

146985

T.C.
İstanbul Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü
Finansman Bilim Dalı

Yüksek Lisans Tezi

**Kurumsal Yatırımcılar ve Türk Sermaye
Piyasasında Kurumsal Yatırımcıların Etkinliği**

146985

İbrahim Nazirli
2501010691

Tez Danışmanı : Prof.Dr. Belkıs Seval
Düzeltilmiş Tez

İstanbul, 2004

TEZ ONAYI

Enstitümüz FİNANSMAN Bilim Dalında 2501010691 numaralı İBRAHİM NAZİRLİ'nin hazırladığı "KURUMSAL YATIRIMCILAR VE TÜRK SERMAYE PİYASASINDA KURUMSAL YATIRIMCILARIN ETKİNLİĞİ" konulu YÜKSEK LİSANS/ DOKTORA TEZİ ile ilgili TEZ SAVUNMA SINAVI, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği'nin 10.Maddesi uyarınca 31/08/2004 SALI günü saat 10.00'da yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin~~KABUL~~.....'ne* ~~OYBİRLİĞİ~~ /OYÇOKLUĞUYLA karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	KANAATI(*)	İMZA
PROF.DR.BELKIS SEVAL	Kabul	Belkıs Seval
PROF.DR.İHSAN ERSAN	KABUL	İhsan Ersan
DOÇ.DR.AHMET KÖSE	RED	Ahmet Köse
DOÇ.DR.GÖNEN DÜNDAR	RED	Gönen Dündar
YRD.DOÇ.DR.MURAT KIYILAR	Kabul	Murat Kıyılar

YAPILAN DÜZELTMELER

Öz ve Abstract kısımlarında bazı cümleler değiştirilmiştir.

Önsoz kısmından teşekkür içeren cümleler çıkarılmıştır.

Teze gelişen piyasalarla ilgili incelemeleri içeren 5. Bölüm eklenmiştir.

Giriş kısmına eklenen 5.Bölüm hakkında bilgi eklenmiştir.

1.Bölüm'den "Yatırım ve Tasarruf İlişkisi" altbölümü çıkarılmıştır.

3. Bölüm konu kapsamında özetlenerek kısaltılmıştır.

5. Bölüm'ün yazılmasında kullanılan kaynaklar eklenerek Kaynakça kısmı genişletilmiştir.

Ekler kısmına 5. Bölüm'le ilgili ekler ilave edilmiştir.

ÖZ

Gelişmekte olan ülkelerin kalkınma probleminin çözümü iç tasarrufların arttırılması ve etkin yatırım alanlarına kanalize edilmesi ile mümkündür. Bu süreçte en etkili araç kurumsal yatırımcılar olmaktadır. Gelişmiş ülkelerde kurumsal yatırımcıların oluşumu XIX yüzyıldan başlamış ve günümüz itibari ile bunların varlıklarının değeri bu ülkelerin GSYİH'larını aşan düzeylere ulaşmıştır. Bireysel tasarrufları bir araya getirerek büyük fonlar oluşturan ve bu fonları uzman kadroları ile yöneten kurumsal yatırımcılar ekonomideki atıl fon düzeyini minimuma indirerek tasarrufların verimli yatırımlarda değerlendirilmesini sağlamaktadırlar. Çalışmamızda kurumsal yatırımcıların işleyiş ve fonksiyonları incelenmiş, Türkiye'deki etkinliği analiz edilmiştir. Analizde Türk sermaye piyasasındaki kurumsal yatırımcılara dair veriler OECD ülkelerindeki ve gelişen piyasalardaki kurumsal yatırımcılara dair verilerle kıyaslanmıştır.

ABSTRACT

The development problem of the developing countries can be solved increasing domestic savings and canalizing these savings into the effective investment fields. The institutional investors are the most effective means in this process. The formation of the institutional investors in the developed countries began in XIX century and for the time being the value of the assets under their management exceeds the GDP of these countries. Creating huge funds by collecting individual savings and, managing that funds by their professional teams, institutional investors minimize the idle funds in economy and provide possibilities to utilize these savings in the productive investments. In our study we have analyzed the working principles and the functions of the institutional investors and the efficiency of these investors in Turkey. During our analysis we compared data regarding institutional investors in Turkish capital market with data regarding institutional investors in OECD countries and the emerging markets.

ÖNSÖZ

Küreselleşme sürecinin dünya ülkelerinin ekonomilerine etkileri aynı eğilimi izlememektedir. Gelişmişlik düzeyi yüksek olan ülkeler küreselleşme sürecinde sahip oldukları teknolojik ve bilimsel birikimlerini etkili biçimde kullanmakta ve gelişme hızlarını arttırmaktadırlar. Gelişmekte olan ve ya az gelişmiş ülkelerde ise yeterli birikim olmadığından küreselleşme sürecine adapte sürecinde büyük zorluklarla karşılaşmaktadır. Nitekim makroekonomik veriler gelişmiş ülkeler ile diğer ülkeler arasındaki farkın giderek açıldığını ortaya koymaktadır.

Bu noktada gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkelerin ekonomik kalkınma ve gelişme sorunları giderek daha önemli hale gelmektedir. Büyük boyutlara ulaşılmış sorunların çözülmesi için gereken yatırımların miktarı da önemli boyutlarda seyretmekte ve düşük gelire sahip ülkelerin kendi iç tasarrufları bu yatırımları yapmak için yetersiz kalmaktadır. Deneyimler ülkelere yönelen yabancı yatırımların kalkınma sorununu çözmede yeterli olmadığını göstermiştir. Ülkelerin gereken yatırımı yapabilmeleri için iç kaynaklarından yararlanmaları bundan önce ise iç kaynaklarını arttırmaları ve gerekli alanlara kanalize etmeleri önem arz etmektedir.

Ülkelerin iç sermaye kaynağının oluşturulmasında en etkili yol kurumsal yatırımcıların geliştirilmesi ve etkinliğinin artırılmasıdır. Bireysel tasarruflardan büyük miktarda fonlar oluşturularak bu fonları profesyonelce yöneten kurumsal yatırımcılar ülkelerin ekonomik kalkınmasında ve gelişmesinde çok önemli güç rolünü üstlenmektedir.

Bu çalışmada kurumsal yatırımcıların Dünya’da ve Türkiye’deki faaliyeti ve gelişimi incelenmiş, kurumsal yatırımcı türlerinin sermaye piyasasındaki rolü ve fonksiyonları üzerinde durulmuştur.

Türkiye’de 2003 yılında uygulamaya giren ve ekonomiye yapacağı katkılar konusunda geleceğe yönelik büyük beklentiler içeren Bireysel Emeklilik Sistemi üzerinde daha detaylı inceleme yaparak sistemin özelliklerini ayrıntılı biçimde analiz etmeye gayret ettik.

OECD ülkeleri ve gelişmiş piyasalardaki kurumsal yatırımcı verileri incelenerek Türkiye’deki kurumsal yatırımcı verileri ile karşılaştırılmıştır. Bu yolla

kurumsal yatırımcıların dünya genelinde ve Türkiye'deki durumu ve gelişme eğilimleri belirlenmeye çalışılmıştır.



İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	iii
ÖNSÖZ	iv
İÇİNDEKİLER.....	vi
TABLolar LİSTESİ.....	ix
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xi
GRAFİKLER LİSTESİ.....	xii
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xiii
GİRİŞ.....	1

1. KURUMSAL YATIRIM OLGUSU VE KURUMSAL YATIRIMCILAR

1.1. Kurumsal Yatırım ve Kurumsal Yatırımcıların Fonksiyonları.....	3
1.2. Kurumsal Fon Oluşumu.....	6
1.3. Kurumsal Yatırımcıların Portföy Oluşturması ve Yönetimi.....	7
1.4. Kurumsal Yatırımcı Türleri ve Gruplandırılması.....	8
1.4.1. Yatırım Şirketleri.....	9
1.4.1.1. Yatırım Fonları.....	10
1.4.1.1.1. Yatırım Fonu Türleri.....	11
1.4.1.2. Yatırım Ortaklıkları.....	13
1.4.1.3. Portföy Yönetim Şirketleri.....	14
1.4.2. Sosyal Güvenlik Kuruluşları.....	15
1.4.2.1. Sosyal Güvenlik Kuruluşlarının Sorunları.....	17
1.4.2.2. Özel / Bireysel Emeklilik Fonları.....	18
1.4.3. Sigorta Kuruluşları.....	22

2. TÜRKİYE'DE KURUMSAL YATIRIMCILAR

2.1. Yatırım Fonları.....	26
2.2. Yatırım Ortaklıkları.....	31
2.2.1. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları.....	31
2.2.2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları.....	32

2.2.3.Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları.....	34
2.3. Portföy Yönetim Şirketleri.....	35
2.4. Sigorta Kuruluşları.....	37
2.5. Sosyal Güvenlik Kuruluşları.....	39
3. TÜRKİYE’DE BİREYSEL EMEKLİLİK SİSTEMİ	
3.1. Bireysel Emeklilik Sistemine Geçiş Nedenleri	43
3.2. Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu.....	46
3.2.1. Kanunun Amacı ve Kapsamı.....	46
3.2.2. Kanunla İlgili Tanımlamalar.....	47
3.3. BES’nin Kapsamı ve Özellikleri.....	49
3.4. Sisteme Katılım.....	50
3.5. Emeklilik Yatırım Fonları	50
3.5.1. Emeklilik Yatırım Fonlarının Portföy Yapısı.....	51
3.6. Özet Olarak Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu’nun İşleyişi.....	53
3.7. Denetim.....	56
3.8. BES’nde Vergilendirme.....	58
3.8.1. Yatırım Aşamasındaki Vergi Teşvikleri.....	59
3.9. BES’nin Makroekonomik Etkileri.....	59
3.10. Genel Değerlendirme.....	61
3.10.1. Sistemin Başarı Koşulları.....	62
3.10.2. Olası Problemler ve Öneriler.....	63
4. TÜRK SERMAYE PİYASASINDA KURUMSAL YATIRIMCILARIN ETKİNLİĞİ	
4.1. Türkiye ve OECD Ülkelerinde Kurumsal Yatırımcıların Gelişimi.....	66
4.2. Kurumsal Yatırımcıların Portföy Yapısı.....	69
4.3. Kurumsal Yatırımcı Türleri	75
5. GELİŞEN PİYASALARDA KURUMSAL YATIRIMCILAR	
5.1. Gelişen Piyasalar ve Özellikleri.....	81
5.1.1. Gelişen Piyasaların Temel Özellikleri.....	82
5.2. Gelişen Piyasalarda Kurumsal Yatırımcılar.....	84
5.2.1. Gelişmiş Piyasa Kurumsal Yatırımcıları.....	87

5.2.2. Yerel Kurumsal Yatırımcılar.....	88
5.2.2.1. Yerel Emeklilik Fonları ve Sigorta Şirketleri.....	89
5.2.2.2. Yerel Yatırım Fonları.....	93
5.3. Gelişen Piyasalardaki Temel Eğilimler	94
SONUÇ.....	98
KAYNAKÇA.....	101
EKLER	
EK I.....	108
EK II.....	112
EK III.....	116
EK IV.....	119
EK V.....	120
EK VI.....	121
EK VII.....	122
EK VIII.....	123
EK IX.....	124

TABLolar LİSTESİ

Tablo 1.1.:Kurumsal Fon Kaynaklarının Gruplandırılması.....	6
Tablo 1.2. : Yatırım Araçlarının Risk ve Getirileri.....	7
Tablo 1.3. :Bireysel Emeklilik Fonu Varlıklarının Gayri Safi Milli Hâsılaya Oranı (1970-2000).....	21
Tablo 2.1. : Yatırım Fonu Türleri.....	28
Tablo 2.2. : Çeşitli Ülkelerdeki Fon Büyüklükleri (Mart 1998-Milyar \$).....	29
Tablo 3.8. : Bazı Gelişmiş Ülkelerde Emeklilik Fonlarının GSYİH İçindeki Payı.....	60
Tablo 4.1. Kurumsal Yatırımcı Finansal Varlıklarının GSYİH'ya Oranı(%).....	67
Tablo 4.2. OECD Ülkelerinde Kurumsal Yatırımcıların Portföy Yapısı (%).....	69
Tablo 4.3. Gelişmiş OECD Ülkelerinde Kurumsal Yatırımcıların Portföy Yapısı (%).....	69
Tablo 4.4. Gelişmekte Olan OECD Ülkelerinde Kurumsal Yatırımcıların Portföy Yapısı (%).....	70
Tablo 4.5. Türkiye'de Kurumsal Yatırımcıların Portföy Yapısı (%).....	70
Tablo 4.6. OECD Ülkelerinde Kurumsal Yatırımcıların Finansal Varlıklarının Kurumsal Yatırımcı Türlerine Göre Dağılımı(%).....	75
Tablo 4.7. Gelişmiş OECD Ülkelerinde Kurumsal Yatırımcıların Finansal Varlıklarının Kurumsal Yatırımcı Türlerine Göre Dağılımı(%).....	76
Tablo 4.8. Gelişmekte Olan OECD Ülkelerinde Kurumsal Yatırımcıların Finansal Varlıklarının Kurumsal Yatırımcı Türlerine Göre Dağılımı(%).....	76
Tablo 4.9. Türkiye'de Kurumsal Yatırımcıların Finansal Varlıklarının Kurumsal Yatırımcı Türlerine Göre Dağılımı(%).....	77
Tablo 5.1. Gelişen Piyasalardaki Yerel Emeklilik Fonları Varlıkları (GSYİH yüzdesi olarak).....	90
Tablo 5.2. Gelişen Piyasalardaki Yerel Sigorta Şirketleri Varlıkları (GSYİH yüzdesi olarak).....	91

Tablo 5.3. Gelişen Piyasalara Net Sermaye Akışları (Milyar ABD Doları Cinsinden).....	96
Tablo 5.4. Gelişen Piyasalarda Doğrudan Yabancı Yatırımların Bölgeler Bazında Dağılımı.....	96



ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1. Kurumsal Yatırımcıların Gruplandırılması.....	9
Şekil 3.1. Sosyal Güvenlik Sistemi Ayakları.....	44
Şekil 3.2. Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu'nun İşleyişi.....	55
Şekil 3.3. Kanunlaşan Bireysel Emeklilik Sisteminde Denetim Mekanizması.....	57

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 4.1. Kurumsal Yatırımcıların Toplam Finansal Varlıklarının GSYİH'ya Oranı (%)	68
Grafik 4.2. OECD Ülkelerinde Kurumsal Yatırımcıların Portföy Yapısı(%).....	71
Grafik 4.3. Gelişmiş OECD Ülkelerinde Kurumsal Yatırımcıların Portföy Yapısı (%).....	72
Grafik 4.4. Gelişmekte Olan OECD Ülkelerinde Kurumsal Yatırımcıların Portföy Yapısı (%).....	72
Grafik 4.5. Türkiye'de Kurumsal Yatırımcıların Portföy Yapısı (%).....	72
Grafik 4.6. Türkiye'de Kurumsal Yatırımcıların Portföy Dağılımı (%).....	74
Grafik 4.7. OECD Ülkelerinde Kurumsal Yatırımcı Fonlarının Kurumsal yatırımcı Türlerine Göre Dağılımı (%).....	78
Grafik 4.8. Gelişmekte Olan OECD Ülkelerinde Kurumsal Yatırımcı Fonlarının Kurumsal yatırımcı Türlerine Göre Dağılımı (%).....	78
Grafik 4.9. Türkiye'de Kurumsal Yatırımcı Fonlarının Kurumsal yatırımcı Türlerine Göre Dağılımı (%).....	79

KISALTMALAR LİSTESİ

- ABD** – Amerika Birleşik Devletleri
BEDK – Bireysel Emeklilik Danışma Kurulu
BEK - Bireysel Emeklilik Komisyonu
BEŞ – Bireysel Emeklilik Şirketi
BES – Bireysel Emeklilik Sistemi
ÇSGB – Çalışma ve Sosyal Güvenlik Bakanlığı
DİE – Devlet İstatistik Enstitüsü
DTM – Dış Ticaret Müsteşarlığı
EGM - Emeklilik Gözetim Merkezi
FDI – Foreign Direct Investment (Doğrudan Yabancı Yatırım)
GOÜ – Gelişmekte Olan Ülke
GSMH – Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH – Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
GVK – Gelir Vergisi Kanunu
HM – Hazine Müsteşarlığı
ILO – Uluslararası Çalışma Örgütü (International Labour Organisation)
İMKB – İstanbul Menkul Kıymet Borsası
MKYF – Menkul Kıymet Yatırım Fonları
MKYO - Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları
OECD – Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (Organisation for Economic Co-operation and Development)
OYAK – Ordu Yardımlaşma Kurumu
ÖB – Özel Bölge
PYŞ – Portföy Yönetim Şirketleri
SSK – Sosyal Sigortalar Kurumu
TBMM – Türkiye Büyük Millet Meclisi
TEFE – Toptan Eşya Fiyat Endeksi
WB – Dünya Bankası (World Bank)

GİRİŞ

Gelişmekte olan ülkelerde ekonomik kalkınma ve büyüme için gerekli sermaye miktarı bu ülkelerin bireylerinin tasarruflarından oluşan sermaye miktarından genellikle fazladır. Bu olgu gelişmekte olan ülkelerde büyümeyi kısıtlayan bir etken olarak ortaya çıkmaktadır.

Ekonomik kalkınmanın gerçekleştirilmesi için tasarruf hacminin artırılarak gerekli yatırımların yapılmasına uygun düzeye ulaştırılmalıdır. Fakat tasarruf büyüklüğü artışı gerekli olmakla birlikte özellikle gelişen piyasalarda yeterli olmamaktadır. Söz konusu ülkelerde gelir düzeyinin düşük olması tasarruf artışını sınırlayan başlıca faktör olduğu için tasarrufların ekonomik gelişmeye katkı sağlayacak verimli yatırım alanlarına yönlendirilmesi alternatif yatırım alanlarına yönelik bilgilerin toplanarak profesyonelce analiz edilmesini gerektirir. İyi bir analizin gerçekleştirilmesi ise bilgi birikimi, analiz yeteneği, çabuk ve doğru karar alma yeteneği ve teknik donanım gerektirdiğinden bireysel yatırımcılar fonlarını giderek artan bir oranda kurumsal yatırımcılar aracılığıyla değerlendirmektedir.

Piyasada istikrar sağlama fonksiyonuna sahip kurumsal yatırımcıların bireysel yatırımcılara göre daha büyük tutarlarda fon toplayıp yatırıma kanalize edebilme imkanları yatırım alanlarının seçiminde gerekli olan bilgileri daha kolay elde edebilmelerinden, topladıkları bilgileri de daha etkin bir şekilde kullanabilmelerinden kaynaklanmaktadır.

Sınırlı bireysel tasarrufları bir araya getirerek yüksek verimliliğe sahip yatırımlara yönelten kurumsal yatırımcılar tüm dünyada sermaye piyasalarının gelişimini hızlandırarak ekonomik kalkınmada önemli rol oynamaktadırlar. Sermaye piyasalarında kurumsal yatırımlarla oluşan büyük miktardaki fonlar şirketlerin finansman ihtiyacının karşılanmasında önemli bir kaynak oluştururken piyasaların gelişmesine de katkıda bulunmaktadırlar.

Bu noktadan hareketle çalışmanın birinci bölümünde kurumsal yatırım olgusu ve genel olarak kurumsal yatırımcılar incelenmiş, kurumsal ve bireysel yatırımlar arasındaki fark, kurumsal fon oluşumu ve kurumsal yatırımcı türleri üzerinde durulmuştur.

İkinci bölümde Türkiye’de faaliyet gösteren kurumsal yatırımcıların özellikleri ve sorunları incelenmiştir.

Üçüncü bölümde sosyal güvenlik reformları kapsamında 2003 yılında Türkiye’de uygulanmaya başlanmış Bireysel Emeklilik Sistemi(BES) incelenmiştir. Bir çok ülkede en önemli kurumsal yatırımcı rolünü üstlenen özel emeklilik fonlarının işleyiş biçimini de belirleyen BES’nin özellikleri detaylı olarak ele alınmıştır.

Dördüncü bölümde Türk sermaye piyasasında kurumsal yatırımcıların ne oranda etkin olduğu incelenmiştir. Bu amaçla Türkiye’deki kurumsal yatırımcılara dair istatistik veriler Türkiye’nin üyesi olduğu Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü üyesi ülkelerdeki kurumsal yatırımcı verileri ile kıyaslanmıştır.

Beşinci bölümde kurumsal yatırımcıların gelişen piyasalardaki faaliyetleri incelenmiştir. Gelişen piyasalarda yer alan yerel ve yabancı kurumsal yatırımcıların yatırım kararları ve bu kararlara etki eden faktörler üzerinde durulmuştur. Gelişen piyasalardaki kurumsal yatırımcı finansal varlıklarının gelişimi incelenmiştir.

Sonuç kısmında yukarıda sözü geçen dört bölümde ortaya konulan bütün açıklama, değerlendirme ve analizlerle birlikte varılan noktalar vurgulanmıştır.

1. KURUMSAL YATIRIM OLGUSU VE KURUMSAL YATIRIMCILAR.

Bu bölümde kurumsal yatırım olgusu ve kurumsal yatırımcıların genel özellikleri işleyiş biçimleri ve türleri incelenecektir.

1.1. Kurumsal Yatırım ve Kurumsal Yatırımcıların Fonksiyonları

Kurumsal Yatırımcılar, yatırımcıların bir araya gelerek oluşturduğu büyük havuzlar olup, gelişmiş ülkelerde yatırım yapmanın temel yoludur.¹

Sermaye stokunun azlığı, gelişmekte olan ülkelerde ekonomik kalkınmanın önündeki en büyük engellerden biridir.² Bireylerin tasarruflarından oluşan sermayenin, kalkınma için gerekli yatırımları gerçekleştirmede ihtiyaç duyulan sermayeden az olması, gelişmekte olan ekonomilerde büyümeyi kısıtlayan önemli bir etkidir. Bu farktan doğan engelin aşılabilmesinde uluslararası sermaye hareketlerini dikkate alarak yabancı sermaye yatırımlarına ağırlık veren görüşün yanı sıra köklü çözüm, iç tasarrufların artırılması ve oluşturulan sermayenin sermaye piyasası araçları ile yatırım alanlarına kanalize edilmesidir.³

Ekonomik kalkınmanın gerçekleştirilebilmesi için gereksinim duyulan sermaye, iç ve dış kaynaklardan sağlanmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde iç tasarrufların azlığı, genellikle söz konusu yatırımların yapılmasına imkan tanımamaktadır. Bu sebeple birçok gelişmekte olan ülke, yatırım için gerekli sermayeyi sağlayabilmek amacıyla finansal liberalizasyonu tercih etmektedir. İdari kararlarla tespit edilen faiz oranının, piyasada oluşacak orandan daha düşük olması durumunda, bireylerin tasarruflarında bulunmayacakları ya da aynı tasarruflara yöneleceklerini savunan finansal baskı kuramına dayanan finansal liberalizasyon

¹(Çevrimiçi) <http://www.creahouse.net.> , 10 Ocak 2004

²Oral Erdoğan, Levent Özer, *Sermaye Piyasasında Kurumsal Yatırımcılar*, İstanbul, İMKB Yayınları, 1998, s.1.

³Targan Ünal, *Gelişen Borsalarda Kurumsal Yatırımcılar*, İstanbul, İMKB Yayınları, 1995, s.1.

sonrası serbest bırakılan faizler, gelişmekte olan ülkelerde, üretken yatırımların yapılmasına imkan vermeyecek düzeylere yükselmiştir. Faiz oranı yüksekliğinin tasarruf bileşimini değiştirdiği, ancak tasarruf oranını beklenen düzeyde artırmadığı görülmektedir. İç tasarrufların artırılarak, sermaye piyasası araçları ile üretken yatırımlara dönüştürülmesi, daha istikrarlı ve kalıcı bir çözüm yolu olmaktadır.⁴

Etkin çalışan mali piyasalar, bireylerin gelirlerini tasarruf ve tüketime daha iyi paylaştırmalarını ve tasarrufların daha verimli alanlara yatırılmasını sağlayarak, milli gelirin artmasına katkıda bulunurlar. Ayrıca mali piyasalar gelişmişse, reel varlıkların kazanç oranlarıyla finansal varlıkların kazanç oranları aynı vade, miktar ve risk grupları için eşitlenir. Böylece gelişmiş mali piyasalarda küçük tasarrufların büyük tasarruflar gibi ve onlar kadar kazançlı bir servet edinmeleri sağlanmış olur ki bu da ekonomide gelir ve servet dağılımını olumlu yönde etkiler.

Tasarrufların etkin yatırım alanlarına kanalize edilmesi en az tasarruf hacminin artırılması kadar önem kazanmaktadır. Etkin yatırım alanlarının belirlenmesi ve fonların bu alanlara aktarılması ise alternatif yatırım alanlarına yönelik bilgilerin toplanmasını ve işlenmesini gerektirmektedir. Söz konusu fonksiyonların yerine getirilebilmesi ise profesyonel kadrolar tarafından yönetilen kurumsal yatırımcıların varlığına bağlıdır.⁵

Küçük tasarruf sahiplerinin sınırlı birikimlerini bir araya getirerek verimliliği yüksek yatırımlara yönelten kurumsal yatırımcılar, tüm dünyada sermaye piyasalarının gelişimini ve sermayenin tabana yayılmasını kolaylaştırmaktadır. Bu yönüyle kurumsal yatırımcılar ekonomik kalkınmanın sağlanmasında lokomotif olabilmektedir. Gelişmiş piyasalarda, kurumsal yatırımlarla oluşan büyük miktardaki fonlar şirketlerin finansman ihtiyacının karşılanmasında önemli bir kaynak olurken, gelişmekte olan piyasalarda bu fonksiyonu tam olarak yerine getirememektedir.⁶

⁴ Erdoğan O., Özer L., a.g.e. , s.1.

⁵ Ünal, a.g.e. , s.1.

⁶ Erdoğan O., Özer L., a.g.e. , s.1.

Kurumsal yatırımcılar ekonomik kalkınmanın istikrarlı bir şekilde gerçekleşebilmesinde gerekli olan tasarruf hacminin artırılmasında ve bu tasarrufların etkin yatırım alanlarında kullanılmasında önemli işlevlere sahip finansal kurumlardır. Bu işlevlerini, bireysel yatırımcılardan toplanarak oluşturulan büyük miktardaki fonları portföy yönetimi konusunda uzmanlaşmış kadroları sayesinde, sermaye piyasası araçlarına kanalize ederek yerine getirirler. Bu nitelikleri gereği kurumsal yatırımcıları, ellerinde bulundurdukları büyük miktardaki fonlar ve bu fonları yöneten uzman kadrolar ile sermaye piyasasında kaynakların etkin dağılımını ve piyasanın gelişmesini etkileyebilecek, piyasadaki dalgalanmaları yumuşatabilecek güce sahip finansal kuruluşlar olarak tanımlamak mümkündür.⁷

En basit anlamıyla kurumsal yatırımlar; bireylerin gelir ve giderleri arasındaki pozitif farktan oluşan fon fazlalarının toplanması ve büyük miktarlara ulaşan bu fonların hukuki bir çerçevede içinde değerlendirilmesiyle oluşmaktadır. Fon oluşturma dar anlamda, tasarrufların yatırıma dönüştürülmesi ile açıklanabilir. Dolayısıyla, tasarrufların bireysel olarak değerlendirilmesi yerine, hukuki bir çerçevede içinde, kollektif ve organize bir şekilde yatırımlara dönüştürülmesi, yatırımlarda kurumsallaşmayı ön plana çıkarmıştır.⁸

Kurumsal Yatırımcılar, sermaye piyasalarında arz ve talep dengesini sağlayarak aşırı fiyat dalgalanmalarının önünde ciddi bir set oluşturur. Yatırımcıların gelirlerindeki aşırı dalgalanmaları da önler ve geleceğe güvenle bakmalarını sağlar.⁹

Piyasada fiyat istikrarının sağlanması bireysel yatırımcıların arzuladığı güven ortamının oluşmasında bekledikleri en önemli koşuldur. Fiyat istikrarının sağlanması ise piyasada derinlik ve genişliğin derecesine bağlıdır. Derinliği artırmak, pay sahipliğinin yaygınlaştırılması alım-satım emirlerinin çokluğu ve sürekliliği ile mümkün olmaktadır. Aksi takdirde emirlerin az sayıdaki hisse senedi üzerinde yoğunlaşması halinde, emirlerdeki küçük oynamalar fiyat istikrarını bozabilecektir. Piyasanın genişliği ise, borsa kotundaki hisse senetleri üzerine işlem yapan yatırımcıların farklı bekleyiş ve motivasyonlarla hareket etmeleridir. Menkul kıymet

⁷ Ünal, a.g.e. , s.1-2.

