yılları arasında özel sektörde Muhasebe ve Üretim Planlamacılığı görevlerinde bulunmuştur.

2000 yılından itibaren eğitimine devam ederek, 2004 yılında Karaelmas Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümünden ve 2007 yılında Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Muhasebe-Finansman Yüksek Lisans Programından mezun olmuştur.

Halen Kocaeli Üniversitesi Kandıra Meslek Yüksek Okulu'nda öğretim görevlisi olarak Muhasebe ve Finansman dersleri vermektedir.