⁸Erdoğan O., Özer L., a.g.e. , s.3-4.

⁹(Çevrimiçi) <http://www.creahouse.net> , 10 Ocak 2004

yatırım fonlarından, hayat sigortası şirketlerine ve özel emeklilik kurumlarına kadar çok çeşitli kurumsal yatırımcının mali piyasalarda faaliyet göstermesi, pay sahipliğinin yaygınlaştırılmasının yanı sıra piyasaya çeşitli bekleyişlere sahip yatırımcının girmesini de sağlayacaktır.¹⁰

1.2. Kurumsal Fon Oluşumu

Küçük tasarruf sahiplerinin sınırlı birikimlerini bir araya getirerek verimliliği yüksek yatırımlara yönelten kurumsal yatırımcılar, tüm dünyada sermaye piyasasının gelişmesinde önemli bir paya sahiptir. Kurumsal yatırımlar yoluyla gerçekleşen yatırımlardan elde edilen gelirden dolayı olarak küçük tasarruf sahiplerinin kazanç elde etmesi, gelirin yeniden dağıtılmasına katkıda bulunur.¹¹

Tablo 1.1. Kurumsal Fon Kaynaklarının Gruplandırılması

Kurumsal Fon Kaynağı	Açıklama
Para ve Kredi Piyasası Hesapları	Mevduat hesapları, çek hesapları, faizli ve çek yazılabilir hesaplar, birikimli hesaplar, vadeli mevduat hesapları kurumsal fon oluşumuna olanak sağlamaktadır.
Fon Katılım Payları	Açık uçlu bir yatırım ortaklığı tarafından bir faiz oranıyla veya ortaklığın elindeki tahvillerin hasılatına göre günlük, haftalık veya aylık ayarlanabilir.
Hayat, Sağlık ve Varlıkların Sigortalanması	Sigorta şirketleri tarafından periyodik prim ödemeleri toplayarak, poliçe sahibine faiz ödemeleri yapar.
Emeklilik Planları	Birikimciden toplanan fonlar yatırım suretiyle değerlendirilerek birikimcinin emeklilik yıllarında gelir elde etmesi ve dilediği yaşam standartlarında yaşaması sağlanır.
Yatırım Şirketleri Sermayesi	Sermaye piyasalarındaki bireysel yatırımlar.

Kaynak : Erdoğan O., Özer L., a.g.e. , s.4.

Sermaye piyasasında kurumsal düzeyde elde edilen getiriler, genellikle küçük tasarruf sahiplerinin bireysel çabalarıyla birikimlerine kazandırabileceklerinin oldukça üzerinde olmaktadır. Doğrudan veya dolaylı

¹⁰Ünal, a.g.e. , s.2.

¹¹Erdoğan O., Özer L., a.g.e. , s.4.

olarak kurumsal fon oluşumu piyasalarda kurumsal yatırımcıları gerekli kılmaktadır. Örneğin, bankalarda açılan hesapların bir havuzda toplanmış olması suretiyle sermaye birikimi kurumsal kimlik kazanmaktadır. Öte yandan, sigorta şirketlerinde biriken prim tutarları sigorta şirketlerini kurumsal yatırımcı haline getirebilmektedir.¹²

1.3. Kurumsal Yatırımcıların Portföy Oluşturması ve Yönetimi

Genel anlamda portföy yönetimi; portföyün yatırımcılara göre planlanması, yatırımların seçimi için yatırım analizi, portföye dahil edilecek kıymetlerin seçimi, portföyün performansının değerlendirilmesi, portföyün belirli aralıklarla gözden geçirilmesi olarak tanımlanabilir. Portföy yöneticileri, risk – getiri ilişkileri çerçevesinde sürekli olarak piyasalarda aşırı değerlenmiş kıymetleri satarak, düşük değerlenmiş kıymetleri satın alarak portföylerinin performansını yükseltmeye çalışırlar. Kurumsal yatırımcıların risk dağılımı yapılmış portföy oluşturmaları, küçük tasarruflar açısından önem kazanmaktadır.¹³

Genel olarak yatırım araçlarını ve risk derecelerini Tablo1.2.'deki gibi sıralayabiliriz.

Tablo 1.2. Yatırım Araçlarının Risk ve Getirileri

Yatırım Araçları	Çeşitleri	Riski	Getirisi
Sabit Getirili	Mevduat faizi, Tahvil ve Bono, REPO, VDMK, Borçlanma Senetleri vb.	Düşük	Düşük
Gayrimenkul	Ev, iş yeri, arazi, arsa vb	Normal	Normal
Hisse Senedi	Yerli, Yabancı, Teknoloji, Gıda vb.	Yüksek	Yüksek
Türev Piyasa	Futures, Opsiyons vb.	Çok Yüksek	Çok Yüksek

Kaynak : <http://www.creahouse.net> , 10 Ocak 2004

¹²A.e., s.4.

¹³ Ünal, a.g.e. , s.2.

Tüm yatırımcılar için amaç, yatırımlarındaki getiriye artırmaktır. Yatırımcı grupları açısından başlıca farklılaşma portföylerin oluşumunda ve vade yapılarında olmaktadır . Fon yöneticileri için ortalama 1-2 yılı geçmeyen sürelerdeki vade uzunluğu, emeklilik fonlarında 20-25 yıla uzanmaktadır. Yatırım ortaklıklarında yatırım vadesi kısıtı olmamakla birlikte optimum strateji açısından fon yönetimine benzer vade planlaması olmaktadır.¹⁴

1.4. Kurumsal Yatırımcı Türleri ve Gruplandırılması

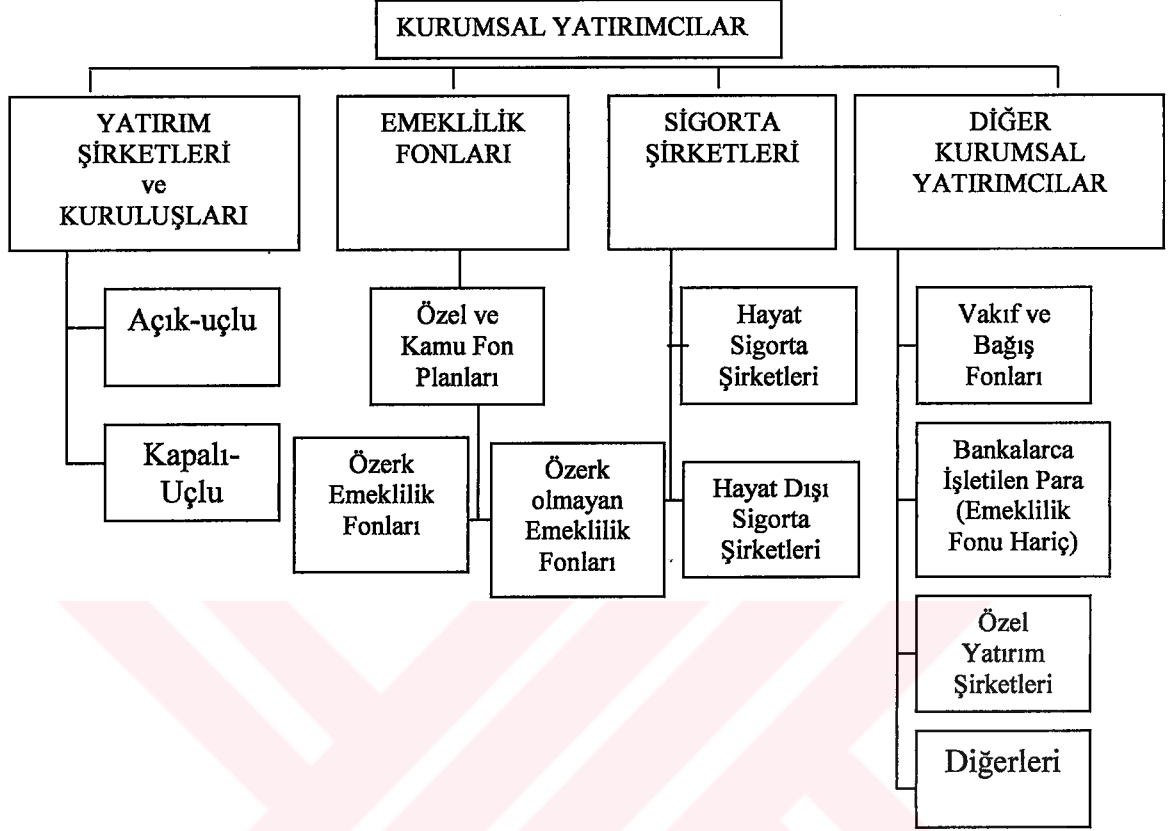
Finansal kurumların gelişiminin sermaye piyasalarına derinlik kazandırmada önemli aşamalarından biri olduğu düşüncesi, çeşitli ülkelerde, Menkul Kıymet Yatırım Fonları (MKYF) ve Ortaklıkları (MKYO), Yatırım Şirketleri, Özel Emeklilik Fonları, Sigorta Şirketleri, Özel Hükümet Fonları, Sosyal Katılım Fonları, Yatırım Kulüpleri şeklinde farklı kurumsal yatırımcı sınıflamalarını da beraberinde getirmektedir.¹⁵

Kurumsal yatırımcıların gruplandırılması Şekil 1.1'de gösterilmiştir :

¹⁴ Erdoğan O., Özer L., a.g.e. , s.4-5.

¹⁵ Ünal, a.g.e. , s.2.

Şekil 1.1. Kurumsal Yatırımcıların Gruplandırılması.



Kaynak : OECD, 1997

1.4.1. Yatırım Şirketleri

Yatırım şirketleri genel olarak açık uçlu ve kapalı uçlu olmak üzere de gruplandırılmaktadır. Açık uçlu olanlar teorik açıdan yatırım fonlarına karşılık gelirken, kapalı uçlu olanlar yatırım ortaklıkları şeklinde kabul edebilir. Kapalı uçlu yatırım şirketi durumunda temel olarak sabit sayıda hisse senedi arzı yapılmakta ve hisseler açık piyasa ortamında serbestçe işlem görebilmektedir. Bu koşullarda bir menkul kıymet yatırım ortaklığı şirketine ait hisse senetleri birinci piyasada satıldıktan sonra halka açık anonim şirket olarak alınıp satılabilmektedir. Arzlarda ıskonto oranı uygulanmadan portföy değeri karşılığında hisse senedi değeri hesaplanmasının yanı sıra ıskonto oranı uygulanarak da satış

yapılabilmektedir.¹⁶ Ayrıca yaygın olarak portföy yönetim şirketleri de yatırım şirketi olarak belirlenmektedir.

1.4.1.1. Yatırım Fonları

Yatırım fonları, halktan toplanan parayı yatırımcı adına inanca mülkiyet ve riskin dağıtılması ilkeleri doğrultusunda portföy yönetimi yaparak değerlendiren finansal kurumlardır.¹⁷

Yetkili kuruluşlarca, katılma belgesi karşılığında tasarruf sahiplerinden toplanan kaynakların, çeşitli sermaye piyasası araçlarına dengeli şekilde dağıtılarak verimlendirilmesini sağlayan kurumlara "Yatırım Fonu" denir.¹⁸

Kurumsal yatırımcılar arasında yer alan yatırım fonları ilk olarak Kara Avrupası'nda ortaya çıkmıştır. İlk yatırım fonu Belçika'da kurulmuştur. 1800'lerin sonunda da ABD'de kurulmaya başlanan yatırım fonlarının sayısı ancak 1920'li yıllardan sonra artmaya başlamıştır.¹⁹

Bireysel yatırımcılardan toplanan para karşılığında arz edilen paylara *katılma belgesi* adı verilmektedir. Katılma belgesi, kıymetli evrak niteliğinde bir senet olup, belge sahibinin fona kaç pay ile katıldığını göstermektedir. Kaydi değer olarak tutulan belgeler, belge sahibinin kurucuya karşı haklarını gösterir niteliktedir. MKYF'lerin katılım belgelerinin alışverişi bir taraftan iştirakçilere likidite sağlamakta, öbür yandan borsalarda işlem hacminin artmasına hizmet etmektedir.²⁰

Fonun, bir plasman niteliğinde değil, bir yatırım niteliğinde olması, yatırımlara kanalize edilmesi şarttır. Fonun gerçek yatırım özelliğini kazanması için sermaye oluşumuna yönelmesi gerekir.²¹

¹⁶ Burton G. Malkiel, "The Valuation of Closed-End Investment Company Shares", *The Journal of Finance*, June 1977

¹⁷ Erdoğan O., Özer L., a.g.e. , s.7.

¹⁸"Yatırım Fonları", (Çevrimiçi) <http://www.creahouse.net.> , 10 Ocak 2004

¹⁹Erdoğan O., Özer L., a.g.e. , s.52.

²⁰ Ünal, a.g.e. , s.48.

²¹Targan Ünal, *Sigorta Sektörünün Ekonomik İşlevi ve Fon Yaratma Kapasitesi*, İstanbul: İTO Yayınları, Yayın No:1994-04, 1994, s.38.

1.4.1.1.1. Yatırım Fonu Türleri

Gelişmiş mali piyasalarda MKYF'lerin çok çeşitli türleri bulunmaktadır;

a) *pay sayısının değişebilirliğine göre*: kapalı ve açık uçlu MKYF'ler.

Yatırım şirketlerinde yapılan tanımın ötesinde yatırım fonları da; pay sayısının değişkenliğine bağlı olarak *kapalı uçlu* ve *açık uçlu* olarak sınıflandırmaktadır.

1) **Kapalı Uçlu veya Sabit Sermayeli Fonlar (Close-end)** : Bu durumda fon bir kez kurulduktan sonra sermayesi değişmez. Katılma belgelerinin tümü satıldıktan sonra katılmak isteyenler varsa yeni sermaye ile yeni fon kurulur.

Bu durumda normal olarak geri satın alma ve devamlı emisyon yoktur. Fonu kuran banka fona güven ve prestij sağlamak için sabit sermayeli de olsa, fon katılma belgelerini kendi portföyüne alıp portföyünden satış yapabilir. Türkiye'de kanun gereği yatırım fonları kapalı uçlu kurulabildiği halde bankalar katılma belgelerini bu suretle kendi portföylerine alıp satmaktadırlar.

2) **Açık Uçlu veya Değişken Sermayeli Fonlar (Open-end)** : Bu durumda fonun belirli bir sermaye limiti yoktur. Talep oldukça geri satın alınmış belgelerden karşılanır. Bunlar da biterse yeni katılma belgesi ihraç edilir.

Açık uçlu fonlarda katılma belgeleri ibraz edildiğinde derhal geri satın alınıp bedelini ödemek zorunda oldukları için, fonları yönetenler, portföylerinde borsada hemen paraya çevrilecek menkul kıymetler alırlar. Yine aynı sebeple bu tip fonların katılma belgeleri borsaya kote edilmezler²²

MKYF'lerin finans dünyasına getirdiği en önemli avantajlardan biri, değişken sermayeli, açık – uçlu olabilme, istenildiği anda pay sayısını artırabilme özellikleri ile yatırımcıya likidite, fon alım-satımında kolaylık yaratmasıdır.²³

²²Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, İstanbul, İMKB Yayınları,16. Basım, 2001, s.101.

²³Targan Ünal, Gelişen Borsalarda Kurumsal Yatırımcılar, İstanbul, İMKB Yayınları, 1995, s.49.

İlk açık uçlu fon 1924 yılında Boston'da kurulmuştur. 1929 bunalımından etkilenen yatırım fonları ancak II. Dünya Savaşından sonra ciddi gelişme göstermiştir.²⁴

Açık uçlu fonların paylarının fiyatları portföylerinde içerdikleri menkul kıymetlerin piyasadaki değerlemesine ve katılım belgesi sayısına bağlıdır. Fiyatlar fon portföyündeki menkul kıymetlerin piyasa değeri toplamından yönetim giderlerinin düşülmesinden sonra kalan miktarın toplam pay sayısına bölünmesiyle elde edilmektedir.

Kapalı uçlu fonlarda katılım payı belirlidir. Payların ihraççı tarafından geri satın alınıp itfa edilmesi söz konusu olmadığı için talep doğrultusunda artırma ve azaltma yapılamamaktadır. Bu sınırlama katılma belgesini satmak isteyen satıcının borsada ya da tezgah üstü piyasalarda alıcı bulmasını gerektirmektedir.²⁵

b) Yatırım fonları yatırım stratejileri itibariyle sınıflandırıldığında dört alt grup oluşmaktadır.²⁶

1) Büyüme Amaçlı Fonlar : Portföylerinde ağırlıklı olarak hisse senetleri bulunan bu tür fonlar, hisselerde değer artışı beklentisi olanların tercih ettiği fonlardır. Bu tür fonların kurulmasına temel beklenti portföylerindeki hisse senetlerinin değerinin zamanla artarak fonun değerinin yükselmesidir. Yeni şirketlere ve spekülâtif hisselerle yatırım yapan fonlar *aşırı büyüme amaçlı fonlar* olarak nitelendirilmektedir. Bu tür fonlar genellikle hisse fiyatları büyük oynamalar gösteren, küçük ve yeni şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapmaktadırlar. Bu sebeple uzun vadeli yatırım yapacaklar bu fonları tercih etmektedirler.

2) Gelir ve büyüme amaçlı fonlar : Büyüme amaçlı fonlara kıyasla daha az risk taşıyan bu tür fonlar, genellikle hisse senedi ve tahvil yatırımlarından oluşmaktadır. Piyasada güçlü olarak tanınan, düzenli olarak temettü ödemesini gerçekleştiren şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapmaktadırlar.

²⁴Erdoğan O., Özer L., a.g.e., s.52

²⁵A.e. s.7.

²⁶A.e.

3) **Tahvil Fonları** : Faiz geliri elde etmeyi hedefleyen, istikrarlı kazanç sağlayan fonlardır. Özel sektör ve kamu kesimi tarafından ihraç edilen menkul kıymetlere yatırım yapmaktadırlar.

4) **Sektör fonları** : Ekonominin belirli sektörlerine yatırım yapmak için kurulmuş olan fonlardır. Aynı sektör içerisindeki şirketlerin performansları birbirleriyle aynı yönde hareket ettiği için, bu tür fonlar yatırımcıya daha az portföy çeşitlenmesi sağlayarak getirinin ya da kaybın daha büyük olması sonucunu doğurmaktadır.

1.4.1.2. Yatırım Ortaklıkları

Sermaye piyasası kurumları arasında yer alan yatırım ortaklıkları, portföy işletilmek üzere kurulan anonim şirketlerdir.

Dünyada ilk yatırım ortaklığı 1822 yılında The Soci t  Generale de Belgique şirketi ile faaliyete başlamıştır. Daha sonra Avrupa'da yaygınlaşan ve İngiltere'de önemli hızla artan yatırımları ortaklıkları ABD'de 20.yy'da gelişme göstermiştir . On dokuzuncu yüzyılın ikinci yarısında yatırım şirketleri batılı ülkelerde hızla yaygınlaşırken, Türkiye'de ancak Sermaye Piyasası Kanunu'nun yürürlüğe girmesiyle 1980 yılında tanıtılmıştır²⁷

ABD'de yatırım şirketinin hissedarları olan yatırımcılar dolaylı olarak şirketin elinde bulundurduğu finansal varlıkların da sahibi olmaktadır. Ancak portföyün elde tutma süresine veya yönetim şekline göre farklı oluşumlar söz konusudur. Kolektif yatırım ortaklığı (unit investment trust) sabit bir portföy oluşturmakta ve portföy şirket ömrü ile eş zamanlı elde tutulmaktadır. Kolektif yatırım ortaklığında bir yönetim kurulu ve portföy yöneticisi bulundurulmamakta iken, diğer bir yatırım ortaklığı türü olan yönetimsel yatırım şirketinde her ikisi de bulunmaktadır. Temelde ilk bahsedilen ortaklık türü bir anonim şirket olarak

²⁷ Gültekin Rodoplu, *Türkiye'de Sermaye Piyasası ve İşlemleri* , İstanbul, Marmara Üniversitesi Yayınları, Yayın No: 459, 1993, s. 82-83

organize olmamaktadır²⁸. İkinci tip ise Türkiye’de kurulan yatırım ortaklıklarına eşdeğer kabul edilebilir.

1.4.1.3. Portföy Yönetim Şirketleri

Teorik olarak portföy yönetimi, yatırım analizinden hareketle gerçekleştirilir. Makro düzeyden mikro düzeye doğru ilerleyen bir yaklaşımla sırasıyla uluslararası ve ulusal ekonomi analizi, sektör analizi, menkul kıymetler arasında seçim ve geleceğe yönelik beklentiler ele alınır. Bir sonraki aşamada portföy seçimi ve bu seçimin sağlıklı yapılabilmesi için gerekli teorik altyapı yer almaktadır. Markowitz (1952) tarafından geliştirilen modern portföy yaklaşımı, riskli yatırım varlıklarını ayrı ayrı değerlendirilmesi yerine, birlikte incelenmeleri esasına dayanmaktadır. Riskli varlıkların bir arada incelenmesi, karşılıklı etkileşimlerinin dikkate alınmasına olanak sağlar. Portföy oluşturmanın temel amacı, yatırılabılır fonları değişik menkul kıymetlere tahsis ederek çeşitlendirme yoluyla sistematik olmayan riski minimize etmek ya da azaltmaktır. Portföy yönetiminde ve yatırım kararının alınmasında beklenen getiri ve risk göz önünde bulundurulur. Beklenen getiri ve risk arasında doğru orantının olması, yüksek düzeyde getiri bekleyen bir yatırımcının yüksek riski göze almasını gerektirir. Portföy yönetiminde ve yatırım yapmakta amaç veri bir risk düzeyi için en yüksek beklenen getiriyi sağlamak ya da veri bir beklenen getiri için mümkün olan en az riski sağlamaktır.

Profesyonel portföy yöneticiliği iyi bir tahlil gücü, hızlı ve doğru karar alabilme yeteneği, bilgi birikimi ve teknik donanım gerektirmektedir. Fon fazlası olan küçük bireysel yatırımcıların kendi portföylerini oluşturma yoluna gitmeyerek tasarruflarını yatırım fonları aracılığıyla değerlendirmelerinin en önemli nedenlerinden birisi bireysel yatırımcıların fonlarının iyi çeşitlendirilmiş bir portföy oluşturmak için yetersiz olmasıdır. Böyle bir portföy oluşturmaya yeterli miktarda fon bulunsa dahi, oluşturulan portföyün nasıl yönetileceği sorunu ortaya çıkmaktadır. Bunların dışında yatırımcı likiditeyi göz önünde bulundurmamak zorundadır. Örneğin fon fazlasını vadeli mevduat olarak tutan bir yatırımcının alternatif getirilerden

²⁸ Gordon J. Alexander, *Fundamentals of Investment*, USA, Prentice Hall, Second Ed., 1993, s.663-664

faydalanma imkanı son derece azalacaktır. Profesyonel portföy yöneticiliği yöntemlerinin teknik bir konu olması ve bireysel yatırımcılar tarafından fazlaca kullanılmıyor olmasından dolayı ayrıntılı bilgi vermek gerekmesede konunun bütünlüğü açısından bazı noktalardan kısaca bahsetmek yararlı olacaktır.

Portföy yönetiminin etkin yapılabilmesi için sermaye piyasasında tecrübeli ve yüksek öğrenim görmüş fon kurulu üye ve denetçilerinden oluşan bir yönetim birimi bulunmalıdır. Öte yandan, işlerin de aksamadan yürümesi için gerekli teknik donanım ve hizmet birimi de yer almalıdır.

Portföy yatırım şirketlerinin temel amacı, vadelere göre optimum getiri imkanını sağlamaktır. Etkin portföy oluşturma stratejisi bağlamında, “getiri maksimizasyonuna karşılık riskin de mümkün olduğunca azaltılması” hedeflenmektedir.

Yatırım ortaklıkları, kendi şirketlerine özel stratejilerin yanı sıra birtakım hukuki kısıtlara ya da pazar risklerine bağımlı olarak, portföy oluşturma tercihlerine sahiplerdir. Temel amacı, portföyünün karnı artırmak olan ortaklık, portföyünü çeşitli kriterlere göre oluşturur. Oluşturulan portföyler piyasa geneli ile karşılaştırılarak performans değerlendirmesine tabi tutulur ve dinamik portföy yönetimi çerçevesinde yenilenirler.²⁹

1.4.2. Sosyal Güvenlik Kuruluşları

Sermaye piyasaları gelişmiş ülkelerde kurumsal yatırımcılar içerisindeki en önemli grubu sosyal güvenlik kuruluşları oluşturmaktadır. Ancak, sosyal güvenlik sisteminin gelirlerinin giderlerini karşılamaya yetmediği ekonomilerde, bu kuruluşlar fon arz eden değil, fon talep eden bir yapıdadır.³⁰

Hem bir düşünceyi, hem de bu düşünceye işlerlik kazandıran kurumsal yapıyı ifade eden sosyal güvenlik kavramı, toplumun tüm bireylerinin olası sosyal risklerin iktisadi sonuçlarına karşı korunması amacıyla gerekli tedbirlerin alınması anlamını taşımaktadır.

²⁹Erdoğan O., Özer L., a.g.e. , s.46.

³⁰A.e. s.6.

Sosyal güvenliğin tanımı ve kapsamı konusunda dünya literatüründe bir görüş birliği sağlanmış ancak, sosyal güvenliğin hangi yöntemlerle sağlanacağı ve hangi kaynaklarla finanse edileceği konusunda bir görüş ve bir uygulama birliği sağlanamamıştır. 1980'li ve 1990'lı yıllarda sosyal güvenliğin finansmanında sorunlar yaşanması, birçok ülke tarafından sosyal güvenlik sistemlerinde köklü reform ve değişikliklere neden olmuştur. Ülkeler arasında farklılık göstermekle birlikte yapılan değişikliklerde, ortak uygulama ve yönelimler dikkati çekmektedir.

Dünyada uygulanmakta olan başlıca iki türlü sosyal güvenlik rejimi vardır. Bunlar katımlı (contributory) ve katılmasız (non contributory) rejimlerdir. Katımlı rejimde ilgililer (sigortalı, iştirakçi, işveren), rejime prim ya da kesenek adı altında bir ödeme de bulunarak katılırlar. Burada bir "fon" oluşturulması söz konusudur. Katılmasız rejimde ise devlet ya da kamu kurum veya kuruluşlarının genel ya da özel bütçelerinden bir ülkede yaşayan muhtaç kişilere yardım yapılması söz konusudur. Kamusal harcamalar vergilerle karşılanır. Kamusal niteliği olmayan vakıf ya da dernek niteliğindeki özel yardım kuruluşlarının gönüllü hizmetleri de bu kategoriye girer. Burada ilgilinin bir katkısı söz konusu değildir.

Katımlı rejim başlıca iki şekilde işler. Ya ilgililerden alınan katkılarla bir fon oluşturulur ve belirli bir süre sonra şartlar gerçekleştiği takdirde bu fondan sigortalılara yardım yapılır. Buna biriktirme (kapitalizasyon) yöntemi denir. Ya da ilgililerden belli bir dönemde alınan primler aynı dönemdeki yardımlara tahsis edilir. Dağıtım (pay as you go) sistemi denilen bu sistemde belli bir süre biriktirme söz konusu değildir. Biriktirme yönteminde ilgililerin katkıları ya müşterek bir havuzda toplanır. Ya da her ilgili için belirlenen ayrı bir hesapta toplanır. Birincisine genel fonlandırma, ikincisine bireysel fonlandırma sistemi denir.

İster biriktirme, ister dağıtım sistemi olsun katımlı sosyal güvenlik sistemi devlet eliyle kurulur, onun tarafından oluşturulan bir resmi kurum tarafından işletilir. Buna katılmak zorunludur. Hemen her devletin kamusal bir organ tarafından yürütülen temel nitelikte bir sosyal güvenlik sistemi vardır. İlgililerin bunun dışına çıkması mümkün değildir.

Bireysel emeklilik ya da bireysel fon sisteminde ise devletin önderliğinde kurulup onun denetiminde fakat özel sektör tarafından işletilen ve sigorta tekniğine dayalı ve bireysel katkılarla oluşan bir fondan bireylerin sosyal güvenlik ihtiyacının karşılanması söz konusudur. Hatırlatalım ki, bireysel emeklilik bir ülkedeki katımlı sosyal güvenlik sisteminin bizzat esasını oluşturduğu gibi (örneğin Şili), esas rejimin tamamlayıcısını da (supplementary retirement) oluşturabilir.³¹

1.4.2.1. Sosyal Güvenlik Kuruluşlarının Sorunları

Sosyal sigortacılık esaslarına dayanan çağdaş sosyal güvenlik sistemi ilk kez 1881 yılında Prusya Şansölyesi Otto von Bismarck tarafından kurulmuştur. Ancak kuşaklar arası dayanışma ve toplumun varsıl üyelerinin yoksul üyelerine kaynak aktarması gibi yüksek düşüncelerle kurulan bu sistemin tasarımı sırasında, demografik değişimin sisteme etkilerinin ne derece yüksek olabileceği yeterince öngörülememiştir. Başlangıçta 7-8 çalışanın primleriyle bir emekli aylığını finanse etmek üzere kurulan sosyal güvenlik sistemi, tıbbi ve farmakoloji gelişmeler ile yaşam standartlarının iyileşmesi paralelinde insan ömrünün uzaması, ölüm ve doğum oranlarının gerilemesi sonucunda, günümüzde global bazda 4-5 çalışanın primleriyle bir emekliyi finanse etme noktasına gelmiştir. OECD genelinde 1990 yılında %18 olan yaşlıların toplum içerisindeki payı, 2030'da %30'a yükseldiğinde, bir emekliye karşılık sadece bir çalışan kalacaktır. Gelişmekte olan ökelerde nüfusun henüz genç yapıda olmasına karşın, aktif/pasif rasyosunun bu derece bozulmuş olmasının gerekçesi, yukarıdaki faktörlere ilaveten, erken ve/veya imtiyazlı emeklilik uygulamaları ve kayıt dışı sektörün büyüklüğüdür.

Bismarckyan sosyal güvenlik sisteminin demografik değişime hassasiyetinden kaynaklanan bu durum, tüm ülkelerde sistemin kendi dengeleri içerisinde parametrik tedbirlerle aşılmaya çalışılmaktadır. Başvurulan bu tedbirler; emeklilik yaşının artırılması, sosyal sigorta primlerinin yükseltilmesi, emekli aylıklarının reel alım gücünün düşürülmesi, vergi oranlarının artırılması, imtiyazlı emeklilik uygulamalarına son verilmesi, erken ve malulen emekli olma koşullarının

³¹ A. Can Tuncay, "Bireysel Emeklilik Rejimi Üzerine", (Çevrimiçi) <http://www.cmis.org.tr/dergi/1mak20002.doc> , 05 Nisan 2004, s. 1-2

zorlaştırılması, yüksek emekli maaşlarının yüksek oranda vergilendirilmesi, kayıt dışı istihdamın kayıt altına alınması ve genç nüfusa sahip ülkelerden işçi kabul edilmesi olarak sıralanabilir. Alınan tüm tedbirlere karşın sosyal güvenlik sisteminin finansman açığının kapatılmasının mümkün olmaması durumunda, bütçeden sosyal güvenlik sistemine transfer yapılacaktır ki, bu durum da kamu kesiminin borçlanma gereksinimi ve ülkedeki vergi oranlarının genel düzeyi üzerinde giderek artan bir baskı unsuru oluşturmaktadır. Sistem reforme edilmediği takdirde ortaya çıkan ve bir kez çıktıktan sonra da geometrik olarak büyüyen sosyal güvenlik açıklarının kamu finansmanına getireceği yük, devletleri en radikal tedbirleri almaya yöneltecek derecede büyüktür.

Ancak bu tür parametrik tedbirler, bireyin refahını artırmak yerine, sosyal güvenlik kurumlarının gelir-gider dengelerinin tekrar sağlanması amacını taşımaktadır. Oysa ki yurtdışı deneyimler göstermektedir ki, primlerin artırılması, emeklilik aylıklarının düşürülmesi, emekli olma koşullarının zorlaştırılması suretiyle bireyler, çalışma hayatları boyunca mevcut sosyal güvenlik açığını kapatmak için daha yüksek prim ödeyecek, emeklilik döneminde ise bir önceki kuşağa kıyasla daha düşük oranda bir emeklilik aylığına hak kazanacaklardır.

Sosyal güvenlik sisteminin sağladığı standardın azalması ve sosyal güvenlik aylıklarının amaçlanan hedeflere ulaşmakta yetersiz kalması sonucunu doğuran bu ortamda, gereksinimlerin sosyal güvenlik tarafından karşılanamayan bölümünün bireylerin kişisel tasarruflarıyla kapatılması gündeme gelmiştir. Sosyal güvenlik sisteminin en önemli faaliyet dallarından biri olan emeklilik aylıkları alanında ortaya çıkan ihtiyacı giderme mekanizması, özel/bireysel emeklilik planları olmuştur.³²

Bir sonraki altbölümümüzde Dünyadaki özel/bireysel emeklilik uygulamalarını genel olarak inceleyeceğiz.

1.4.2.2. Özel / Bireysel Emeklilik Fonları

Bireysel emeklilik uygulamaları uzun yıllardır, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin vatandaşlarına, çalışma yaşamları boyunca biriktirdikleri düzenli tasarruflar

³² A'dan Z'ye Bireysel Emeklilik, Ak Emeklilik AŞ Yayınları, s. 2-3

karşılığında güvenli bir gelecek olanağı sunmaktadır. Kuşaklar arası dayanışma prensibine dayanan sosyal güvenlik sisteminin aksine, kişinin kendi ihtiyaçlarını kendi tasarruflarıyla karşılaması esasına dayanan bireysel emeklilik sistemi, dünyanın birçok ülkesinde değişik şekillerde hayata geçirilmiştir. Her toplumun sosyo-kültürel ve ekonomik koşullarına bağlı olarak farklı karakteristiklere bürünen çok farklı bireysel emeklilik sistemleri bulunmaktadır. Emeklilik programlarını; fonların kurum içinde ve da harici fon yöneticilerine emanet edilerek değerlendirilmesi, katılımcıların ayrıca sigortalanıp sigortalanmaması, emeklilik gelirinın satın alma gücüne göre endekslenip endekslenmemesi, katkı payının kim tarafından ödendiğı, bireysel emeklilik hesabı sayısı ya da fon varlıklarının düzeyi itibariyle sınıflandırmak mümkündür.

Özel emeklilik planları yaygın olarak aşağıdaki gibi sınıflandırılmaktadır :

a. Belirli Fayda Planları (*Defined Benefit Plans*); Emeklilik dönemine ilişkin ödemelerin baştan bilindiğı ve işveren tarafından taahhüt edildiğı planlardır. Planın finansmanı için aktüeryal hesaplamalar gereklidir. Emeklilik döneminde yapılacak ödeme genellikle, son yıl maaşının belirli bir yüzdesidir. Risk işverendedir. Emeklilik yükümlülüklerinin taahhüt edilmesi nedeniyle bu taahhütlerin garanti edilmesi gerekli olmaktadır.

b. Belirli Katkı Planları (*Defined Contribution Plans*); Emeklilikte alınacak ödemelerin belirli olmadığı, fona yatırılacak katkı düzeyinin belirli olduğu planlardır. Emeklilik döneminde alınacak ücret, katkıların nemasına bağlıdır. Riskin düzeyi işverendedir. Emeklilik yükümlülüklerinin garanti edilmesi gerekli değildir.

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 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, fonlama sistemi olarak adlandırılan bir finansman yöntemiyle, her aktif bireyin çalışma yaşamı boyunca düzenli tasarrufta bulunarak emeklilik yıllarında karşılaşılabilecek giderleri önceden tonlamasının sağlanmış olmasıdır.

Bu kapsamda, Şili gibi bazı ülkelerde bireysel emeklilik sisteminin sosyal güvenlik sistemini ikame ettiği, bir başka ifadeyle çalışanların zorunlu ya da gönüllü olarak sosyal güvenlik sisteminden ayrılıp özel emeklilik kurumlarına tabi tutulduğu görülmektedir. Ancak, Türkiye'nin de aralarında bulunduğu OECD ülkelerindeki bireysel emeklilik uygulamaları, sosyal güvenlik sistemini tamamlayıcı niteliktedir. Sosyal güvenlik sisteminin varlığını sürdürmekte olduğu OECD ülkelerinde çalışanlar, özel sektörün idaresi, devletin gözetim ve denetimi altında kendi gelecekleri konusunda inisiyatif alıp, aktif çalışma yaşamları sırasında tasarrufta bulunarak emeklilik dönemlerinde sosyal güvenlik aylığının sağlayabileceği imkanlardan daha rahat, yüksek standartta ve daha güvenli bir geleceğe kavuşma olanağını elde etmişlerdir.³³

Birçok kişinin küçük tasarruflarının uzun yıllar boyunca birikerek nemalanması sonucunda ortaya çıkan devasa boyutlu emeklilik fonları, söz konusu ülkelerin ekonomik gelişmelerinin fonlanmasında önemli kaynak oluşturmuştur. 2002 yılı itibariyle global özel emeklilik tasarruflarının toplam miktarının 11 trilyon \$ düzeyinde bulunduğu tahmin edilmektedir.

Bireysel emeklilik fonlarında biriken varlıklar, bu sistemin uygulandığı birçok ülkede kayda değer miktarlara ulaşmıştır. ABD ekonomisinin %17'sini, Hollanda özel sektör varlıklarının %40'ını temsil eden menkul kıymetler özel emeklilik portföylerinde yer almaktadır. Bireysel emeklilik programı varlıklarının GSMH'ye oranı, İsviçre'de %117, Hollanda'da %87, İngiltere'de %75 düzeyinde bulunmaktadır.

³³ A.e.

Varlıklarının ciddi düzeylere ulaşması, bireysel emeklilik sisteminin katılımcılara emeklilik geliri sunma temel işlevinin yanı sıra birçok ilave makro-ekonomik fonksiyon üstlenmesine neden olmuştur. Bireysel emeklilik sisteminin uygun gelişme iklimi bulunduğu ülkelerde, yeni finansal enstrüman ve uygulamalar yaygınlaşmakta, sermaye piyasası derinleşmekte, uzun dönemli tasarruf düzeyi artmakta, artan bu tasarruflar özel sektör tarafından etkin bir şekilde verimli alanlara yönlendirilebilmekte ve ülkedeki kamu teşebbüslerinin özelleştirilmesi sürecine katılım yoluyla piyasa ekonomisinin gelişimi hızlanmaktadır.

Tablo 1.3. Bireysel Emeklilik Fonu Varlıklarının Gayri Safi Milli Hasılaya Oranı (1970-2000)

	1970	1980	1990	2000
İsviçre	%38	%51	%69	%117
Hollanda	%29	%46	%77	%87
İngiltere	%17	%23	%55	%75
ABD	%17	%24	%35	%58
Kanada	%13	%17	%28	%43
Almanya	-	%3	%5	%6

Kaynak : A'dan Z'ye Bireysel Emeklilik, Ak Emeklilik AŞ Yayınları, s. 2-3

Yukarıdaki Tablo1.3'de bireysel emeklilik fonlarının çeşitli vergisel tedbirlerle teşvik edildiği İsviçre, Hollanda, İngiltere, ABD, Kanada ile 2002 senesine kadar bireysel emeklilik planlarını cazip kılan bir ortamın olmadığı Almanya'da bireysel emeklilik varlıkları toplamının, adı geçen ülkelerin gayri safi milli hâsıllarına oranı yer almaktadır. Görüldüğü üzere, uygun ortam yaratıldığında çalışanların bireysel emeklilik sistemi çerçevesinde yaptıkları tasarrufların toplamı ülkelerinin gayri safi milli hâsılasına yaklaşabilmekte, hatta İsviçre'de olduğu gibi GSMH'yi aşabilmektedir.

1.4.3. Sigorta Kuruluşları

Gelişmekte olan ekonomilerde sigortacılık sektörü, ekonominin en dinamik sektörlerinden biridir. Düşük gelir seviyesine sahip ülkelerde pek önemi olmayan bir sektör olmasına karşılık sigortacılık sektörü, yüksek gelir seviyesine sahip olan ülkelerde ekonomik kalkınma içerisinde büyük önem kazanmaktadır.

Sigorta, belirli bir prim karşılığında, öngörülmuş bir rizikonun gerçekleşmesine bağlı zarar ya da hasarın karşılanmasını sağlamak amacını taşır.³⁴ Ancak sigorta işletmelerinin primlerini peşin tahsil etmeleri, onlara tazminatın ödeneceği zamana kadar bu primleri kullanma olanağı vermektedir.³⁵

Kişileri can, mal ve sorumlulukla ilgili rizikolardan korumaya yönelik dar anlamdaki özel sigortada temel ilke, aynı ya da benzer rizikolarla karşı karşıya bulunan çok sayıda kişiyle sözleşme yapılması ve bunlardan toplanan primlerle tazminatları karşılayabilecek bir fon yaratılmasıdır. Oluşturulan bu fondan zarara uğrayan sigortalılara ödeme yapılır. Bu sayede sigorta yaptıran kişi kendi başına karşılayamayacağı zararını sigortadan almaktadır. Dolayısıyla sistem, sigortalanan kişi için güven unsuru olmaktadır. Sistemin bir diğer özelliği tasarruf ve kredi aracı olmasıdır. Dolaylı olarak kredi işlemlerini geliştiren sigorta kuruluşları aynı zamanda sermaye birikimi sağlayan toplu tasarruf kuruluşları olmaktadır.³⁶

Sigorta kesiminin fon yaratma işlevi dar olarak tanımlandığında, hisse senedi ve tahvil alımına tahsis edilmiş tutarlar olarak yorumlanmaktadır. Fon yaratma işlevi, en geniş anlamda yani tasarruflara katkı olarak tanımlandığında primler, kurumsal tasarruf niteliğinde sayılmaktadır. Sigorta kesimi, gönüllü tasarruflar yoluyla fon yaratır. Fon yaratma ile ekonomik işlev tam anlamıyla gerçekleşmiş değildir. Yaratılan fonların yatırıma kanalize edilmesi gerekir.

³⁴Erdoğan O., Özer L., a.g.e. , s.24.

³⁵ Ünal, a.g.e. , s.103.

³⁶Erdoğan O., Özer L., a.g.e. , s.25.

Fon yaratma konusunda ileri sürülen ekonomik görüşe göre sigorta primlerinin makroekonomik açıdan gerçek bir fon niteliği taşıyabilmesi için bireylerin mevcut tasarruflarından değil tüketimlerinden ayrılması gereğidir.

Eğer ticari ve sinai işletmeler, yatırım fonlarından fedakarlıkta bulunarak sigorta primlerini ödüyorlarsa veya kişiler yine tüketimlerinden değil tasarruflarından özveride bulunarak hayat sigortası primlerini ödüyorlarsa, daha başlangıçta elde edilen fonlar gerçek bir fon değildir, bu halde net bir kaynak artışı sağlanamamaktadır. Bu görüşe göre, finansal pazarlardan sağlanarak ödenen bir sigorta priminin fon yaratma özelliği bulunmamaktadır.³⁷

Kaza, yangın, hırsızlık, vb zararların karşılanması amacıyla yapılan iki taraflı bir sözleşme niteliği taşıyan özel sigortanın unsurları; sigorta yapan, sigorta yaptıran, sigortanın konusu, risk, sigorta ödemesi ve primdir. Risk; ileride gerçekleşip gerçekleşmeyeceği belirsiz olan, malvarlığı ya da kişiyi tehdit eden durumu ifade eder. Riskin gerçekleşmesi halinde sigorta şirketleri için gider söz konusu olmaktadır. Giderler, sigorta şirketine sürekli nakit giriş sağlayan prim ödemelerinden ve bu sayede toplanan fonların yeniden nemalandırılmasından karşılanır.³⁸

Sigortacılıkla fon yaratmanın en önemli şartı prim üretimidir. Finansal pazarlara konu olan fonların en önemli kaynağı bu primlerdir. Primler, direkt ve endirekt olmak üzere ikiye ayrılır. Direkt primler sigortalıların ödemelerinden, endirekt primler ise sigorta kurumlarının reasüranz yoluyla birbirine akan fonlardan kaynaklanır. Sigorta kurumları için toplam primlerin önemli kısmını, direkt primler oluşturur. Sigorta sektörünün fon yaratma işlevi, yalnızca hisse senedi ve tahvil alımına tahsis edilen miktarlar olarak ele alındığında dar kapsamlı bir tanımlama yapılmış olmaktadır. Sigorta sektörünün fon yaratma işlevi en geniş anlamda, yani tasarruflara katkı olarak tanımlandığında primler, kurumsal tasarruf niteliğinde sayılmaktadır.³⁹ Sigorta sektöründe toplanan primlerin değerlendirilme dönemi hayat

³⁷ Ünal, a.g.e. , s.104-105.

³⁸ Erdoğan O., Özer L., a.g.e. , s.25.

³⁹ Ünal, a.g.e. , s.105..

dışı branşlarda bir yıl ile sınırlıyken, hayat sigortası dalında genellikle 10 ile 30 yıl arasında değişen uzun vadeli bir fonlama yapılabilmektedir.

Sigorta faaliyetlerinden doğan fonların; tasarruf - yatırım - milli gelir - tasarruf üzerinde etkisi vardır. Sigorta faaliyetlerinin geniş halk kitlelerine yayılabilme özelliği bulunduğundan gerek ülke fertlerinin büyük bir kesiminin ve gerekse ülke dışı fertlerin gelirlerinin bir kısmını rezervuarları içerisinde toplamak olanağına sahiptirler. Bu fonlar, yatırım alanlarına aktarıldıklarında milli gelirleri artırır. Geliri artan kişiler, daha fazla miktarda tasarruf yapma olanağına sahip olurlar.⁴⁰

Gelirin periyodik tahsili ve vade sonuna kadar muhtemel rizikonun ortaya çıkmaması durumunda sigortalıya nemalandırılmış toplu ödeme yapılacak olması, hayat sigortalarının tüm dünyada ayrı bir kurumsal çerçevede değerlendirilmesine yol açmıştır.⁴¹

Hayat sigortalarının genelde üç tipi bulunmaktadır:⁴²

1. Doğrudan hayat sigortasında (whole life) bireyin prim ödemeleri önceden belirlenmekte ve yıldan yıla farklılık göstermektedir. Bireyin yaşamı boyunca ve primler ödendikçe sigorta devam eder. Birey dilerse, belirli koşullar sağlanarak, yapmış olduğu tasarruflardan faydalanabilir. Ölüm durumunda ödenen meblağa göre, bireyin yakınlarına belli bir ödeme yapılır.

2. Dönem sigortası (term insurance): bireye belirli bir dönem için sigorta olanağı sağlar. Yenilenme olmadığında belirlenen tarihte sigorta sona erer. Sigorta süresince bireyin hayatta kalacağı varsayımı yapılmaktadır. Maliyeti doğrudan hayat sigortasına göre daha düşük olması tercih nedenidir.

3. Yıllık taksit sigortası (annuity): günümüzde en yaygın sigorta türüdür. Ölümünden sonra bireyin yakınlarına ya da bireye ölümüne kadar belirli zamanlarda ödeme yapılmaktadır. Çalışma gücü yitirilince bir gelir elde etmek amacıyla yaptırılan bu sigorta, bu yönü ile emeklilik fonları ile benzerlik taşımaktadır. Bunlara ek olarak günümüzde İngiltere’de daha yaygın olan “donanım sigortası” da

⁴⁰ A.e., s.106.

⁴¹ Erdoğan O., Özer L., a.g.e. , s.25.

⁴² Ünal, a.g.e. , s.110

bulunmaktadır. Tüm hayat sigortası şirketlerinde bireyin beklenen yaşam süresi, yaşadığı coğrafi bölgenin demografik çerçevesinde tahminler yapılarak belirlenir. Bu şirketler müşterilerine sunabilecekleri imkanları ve karlarını artırmak için ağırlığı devlet tahvili, hisse senedi ve gayrimenkuldan oluşan çeşitli yatırımlarda bulunurlar.

Gelecekte ödenmek zorunda olunan tutarlar -fon çıkışları, hayat sigortalarında hayat-dışı sigorta dallarına göre daha sağlıklı bir şekilde hesaplanabilmektedir. Afet gibi özellikle zarar boyutunun saptanmasının uzun yıllar aldığı olaylarda, bu durum iyice belirginleşmektedir. Fon giriş ve çıkışlarının önceden belirlenmesi, hayat dışı sigortaların yatırım politikası üzerinde etkili olmakta ve geleneksel olarak likidite kriteri tercih edilmektedir.

2. TÜRKİYE'DE KURUMSAL YATIRIMCILAR

Türkiye'de kurumsal yatırımcılar son yıllarda hızla artmakla birlikte gelişmiş piyasalarla karşılaştırıldığında gerek sayısal olarak gerekse sahip oldukları fidansal varlıklar açısından çok yetersiz durumdadırlar. En büyük potansiyel taşıyan kurumsal yatırımcı olabilecek kurumların başında sosyal güvenlik kuruluşları gelmektedir. 1987-1997 yılları arasında sosyal güvenlik kurumları prim üretiminin borsa piyasa değerine oranı %28 gibi oldukça yüksek seviyededir. Sigorta şirketlerinin toplam prim üretimi her yıl artış göstermektedir. Ama bu artış hızı son yıllarda düşmüştür. Yatırım fonları ve ortaklıkları sayısı, etkinlikleri kurumsal yatırımcı olarak ilk kurulduklarından bu yana gelişme gösterecekler de istenilen seviyede değildir.

Türk sermaye piyasasında kurumsal yatırımcıların katılımı son derece azdır. Bu konuda yasal esaslar belirlenmiş; yatırım fonu kurma yetkisi bankaların yanı sıra aracı kurum sigorta şirketleri ve sosyal güvenlik şirketlerine tanınmıştır. Ancak Türkiye'de sigorta sektörünün henüz yeni gelişiyor olması ve sosyal güvenlik kurumları ve özel emeklilik sandıklarının işleyiş bozukluklarından kaynaklanan sorunlar nedeniyle kurumsal yatırımcıların piyasalara etkin katılımını geciktirici etki yapmaktadır.¹ Son yıllarda uygulanmaya başlanan politikalarla bu etkilerin önüne geçilmeye çalışılmaktadır.

Aşağıda, Türk sermaye piyasasında yer alan kurumsal yatırımcı türlerinden ve bunların özelliklerinden bahsedeceğiz.

2.1. Yatırım Fonları

Yatırım fonları Sermaye Piyasası Kanunu ve bu kanuna dayanılarak Sermaye Piyasası Kurulu tarafından çıkartılan tebliğ esaslarına göre kurulur ve işletilir. Fonların kuruluş ve işleyişine ilişkin tüm hususlar fon içtüzüğünde yer alır.²

¹ Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye, İstanbul, İMKB Yayınları, Yayın No:3, 1994, s.65.

² <http://www.creahouse.net>, 10 Ocak 2004

Yatırım fonunun en önemli özelliği, fonun muhafaza ve yönetimin bir ‘güvenilir kişi’ye tevdi edilmesi ve bu kişi tarafından kendi mal varlığı ile karıştırılmaksızın yönetilmesidir. Yatırım fonları tüzel kişiliğe sahip bir anonim şirket şeklinde ya da İngiltere ve Türkiye’de olduğu gibi inançlı mülkiyet esasına göre kurulur.³

Fonun tüzel kişiliği yoktur; ancak malvarlığı kurucunun malvarlığından ayrıdır. Kurucu, fonu, yatırım fonu katılma belgesinin sahiplerinin haklarını koruyacak şekilde temsil eder, yönetir veya yönetimini denetler. Fon varlığının korunması ve saklanması kurucu sorumludur. Kurucu ile katılma belgesi sahipleri arasındaki ilişkilere bu kanunda ve ilgili mevzuatta hüküm bulunmayan hallerde Borçlar Kanununun Vekalet Akdi hükümleri uygulanır.⁴

Türkiye’de yürürlükte bulunan mevzuata göre; bankalar, aracı kurumlar, sigorta şirketleri, emekli ve yardım sandıkları, yatırım fonu kurabilirler. Yatırım fonu kurabilmek için Sermaye Piyasası Kurulu’ndan (SPK) izin almak şarttır.⁵

Yatırım Fonu kurmak için, kurucunun Yatırım Fonu içtüzüğünü hazırlayarak, bunun noterden tasdikli bir örneği ve Kurul’ca belirlenecek diğer belgelerle birlikte Kurul’a izin için başvurusu zorunludur. Banka ve sigorta şirketlerinin yatırım fonu kurmak üzere Kurul’a başvurmaları halinde Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı’nın (DTM) görüşü alınır. Fon yönetimi ve saklama hizmetlerinin farklı kurumlarca yürütülmesine Kurul tarafından karar verilebilir.⁶

Kurul’ca aranacak nitelikleri taşıyan bankalar, aracı kurumlar, sigorta şirketleri ve Kanunlarında engel bulunmayan emekli ve yardım sandıkları ile 506 sayılı Kanun’un geçici 20’nci maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar Kurul’dan izin almak koşuluyla fon kurabilirler.⁷

³Muharrem Karşlı, **Sermaye Piyasası, Borsa ve Menkul Kıymetler**, İstanbul, İrfan Yayıncılık, 4.Baskı, 1994, s.142.

⁴ Sermaye Piyasası Kanunu, Kanun No: 2499, **Resmi Gazete** No: 17416, 30.07.1981, s.14

⁵ **Yatırım Fonları**, İstanbul, Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği Yayınları, Yayın No:2000/1, s.6.

⁶ Sermaye Piyasası Kanunu, Kanun No: 2499, **Resmi Gazete** No: 17416, 30.07.1981, s.14

⁷ **Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu**, İstanbul, İMKB Yayınları, 16. Basım, 2001, s.80

Tablo 2.1. Yatırım Fonu Türleri

Fon Türü	Portföy Tanımı
Hisse Senedi Fonu	Portföyünün en az %51'ini devamlı Türk hisse senetlerine yatırılır.
İştirak Fonu	Portföyünün en az %51'ini devamlı olarak kurucusunun iştiraklerince çıkarılmış menkul kıymetlere yatırılır.
Grup Fonu	Portföyünün en az %51'ini devamlı olarak belirli bir sektörü oluşturan ortaklıkların menkul kıymetlerine yatırılır.
Tahvil ve Bono Fonu	Portföyünün en az %51'ini devamlı olarak kamu ve/veya özel sektör borçlanma araçlarına yatırılır.
Yabancı Menkul Kıymetler Yatırım Fonu	Portföyünün en az %51'ini devamlı olarak yabancı özel ve kamu sektörü menkul kıymetlerine yatırılır.
Likit Fon	Portföyünün tamamı vadesine 90 günden az kalmış sermaye piyasası araçlarından oluşur.
Altın ve Diğer Kıymetli Madenler Fonu	Portföyünün en az %51'ini devamlı olarak ulusal ve uluslar arası borsalarda işlem görmekte olan altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırılır.
Karma Fon	Portföyünün tamamı hisse senetleri, borçlanma senetleri, altın ve diğer kıymetli madenler ile bunlara dayalı sermaye piyasası araçlarından en az ikisinden oluşmak ve her birinin değeri, fon portföy değerinin %20'sinden az tutulmaz.
Değişken Fon	Portföyünün hangi menkul kıymetlerle hangi yüzdelerle oluşturulacağı hiçbir sınırlamaya girmez.
Endeks Fon	Baz alınan ve SPK tarafından uygun görülen bir endeksin değeri ile fonun birim pay değeri arasındaki korelasyon katsayısı en az %90 olacak şekilde ve portföyünün en az %80'i devamlı olarak endeks kapsamındaki menkul kıymetlerin tümünden ya da örnekleme yoluyla seçilen bir kısmından oluşmuş olan fondur.
Özel Fon	Katılma belgeleri önceden belirlenmiş kişi veya kuruluşlara tahsis edilmiş bir fon türüdür.

Kaynak : (Çevrimiçi) <http://www.creahouse.net> , 10 Ocak 2004

Yatırım fonları tipleri ise A tipi ve B tipi yatırım fonu olmak şeklinde ikiye ayrılır;

a. A tipi fon iç tüzüklerinde asgari sınırları belirtilmek kaydıyla portföy değerinin aylık ağırlıklı ortalama bazda en az %25'i devamlı olarak özelleştirme kapsamındaki KİT'ler dahil Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış fonlardır.

b. A tipi fonlar dışındaki yatırım fonları B tipi fonlar olarak nitelendirilmektedir. Portföyü en az %25 hisse senedi içeren "A" ve hisse senedi içermesi zorunlu olmayan "B" Tipi genel ayırımının altında, fonların ağırlıklı olarak yatırım yaptığı kıymet türleri ile adlandırılan çeşitleri vardır.

Dünyada yatırım fonları tüzel kişiliğe sahip anonim şirket şeklinde (ABD), ya da inançlı mülkiyet esasına (İngiltere) kurulurlar. Türkiye mevzuatında inançlı mülkiyet esasını benimsemiştir. Türkiye'de yatırım fonlarının yapısı da ABD'deki yatırım fonları ile benzerlik göstermektedir. Yatırım fonları katılma belgesi karşılığı fon toplamakta ve topladığı fonları yönetmektedir. Kıymetlerin Takasbank nezdinde saklanmaktadır. Yatırım fonları SPK'nun yanı sıra bağımsız denetim kuruluşlarınca da denetlenmektedir.

Tablo 2.2. Çeşitli Ülkelerdeki Fon Büyüklükleri (Mart 1998-Milyar \$)

Ülke	Fon Büyüklüğü	Toplam İçindeki Payı (%)	Ülke	Fon Büyüklüğü	Toplam İçindeki Payı (%)
ABD	5.013.687	66,40	İrlanda	22.520	0,30
Fransa	530.651	7,03	Tayvan	18.958	0,25
Japonya	288.891	3,83	Portekiz	18.865	0,25
İngiltere	272.487	3,61	Danimarka	15.448	0,20
İspanya	194.712	2,58	Yeni Zelanda	7.086	0,9
Almanya	160.169	2,12	Arjantin	5.793	0,08
Brezilya	123.010	1,63	Finlandiya	4.244	0,06
Hong Kong	74.295	0,98	Şili	3.764a	0,05
İsviçre	62.024	0,82	Macaristan	1.258	0,02
Avustralya	53.360	0,71	Türkiye	1.072	0,01
İsveç	53.151	0,70	Polonya	574	0,01
Avusturya	47.719	0,63	Çekoslovakya	378	0,01
Yunanistan	26.111	0,35	Toplam	7.550.989	100,00

Kaynak: Ahmet Erelçin, Yatırım Fonu Yatırım Ortaklığı ve Türkiye Uygulaması, İstanbul, İMKB Aylık Konferansı, 26 Ekim 1998, s.15- 16

Türkiye’de yatırım fonlarının hem sayı olarak hem de kurumsal yatırımcı olarak etkinliğinin giderek arttığını göz ardı etmemek gerekir. Bireysel yatırımcılar günümüzde artık yatırım fonları ile de borsaya girmektedir. Fon kurucuları ise genellikle bankalardan oluşmaktadır.

Yatırım fonlarına yatırım yapılırken getiri/risk rasyosuna göre yatırım fonlarının performansları ölçülmelidir. Yatırımdan vadeye göre, beklenen getiri ve risk dengesi kurulup yatırım yapılmalıdır.

Gelişmekte olan ülkelerde yatırım fonları, profesyonel portföy işletmeciliği yapılmak suretiyle kurulmuş olmalarına rağmen portföylerini risk getiri ilişkileri çerçevesinde oluşturmamaktadırlar. Aksine kıymetleri özellikle tahvil gibi sabit getirili menkul kıymetleri vade bitimine kadar portföyde tutmaktadırlar. Bu tür bir yaklaşım tahvil ikincil piyasaların oluşumunu da etkilemektedir.⁸

Yatırım fonları, kurucusunun belirleyeceği ve Sermaye Piyasası Kurulu’ndan “Portföy Yöneticiliği Yetki Belgesi” almış aracı kurumlar veya portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilirler.⁹ Yatırım fonlarının yönetim ilkeleri; fon portföyünü, kurucusunun belirleyeceği fon yöneticisi, kurucu ile yönetici arasında imzalanan portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde yönetilir. Alım-satım kararları Fon Kurulu’na aittir. Malvarlığı başka amaçlar için kullanılamaz, rehnedilemez, teminat gösterilemez ve haczedilemez. Alım-satımlar borsa kanalı ile yapılır.¹⁰

Fon yöneticileri, fonu iki şekilde yönetebilirler. Birincisi, fonu yatırım hedeflerine uygun olarak performansını piyasanın performansı üzerinde tutmaya çalışarak aktif fon yönetimi izleyerek yönetebilirler. İkinci olarak, fon endeksi oluşturularak, fonun davranışını endeksinin davranışına benzetmeye çalışırlar. Bunun için gerekli para büyüklüğünü ve yatırımı belirlerler. Aktif yatırımı gerektirmediği için bu yönetim şekline pasif yönetim denir. Bu fonların yönetim harcaması diğerinden daha azdır.

⁸ Targan Ünal, *Gelişen Borsalarda Kurumsal Yatırımcılar*, İstanbul, İMKB Yayınları, 1995, s.79.

⁹ *Yatırım Fonları*, İstanbul, Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği Yayınları, Yayın No:2000/1, s.7.

¹⁰ Erelçin, a.g.e. , s.3.

Tasarrufluların yatırım fonları tercihinin üç sebebi var; Birincisi borsanın yükselmesi, ikincisi, devlet kağıtlarının vadelerinin uzarken faizlerinin düşmesi, üçüncüsü de fon gelirlerinin vergi avantajının olmasıdır.¹¹

2.2. Yatırım Ortaklıkları

Yatırım ortaklıkları, genel olarak sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföylerini işletmek amacıyla kurulan anonim ortaklıklardır. Yatırım ortaklıkları, 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun ilk metninde yer almış olmasına rağmen, Kanun'un yürürlüğe girdiği tarihten 1991 yılına kadarki 10 yıllık süre içinde uygulaması olmamıştır.¹²

1991 yılında ilk olarak Vakıf Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin kurulmasıyla bu kurumlar hayata geçmiştir. 1994 ve 1995 yıllarında ise yatırım ortaklıklarının kuruluşunda hızlı bir artış yaşanmıştır.¹³

2.2.1. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları

Menkul kıymet yatırım ortaklıklarının amacı tasarruf sahiplerinin menkul kıymetlere yatırım yapmasını sağlamak ve ortaklarına yatırımları dolayısıyla profesyonel portföy yönetimi hizmetleri sunmaktır. Menkul yatırım ortaklıkları SPK tarafından menkul kıymet olarak tanımlanan her türlü araca yapabilmektedirler.

Yatırım ortaklıkları, yatırım fonlarında olduğu gibi A ve B Tipi olmak üzere iki ayrı tipte kurulabilmektedir. Portföy değerinin en az %25'ini devamlı olarak özelleştirme kapsamına alınmış Kamu İktisadi Teşebbüsleri dahil Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış yatırım ortaklıkları A Tipi, bunun dışında kalanlar B Tipi olarak adlandırılmaktadır. Halen yürürlükte olan vergi mevzuatına göre B Tipi ortaklıklar elde ettikleri portföy işletmeciliğinden doğan

¹¹Ege Can Sen, "Ekonomik Rapor", Turkishbank Ekonomik Araştırmalar Birimi Aylık Bülteni, Şubat 1997, s.1.

¹² Ekrem Çanakçı, Yatırım Ortaklıkları, Ankara,SPK Yayınları, Yayın No: 100,1997, s.1.

¹³ Çanakçı, a.g.e., s.1.

kazançları üzerinden %10 oranında vergi yükümlülüğüne tabi iken, A Tipi ortaklıklarda vergi yükü %0'dır.¹⁴

Türkiye'de menkul kıymet yatırım ortaklıkları dışında gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve risk sermayesi yatırım ortaklıkları gibi yatırım ortaklıkları türleri mevcuttur.

2.2.2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları; Sermaye Piyasası Kanunu'na dayandırılarak, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından düzenlenen, gayrimenkul ve gayrimenkula dayalı projelere yatırım yapmak suretiyle faaliyet gösteren özel bir portföy yönetim şirketi tipidir.¹⁵ Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, bir yatırım aracı olarak, gayrimenkul ve menkul kıymet yatırımlarının en iyi özelliklerini birleştirmekte ve yatırımcıya bir yatırım portföyünde gayrimenkulun profesyonel biçimde yönetildiği pratik ve etkin araçlar sağlamaktadır.

Gayrimenkul sektörüne finansman sağlayan, bu ortaklıklar, piyasalarda likiditeyi geliştirmektedir. Başarılı halka arzlar sonucu ve finansal kuruluşlardan alınan kredilerden temin edilen fonlar, gayrimenkul sektörüne aktarılmaktadır. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları aracılığıyla gayrimenkul sektörünün finansmanı, küçük yatırımcılara büyük projelerin karlarına ortak olma şansı vermektedir. Bu ortaklıklar en şeffaf ve en verimli gayrimenkul finansmanı modelinden biridir.

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının, portföy oluşturulması, yönetilmesi ve gerektiğinde değişiklikler yapılması, portföy çeşitlendirmesiyle, yatırım riskinin en aza indirecek bir biçimde dağıtılması, gayri menkullere ve gayri menkule dayalı araçlara ilişkin gelişmelerin sürekli bir biçimde izlenmesi ve portföy yönetimi ile ilgili olarak gerekli önlemlerin alınması, portföyün değerini korumaya ve artırmaya

¹⁴ "Yatırım Ortaklıkları", 1999, (Çevrimiçi) <http://www.spk.gov.tr> , 12 Şubat 2004

¹⁵ Zafer Kaymakçı, "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları", *Yaşar Yatırım Aylık Bülten*, sayı : 25, Ocak 1999, s.10.

yönelik araştırmaların yapılması çerçevesinde faaliyetlerini sürdürmeleri gerekmektedir.¹⁶

Türkiye’de gayrimenkul sektörünün en önemli problemi yüksek sermaye maliyetidir. Şimdiye kadar bankalar, yüksek ve belirsiz enflasyon ortamı sebebiyle, sektöre orta ve uzun vadeli kredi vermiyorlardı. Enflasyon ve faizler kişileri devlet destekli konut projelerine ve kooperatifçiliğe doğru yönelmişti. Faiz oranları ve bono getirilerinin düşmeye devam ettiği süreçte, yatırımlar yeni yön arayışına girmişlerdir.¹⁷

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının gelişimi ve likiditesini artırmak amacı ile bu ortaklıklara bazı vergi avantajları sağlanmıştır.¹⁸

Türkiye’de gayrimenkul yatırım ortaklıklarının ana amacı finansman problemi yaşayan gayrimenkul sektörüne kaynak yaratmaktır. Halka açılma ile toplanan fonların gayrimenkul sektörüne yönlendirilmesinin yanı sıra, kısıtlı birikimleriyle verimli bir gayrimenkul yatırım yapamayan tasarruf sahiplerinin yaratılan değer artışından faydalanmalarını sağlamaktır.¹⁹

GYO portföyleri gayri menkullerden ve menkul kıymetlerden oluşan karma portföylerdir. Bu nedenle portföyler gayrimenkulun niteliği gereği enflasyona karşı güçlü bir koruma sağlarken, alternatif yatırım araçlarının getirileri ile ters yönde hareket ederek yatırım riskinin düşük olmasını sağlarlar. GYO hisse senetleri, yatırımcılara küçük tasarruflarla büyük portföylere ortak olma olanağı verir hisse senedinin satılabilirliği sayesinde gayrimenkul yatırımlarına likidite kazandırmış olur.²⁰

¹⁶ Kürşat Taşkın ve Pervin Bakankuş, "Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı", **Eti Menkul Aylık Bülten**, Ağustos 2000 , s.8.

¹⁷ "Türkiye’de Gayrimenkul Sektörü", 2000, (Çevrimiçi) <http://www.ihlasgyo.com.tr>, 15 Şubat 2004

¹⁸ Taşkın ve Bakankuş, **a.g.e.**, s.9.

¹⁹ "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları,2001, (Çevrimiçi) <http://www.gyoder.org.tr>, 12 Şubat 2004

²⁰ "GYO Sektörü",2001, (Çevrimiçi) <http://www.isgyo.com.tr>, 10 Şubat 2004

2.2.3.Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları

Risk sermayesi genel olarak; dinamik, yaratıcı ancak finansal gücü yeterli olmayan girişimcilerin yatırım fikirlerini gerçekleştirmeye olanak tanıyan bir yatırım finansmanı biçimi olarak tanımlanabilir.²¹

Risk sermayesinin amacı, yüksek gelişme potansiyeline sahip ve rekabet üstünlüğü olan veya olabilecek işletmelere uzun vadeli yatırımlarda bulunarak ve gerektiğinde aktif yönetsel destek ve diğer uzmanlık hizmetleri sağlayarak ekonomik değer artışı temin etmek yoluyla portföylerindeki menkul kıymetlerin değerlerini arttırmak ve bu menkul kıymetleri elden çıkarmak suretiyle yüksek getiri sağlamaktadır.²²

Risk sermayesi temel olarak, teknolojik yenilik, sermayeye katılım, yönetime katılım, küçük işletme, hızlı büyüme, uzun vadeli yatırım, gibi unsurlardan oluşur. risk sermayesinin amacı; yatırım yapılan projenin dayandığı teknolojinin getireceği verimlilik artışından ortaya çıkan karı elde etmektir.

Özellikleri ise şunlardır; sermaye doğrudan veya finansal aracı kuruluşlar vasıtasıyla gelecek vaat eden projelere aktarılır. Yapılan yatırım esas olarak bir öz sermaye yatırımdır. Yapılan yatırımlarda göz önünde tutulacak temel faktör şirketin büyüme ve verimlilik artışı potansiyelinin olmasıdır. Uzun vadeli bir yatırımdır.²³

Risk sermayesi genellikle; yeni ve yüksek büyüme ve karlılık potansiyeli gösteren projelere yatırım yapar, hisse senedi satın alır, ürün ve hizmet üretimine yardımcı olur, şirket yönetimine katılır, stratejik kararlarda yardımcı olur ve uzun dönemli düşünülür. Risk sermayesi bir yatırım ortaklığıdır. Ancak farklı bir statü ve işleyiş şekli vardır.²⁴

²¹ "Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları Tanıtım Rehberi",2001, (Çevrimiçi) <http://www.spk.gov.tr>,10 Şubat 2004

²²Serpil Canbaş ve Hatice Doğukan, **Finansal Pazarlar**, İstanbul, Beta Basım,Yayın No:726,1997,s.150

²³"Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları Tanıtım Rehberi",2001, (Çevrimiçi) <http://www.spk.gov.tr>,10 Şubat 2004

²⁴"Risk Sermayesi Nedir?", 2001, (Çevrimiçi) <http://www.vakifrisk.com.tr>, 10 Şubat 2004

Tasarruf sahipleri, RSYO'nun hisse senetlerini birincil piyasa olarak adlandırılan halka arzdan veya ikincil piyasa olarak adlandırılan borsadan satın alabilirler ve aldıkları hisse senetlerini yine borsada elden çıkarılabilirler.²⁵ Risk sermayesi yatırımı uzun vadeli yatırımlardır. Bu yatırım, girişim şirketlerine ortak olmak suretiyle yapılabileceği gibi bu şirketlerin ihraç ettiği borçlanma senetlerinin satın alınması suretiyle de yapılabilir.

Risk sermayesi uygulamasında bütün dünyada kullanılan fonun toplamı 100 milyar doların üzerindedir. Bu uygulama yeni ekonomi denilen ürünlerin çıkmasına da olanak sağlıyor ve yeni borsaların oluşmasına neden oluyor. Bunun en güzel örneği, Nasdaq. Nasdaq sadece ve sadece risk sermayesi şirketlerinin yatırım yaptığı şirketlerin, kolay halka açılmasını sağlayabilmek amacıyla kurulmuş bir borsadır.

Günümüzde risk sermayesi için oluşturulan fonlar oldukça büyük boyutlara ulaşmış durumdadır ABD'de 1999 yılında risk sermayesi yatırımlarının büyüklüğü bir önceki yılına göre %60 büyüyerek 50 milyar dolara ulaşmış ve bu yatırımların 3.9 milyar doları internet şirketlerine yapılmıştır. Avrupa'da ise risk sermayesi yatırımları 1999 yılında 20.3 milyar dolar seviyelerine yükselirken yatırımların çoğu internet ve telekomünikasyon şirketlerinde yoğunlaşmıştır.

Risk sermayesi yatırımları çok yüksek, hızlı bir gelişme potansiyeli taşımaktadır. Uygulanabilmesi için ayrı bir borsa belirleyip, orada faaliyet göstermelerini sağlamak gerekiyor.²⁶ Türkiye'de Nasdaq tipi borsanın kurulması, halka açılma ihtiyacı içinde olup da İMKB'nin gerektirdiği koşulları sağlamayan, böyle bir imkan tanıdığına da atılım için yapacak şirketler için bir imkan olacaktır.

2.3. Portföy Yönetim Şirketleri (PYS)

Portföy yönetimi ve yöneticiliği geniş anlamı bir ticari bir faaliyettir ve kara yöneliktir ve SPK'ca düzenlenmiştir. SPK tebliğinde portföy yöneticiliği ve işleticiliği; risk ve getiri analizleri çerçevesinde menkul kıymetlerin temettü, faiz gibi

²⁵“Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları Tanıtım Rehberi”,2001, (Çevrimiçi) <http://www.spk.gov.tr>,10 Şubat 2004

²⁶Güven Vural, *Yatırım Ortaklıkları* , Ankara, Ankara İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi, Yayın No: 120, 1978, s.105.

getirileri ile değer artışından yararlanmak, bu senetlere bağıl hakları kullanmak ve hizmetleri yapmak amacına yönelik bir faaliyet türü olarak tanımlanmaktadır.

PYŞ ile aracı kurumların portföy yöneticiliği faaliyetlerinde bulunabilmeleri için gerekli özel şartlar şunlardır;

a. Bünyelerine portföy yönetimi ve araştırma faaliyetleri için yeterli mekan, teknik donanım ve organizasyon,

b. Yüksek öğrenim görmüş, sermaye piyasası, bankacılık, ekonomi, maliye, işletme ve finansman konularında bilgili ve mali piyasalarda en az 3 yıllık mesleki tecrübesi bulunan yeterli sayıda ihtisas personeli (portföy yöneticisi),

c.PYŞ'nde asgari 401 milyar TL. sermaye.²⁷

Bir portföyün yönetilmesi, mevzuatın ve iç tüzüğün izin verdiği sınırlar dahilinde, portföye varlık (hisse senedi, tahvil, bono vb.) alınıp satılması ve bu varlıkların getirilerinin (faiz, kar payı gibi) tahsil edilmesi faaliyetleridir. Varlıkların alınıp satılması kararlarına dayanarak teşkil eden her türlü araştırma analiz gibi faaliyetler de portföy yönetimi kapsamına girer.

Portföy yöneticiliği faaliyetine ve bu faaliyette bulunacak kurumlara ilişkin esaslar 20.4.1993 tarih ve 22264 sayılı Resmi Gazetede yayınlanan SPK Tebliği ile düzenlenmiştir. Portföy yöneticiliği faaliyeti belirlenen şartları yerine getirerek kuruldan yetki belgesi almış portföy yönetim şirketleri ve aracı kuruluşlarca yürütülür.²⁸ SPK'ca tebliğinin amacı portföy yöneticiliğinin, PYŞ tarafından bu faaliyetin güven ve istikrar ortamı içinde yapılmasını sağlamaktır.

Portföy yönetim şirketleri, Türkiye'de yasal olarak, diğer finansal kurumlardan bağımsız bir şekilde 1997 yılında kurulmaya başlamış ve fonların profesyonelce yönetilmesinin yararlarını anlamalarıyla birlikte yatırımcılar tarafından rağbet edilerek büyüyen bir sektör haline gelmiştir.²⁹

²⁷ Karşlı, a.g.e. ,s.117.

²⁸“Mali Sistem”, 2000, (Çevrimiçi) <http://www.treasury.gov.tr>, 15 Şubat 2004 T.19, s.56.

²⁹ “Portföy Yönetimi”, 2001, (Çevrimiçi) <http://www.oyakportfoy.com.tr>, 12 Şubat 2004

Bugün müşterilerin yanı sıra PYS'nin yönettikleri portföyün büyüklüğünü daha çok yatırım fonları oluşturmaktadır. Türkiye ağırlıklı olarak banka ve aracı kurumlar tarafından kurulan yatırım fonları, yine bu kuruluşlarca kurulan PYS'ne devredilmektedir. Portföy yönetimi, sadece portföy yönetim şirketlerine verilmeli ve aracı kurumların bu haksız rekabeti ortadan kaldırılmalıdır.

Portföy yönetim şirketleri, hem müşteri, hem de yatırım fonları ile büyük portföyleri yönetmektedirler. Birikimi yatırım fonlarına yatıran, bireysel yatırımcıların paraları büyük miktarlarda fonlar oluşturmaktadır. Bu fonların bu tür kurumlar tarafından yönetilmesi, yatırımcının yararına olmakta ve piyasaların gelişmesi ve derinleşmesine katkıda bulunmaktadır.

2.4. Sigorta Kuruluşları

Sigortacılık sektöründe faaliyet gösteren önemli kuruluşlar; sigorta şirketleri reasürans şirketleri, acenteler ve düzenleyici otorite olarak, Sigorta Denetleme Kurulu'dur (SDK).

Sektörde sigorta branşlarında Hazine Müsteşarlığı'ndan ruhsat alarak faaliyette bulunan sigorta şirketleri tarafından mal sigortaları, can sigortaları ve sorumluluk sigortaları olarak üç ana grup altında 29 ayrı türde sigorta sözleşmesi yapılmaktadır. Söz konusu sigorta türlerine ilişkin sigorta sözleşmeleri Türk Ticaret Kanun, Borçlar Kanunu ve Sigorta Murakabe Kanunu hükümleri çerçevesinde her bir tür için ayrı ayrı hazırlanarak yürürlüğe konulan sigorta genel şartlarına göre yapılmaktadır.³⁰

Türkiye'de sigorta sektörü gelişmeye açık bir sektör konumundadır. Çünkü halen mevcut sigorta potansiyelinin yaklaşık olarak %35'i değerlendirilebilmektedir. Türkiye'de sigorta sektörü kaza-mühendislik-ziraat sigortalarından oluşan dünyada olduğu gibi yangın-nakliyat-elementer branşlar, hayat sigortası ve sağlık sigortası olmak üzere 3 bölüme ayrılmaktadır. 1993 yılında, 65'i sigorta şirketi, olmak üzere

³⁰Selma Alkan, "Sigorta Sektörü", 2000, (Çevrimiçi) <http://www.vakifbank.com.tr>, 15 Şubat 2004, s.6.

69 şirketten oluşan sektördeki şirket sayısı birleşmelerden dolayı 1999 yılında 67'ye düşmüştür.³¹

Türkiye Sigorta Denetleme Kurulu'nun 1999 yılı faaliyetlerine ilişkin raporuna göre, Türkiye'de faaliyet gösteren 63 şirketin toplam 13.567 adet acentesi bulunmaktadır. Bu sayıya, 7.600 civarında banka şubesini de eklediğimizde acente sayısı 21 000'i geçmektedir. Sektörde üretimin %67'lik bölümü acenteler tarafından yapılmaktadır.

Sermaye piyasalarında önemli bir kurumsal yatırımcı olarak sigorta şirketleri, Türkiye'de son yıllarda gelişmeye başlamış, ilerleme kaydetmesine rağmen henüz istenilen noktaya gelememiştir. Sigortacılık sektörü, gelişmiş ülkelere göre, gerek fon yaratma ve gerekse sermaye piyasalarında kurumsal bir yatırımcı olarak etkinliği bakımında gerilerde kalmıştır. Gelişmiş ülkelerde sigortacılık sektörünün yarattığı fonlar, işlevi bakımından ekonominin ve sermaye piyasalarının itici gücü olmaktadır.

Sigorta şirketlerinin fon yaratmasını engelleyen temel neden, sigorta işletmelerinin ekonomik işlevinin Türkiye'de yeterince anlaşılammış olması ve bunun sonucunda sigorta işlemlerinin sermaye piyasası kapsamı dışında bırakılmasıdır.³²

Yıllık prim artışları, nominal olarak yüksek görünse de reel olarak enflasyonun etkisinden arındırılıp analiz edildiğinde oldukça düşük kalmaktadır. Reel anlamda gelişme göstermeyen primlerden, yüksek faaliyet giderleri düşünüldüğünde kalan teknik karlar ekonomi için önemsenemeyecek kadar düşüktür.³³

Prim tahsilatlarının gecikmesi sigorta şirketlerinin nakit sıkıntısı çekmelerine, hasar ödemelerini zamanında yapmalarına, reasürans şirketlerine borçlu

³¹Berrak Gökmen ve Şeniz Güner, "Sigorta Sektörü", 2001, (Çevrimiçi)

<http://www.egsyatirim.com.tr>, 12 Şubat 2004, s.7.

³²Targan Ünal, *Sigorta Sektörünün Ekonomik İşlevi ve Fon Yaratma Kapasitesi*, İstanbul: İTO Yayınları, Yayın No:1994-04, 1994, s.46.

³³Ünal, a.g.e. ,s.56

kalmalarına ve paranın zaman maliyeti açısından zarar etmelerine neden olmaktadır.³⁴

Sigorta şirketlerinin ulaştıkları prim gelirlerinin yetersiz oluşunun yanı sıra ulaşılan fonlar da rasyonel kullanılmamaktadır. Prim gelirlerinin sınıai yatırımlarının finansmanında kullanılmayıp kısa vadeli yatırımlara kaydırılması, kurumların etkin yatırım portföyünü oluşturmadaki başarısızlıkları, fon oluşturmada bir kısır döngü yaratmaktadır.³⁵

Fon yönetiminde sigorta şirketlerinin karşılaştıkları sorunlardan biri de, hem hisse senedi piyasasında hem de sabit getirili menkul kıymetler piyasasında işlem yapma haklarının olmaması bir başka deyişle aracı kurum yetkilerine sahip olmamalarıdır. Bu yetkinin sigorta şirketlerine verilmesinin borsa işlem hacmini olumlu yönde etkileyeceği düşünülmektedir.³⁶

Risk ve primin büyük bölümü reasürans şirketlerine devredilmiş olduğu halde, hasar ödemelerinde reasürör payının genellikle sigorta şirketlerinden daha az gerçekleşmiş olması, yurtdışı reasürans işlemlerinin Türk sigortacılığının aleyhine işleyen bir mekanizmaya dönüşmüş olduğunu göstermektedir.³⁷ Batı ülkelerinde özellikle hayat sigortası şirketleri bireysel tasarruflar toplama konusunda önemli bir araçtır. Hayat sigortası şirketlerinin tasarrufçu kurum olarak önlemleri, batı ülkelerinde gerileme eğilimi göstermektedir.

2.5. Sosyal Güvenlik Kuruluşları

Türkiye’de sosyal güvenlik alanında ilk kapsamlı sistem, kamu kesimi çalışanları için 5434 sayılı kanunla kurulan Emekli Sandığı ile getirilmiştir. Sistem, bir işverene bağlı olarak çalışanları kapsayan ve 506 sayılı Kanunla kurulan Sosyal Sigortalar Kurumu ile genişletilmiş ve esnaf ve sanatkarlar ile diğer bağımsız

³⁴Çağatay Ergenekon, *Sigorta Sektörü*, İstanbul, İMKB Yayınları No: 5, 1995, s.59

³⁵Ünal, a.g.e. ,s.47.

³⁶ Targan Ünal, *Gelişen Borslarda Kurumsal Yatırımcılar*, İstanbul, İMKB Yayınları, 1995, s.138.

³⁷ Ergenekon, a.g.e. , s.14

çalışanların sosyal güvenliğini sağlaması amacıyla 1479 sayılı Kanun ile Bağ-Kur'un kurulması ile son şeklini almıştır. ³⁸

Sosyal Sigortalar Kurumu, Bağ-Kur ve TC Emekli Sandığı gibi temel sosyal güvenlik kuruluşları dışında Türkiye'de bankalar, sigortalar ve reasürans şirketleri, ticaret ve sanayi odaları ve borsaların kurduğu sosyal güvenlik kuruluşları da faaliyet göstermektedir.

Türkiye'de sosyal güvenlik sisteminin işleyişinde uygulanmakta olan yöntem teorik olarak kapitalizasyonu sistemi olarak tanımlanmaktadır. Bu sistemde kanun gereğince bağlanan gelir aylıklarının ödenmesini sağlamak üzere peşin değerler toplamı hesaplanmaktadır. Bu sistemde ileride doğabilecek muhtemel ödemelere karşı bir fon oluşturulması ve bu fonun değerlendirilmesi esastır. ³⁹ Kapitalizasyon sistemine göre kurulmuş olan sosyal güvenlik sistemi büyük ölçüde dağıtım esası yönünde gelişmiştir.

Türk sosyal güvenlik sistemi, 1990'lı yıllardan itibaren çok ciddi sorunlarla karşı karşıya kalmış ve mali kriz içine girmiştir. Sosyal güvenlik kuruluşlarının gelirleri giderlerini karşılayamamakta ve bu kuruluşların açıkları katlanarak artmaktadır.

SSK ve Bağkur'da aktif sigortalı kitlesi ile sayıları sürekli artan emekli, malul, dul ve yetimlerin mali yükü karşısında bu kurumun aktif-pasif sigortalı yapısı bozulmuştur. Aktif sigortalı sayısının yeterince artmamasında kayıt dışı sektörün etkisi büyüktür. Primlerin yüksek oluşu da bu kayıt dışılığı arttırmaktadır. Ayrıca alınan hizmetlerin ve emekli olduğunda alınan maaşın düşük olması, bu kurumların primlerini toplayamamalarına neden olmaktadır.

Sosyal Güvenlik kurumlarının belli başlı gelir kaynakları, iştirakçiler (SSK'ya, Emekli Sandığı'na ve BağKur'a prim ödeyenler), işveren ve devletten toplanan primler ile kurumların yatırımlarından ve diğer kaynaklardan elde edilen gelirlerinden; giderleri ise, kurumların yerine getirmekle yükümlü oldukları

³⁸Ünal, a.g.e. ,s.138.

³⁹ Elif Buzlupınar, **Emeklilik Fonları ile Sermaye Piyasasına Kaynak Aktarma; Türkiye Üzerine Değerlendirmeler** , Ankara, SPK Yayını, 1996, s.98.

görevlerinden kaynaklanan malullük, ölüm ve yaşlılık aylığı ile sağlık ve ölüm yardımını gibi giderlerden oluşmaktadır.⁴⁰

Türkiye’de sosyal sigorta primleri, sigortalılar ile bunların işvereninden alınmaktadır. Prim miktarı sigortalıların ücreti üzerinden hesaplanmaktadır. SSK’nın yıllık gelir ve giderleri arasındaki fark, yatırılacak fonları oluşturmaktadır.⁴¹

Emekli Sandığı gelir kaynakları; iştirakçilerden alınan devlet keseneği, devletin emekli keseneği karşılığı ve plasman gelirlerinden oluşmaktadır.⁴² Bağ-Kur’da en önemli gelir kaynağı primleridir. Fonların işletilmesinden elde edilecek gelirler, bağışlar ile başkaca gelirler ve bütçeden yapılacak yardımlar, diğer gelir kaynaklarını oluşturmaktadır.

Devletin, sosyal güvenliğin finansmanına katkısı; primlere benzer bir biçimde ödemelere katılmak, sosyal güvenlik kurumlarının yönetim giderlerini karşılamak, bu kurumların gider açıklarını kapatmak, bu kurumlara vergi indirim gibi bazı kolaylıklar göstermek şeklinde gerçekleşmektedir.⁴³

Sosyal güvenlik kuruluşlarının en büyük finansman kaynağını sosyal sigorta primlerinin oluşturması karşısında, bunların zamanında ödenmeyişi ya da tahsil edilemeyişi, büyük mali güçlük yaratmaktadır. Nitekim, Türkiye’de enflasyonist ortam, adeta primleri geç ödemeye özendirilmektedir.⁴⁴

Erken emeklilik uygulaması da, kurumların aktüaryal dengeleri olumsuz etkilemektedir. Emekli aylığının ödenme süresi sosyal güvenlik kurumlarının finansal dengesi açısından önem taşımaktadır. Bu süre uzun olduğu takdirde sosyal sigorta prim gelirinde sürekli bir erime görülmektedir.⁴⁵

⁴⁰Selim Soydemir, **Kurumsal Yatırımcıların Fon Kaynakları ve Kullanım Yerleri**, SPK Yayınları, s.207

⁴¹ İlyas Çelikoğlu, **Sosyal Güvenlik Sistemlerinin Finansman Yöntemleri ve Türkiye Uygulaması**, Ankara, DPT Yayınları, Yayın No: 2355, 1994, s.120

⁴² “Emekli Sandığı”, **Ekonomi Ansiklopedisi**, 1 Numara ve Hearst Yayıncılık, İstanbul, 1999, s.375.

⁴³ Faruk Andaç, **İşsizlik Sigortası**, Kayseri, Türk Ağır Sanayi ve Hizmet Sektörü Kamu İşverenler Sendikası, 1999, s.69

⁴⁴ A. Murat Demircioğlu, **Yeni Sosyal Güvenlik Rehberi**, İstanbul, İTO Yayınları, Yayın No: 19, 2000, s.15

⁴⁵ Çelikoğlu, a.g.e. , s.117.

Sosyal güvenlik kurumlarının başlıca gelir kaynağını, işveren ve devlet tarafından ödenen primler oluşturur. Türkiye’de sosyal sigortalar sigortalı ve işveren primleri ile finanse edilmekte, devlet prim ödeyerek sistemin finansmanına katılmamaktadır.⁴⁶

Türkiye’de sistemin temel yapısal değişikliği için bazı adımlar atılmaktadır. Kuralları devlet tarafından konulan, varlıkları devlet tarafından kullanılan ve tümüyle devlet tarafından idare edilen bir sistem yerine, bireylerin kendi tasarruflarının sahibi olduğu ve belli kurallarla çalışan rekabetçi kurumlar arasında seçim yapabildiğini sağlayan bir sistemin daha sağlıklı ve güvenilir olması beklenmelidir.⁴⁷

Sistemin yeniden yapılandırılmasıyla ilgili öneriler, uzun dönemde tek katmanlı bir sistemden iki katmanlı ve/veya üç katmanlı, karma bir sisteme geçilmesi gerekliliği üzerinde yoğunlaşmaktadır. İlki, tanımlanmış fayda esasına göre işleyen yeniden yapılandırılmış bir dağıtım sistemine, ikincisi ise; gönüllü bireysel tasarruf hesaplarına dayalı olacaktır. İkincil katmanda oluşacak bireysel tasarruflar uzun vadeli fon birikimleri yaratarak, aynı zamanda sermaye ve hisse senedi piyasalarının gelişmesine de katkıda bulunacaktır.

Sosyal güvenliğe ait 2000 yılında, ihtiyari özel emeklilik, emeklilik yaşının 58/60’a çıkarılması, kütüklerin gözden geçirilmesi, sigorta primlerindeki artış, sosyal güvenlik fonlarının daha iyi değerlendirilmesi ve sistemi denetlemek üzere Sosyal Güvenlik Kurulu’nun oluşturulması, sosyal güvenlik sistemine ait alınmış ve alınması düşünülen önlemlerden bazılarıdır.

Bir sonraki bölümümüzde Türkiye’deki sosyal güvenlik sisteminin sorunlarını çözümlenmek amacı ile tasarlanmış ve artık uygulamaya geçmiş sistemlerin en önemlilerinden olan bireysel emeklilik sistemini inceleyeceğiz.

⁴⁶ Nurset Ekin, Yusuf Alper ve Tekin Akgeyik, **Türk Sosyal Güvenlik Sisteminde Arayışlar : Özelleştirme ve Yeniden Yapılanma** , İstanbul, İTO Yayınları, Yayın No: 1999-69, 1999,s.132.

⁴⁷ **Türk Sosyal Güvenlik Sisteminin Sorunları, Çözüm Önerileri ve Özel Sigortacılık Girişimi** , İstanbul, TUSİAD Yayınları, Yayın No: T/96-1/193,1996, s.41.

3. TÜRKİYE'DE BİREYSEL EMEKLİLİK SİSTEMİ

Bu bölümde Bireysel Emeklilik Sisteminin özelliklerini, işleyişini ve olası etkilerini inceleyeceğiz.

3.1. Bireysel Emeklilik Sistemine Geçiş Nedenleri

Günümüzde gelişmiş olsun gelişmekte olsun tüm sosyal güvenlik rejimleri bir kriz içine girmişlerdir. Nüfusun yaşlanması, aktif-pasif dengesinin bozulması, sağlık hizmetlerinin maliyetlerindeki artış, siyasi iktidarların sağlık sigortasına gereksiz müdahaleleri ekonomik dalgalanmalar, enflasyon, işsizlik, sigortasız işçi çalıştırma eğilimi, gibi nedenler hemen her ülkede sosyal sigorta kurumlarını sıkıntı içine sokmuş bulunmaktadır. Bunun sonucunda emeklilik ödemeleri azaltılmakta, emeklilik yaşı yükseltilmektedir. İlgililerden zorunlu olarak alınan prim oranları da artık sınıra dayanmıştır.¹ Gelişmiş ülkelerde sosyal güvenlik sisteminin işlerliğini zedeleyen en önemli faktör demografik özellikler olurken, gelişmekte olan ülkelerde ise aktüeryal ilkelerin ihlali ön plana çıkmaktadır.²

Bu durumun etkilerini ortadan kaldırmak için başvurulan tedbirler; emeklilik yaşının artırılması, sosyal sigorta primlerinin yükseltilmesi, emekli aylıklarının reel alım gücünün düşürülmesi, vergi oranlarının artırılması, imtiyazlı emeklilik uygulamalarına son verilmesi, erken ve malûlen emekli olma koşullarının zorlaştırılması, yüksek emekli maaşlarının yüksek oranda vergilendirilmesi, kayıt dışı istihdamın kayıt altına alınması ve genç nüfusa sahip ülkelerden işçi kabul edilmesi olarak sıralanabilir.

¹ A. Can Tuncay, "Bireysel Emeklilik Rejimi Üzerine", (Çevrimiçi) <http://www.cmis.org.tr/dergi/1mak20002.doc>, 05 Nisan 2004, s.4.

² Mehmet B. Karan, Ali A. Karacabey, **Türkiye'de Sermaye Piyasasının Mali Sistem İçindeki Yeri, Sorunları ve Geleceği**, Ankara, SPK Yayınları, Yayın No: 140, 2003, s.211

Ancak bu tür parametrik tedbirler, bireyin refahını artırmak yerine, sosyal güvenlik kurumlarının gelir-gider dengelerinin tekrar sağlanması amacıyla yönelik kısa vadeli çözümlerdir.

Bütün bunlar, Sosyal güvenlik sisteminin sağladığı standardın azalması ve sosyal güvenlik aylıklarının amaçlanan hedeflere ulaşmakta yetersiz kalması sonucunu ortaya çıkmıştır.³

Bu nedenler artık ülkelerde sosyal güvenlik sistemlerinin devletin garantisini altında ve onun yönetiminin de işleyen tek ayaklı ya da tek boyutlu yönetimini yetersiz kılmaktadır. Buna özelleştirme yoluyla devletin ekonomik hayattan el çekmesi olgusunu da eklemek gerekir. Bunun yerine, bu temel rejim korunmakla birlikte bunun yanında işçi ve işverenlerin zorunlu ya da gönüllü katkılarıyla oluşturulan ikinci bir rejime daha artık ihtiyaç duyulmaktadır. Hatta tamamen çalışanın kendi isteğine bağlı olarak işleyen bireysel emeklilik rejimleri de (genelde hayat sigortaları) kurulmaktadır ki bu da üçüncü ayağı oluşturur.⁴

Dünyada varolan sosyal güvenlik sistemleri Şekil 3.1'deki piramit gösterimde yer almaktadır.

Şekil 3.1. Sosyal Güvenlik Sistemi Ayakları



Kaynak : Egemen, a.g.m. , s. 36

³Meral Ak Egemen, "Bireysel Emekliliğe Bakış", Finans- Politik ve Ekonomik Yorumlar, Sayı No: 476, Kasım 2003, s. 36

⁴Tuncay, a.g.m. , s.4.

Türk sosyal güvenlik sistemi, esas olarak tek ayak üzerine kurulmuştur. Türkiye’de devlet sosyal güvenlik garantisi sağlama görevini, değişik çalışan grupları için oluşturduğu SSK, Bağ-Kur, ve T.C. Emekli Sandığı Kurumlarını oluşturarak yerine getirmiştir. “Kamu yönetiminin ağırlıklı ve zorunlu sigortalılığın” esas olduğu bu kurumlar, sistem içinde birinci ayak sosyal güvenlik kurumlarını oluşturmaktadır ve öncelikle gelirin yeniden dağılımı ve sigorta fonksiyonlarını yerine getirmeyi amaçlamış kurumlardır.⁵

Ancak, Türkiye için ikinci ayak sosyal güvenlik kurumlarının hiç olmadığını söylemek de çok gerçekçi değildir. Tam olarak karşılama da, Türkiye’de ikinci ayak sosyal güvenlik kurumlarına, başta OYAK ve Amele Birliği olmak üzere, bazı özel ve kamu kurumlarının oluşturduğu yardımlaşma ve dayanışma sandıklarını örnek göstermek mümkündür. Ancak, bu kurumların varlığı çok ayaklı bir sistemden bahsedilmesine imkan verecek yaygınlıkta değildir.⁶ Tahmini olarak OYAK ve Amele Birliği 209.600 insanı kapsar (OYAK: 190.000, Amele Birliği: 19.600-2000 veri) ve 2001 yılı sonu itibariyle yönetilen tahmini aktif büyüklük 1.315 milyar dolar civarındadır (OYAK : 1.3 milyar dolar; Amele Birliği: 15 milyon dolar). Bu ayaktaki diğer kurumlar tarafından kapsanan toplam kişi sayısı tahmini olarak yaklaşık 333.000’dir (Sosyal Sigortalar Kurumu Yıllık İstatistik Kitabı 2000’e göre) ve 2001 yılı sonu itibariyle bu fonlarda yönetilen tahmini aktif büyüklük 750 milyon dolardır.⁷

Sistemin üçüncü ayağı ise tamamen özel sigortaların hayat sigortası branşlarına bırakılmıştı. Bu ayağın ise gerek kurumsal yapı, gerekse finansman bakımından birinci ayak sosyal güvenlik kurumları ile herhangi bir ilişkisi yoktu.⁸

Emekli olacak çalışanların kullanılabilecekleri mevcut sosyal güvenlik gelirini arttırmak ve kamu sistemi üzerindeki baskıyı azaltmak için Devlet sosyal güvenlik sistemi reformu programının bir parçası olarak son zamanlarda yeni üçüncü basamak tipi özel emeklilik sistemi olan **Bireysel Emeklilik Sistemi (BES)**

⁵ Alper, Yusuf : “Sosyal Güvenlikte Yeni Bir Adım : Bireysel Emeklilik”, (Çevrimiçi) <http://www.cmis.org.tr/dergi/032002/03makale-2.pdf>, 05 Şubat 2003, s.15-16

⁶ A.e. , s. 16

⁷ Egemen, a.g.m. , s. 37

⁸ Alper , a.g.m. , s. 16

geliştirilmiştir. Bu tasarının belirleyici nitelikleri 7 Ekim 2001'de yürürlüğe giren 4632 Nolu Kanunun altında Özel Emeklilik Tasarrufları ve Yatırımları Sisteminde yer almaktadır.⁹

3.2. Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu

Türkiye'de, sosyal güvenlik alanında yaşanan mali, kurumsal ve idari yapılanma sorunlarını çözmek ve bu yolla mevcut kamu sosyal güvenlik sisteminin güçlendirilmesi ve kurumların yeniden yapılandırılarak daha nitelikli bir sosyal güvenlik sisteminin gerçekleştirilmesini temin etmek amacıyla 1999 yılında sosyal güvenlik reformuna ilişkin yasal düzenlemeler yapılmıştır. bu düzenlemeler yapılırken ayrıca, bu sistemi tamamlayıcı nitelikteki programların geliştirilmesi hedeflenmiştir.¹⁰

Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu başta Maliye Bakanlığı, Çalışma ve Sosyal Güvenlik Bakanlığı, Hazine Müsteşarlığı ve Sermaye Piyasası Kurulu olmak üzere ilgili tüm kesimlerin görüş ve önerilerinin değerlendirildiği ortak bir metin ve sosyal güvenlik reformunun bir parçası olarak TBMM tarafından 28 Mart 2001 tarihinde kabul edilmiş, 7 Nisan 2001 tarih ve 24366 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır. Kanun, yayımı tarihinden itibaren 6 ay sonra 7 Ekim 2001 tarihinde yürürlüğe girmiştir.¹¹

3.2.1. Kanunun Amacı ve Kapsamı

Bu **kanunun amacı**, kamu sosyal güvenlik sisteminin tamamlayıcısı olarak bireylerin emekliliğe yönelik tasarruflarının yatırıma yönlendirilmesiyle emeklilik döneminde ek bir gelir sağlanarak refah düzeylerinin yükseltilmesi, ekonomiye uzun vadeli kaynak yaratarak istihdamın artırılması ve ekonomik kalkınmaya katkıda bulunulmasını teminen, gönüllü katılıma dayalı ve belirlenmiş katkı esasına göre oluşturulan bireysel emeklilik sisteminin düzenlenmesi ve denetlenmesidir. Bu **kanunun kapsamı**, emeklilik şirketlerinin kuruluş, çalışma yönetim ve denetimine,

⁹ Egemen, a.g.m. , s. 37

¹⁰ Şakir Dorukkaya, "Kurumsal Yatırımcı Olarak Bireysel Emeklilik Fonları", **Finans Dünyası**, Aralık 2003 , s. 42

¹¹ "Bireysel Emeklilik Sistemi" , (Çevrimiçi) http://www.egm.org.tr/BES_tanim.asp , 21 Nisan 2003

kişilerin sisteme katılma, ayrılma ve emeklilik koşullarına, emeklilik yatırım fonlarının kuruluşuna, katkıların bu fonlarda toplanmasına ve değerlendirilmesine, aracılık hizmetlerine, kamuya açıklanacak bilgilerin kapsamına ve bireysel emeklilikle ilgili diğer hususlara ilişkin esas ve usulleri düzenlemektir.¹²

Kanunun amaçlarını esas olarak, 2 ana başlık altında toplamak mümkündür: Bunlar, sosyal (güvenlikle ilgili) amaçlar ve ekonomik amaçlardır.¹³ Bu Kanunla sağlanmak istenen sosyal amaçlar:

- Kamu sosyal güvenlik sisteminin tamamlayıcısı nitelikte yeni ek sosyal güvenlik garantisi sağlayan kurumsal yapıyı oluşturmak,

- Bireylerin emekliliğe yönelik tasarruflarını teşvik etmek ve emeklilik dönemlerinde refah düzeylerini yükseltecek ek bir gelir sahibi olmalarını sağlamak,

- Emeklilik dönemleri için tasarruf etmek isteyenlere alternatif yatırım imkanları sunmak,

olarak sıralanmaktadır (4632, m.1).

Bireysel emeklilik sistemi ile sağlanmak istenen ekonomik amaçlar ise:

- Ekonomiye uzun vadeli kaynak yaratarak istihdamın artırılmasını sağlamak,

- Tasarruf yetersizliği problemini çözerek ekonomik kalkınmayı hızlandırmak,

olarak belirtilmektedir.

3.2.2. BES İle İlgili Tanımlamalar

Bu kanunda geçen deyimlerden;

¹² “Emeklilik ve Sigorta Fonları, Çalışma ve Sosyal Güvenlik Bakanlığı’nın İşsizlik Sigortası ve İş Güvencesi Girişimleri, SSK, BAĞKUR ve Emekli Sandığı” (Çevrimiçi)
<http://www.baskent.edu.tr/gurayk/26cuma.doc> , 15 Nisan 2004

¹³ Alper , a.g.m. , s.17

a) Bakan veya Bakanlık: Hazine Müsteşarlığı'nın bağlı olduğu Bakan veya Bakanlığı,

b) Müsteşarlık: Hazine Müsteşarlığı'nı,

c) Kurul: Sermaye Piyasası Kurulu'nu,

d) Katılımcı: Emeklilik sözleşmesine kendi ad ve hesabına taraf olan gerçek kişiyi,

e) Katkı payı: Emeklilik sözleşmesi hükümlerine göre ödenmesi gereken tutarı,

f) Şirket: Emeklilik şirketini,

g) Fon: Emeklilik yatırım fonunu,

h) Portföy yöneticisi: Kuruldan portföy yöneticiliği yetki belgesi almış ve Kurulca uygun görülen portföy yönetim şirketini,

j) Bireysel emeklilik hesabı: Emeklilik sözleşmesi çerçevesinde katılımcı ad ve hesabına ödenen katkılar ve bu katkılara ilişkin her türlü getirinin katılımcı bazında izlendiği hesabı,

k) Birikim: Bireysel emeklilik hesabındaki katkılar ile bunların getirilerinin toplamını,

l) Bireysel emeklilik araçları: Her ne ad altında olursa olsun herhangi bir emeklilik şirketine bağlı olmaksızın bir sözleşmeye dayanarak, daimi bir surette emeklilik şirketlerinin emeklilik sözleşmelerine aracılık eden veya bunları emeklilik şirketi adına yapan gerçek veya tüzel kişileri ifade eder.¹⁴

Yapılan Mevzuat çalışmaları ile sistemin etkili bir biçimde uygulanabilmesini teminen gerekli olan idari ve hukuki çerçeve çizilmiş olup, 27 Ekim 2003 tarihinde Bireysel Emeklilik Sistemi'nin başlamasıyla birlikte emeklilik şirketleri faaliyete geçmiştir. 27 Ekim 2003 tarihinde Yapı Kredi Emeklilik A.Ş., Ak Emeklilik A.Ş., Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş., Garanti

¹⁴ A'dan Z'ye Bireysel Emeklilik , Ak Emeklilik AŞ Yayını , s.17

Emeklilik ve Hayat A.Ş. ve Koç Allianz Hayat ve Emeklilik A.Ş., Oyak Emeklilik A.Ş., 17 Kasım 2003 tarihinde Vakıf Emeklilik A.Ş. ve Ankara Emeklilik A.Ş., 1 Aralık 2003'te Başak Emeklilik A.Ş. ve Doğan Emeklilik A.Ş. ve son olarak 15 Aralık 2003 tarihinde ise Commercial Union Hayat ve Emeklilik A.Ş. faaliyete geçmişlerdir.

3.3. BES'nin Kapsamı ve Özellikleri

Bireysel emeklilik sistemine, 18 yaşını dolduran veya medeni haklarını kullanma ehliyetine haiz kişiler katılabilir (4632, m.4). Kanun, kapsama alınan kişi için "katılımcı" ifadesini kullanmakta ve katılımcıyı, "emeklilik sözleşmesine kendi ad ve hesabına taraf olan gerçek kişi" olarak tarif etmektedir. Bu kişiler, işçi, memur, sanatkar, esnaf, işveren ve çalışmayan diğer kişiler olabilir. Bireysel emeklilik sistemine katılan kişilerin, halen çalışıyor olmaları şartı yoktur. Kapsama alınma, çalışma şartına veya çalışma statüsüne bağlı kılınmamış, katkı payını ödeyen herkesin sisteme girmesine imkan verilmiştir. Bu düzenleme ile kapsam bakımından herhangi bir sınırlama getirilmemiştir.¹⁵

Yasanın incelenmesinde sistemin özelliklerini genel olarak 11 grupta toplamak olanaklıdır.¹⁶

- 1- Kamu sosyal sigorta sistemine alternatif oluşturulmaması,
- 2- Sistemin gönüllü katılım esasına dayanması,
- 3- Sisteme kamu sosyal sigorta sistemine (T.C. Emekli Sandığı,S.S. Kurumu,Bağ-Kur) tabi olanlarında girebilmesi,
- 4- 18 yaşını doldurmuş olan her isteyen sisteme girebilmesi,
- 5- Sistemin yaşlılıkta kullanmaya yönelik olarak kişilerin bireysel tasarrufları için avantajlı seçenekler sunması,
- 6- Bireysel katkılardan oluşan birikimlerin fonlarda değerlendirilmesi,

¹⁵ Alper , a.g.m. , s.18-19

¹⁶"Bireysel Emeklilik Sisteminin Özellikleri", (Çevrimiçi) <http://www.turkis.org.tr/bireysel%20emeklilik.doc> , 21 Mart 2004

- 7- Emeklilik için belirli bir sürenin ve yaşın öngörülmesi,(10 yıl – 56 yaş)
- 8- Emeklilik hakkını elde edenlerin toplu para veya ömür boyu aylık alabilmesi,
- 9- Katılımcının istediği zaman katkı paylarının getiririni de alarak sistemden ayrılabilmesi,
- 10- Bireysel emeklilik şirketlerinin fon ve portföy yönetimlerinin hazine ve kurulun denetimine tabi olması,
- 11- Şirketlerin bağımsız dış denetim kurumları tarafından denetlenmesi,

3.4. Sisteme Katılım

Bireysel emeklilik sistemine medeni hakları kullanma ehliyetine haiz kişiler katılabilir. Ayrıca, sisteme katılabilmek için herhangi bir sosyal güvenlik kurumu kapsamında bulunmak zorunluluğu bulunmamaktadır.¹⁷

Bireysel emeklilik sistemi **gönüllük** esasına göre işleyecek olup isterlerse işverenler de çalışanları adına bireysel emeklilik şirketi nezdinde açılacak bireysel emeklilik hesabına katkı ödeyeceklerdir. Bu takdirde sözleşmeye işveren de katılacaktır.¹⁸

Sisteme katılacak kişiler şirket ile emeklilik sözleşmesi imzalamak zorundadırlar. Bir başka deyişle katılımcı ile şirket arasında emeklilik sözleşmesi yapılmadan katılımcının bireysel emeklilik sistemine girmesi olanaksızdır. Katkı payının belirli bir bölümünü veya tamamını ödemek suretiyle katılımcı nam ve hesabına şirket ile emeklilik sözleşmesi akdeden kişiler katılımcı ile birlikte taraf sıfatını taşır.¹⁹

¹⁷ Egemen, a.g.m. , s. 42

¹⁸ Tuncay, a.g.m. , s.12

¹⁹ “Bireysel Emeklilik Sistemi” , (Çevrimiçi) http://www.egm.org.tr/BES_tanim.asp , 21 Nisan 2003

3.5. Emeklilik Yatırım Fonları

Emeklilik yatırım fonu, şirket tarafından emeklilik sözleşmesi çerçevesinde alınan ve katılımcılar adına bireysel emeklilik hesaplarında izlenen katkıların, riskin dağıtılması ve inançlı mülkiyet esaslarına göre işletilmesi amacıyla oluşturulan malvarlığıdır. Fonun tüzel kişiliği yoktur.²⁰

Fon yalnızca BEŞ'ler tarafından ve bireysel emeklilik sistemine dahil olanların katkılarını değerlendirmek için kurulacaktır ve 4632 sayılı Kanunda belirtilen amaçlar dışında kullanılamayacaktır (4632, m.15).²¹

Emeklilik yatırım fonlarının kurulabilmesi için Sermaye Piyasası Kurulu'ndan izin alınması gerekmektedir. Birikimlerin değerlendirildiği fonlar, bu uzman portföy yöneticileri tarafından yönetilir. Bu nedenle emeklilik şirketi, her fon için en az bir portföy yöneticisi ile portföy yönetim sözleşmesi imzalayarak fon kurabilir. Fon portföyündeki varlıklar saklayıcı nezdinde saklanır. Katılımcıların sahip oldukları ve fondaki katkılarını gösteren pay adedi de, saklayıcı nezdinde katılımcı bazında ve katılımcıların erişebileceği şekilde izlenir. Saklayıcı, Takasbank ve/veya Sermaye Piyasası Kurulunca yetkilendirilen diğer kuruluşlardır. Emeklilik yatırım fonları teminat olarak gösterilemez, hiçbir şekilde haczedilemez ve şirketin iflası söz konusu olsa dahi kurulmuş olan bu fonlar iflas masasına dahil edilemez. Emeklilik şirketlerinin iflası durumunda katılımcıların birikimleri ile ilgili tüm haklar korunur. Emeklilik şirketi en az üç adet fon kurmak zorundadır.²²

3.5.1. Emeklilik Yatırım Fonlarının Portföy Yapısı ve Yönetimi

Fon portföy sınırlamalarına ilişkin ilkeler, fon portföyünde yer alacak Devlet iç borçlanma senetlerinin asgari oranı ve yabancı menkul kıymetlerin azami

²⁰ Yıldırım Beyazıt Önal, "Özel Emeklilik Fonu Uygulamaları Kapsamında Türk Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu'na Yönelik Bazı Değerlendirmeler", *İktisat İşletme ve Finans*, Sayı No : 186, Eylül 2001, s. 6.

²¹ Alper, a.g.m., s. 26

²²"Bireysel Emeklilik Sistemi", (Çevrimiçi) http://www.egm.org.tr/BES_tanim.asp, 21 Nisan 2003

oranı ile fon portföyündeki varlıkların değerlendirilmesine ilişkin esas ve usuller Müsteşarlığın uygun görüşü alınarak Kurul tarafından belirlenir.²³

Fon portföyü, aşağıda belirtilen para ve sermaye piyasası araçları ile işlemlerinden oluşur.²⁴

- Nakit, vadeli ve vadesiz mevduat,
- Borçlanma araçları (ters repo dahil) ve hisse senetleri,
- Kıymetli madenlere ve gayrimenkule dayalı varlıklar,
- Repo işlemleri,
- Vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri,
- Borsa para piyasası işlemleri, -Yatırım fonu katılma belgeleri,
- Sermaye Piyasası Kurulu'nca uygun görülen ve kamuya ilan edilen diğer para ve sermaye piyasası araçları.

Emeklilik planı kapsamında katkı paylarının % 30'u fon portföyünün en az %80'i ters repo dahil devlet iç borçlanma senetlerinden oluşan emeklilik fonlarına, yine emeklilik planı kapsamında belirtilen şartlar dahilinde fon hesaplarında yatırıma yönlendirilecek katkı paylarının en fazla %15'ini, portföyünün en az %80'ni yabancı para ve sermaye piyasası araçlarından oluşan fonlara yatırmak zorundadır.²⁵ Fon portföyündeki varlıklar saklayıcı nezdinde saklanır. Katılımcıların sahip oldukları ve fondaki katkılarını gösteren pay adedi de, saklayıcı nezdinde katılımcı bazında ve katılımcıların erişebileceği şekilde izlenir.

Fon portföyü, portföy yöneticileri tarafından yönetilir. Portföy yöneticileri, Sermaye Piyasası Kurulu'nda portföy yöneticiliği yetki belgesi almış ve kurulca uygun görülen saklama kuruluşlarını ifade eder.²⁶

Aynı şirkete ait fonlar, şirketin talebi üzerine veya re'sen Kurul tarafından birleştirilebilir. Fon, ancak başka bir emeklilik yatırım fonu ile birleştirilebilir. Söz

²³Önal, a.g.m., s.6.

²⁴“Bireysel Emeklilik Sistemi” , (Çevrimiçi) http://www.egm.org.tr/BES_tanim.asp , 21 Nisan 2003

²⁵A.e.

²⁶Dorukkaya, a.g.m. , s. 45

konusu birleştirmelere yönelik esas ve usuller Müsteşarlığın uygun görüşü alınarak Kurul tarafından belirlenir.

3.6. Özet Olarak Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu'nun İşleyişi

Şekil 3.2. yardımıyla kanunlaşan bireysel emeklilik sisteminin işleyişini genel hatlarıyla özetlemek mümkündür. Burada sistem Hazineden sorumlu Devlet Bakanının Onayı ile başlamaktadır. Kısaca sistemin işleyişi irdelendiğinde, emeklilik şirketinin büyük ölçüde bir yönetim ve koordinasyon şirketi özelliğine sahip olduğu görülmektedir. Bireysel emeklilik politikalarını belirlemek ve bunların gerçekleştirilmesi için alınması gerekli önlemler konusunda önerilerde bulunmak üzere Bireysel Emeklilik Danışma Kurulu oluşturulmuştur. Bu Kurul tasarıda önemli yetkilerle donatılmışken (emeklilik şirketlerine kuruluş izni vermek de dahil) Kanunlaşan metinde oldukça pasif hale getirilmiş bir görünüm arz etmektedir. Kanuna göre emeklilik şirketi, kuruluş iznini Hazine Müsteşarlığı aracılığı ve Hazine Müsteşarlığının Bağlı bulunduğu Devlet Bakanının onayı ile almaktadır. Faaliyet ruhsatını ise Hazine Müsteşarlığı vermektedir. Emeklilik şirketleri katılımcılara kendi direkt satış örgütleriyle bireysel emeklilik ürünlerini satıp bireysel emeklilik sözleşmesi imzalayabilecekleri gibi, bireysel emeklilik aracıları vasıtasıyla da emeklilik ürünlerini satabileceklerdir. Emeklilik şirketi, özellikle katılımcılardan katılım paylarının tahsili ve emekli olan katılımcılara emeklilik ödemelerinin yapılması gibi hizmetleri bankalardan alabilecektir (Bankalardan alınacak hizmetlerin ayrıntılarını Müsteşarlık belirleyecektir).

Emeklilik şirketlerinin en az 3 emeklilik fonu kurma zorunlulukları vardır. Emeklilik fonu kurma iznini SPK vermektedir. Emeklilik fonunun yönetilmesinde emeklilik şirketlerinin portföy yönetim şirketlerinden danışmanlık hizmeti almaları gerekmektedir. Bu, fon yönetiminin; bağımsız ve profesyonel bir yapıya sahip olan portföy yönetim şirketlerinin desteği ile gerçekleştirilmesi anlamına gelmektedir. Emeklilik şirketleri, emeklilik yatırım fonlarının, yatırım yaparak elde ettikleri

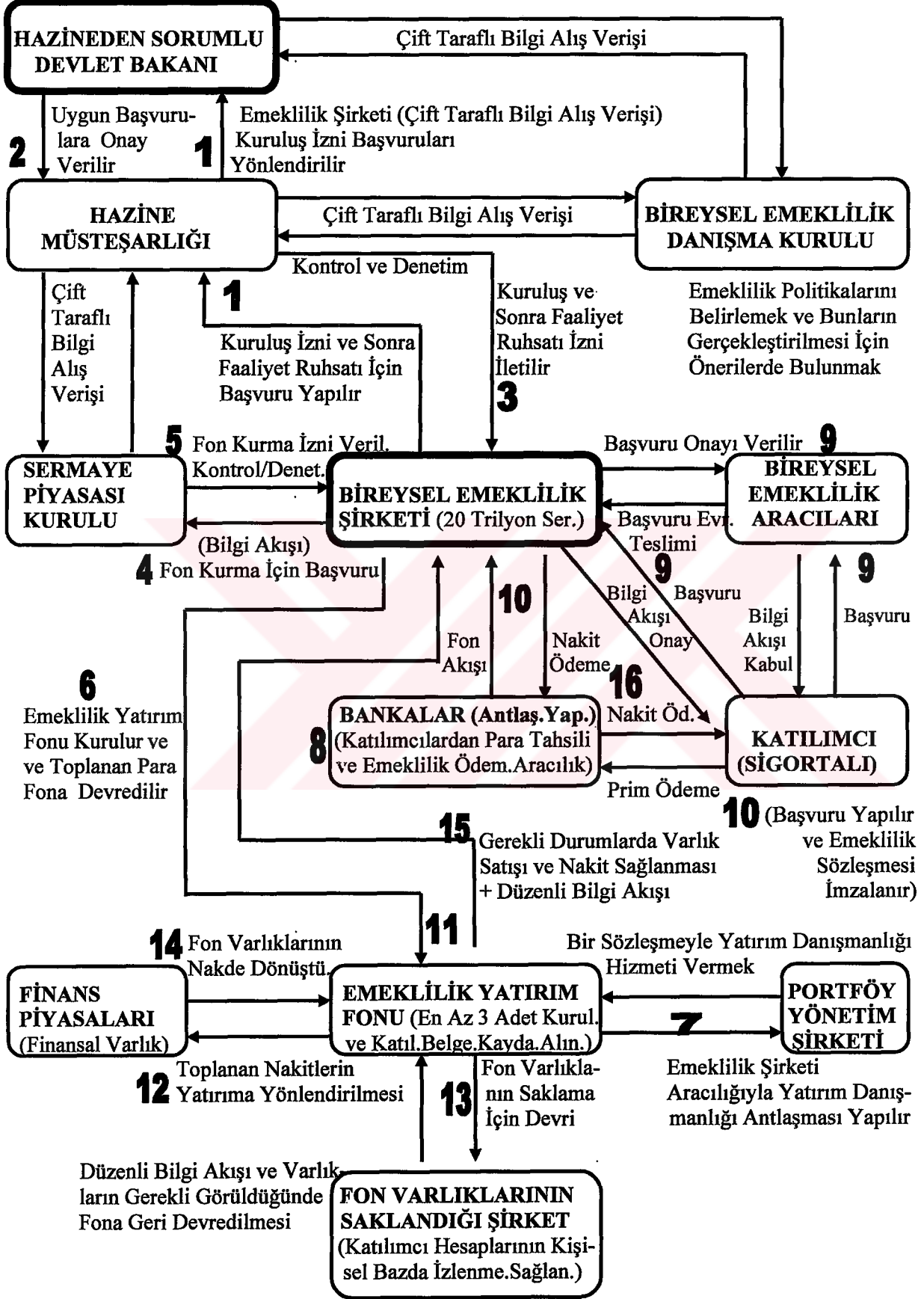
varlıkları saklama yetkisine sahip bir saklama kurumu (Takasbank gibi) aracılığı ile saklanmasını sağlamak zorundadırlar. Ayrıca emeklilik şirketlerinin, emeklilik yatırım fonlarına yönlendirdikleri katılımcı ödemelerini bireysel bazda izlemeleri ve bu konuda katılımcılara düzenli olarak bilgi akışını sağlamaları da gerekmektedir.²⁷



²⁷ Önal, a.g.m.

Şekil 3.2: Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu'nun İşleyişi

Kuruluş İzni, Devir ve Birleş. Kararları Verir.



3.7. Denetim

Bireysel emeklilik sisteminin gönüllülük esasına dayalı bir sistem olması kamunun bu alanda gözetim ve denetim sorumluluğunu bertaraf etmemektedir. Etkin gözetim ve denetim uygulamasının sonucu olarak kamu tarafından kuruluş sırasında aranan nitelikler ve faaliyet sırasında denetimin (yöneticilerin atanması, hisse devirleri ve yerinde denetim gibi) yanı sıra bağımsız dış denetim, şirketin iç denetimi ve aktüeryal denetim yapılması zorunluluğu getirilmiştir. Belirtilmesi gereken bir diğer önemli husus ise bu sistemde günlük gözetim ve denetimin yapılmasıdır. Günlük gözetim ve denetim Sermaye Piyasası Kurulu tarafından Takasbank ve Hazine Müsteşarlığı tarafından da yapılabilecektir.²⁸

Bireysel emeklilik şirketlerinin, bu şirketlerin bünyesinde bulunan fonların ve bu fonların portföylerini yönetenlerin denetimi için, bir taraftan, Hazine Müsteşarlığı ve SPK görevlendirilirken; diğer taraftan, bunların mali yönden, yılda en az bir kez de bağımsız denetleme kuruluşları tarafından denetlenmesi hükme bağlanmıştır.

Emeklilik şirketleri, ayrıca, emeklilik ve sigortacılık faaliyetleri ile ilgili olarak her yıl sonu itibarıyla, aktüeryal denetime de tabidirler.²⁹

²⁸ Hazine Müsteşarlığı Sigortacılık Genel Müdürlüğü Özel Emeklilik Dairesi, "Bireysel Emeklilik Sistemi", **Finans- Politik ve Ekonomik Yorumlar**, Sayı No: 476, Kasım 2003, s. 17

²⁹ "100 Soruda Bireysel Emeklilik Arthur Andersen", (Çevrimiçi)
<http://idari.cu.edu.tr/igunes/master/emeklilik1.doc> , 23 Nisan 2004

Şekil 3.3. : Kanunlaşan Bireysel Emeklilik Sisteminde Denetim Mekanizması

BİREYSEL EMEKLİLİK SİSTEMİ UNSURLARI KURUM/KURUMLAR	DENETİM ŞEKLİ SAYISI	DENETİMİ YAPAN
EMEKLİLİK ŞİRKETİ	1.)Genel Denetim, En Az Yılda Bir Kez	Müsteşarlık, SPK
	2.)Emeklilik ve Sigortacılık Faaliyeti	Müsteşarlık
	3.)Mali Denetim, En Az Yılda Bir Kez	Bağımsız Dış Den.Kur.
	4.)Genel İç Denetim	Firma Denetim Eleman.
	5.) Hesap ve İşlemlerin Denetimi	SPK
EMEKLİLİK FONLARI	1.)Genel Denetim, En Az Yılda Bir Kez	Müsteşarlık, SPK
	2.)Hesap ve işlemlerin denetimi, 3'er Aylık Dönemler İtibariyle	Bağımsız Dış Den.Kur.
	3.)Genel İç Denetim	Firma Denetim Eleman.
PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİ	1.)Genel Denetim, En Az Yılda Bir Kez	Müsteşarlık, SPK
SAKLAMA KURUMLARI	1.)Genel Denetim, En Az Yılda Bir Kez	Müsteşarlık, SPK

Kaynak : Önal, a.g.m.

Kanunlaşan bireysel emeklilik sisteminde denetim mekanizması yukarıdaki şekil 3.2.'de gösterildiği gibi özetlenebilir. Bu bağlamda, bireysel emeklilik sisteminin unsurları olan emeklilik şirketi, emeklilik fonları, portföy yönetim şirketleri ve saklama kurumlarının yılda en az bir kez Hazine Müsteşarlığı ve SPK tarafından denetlenmeleri öngörülmektedir. Ayrıca, emeklilik şirketi ve emeklilik fonlarının belirli aralıklarla bağımsız dış denetimden de geçmeleri gerekli görülmüştür. Oluşturulacak olan iç denetim mekanizması aracılığıyla emeklilik şirketi ile emeklilik fonlarının firma denetim elemanlarınca iç denetiminin de sağlanması gerekmektedir.

Buradan da görülebileceği gibi etkin işletilmesi durumunda oldukça kapsamlı bir denetim mekanizması oluşturulmuş görülmektedir. Bütün bunlara ilaveten, suiistimali önlemek, etkin çalışmayı sağlamak ve katılımcıları korumaya yönelik para ve hapis cezaları da getirilmektedir.³⁰

Diğer mekanizmaların yanı sıra 11 emeklilik şirketinin ortaklığı ile bir anlamda öz denetleyici bir kuruluş niteliğinde olan ve 10 Temmuz 2003 tarihinde kurulmuş olan Emeklilik Gözetim Merkezi'nden (EGM) bahsedilmesi gerekmektedir. Bireysel emeklilik sisteminin güvenli şekilde işleyişi ile ilgili önemli görevleri yerine getirecek bu merkezin kurulmuş olması sistemin şeffaflığı ve güvenilirliğini artıracak, kamunun gözetim ve denetim sorumluluğunu etkin bir şekilde yerine getirmesine olanak sağlayacaktır. EGM aracılığı ile emeklilik şirketlerinin faaliyetleri Müsteşarlık tarafından elektronik ortamda günlük olarak gözetlenip denetlenecek, katılımcıların hak ve menfaatleri azami düzeyde korunacaktır.³¹

3.8. BES'nde Vergilendirme

Gönüllü katılımın esas olduğu bireysel emeklilik sisteminin başarılı olabilmesi için öngörülen şartların başında, sisteme çeşitli aşamalarda sağlanan vergi avantajları gelmektedir. Sağlanacak vergi avantajı ile sisteme katılım arasında doğrusal bir ilişki olduğu kabul edilmiş ve ne kadar çok vergi avantajı sağlanırsa, sisteme katılımın da o kadar fazla olacağı ileri sürülmüştür.³²

Bireysel Emeklilik Sistemine sağlanan avantajları ve Vergi Kanunlarında yapılan bu değişiklikleri üç aşamada toplamamız mümkündür. Bu aşamalar ; 1) Katılım aşamasındaki vergi teşvikleri. 2) Yatırım aşamasındaki vergi teşvikleri. 3) Ödeme aşamasındaki vergi teşvikleri.³³

Katılım ve ödeme aşamasındaki vergi teşviklerinden katılımcılar ve/veya onlar adına katkı paylarını ödeyen kişiler yararlanmaktadır. Yatırım aşamasındaki

³⁰ A.e.

³¹ Hazine Müsteşarlığı Sigortacılık Genel Müdürlüğü Özel Emeklilik Dairesi, a.g.m. , s. 17

³² Alper , a.g.m. , s. 27

³³ Serdar Çıtak,"Safhalar Yönünden Bireysel Emeklilik Sistemine Sağlanan Vergi Teşvikleri" Finans-Politik ve Ekonomik Yorumlar, Sayı No: 476, Kasım 2003, s. 53

vergi teşvikleri ise esasen emeklilik yatırım fonlarının yararlandığı teşvikleri kapsamaktadır. Bu nedenle, konumuz için önemi açısından yatırım aşamasındaki vergi teşviklerini aşağıda daha detaylı inceleyeceğiz.

3.8.1. Yatırım Aşamasındaki Vergi Teşvikleri

Yatırım aşamasındaki vergi teşvikleri aşağıdaki gibidir³⁴ :

a) Emeklilik yatırım fonlarının kazançları, Kurumlar Vergisi Kanununda yapılan değişiklikle, Kurumlar Vergisi kapsamı dışına çıkartılmış ayrıca bu kazançların GVK 94'üncü maddesine göre gelir vergi tevkifatı yapılması kaldırılmıştır.

b) Emeklilik yatırım fonları, sermaye piyasasında yaptıkları işlemler nedeniyle elde ettikleri paralar Gider Vergisi kapsamı dışına çıkarılmıştır.

c) Emeklilik şirketlerinin kuruluşları veya sermayelerini artırdıkları sırada çıkardıkları hisse senetlerinin itibari değerlerinin üzerinde elden çıkarmaları sonucunda kendi lehlerine kalan paralar Gider Vergisinden muaf tutulmuştur.

d) Bireysel emeklilik şirketleri ile onların bünyelerinde kurulan yatırım fonlarının kuruluşları dahil her türlü işlemlerinde düzenlenen ve damga vergisinin bunlar tarafından ödenmesi gereken kağıtlar damga vergisinden muaf tutulmuştur.

3.9. BES'nin Makroekonomik Etkileri

BES ekonomiye uzun vadeli kaynak yaratarak istihdamın artırılmasına ve ekonomik kalkınmaya katkıda bulunulmasına, sosyal güvenliğin kapsamının genişletilmesine, kamunun sosyal güvenlik kaynaklı yükünün azaltılmasına, mali sektörde uzun vadeli fonların artarak kurumsal yatırımcıların gelişmesine ve

³⁴ Çıtak, a.g.m., s. 54

sermaye piyasalarının derinleşmesine olanak sağlayacak bir özel emeklilik sistemi olarak dizayn edilmiştir.³⁵

Tablo 3.1. Bazı Gelişmiş Ülkelerde Emeklilik Fonlarının GSYİH İçindeki Payı

Ülke	Emeklilik Fonlarının GSYİH İçindeki Payı (%) (1992)	Emeklilik Fonlarının GSYİH İçindeki Payı (%) (2000)
ABD	50	70
Avustralya	21,3	62,1
Hollanda	76	115,2
İngiltere	52,1	85,1
İzlanda	40,8	78,4
Portekiz	2,9	11,8

Kaynak: OECD in Figures, Statistics on the Member Countries

Yukarıda yer alan tablo 3.1.'de gelişmiş ülke örnekleri incelendiğinde, tasarrufların önemli bir kısmının emekliliğe yönelik fonlardan oluştuğu görülmektedir. Bu fonlar, aynı zamanda ülkelerin ekonomik gelişmelerinde de gerekli olan uzun vadeli fon kaynağını oluşturmaktadır. Bazı OECD ülkelerinde, emeklilik fonlarının GSYİH içindeki payını ve bunların zaman içerisinde gelişimini gösteren yukarıdaki tablo incelendiğinde, Türkiye'deki bireysel emeklilik sisteminde oluşacak fonların önemi daha da iyi anlaşılacaktır.³⁶

BES için 2004 yılı aslında ilk faaliyet yılı olacak. Uzun bir hazırlık döneminden sonra 27 Ekim 2003 tarihinden sonra ilk katılımcılarını kabul etmeye başlayan BES'te şirketler bu yılla birlikte çıkış yapmaya hazırlanıyor. İlk faaliyet yılı olarak kabul edilecek 2004'te 300-400 bin katılımcının sisteme girmesi beklenirken, sistemin uzun vadede yerleşeceği ve 10'uncu yılın sonunda 3-3,5 milyon kişinin katılımı, fon büyüklüğünün ise en az 10 milyar doları bulacağı hesaplanıyor.³⁷

Bireysel emeklilik sistemi, emekliliğe yönelik bir sistem olup, kısa vadeli ve spekülatif bir tasarruf sistemi değildir. Bireysel emeklilik sisteminde katılımcıların en az on yıl katkı payı ödeyerek ve 56 yaşlarını doldurarak sistemden

³⁵Doğan Cansızlar, "Bireysel Emeklilik Sistemi", Finans- Politik ve Ekonomik Yorumlar, Sayı No: 476, Kasım 2003, s. 7

³⁶Hazine Müsteşarlığı Sigortacılık Genel Müdürlüğü Özel Emeklilik Dairesi, a.g.m. , s. 19

³⁷"Artık Bizim de İkinci Emeklilik Şansımız Var", Milliyet, 6 Ocak 2004, s. 8

emeklilik hakkını kazanmak suretiyle sistemden ayrılmaları, vergi mekanizması ve diğer bazı mekanizmalar aracılığıyla teşvik edilmektedir. Katkılar, emeklilik yatırım fonlarının içtüzüklerinde belirtilen esaslar dahilinde para ve sermaye piyasası araçlarına yatırılmaktadır. Böylelikle, emeklilik sektöründeki şirketler, emeklilik fonlarının uzun vadeli yapısı ve fonların büyüklüğü ile piyasalara uzun vadeli bir fon akışı sağlayacaktır. Bu durumda, piyasalardaki kısa vadeli spekülasyon baskıları azalacak, ulusal tasarruf eğilimi artacak, emekliliğe yönelik tasarrufların mali sisteme akması ile kayıtlılık teşvik edilmiş olacak, sermaye piyasaları derinleşecek ve vade yapıları uzayacaktır. Bu gelişmeler çerçevesinde, yukarıda da belirtildiği üzere, kamu uzun vadeli borçlanma olanağına kavuşacak ve özel kesimin borçlanabilme olanağı genişleyecektir. Buna paralel olarak, istihdam artırıcı yatırımlara kaynak bulmak kolaylaşacak olup istihdam artacak ve sürdürülebilir ekonomik büyüme olanağına kavuşulacaktır.³⁸

Türkiye'nin oldukça genç bir nüfusa sahip olduğu ve ileriki yıllarda bu nüfus yapısının tersine döneceği görülmektedir. Bu noktada, bireysel emeklilik sistemi, demografik fırsat penceresini kullanmada bize önemli seçenekler sunmaktadır. Ülke olarak bu günün genç nüfusunun yarın yaşlanacağı ve yaşlı nüfusun toplan nüfus içerisindeki payının artacağı dikkate alınarak gelecek sosyal güvenlikte gereksinme duyulacak fonların bu günden biriktirilmesi gerekecektir. Bu husus, daha az çalışanın daha çok emeklinin olacağı ileriki yıllarda sosyal güvenlik sisteminin finansal yapısının daha sağlam mali temeller üzerine kurulmasına ve güçlenmesine olanak sağlayacaktır.³⁹

3.10. Genel Değerlendirme

Bu altbölümde Bireysel Emeklilik Sisteminin başarı koşulları ve olası problemler incelenecektir.

³⁸ Hazine Müsteşarlığı Sigortacılık Genel Müdürlüğü Özel Emeklilik Dairesi, a.g.m., s. 19-20

³⁹ Ali Haydar Elveren, "Bireysel Emeklilik Sisteminin Makro Ekonomik Etkileri", (Çevrimiçi) http://www.tisk.org.tr/isveren_sayfa.asp?yazi_id=720&id=43, 25 Nisan 2004

3.10.1. Sistemin Başarı Koşulları

Emeklilik fonları konusunda en çok merak edilen soru bu sistemin başarılı olabilmesi için gereken ön koşulların neler olduğu ve sistemin sermaye piyasasına etkilerinin ne olacağı şeklindedir. Bu sistemin başarılı olabilmesi için gereken koşullar aslında sanıldığı kadar çok çaba gerektiren koşullar değildir.⁴⁰

Sistemin sermaye piyasasına potansiyel etkilerinin realize edilmesi için sağlanması gereken koşullar ise tam tersine daha zorlayıcı koşullar olarak karşımıza çıkmaktadır. Ön koşullar farklı kaynaklarda farklı belirlenmiş olmasına karşılık ortak öğeleri birleştirerek emeklilik fonlarının başarısı için gereken ön koşulları şu şekilde sıralayabiliriz:

- İstikrarlı bir ekonomik ortam,
- Sosyal Güvenlik reformunu kurmakta ve uygulamakta kararlı bir yönetim,
- Taahhütlerini yerine getirebilecek güçte, etkin çalışan bir bankacılık ve sigorta sektörü,
- Gerekli yasal düzenlemeler ve etkin denetim.⁴¹

Bu koşulların sağlanması ile zayıf bir mali sisteme sahip olan bir ülkenin bile emeklilik fonu sistemini başarı ile kurabileceği ileri sürülmektedir. Bu koşullardan birinci, ikinci ve sonuncu temelde hükümetin ciddiyetine, kararlılığına ve istikrarına bağlı koşullardır.

Üçüncü koşul olan güçlü, işler ve etkin çalışan bankacılık ve sigorta sisteminin kurulması ise yerel bankacılık ve sigorta sistemine yabancı banka ve sigorta şirketlerinin çekilmesi ile rahatlıkla sağlanabilecek bir koşuldur.⁴²

⁴⁰ Karan ve Karacabey, a.g.e. , s.212

⁴¹ A.e., s. 213

⁴² A.e. , s. 213

3.10.2. Olası Problemler ve Öneriler

Bireysel Emeklilik tasarruf ve yatırım sistemi kanunu ve ilgili yönetmeliklerin objektivite ve şeffaflık açısından yeterli olduğu genelde kabul edilmektedir. Ancak vergi teşviklerinin yeterli olduğunu söylemek ne yazık ki mümkün değildir. Yetersiz vergi teşviklerinin yanı sıra mevcut ekonomik koşullar da kısa sürede sistemde önemli fonların toplanmasını engeller niteliktedir.

Özellikle ağır ekonomik krizin etkilerinden yeni yeni kurtulmaya başlayan Türk ekonomisinde makro ekonomik istikrarın kalıcılığı konusundaki soru işaretlerinin devam ediyor olmasının yol açtığı belirsizlik ve kısa vadeye oturmuş olan beklentiler bireylerin ve kuruluşların uzun vadeli yatırıma dayalı finansal araçlara sıcak bakmasını engelliyor.⁴³

İkinci olarak kamu tarafından yönetilen tasarruf fonlarında bugüne kadarki başarısız örnekler ve özel hayat sigortalarının istenilen düzeyde geliştirilememiş olması ve yüksek maliyetler nedeniyle yetersiz kalan getirilerin yol açtığı kuşku ve kuşkusuz son yıllarda başta bankacılık olmak üzere finansal sektörlerde yaşanan sıkıntılar vatandaşların bu tür yapılara olan güvenini önemli ölçüde zedelemiştir.

Öte yandan bireysel emeklilik sistemi özünde, fonlara bağlı ve rekabetçi serbest pazar ortamında yatırımların etkin yönetimi ile katılımcılarına uzun vadede tatminkar getiri sağlamak düşüncesi üzerine kuruludur. Ancak Türkiye’de bugüne kadar sermaye piyasalarının belirli bir derinliğe ulaşmamış olması ve kurumsal yatırımcıların eksikliği, sistemin ilk yıllarda fonların çeşitlendirilmesi ve makul getiri oranlarının sürdürülmesinde olumsuz etki doğurabilecektir. Bu arada yasa ve yönetmeliklerin, fonlarda belli oranlarda devlet kağıdı bulundurulması hususundaki düzenlemeleri de istenilen getiri oranlarının gerçekleşmesini etkileyecektir.

⁴³ Nesrin Nas, "Bireysel Emeklilik : Dünyadaki Uygulamalar, Türkiye’deki Başarı Şansı ve BAĞ-KUR’un Yeniden Yapılandırılması", *Finans- Politik ve Ekonomik Yorumlar*, Sayı No: 476, Kasım 2003, s. 83-84

Kamu emeklilik sisteminin içinde bulunduğu malum sıkıntılarının aşılanması ve sistemin devamlılığının sağlanabilmesi amacı ile 1999 yılında yapılan parametrik düzenlemeler, özellikle SSK'na tabi çalışanlar ve bunların işverenlerine önemli ek yükler getirmiştir. Ekonomik koşulların getirdiği ölümsüzlükler ve vergi teşviklerinin yetersizliği de dikkate alındığında sistemin büyümesinde en önemli yeri tutacak işveren katkılı grup emeklilik sözleşmelerinin en azından önümüzdeki birkaç yıl devreye girmeyeceği ve sistemin göreceli olarak yavaş büyüyeceği beklenmelidir.

Oysa Türk ekonomisinin kısa vadeye hapsolmasının, katlandığı yüksek faiz maliyetinin, yüksek volatilitenin, piyasaların sığlığının vb. temel sebeplerinden biri kurumsal fonların yokluğudur. Bu nedenle en kısa sürede hem kurumsal fonları oluşturacak hem de giderek kangrenleşen sosyal güvenlik açıklarını azaltacak daha radikal adımlara ihtiyaç vardır.

4. TÜRK SERMAYE PİYASASINDA KURUMSAL YATIRIMCILARIN ETKİNLİĞİ

Kurumsal yatırımcılar bireysel tasarrufların bir araya getirerek oluşturdukları büyük miktardaki fonları uzman yönetici kadroları sayesinde etkin biçimde yöneterek sermaye piyasasında kaynakların etkin dağılımını sağlamakta ve piyasaların gelişimine katkıda bulunmaktadır. Kurumsal yatırımcılar ellerinde bulundurdıkları büyük miktarda fonlar ile piyasaların derinliğini ve genişliğini arttırarak oluşabilecek dalgalanmaları hafifletebilmektedirler.

Piyasada istikrar sağlama fonksiyonuna sahip kurumsal yatırımcıların bireysel yatırımcılara göre daha büyük miktarda fon toplayıp yatırıma kanalize edebilme imkanları yatırım alanlarının seçiminde gerekli olan bilgileri daha kolay edinebilmelerine, topladıkları bilgileri de uzman personel ve teknik donanım sayesinde daha etkin şekilde değerlendirebilmelerine olanak tanımaktadır.¹

Kurumsal yatırımcılar bireysel küçük tasarruflardan oluşturdukları havuzları sermaye piyasalarına kanalize ederek bu piyasaların ve sonuçta ülke ekonomilerinin sağlıklı, hızlı ve istikrarlı şekilde büyüme ve gelişmesine önemli katkıda bulunurlar²

Bu bölümde Türkiye’de faaliyet gösteren kurumsal yatırımcılara ait veriler diğer ülkelerdeki kurumsal yatırımcı verileri ile kıyaslanarak kurumsal yatırımcıların Türk sermaye piyasasındaki etkinliği konusunda bir değerlendirme yapılacaktır. Kıyaslama Türkiye’nin üyesi olduğu Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) üyesi ülkelerdeki kurumsal yatırımcı verileri kullanılarak yapılacaktır. OECD üyesi ülkelerdeki kurumsal yatırımcılara ait veriler OECD Institutional Statistics Database’den alınmıştır.³

Çalışmamızda 1990-2000 arasındaki veriler ele alınarak 10 yıllık dönemdeki gelişmeler incelenmiştir. Verileri içeren tablolar ektedir. Tablo içerikleri aşağıdaki gibidir :

¹ Targan Ünal, *Gelişen Borsalarda Kurumsal Yatırımcılar*, İstanbul, İMKB Yayınları, 1995, s.2.

²“ Kurumsal Yatırımcıların Ülke Kalkınması ve Ekonomik İstikrar Üzerine Etkileri”, (Çevrimiçi) <http://www.kyd.org.tr> , 22 Mayıs 2004

³(Çevrimiçi) <http://www.oecd.org>

EK I : OECD üyesi ülkelerde kurumsal yatırımcıların finansal varlıklarının ABD Doları bazında yıllar itibarı ile değerleri.

EK II : OECD üyesi ülkelerde kurumsal yatırımcıların finansal varlıklarının GSYİH'ya oranı.

EK III : OECD üyesi ülkelerde kurumsal yatırımcıların portföy yapısı (kurumsal yatırımcıların finansal varlıklarının yüzdesi olarak ulusal para birimleri bazında)

EK IV : OECD üyesi ülkelerde GSYİH (Ulusal para birimleri bazında)

EK V : OECD üyesi ülkelerde yıl sonu döviz kurları (ABD Doları için)

Bilindiği gibi OECD üyesi ülkeler arasında gelişmişlik düzeyi açısından farklılık vardır. Çalışmamızda Türkiye'deki kurumsal yatırımcı verileri genel olarak OECD üyesi ülkeler, gelişmekte olan OECD üyesi ülkeler ve gelişmiş OECD üyesi ülkeler grupları ile kıyaslanmıştır. Yukarıdaki kategorilerin belirlenmesinde Dünya Bankasının ülke sınıflandırılması esas alınmıştır. Bu sınıflandırmaya esasen Gelişmekte Olan OECD Ülkeleri grubuna Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Meksika, Polonya, Slovak Cumhuriyeti ve Türkiye, Gelişmiş OECD Ülkeleri grubuna ABD, Almanya, Avustralya, Avusturya, Belçika, Büyük Britanya, Danimarka, Finlandiya, Fransa, Hollanda, İspanya, İsveç, İsviçre, İtalya, İzlanda, Japonya, Kanada, Kore, Lüksemburg, Norveç, Portekiz ve Yunanistan dahildir.⁴

4.1. Türkiye ve OECD Ülkelerinde Kurumsal Yatırımcıların Gelişimi

Kurumsal yatırımcıların işlevlerini yerine getirebilmeleri öncelikle yeterli fon birikimi oluşturmalarına bağlıdır. Kurumsal yatırımcıların fon birikim göstergesi olarak finansal varlıklarının GSYİH'ya oranı kullanılmaktadır. Aşağıdaki yer alan Tablo 4.1.'de yıllar itibarı ile OECD ülkeleri, gelişmiş OECD ülkeleri, gelişmekte

⁴ "Country Classification", (Çevrimiçi) <http://www.worldbank.org>, 10 Nisan 2004

olan OECD ülkeleri ve Türkiye için kurumsal yatırımcıların finansal varlıklarının GSYİH'ya oranı yer almaktadır.

Tablo 4.1. Kurumsal Yatırımcı Finansal Varlıklarının GSYİH'ya Oranı(%)

	1990	1991	1992	1993	1994
OECD	74.21	77.24	83.14	92.76	92.77
Gelişmiş OECD	76.10	79.41	85.81	95.90	95.06
Gelişmekte Olan OECD	4.91	5.46	3.49	5.84	4.75
Türkiye	0.67	0.59	0.63	1.23	1.30

Tablo 4.1. (Devamı)

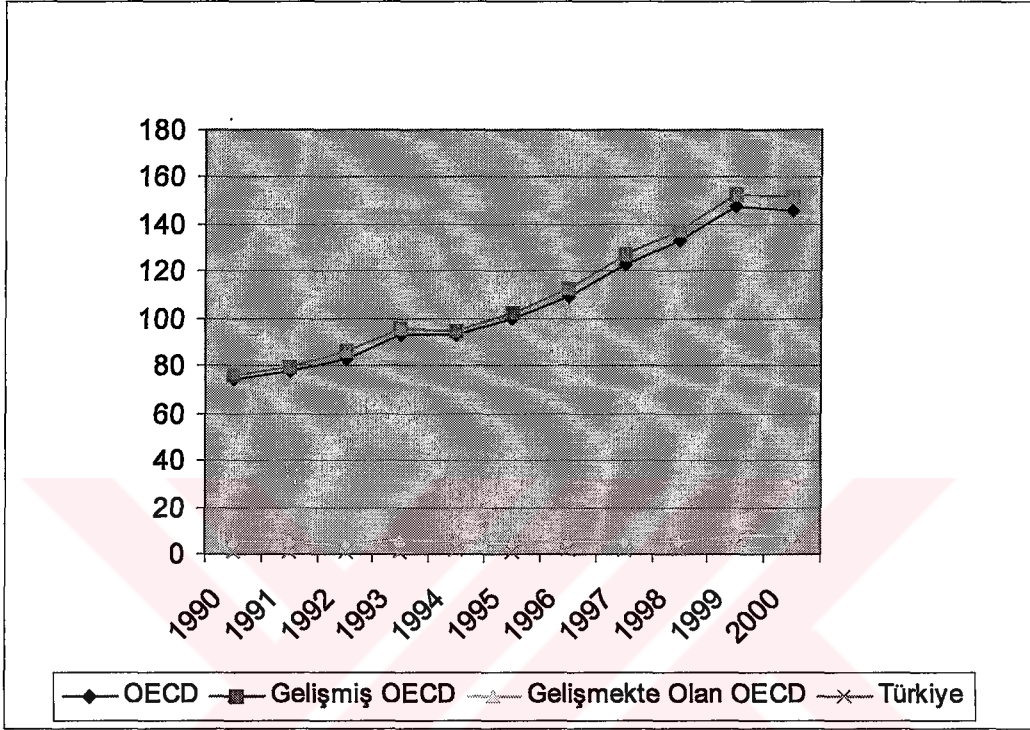
	1995	1996	1997	1998	1999	2000
OECD	100.18	109.31	122.55	133.15	147.61	146.07
Gelişmiş OECD	102.74	112.57	126.72	137.68	152.78	152.08
Gelişmekte Olan OECD	4.08	4.88	4.86	5.49	7.46	7.61
Türkiye	1.00	1.69	1.62	1.88	3.35	3.12

Kaynak : <http://www.oecd.org>

Ülke kategorisine ait değerler bu kategoriye dahil ülkelerde yer alan kurumsal yatırımcıların finansal varlıklarının ABD Doları bazında değerlerinin toplamının bu ülkelerin ABD Doları bazında GSYİH değerleri toplamına bölünmesi ile elde edilmiştir. Ülkelerdeki kurumsal yatırımcıların toplam finansal varlıklarının ABD Doları bazında değerleri EK I'den alınmıştır. Ülkelerin yıllar itibari ile ABD Doları bazında GSYİH değerleri EK IV'te yer alan ulusal para birimi bazında yıllar itibari ile ülkelerin GSYİH değerlerinin aynı yıllarda EK V'te yer alan yıl sonu döviz kurlarına bölünmesi ile elde edilmiştir.

Aşağıda Tablo 4.1. 'de yer alan bilgiler grafik halinde gösterilmiştir (Grafik 4.1.)

Grafik 4.1. Kurumsal Yatırımcıların Toplam Finansal Varlıklarının GSYİH'ya Oranı (%)



Kaynak : <http://www.oecd.org>

Tablo 4.1. ve Grafik 4.1.'den görüldüğü gibi, OECD ülkelerinde kurumsal yatırımcıların finansal varlıklarının GSYİH'ya oranı 1990-2000 döneminde artış eğiliminde olmuştur. 1990 yılında OECD ülkeleri için % 74.21 olan bu oran 2000 yılında %146,07'ye yükselmiştir. Ülke kategorileri incelendiği zaman bu artışın esasen gelişmiş ülkelerdeki artıştan kaynaklandığı gözlemlenmektedir. Gelişmiş OECD ülkelerinde kurumsal yatırımcıların finansal varlıklarının GSYİH'ya oranı 1990 yılında 76.10'dan 2000 yılında 152,08'e ulaşmıştır. Gelişmekte olan OECD ülkelerinde 1990-2000 döneminde bu oran %3.49 ile %7,61 arasında değişmiştir.

Türkiye'de de kurumsal yatırımcıların finansal varlıklarının GSYİH'ya oranı 1990-2000 döneminde bir artış eğilimi içindedir. Söz konusu oran 1990 yılında %0,67 iken 2000 yılında %3,12' dir. Oran 1999 yılında %3,35 ile söz konusu dönemde maksimum değerine ulaşmıştır.

Veriler son 10 yıldaki artış eğilimine rağmen Türkiye'deki kurumsal fonların GSYİH'ya oranı değerlerinin Türkiye'nin dahil olduğu gelişmekte olan OECD ülkeleri grubu değerlerinin altında olduğunu ortaya koymaktadır. Bu durum Türkiye'de kurumsal fon hacminin hala yetersiz ve gelişmekte olan OECD ülkelerinin gerisinde olduğunu göstermektedir.

4.2. Kurumsal Yatırımcıların Portföy Yapısı

OECD ülkeleri ve ayrıca Türkiye için kurumsal yatırımcıların portföy bileşimlerini gösteren tablolar aşağıda verilmiştir :

Tablo 4.2. OECD Ülkelerinde Kurumsal Yatırımcıların Portföy Yapısı (%)

	1990	1991	1992	1993	1994
Sabit Getirili Menkul Değerler	59,34	58,83	57,98	57,36	58,42
Hisse Senetleri	28,05	28,96	27,85	31,12	29,93
Diğer	12,61	12,21	14,16	11,52	11,65
Toplam	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Tablo 4.2. (Devamı)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Sabit Getirili Menkul Değerler	55,51	52,93	48,89	48,03	44,59	45,35
Hisse Senetleri	32,93	35,52	39,60	40,27	44,16	42,99
Diğer	11,56	11,55	11,51	11,70	11,25	11,67
Toplam	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Kaynak : <http://www.oecd.org>

Tablo 4.3. Gelişmiş OECD Ülkelerinde Kurumsal Yatırımcıların Portföy Yapısı (%)

	1990	1991	1992	1993	1994
Sabit Getirili Menkul Değerler	59,31	58,80	57,98	57,34	58,42

Hisse Senetleri	28,07	28,97	27,85	31,14	29,93
Diğer	12,63	12,22	14,17	11,52	11,64
Toplam	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Tablo 4.3. (Devamı)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Sabit Getirili Menkul Değerler	55,52	52,92	48,87	47,99	44,52	45,27
Hisse Senetleri	32,93	35,54	39,62	40,31	44,22	43,06
Diğer	11,55	11,54	11,51	11,70	11,26	11,67
Toplam	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Kaynak : <http://www.oecd.org>

Tablo 4.4. Gelişmekte Olan OECD Ülkelerinde Kurumsal Yatırımcıların Portföy Yapısı (%)

	1990	1991	1992	1993	1994
Sabit Getirili Menkul Değerler	80,70	73,45	62,08	68,82	52,86
Hisse Senetleri	15,43	20,55	28,32	22,48	28,26
Diğer	3,87	6,00	9,60	8,69	18,88
Toplam	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Tablo 4.4. (Devamı)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Sabit Getirili Menkul Değerler	47,90	55,84	61,22	73,49	79,81	81,24
Hisse Senetleri	28,64	24,00	21,69	11,98	10,63	10,53
Diğer	23,46	20,16	17,09	14,54	9,56	8,23
Toplam	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Kaynak : <http://www.oecd.org>

Tablo 4.5. Türkiye’de Kurumsal Yatırımcıların Portföy Yapısı (%)

	1990	1991	1992	1993	1994
Sabit Getirili Menkul Değerler	77,53	76,68	81,37	78,72	83,10
Hisse Senetleri	13,16	14,48	9,66	16,29	9,62
Diğer	9,30	8,84	8,98	4,99	7,29
Toplam	100	100	100	100	100

Tablo 4.5. (Devamı)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Sabit Getirili Menkul Değerler	83,21	84,54	78,47	77,57	69,13	72,85
Hisse Senetleri	6,66	8,47	12,80	9,79	11,46	13,41
Diğer	10,13	6,99	8,73	12,64	19,41	13,74
Toplam	100	100	100	100	100	100

Kaynak : <http://www.oecd.org>

Tablo 4.2. , Tablo 4.3., Tablo 4.4.' te ülke kategorisine ait değerler aşağıdaki gibi hesaplanmıştır :

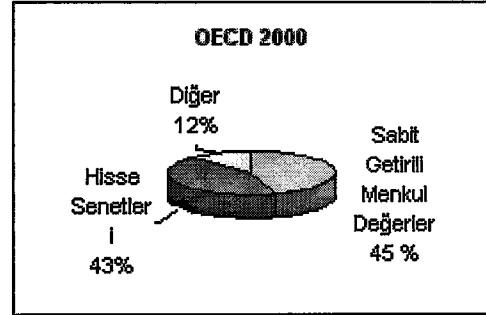
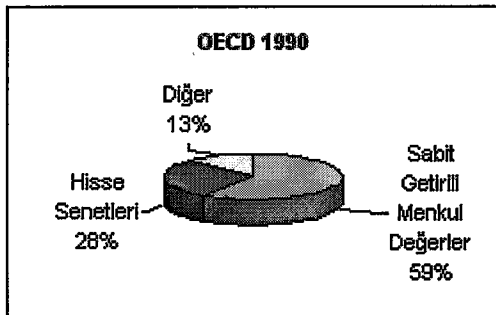
1) Belirli yılda ülkelerde kurumsal yatırımcıların portföyünü oluşturan finansal araçların portföydeki oranı EK III'ten belirlenerek aynı yılda ülkedeki kurumsal yatırımcıların finansal varlıklarının ABD Doları bazındaki toplam değeri (EK I) ile çarpılarak o yıl ülkedeki kurumsal fonlar içinde finansal araçların ABD Doları cinsinden değeri belirlenmiştir.

2) Ülke kategorileri için tablo değerleri kategoriye dahil ülkeler için 1. şıkta hesaplanan değerlerin toplamının ülkelerdeki kurumsal yatırımcıların toplam finansal varlıklarının ABD Doları bazındaki değerleri (EK I) toplamına bölünerek hesaplanmıştır.

Tablo 4.5.' teki Türkiye için değerler aynı metodla hesaplanmıştır.

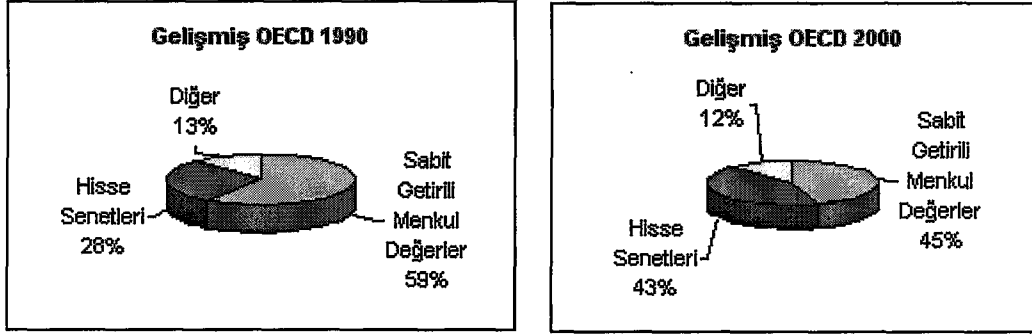
Ülke kategorileri ve Türkiye için kurumsal yatırımcıların portföy yapılarının 1990 ve 2000 senesindeki durumunu gösteren grafikler aşağıdadır .

Grafik 4.2. OECD Ülkelerinde Kurumsal Yatırımcıların Portföy Yapısı(%)



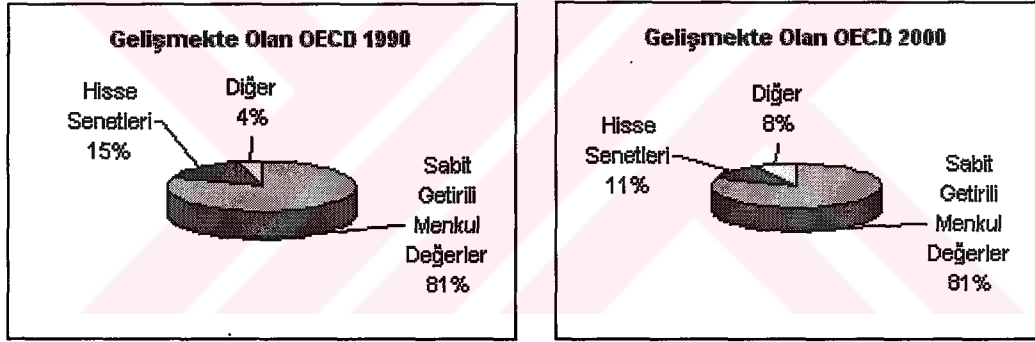
Kaynak : <http://www.oecd.org>

Grafik 4.3. Gelişmiş OECD Ülkelerinde Kurumsal Yatırımcıların Portföy Yapısı (%)



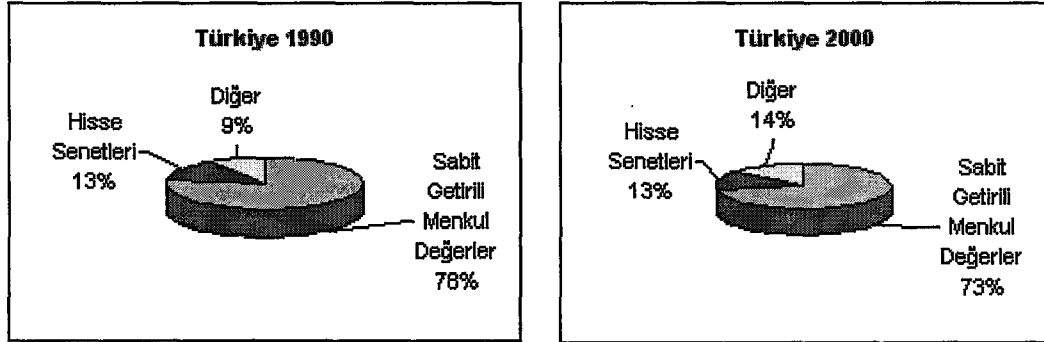
Kaynak : <http://www.oecd.org>

Grafik 4.4. Gelişmekte Olan OECD Ülkelerinde Kurumsal Yatırımcıların Portföy Yapısı (%)



Kaynak : <http://www.oecd.org>

Grafik 4.5. Türkiye'de Kurumsal Yatırımcıların Portföy Yapısı (%)



Kaynak : <http://www.oecd.org>

Kurumsal yatırımcıların portföy yapıları konumuz açısından özel önemi haizdir. Nitekim, kurumsal yatırımcıların sermaye piyasalarında etkin olabilmeleri için büyük fon birikimlerine sahip olmaları yeterli olmamaktadır. Bu fonların sermaye piyasasına kanalize edilmesi de önemlidir. Kurumsal yatırımcı fonlarının sermaye piyasasına kanalize edilmesi fonların sermaye piyasası araçlarında değerlendirilmesi ile mümkün olmaktadır.

Türkiye’de ve OECD ülkelerinde kurumsal yatırımcıların portföyünde bulunan hisse senedi oranlarını ve bunların yıllar itibarı ile değişimini yukarıdaki tablo ve grafiklerden inceleyebiliriz. OECD ülkelerinde 1990 yılında %28,05 olan kurumsal yatırımcı portföyündeki hisse senedi oranı artış eğilimi sergileyerek 2000 yılında %42,99’a ulaşmıştır. OECD ülkelerinde 1990-2000 döneminde kurumsal yatırımcı portföyünde hisse senetleri oranı maksimum değerine %44,16 ile 1999 yılında ulaşmıştır(Tablo 4.2.).

OECD ülkelerinde 1990-2000 döneminde kurumsal yatırımcı portföyünde sabit getirili menkul kıymetlerin oranı 1990 yılında %59,34 iken 2000’de %45,35’e düşmüştür.

Bu durum OECD ülkeleri genelinde 1990-2000 yılları arasında kurumsal yatırımcı fonlarının önemli ölçüde sabit getirili menkul kıymetlerden hisse senetlerine kayarak sermaye piyasasındaki etkinliğini arttırdığını söyleyebiliriz.

Türkiye’nin de dahil olduğu gelişmekte olan OECD ülkeleri kategorisi incelendiğinde kurumsal yatırımcı portföyündeki hisse senedi oranının bu kategoride OECD ortalamasının altında olduğu gözlenmektedir(Tablo 4.4.). 1990 %15,43 olan bu oran 1995 yılına kadar artış trendi sergileyerek 1995 yılında %28,64’e ulaşmıştır. 1995 yılından 2000 yılına kadar ise kurumsal yatırımcı portföyündeki hisse senedi oranında bir azalma eğilimi gözlemlenmektedir. 2000 yılında bu oran %10,53’e düşmüştür.

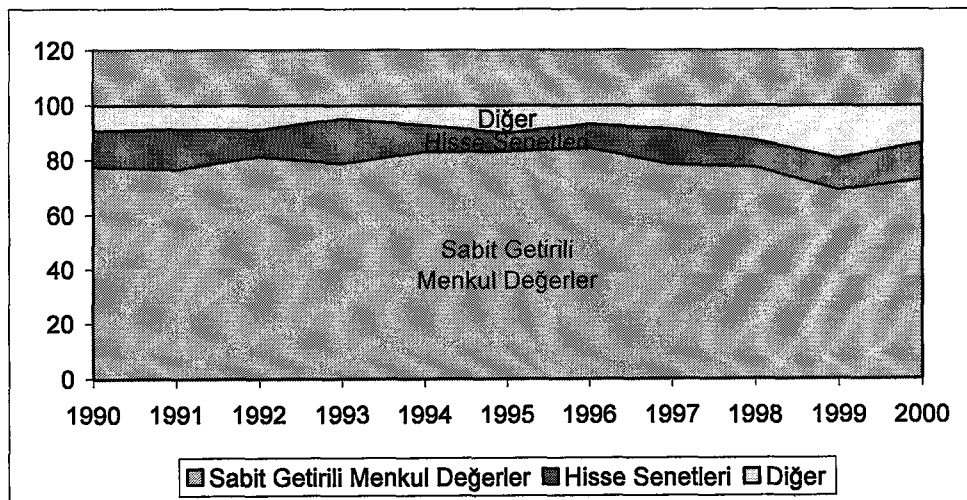
Gelişmekte olan OECD ülkelerinde kurumsal yatırımcı portföyündeki sabit getirili menkul değerlerin oranında, bu finansal araçların hisse senedinin bir alternatifi olması nedeni ile, hisse senedi oranına ters bir trend gözlemlenmektedir. 1990 yılında %80,7 olan kurumsal yatırımcı portföyündeki sabit getirili menkul değerler oranı 1995 yılına kadar azalma eğilimi göstererek 1995’te %47,90’a düşmüştür. 1996 yılından tekrar yükselişe geçerek 2000 yılında %81,24’e ulaşmıştır.

Gelişmekte olan ülkelerde kurumsal yatırımcı portföyündeki hisse senedi oranının OECD ortalamasının altında seyretmesi bu ülkelerin sermaye piyasalarında kurumsal yatırımcıların yeteri kadar etkin olmadığını ortaya koymaktadır.

1990-2000 yılları arasında Türkiye’de kurumsal yatırımcı portföyündeki hisse senetleri oranını incelediğimizde (Tablo 4.5.) bu oranın Türkiye’nin dahil olduğu gelişmekte olan OECD ülkeleri grubunun altında bir seyir izlediği görülmektedir. Aşağıdaki Grafik 4.6.’da Türkiye’deki kurumsal yatırımcıların portföy yapısını daha açık şekilde görebiliriz. 1990 yılında %13,16 olan kurumsal yatırımcı portföyündeki hisse senedi oranı dalgalı bir seyir izleyerek 1993’te maksimum değeri olan %16,29, 2000 yılında ise %13,41 değerine ulaşmıştır. Türkiye’de kurumsal yatırımcı portföyündeki hisse senedi oranı yalnızca 1999 ve 2000 yıllarında gelişmekte olan OECD ülkelerindeki oranın üzerine çıkabilmiştir ki, bu da esasen gelişmekte olan OECD ülkelerindeki oranın aşırı düşüşünden kaynaklanmaktadır.

Türkiye’deki kurumsal yatırımcı portföyündeki sabit getirili menkul kıymetlerin oranı gelişmekte olan OECD ülkeleri grubuna ait aynı oranın üzerinde seyretmektedir. 1990 – 2000 yılları arasında Türkiye’de kurumsal yatırımcı portföyünde sabit getirili menkul kıymetlerin oranı %69,13 ile %84,54 arasında değişerek 2000 yılında %72,85’e ulaşmıştır.

Grafik 4.6. Türkiye’de Kurumsal Yatırımcıların Portföy Dağılımı (%)



Kaynak : <http://www.oecd.org>

Yukarıda söz ettiğimiz olgular sonucu Türkiye’de kurumsal yatırımcıların sermaye piyasasındaki etkinliğinin OECD ve gelişmekte olan OECD ülkelerine oranla daha zayıf olduğu kanısına varabiliriz. Türkiye’de kurumsal yatırımcılar esasen sabit getirili menkul değerlere yatırım yapmaktadırlar. Bunun esas nedeni faiz oranlarının yüksek oluşudur. Yüksek faiz oranları sabit getirili finansal araçların çekiciliğini arttırarak onları kurumsal yatırımcı için daha cazip hale getirmektedir. Bu durum kurumsal yatırımcı fonlarının hisse senetlerine yatırılmasını engellemektedir.

4.3. Kurumsal Yatırımcı Türleri

Bu alt bölümde Türkiye ve OECD ülkelerinde kurumsal yatırımcıların finansal varlıklarının kurumsal yatırımcı türlerine göre dağılımı incelenecektir.

Aşağıdaki tablolarda Türkiye ve OECD ülkelerinde kurumsal yatırımcıların finansal varlıklarının kurumsal yatırımcı türlerine göre dağılımı gösterilmiştir.

Tablo 4.6. OECD Ülkelerinde Kurumsal Yatırımcıların Finansal Varlıklarının Kurumsal Yatırımcı Türlerine Göre Dağılımı(%)

	1990	1991	1992	1993	1994
Sigorta Şirketleri	39.29	38.97	38.26	38.27	38.80
Emeklilik Fonları	30.01	29.74	30.06	28.92	28.82
Yatırım Şirketleri	18.87	19.54	20.66	22.63	22.63
Diğer Kurumsal Yatırımcılar	11.82	11.74	11.02	10.18	9.75
Toplam	100	100	100	100	100

Tablo 4.6. (Devamı)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Sigorta Şirketleri	38.83	36.91	35.09	33.94	32.71	31.93
Emeklilik Fonları	28.48	29.36	29.73	29.10	27.98	28.17
Yatırım Şirketleri	23.32	24.71	26.53	28.73	30.84	31.32
Diğer Kurumsal Yatırımcılar	9.37	9.02	8.65	8.23	8.46	8.59
Toplam	100	100	100	100	100	100

Kaynak : <http://www.oecd.org>

Tablo 4.7. Gelişmiş OECD Ülkelerinde Kurumsal Yatırımcıların Finansal Varlıklarının Kurumsal Yatırımcı Türlerine Göre Dağılımı(%)

	1990	1991	1992	1993	1994
Sigorta Şirketleri	39.34	39.02	38.27	38.31	38.81
Emeklilik Fonları	30.07	29.80	30.10	28.98	28.86
Yatırım Şirketleri	18.75	19.41	20.59	22.54	22.59
Diğer Kurumsal Yatırımcılar	11.84	11.77	11.04	10.17	9.75
Toplam	100	100	100	100	100

Tablo 4.7. (Devamı)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Sigorta Şirketleri	38.82	36.90	35.08	33.93	32.71	31.92
Emeklilik Fonları	28.51	29.40	29.76	29.12	27.99	28.17
Yatırım Şirketleri	23.30	24.69	26.51	28.72	30.83	31.31
Diğer Kurumsal Yatırımcılar	9.36	9.01	8.65	8.23	8.47	8.60
Toplam	100	100	100	100	100	100

Kaynak : <http://www.oecd.org>

Tablo 4.8. Gelişmekte Olan OECD Ülkelerinde Kurumsal Yatırımcıların Finansal Varlıklarının Kurumsal Yatırımcı Türlerine Göre Dağılımı(%)

	1990	1991	1992	1993	1994
Sigorta Şirketleri	12.61	14.64	25.81	21.92	33.95
Emeklilik Fonları	0.00	0.00	0.00	0.00	0.13
Yatırım Şirketleri	87.39	85.36	74.19	65.84	52.05
Diğer Kurumsal Yatırımcılar	0.00	0.00	0.00	12.24	13.87
Toplam	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

Tablo 4.8. (Devamı)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Sigorta Şirketleri	40.77	42.22	42.62	42.87	35.77	35.51
Emeklilik Fonları	1.19	2.87	4.41	15.79	20.90	27.68
Yatırım Şirketleri	39.40	41.78	44.27	34.68	39.95	35.49

Diğer Kurumsal Yatırımcılar	18.64	13.14	8.70	6.66	3.37	1.32
Toplam	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

Kaynak : <http://www.oecd.org>

Tablo 4.9. Türkiye’de Kurumsal Yatırımcıların Finansal Varlıklarının Kurumsal Yatırımcı Türlerine Göre Dağılımı(%)

	1990	1991	1992	1993	1994
Sigorta Şirketleri	40.39	54.40	55.09	35.60	42.17
Emeklilik Fonları	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Yatırım Şirketleri	59.61	45.60	44.91	64.40	57.83
Diğer Kurumsal Yatırımcılar	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Toplam	100	100	100	100	100

Tablo 4.9. (Devamı)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Sigorta Şirketleri	57.28	48.24	53.49	60.55	46.58	46.98
Emeklilik Fonları	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Yatırım Şirketleri	42.72	51.76	46.51	39.45	53.42	53.02
Diğer Kurumsal Yatırımcılar	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Toplam	100	100	100	100	100	100

Kaynak : <http://www.oecd.org>

Tablo 4.6. , Tablo 4.7. ve Tablo 4.8. ‘deki değerler aşağıdaki gibi hesaplanmıştır :

1) Ülke kategorisine ait kurumsal yatırımcı türü fonlarının toplamı o kategoriye dahil ülkelerdeki kurumsal yatırımcı türleri fonlarının değerlerinin (EK I) toplanması ile elde edilmiştir.

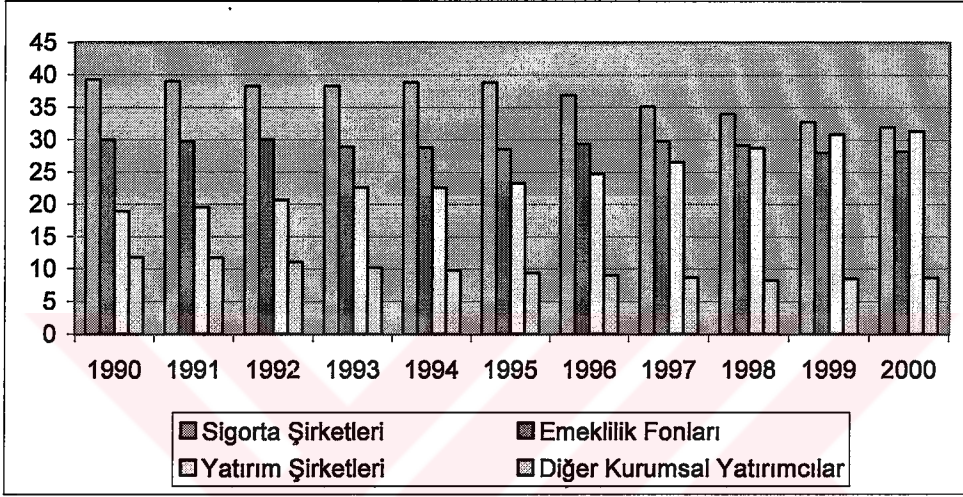
2) Ülke kategorisine ait kurumsal yatırımcı fonlarının toplam değeri o kategoriye dahil ülkelerin kurumsal yatırımcılarının fonlarının değerleri (EK I) toplanarak bulunmuştur.

3) 1. şıkta bulunan değerler 2. şıkta bulunan değerlere bölünerek ülke kategorisinde kurumsal yatırımcı türlerinin toplam kurumsal yatırımcı fonları içindeki payı hesaplanmıştır.

Tablo 4.9.' daki değerler de yukarıdaki metodla sadece Türkiye için hesaplanmıştır.

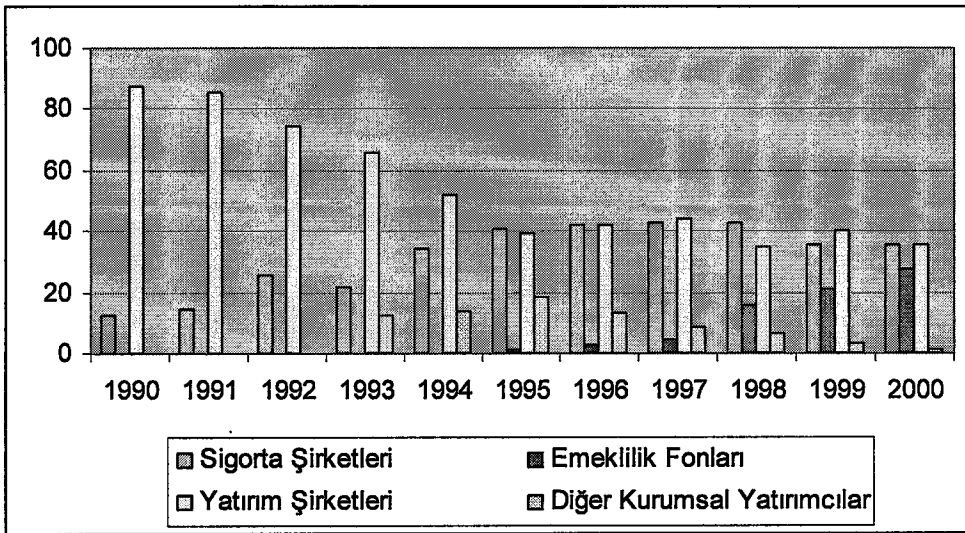
Yukarıdaki tablolarda yer alan bilgileri aşağıdaki grafiklerde yer almaktadır.

Grafik 4.7. OECD Ülkelerinde Kurumsal Yatırımcı Fonlarının Kurumsal yatırımcı Türlerine Göre Dağılımı (%)



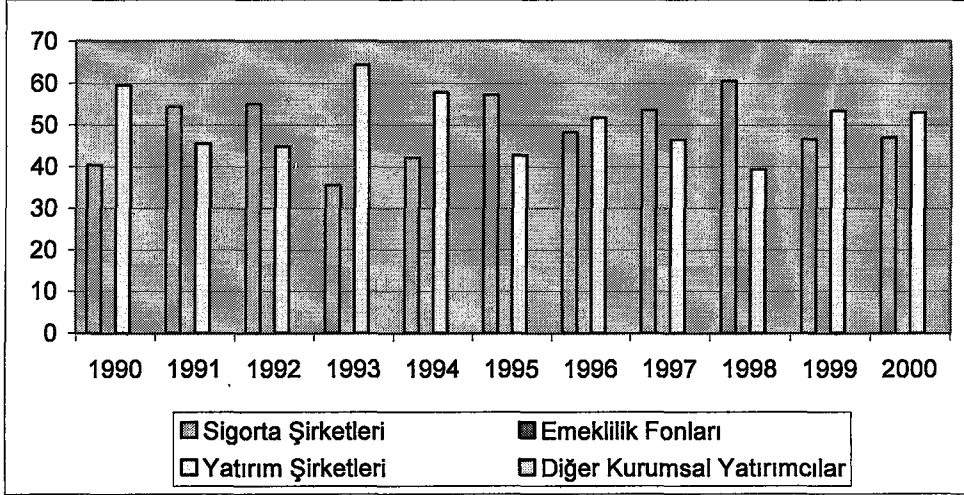
Kaynak : <http://www.oecd.org>

Grafik 4.8. Gelişmekte Olan OECD Ülkelerinde Kurumsal Yatırımcı Fonlarının Kurumsal yatırımcı Türlerine Göre Dağılımı (%)



Kaynak : <http://www.oecd.org>

Grafik 4.9. Türkiye’de Kurumsal Yatırımcı Fonlarının Kurumsal Yatırımcı Türlerine Göre Dağılımı (%)



Kaynak : <http://www.oecd.org>

Yukarıdaki grafik ve tablolar incelendiği zaman OECD ülkelerinde (EK I) sigorta şirketlerinin toplam kurumsal fon içindeki payı 1990-2000 yılları arasında %39’dan %32’ye, emeklilik fonları %30’dan %28’ düşmüş, yatırım şirketlerinin payı %19’tan %31’e yükselmiştir.

Gelişmekte olan OECD ülkelerinde (EK II) 1990-2000 yılları arasında kurumsal fonların kurumsal yatırımcı türlerine göre dağılımındaki değişim OECD ve gelişmiş OECD ülkelerine ters orantılı olarak gerçekleşmiştir. Bu kategoride sigorta şirketlerinin toplam kurumsal fon içindeki payı %13’ten %36’ya çıkmıştır. Emeklilik fonlarının payı 1995-2000 yılları arasında %1’den %28’e çıkmıştır. Yatırım şirketlerinin payı %87’den %35’e düşmüştür.

Türkiye’de esasen sigorta ve yatırım şirketleri mevcuttur. İlk özel emeklilik fonları 2003 yılında faaliyete başladığından bu bölümdeki araştırmamızın kapsamı dışındadır. Türkiye’de sigorta ve yatırım şirketlerinin (yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları) 1990-2000 yılları arasında kurumsal fonlar içindeki paylarındaki değişim, dalgalı seyrine rağmen, gelişmekte olan OECD ülkeleri ile aynı trend izlemiştir. Türkiye’de sigorta şirketlerinin toplam kurumsal fon içindeki payı söz konusu dönemde %40’tan %47’ye yükselmiş, yatırım şirketlerinin payı %60’tan %53’e düşmüştür.

Türkiye’de kurumsal yatırımcıların yukarıda analiz ettiğimiz etkinlik göstergelerinin üyesi olduğu Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) üyesi ülkelerin verileri ile kıyasla çok düşük kalması Türkiye’de kurumsal yatırımcıların yeterli etkinliğe ulaşmadığını göstermektedir.

Türkiye’de sermaye piyasası tasarrufların değerlendirildiği yatırım sistemi içinde zayıf bir alternatif olarak yer almaktadır. Bu da sermaye piyasasının henüz istenilen gelişmişlik düzeyine ulaşmamış ve kurumsal bir yapıya kavuşturulmamış olmasından kaynaklanmaktadır. Sermaye piyasası tasarruflarını değerlendirmek isteyen fertler ve kurumlar açısından henüz gerekli güveni sağlayamamıştır.⁵

Sermaye piyasasının gelişmesini sağlamak ve mevcut kurumsal yatırımcıların etkinliğini arttırmak, piyasaya yeni kurumsal yatırımcıların girişini sağlamak amacıyla kurumsal ve hukuksal düzenlemeler yapılmalıdır. Sermaye piyasasında güvenin sağlanması, özellikle İMKB’deki talebin sürekli olmasına yani manüplatörlerin toplam işlem hacmi üzerindeki etkilerinin azaltılmasında bağlıdır. Piyasada istikrar sağlanabilirse sermaye piyasası araçlarının diğer yatırım araçları ile rekabet edebilme ve tercih edilme şansı doğacak ve sermaye piyasası gelişecektir.⁶

⁵ Nihal Kargı, *Ekonomik Kalkınma, Tasarruf ve Sermaye Piyasası ilişkileri : Türkiye Örneği* , Ankara, SPK Yayınları, Yayın NO: 115, 1998, s.88

⁶ Kargı, a.e. , s.112

5. GELİŞEN PİYASALARDA KURUMSAL YATIRIMCILAR

Bu bölümde gelişen piyasaların yapısı ve özellikleri ve kurumsal yatırımcıların gelişen piyasalardaki rolü incelenecektir.

5.1. Gelişen Piyasalar ve Özellikleri

Gelişen piyasalar tam gelişmiş olmamakla beraber yabancı yatırımcılara geniş ölçüde açık olan gelişmekte olan ülke finansal piyasalarıdır.¹

Finansal piyasalarını serbestleştiren ve böylece yabancı yatırımları çekebilen ülkelere gelişen piyasalar (emerging markets) denmektedir. Bunlar gelişmekte olan ve piyasalarını dünya ile eklemlendirmiş ülkelerdir.²

Gelişen menkul kıymet piyasaları günümüzde 70'e yakın gelişmekte olan ülkede (GOÜ) mevcuttur. Bu piyasalar dünya menkul kıymet piyasaları **kapitalizasyonunun hemen hemen %12'sini ve kayıtlı firmalar sayısının %56'sını** kapsamaktadırlar.³

Aşağıda belirtilmiş ülkeler en önemli gelişen piyasalar olarak nitelendirilmiştir: Çin, Hong Kong, Hindistan, Endonezya, Malezya, Filipinler, Singapur, Güney Kore, Tayvan, Tayland, Arjantin, Brezilya, Şili, Kolombiya, Meksika, Peru, Venezüella, Mısır, İsrail, Güney Afrika, Türkiye, Macaristan, Polonya, Rusya.⁴

EK VI' daki tabloda dünyadaki çeşitli bölge ve ülkelerin sermaye piyasaları için temel göstergeler yer almaktadır. Söz konusu tablodan hesaplanabileceği gibi dünya üzere GSYİH'nin %23'ü, menkul kıymet piyasa kapitalizasyonunun %11'i gelişen piyasa ülkelerinin payına düşmektedir. Hızlı büyüme göstergeleri ile,

¹IMF, **Global Financial Stability Report**, April 2004, (Çevrimiçi)

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/GFSR/2004/01/pdf/GFSR0404.pdf> , 12 Temmuz 2004, s.154

²Ussal Şahbaz, "Kriz Türkiye'nin Kaderi mi?", (Çevrimiçi) http://www.ussal.com/cagder_kriz.pdf, 15 Temmuz 2004, s.1.

³ Christopher Green , Victor Murinde and Rose Ngugi, "Key Microstructure And Policy Issues For Emerging Stock Markets : What Have We Learned", May 2000, (Çevrimiçi) <http://www.devinit.org/findev/FD-WP16.DOC>, 19 Temmuz 2004, s.1

⁴Şahbaz, a.g.m.

kurumsal yatırımcılar dahil, dünyadaki birçok yatırımcılar için önemi artan gelişen piyasaların özelliklerini bir sonraki altbölümde inceleyeceğiz.

5.1.1. Gelişen Piyasaların Temel Özellikleri

Gelişen piyasaların gelişmiş piyasalardan farklı birtakım özellikleri bulunmaktadır. Gelişen piyasalar ekonomik yapı içinde işadamlarının yatırım ve üretim yapabilmeleri için gerekli taleplerini karşılayacak özelliklere sahip bir piyasa ortamını oluşturabilme yolunda, gelişmiş piyasalara göre daha zor engellerle karşı karşıyadır. Bu engeller,

1. Yüksek enflasyonlu bir ekonomik ortam.
2. Gelişen piyasaların yapısı, kurumsallaşması aşamasında karşılaşılan sorunlar, bu piyasalarda yeniliklerin getirilmesindeki güçlükler vergilendirme sorunları... vb.
3. Devletin etkin ve verimli işleyememesi, karar alma süreçlerindeki aksaklıklar, özelleştirmedeki gecikmeler... vb. olarak sayılabilir.⁵

Bu engeller aşılmadığı takdirde GOÜ'lerin finansal piyasalarından beledikleri temel fonksiyonunun, (fon oluşturma ve bunları yatırma, üretime yöneltme fonksiyonunun) uzun dönemli ifa edilmesi mümkün olamamaktadır. Uluslararası sermaye akımından beklenen yararlar gerçekleştirilmemektedir.

Gelişen piyasalarda bugün için gelişme dereceleri farklı farklıdır. Ayrıca, bu piyasalardaki yabancı direkt yatırımlarının miktarları da farklılık gösterir. Ancak Malezya Krizi, Meksika Krizi ve Asya Krizi, Türkiye Krizi gibi olaylar GOÜ'lere, ekonomik kalkınmada sadece yabancı sermayeye güvenmemek gerektiğini, finansal yapılarını finansal piyasalarını sadece bu doğrultuda düzenlememelerini öğretmiştir.

⁵Ferhat Başkan Özgen, "Globalleşme Sürecinde Gelişmekte Olan Ülkelerde Finans Piyasaları", (Çevrimiçi) <http://www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/finans.pdf>, 15 Temmuz 2001,s.4.

Gelişen piyasaların finansal yapılarını gelişmiş piyasaların finansal yapılarından ayıran en önemli özellik belki de birkaç finansal kurumun veya doğrudan devletin denetiminde, serbest piyasa işleyişinden uzak yapılar olmalarıdır. Bunun nedeni de gelişen piyasaların ve buradaki finansal kurumlarının, gelişmiş piyasalardakinden farklı olarak, kökleri eskiye dayanan bir geçmişlerinin olmamasıdır. Gelişen piyasaların finansal yapıları yakın zamanda bizzat devlet tarafından kurulmaya ve geliştirilmeye başlanmıştır. Bu nedenle gelişen piyasalarda, kamu payının genel olarak yüksek olduğu görülmektedir.⁶

GOÜ'lerde, borsaların **getiriler açısından** üç temel özelliğe sahip olduğu söylenebilir. Daha yüksek ortalama getiri, gelişmiş piyasaların getirileriyle düşük bağlantı, daha yüksek volatilité. İlk iki özellik, gelişen piyasaların, yabancı portföy yatırımları için çok cazip pazarlar haline gelmesine yol açmaktadırlar. Ama bunlar yüksek volatilité ile birleşince GOÜ'lerde borsaların dış şoklara daha açık bir hale gelmesine ve finansal piyasalarla döviz piyasaları arasında istikrarsız ilişkilerin doğmasına neden olabilmektedir.

Gelişen piyasalar arasında volatilité açısından da farklılıklar vardır. Ama volatilitenin artması, yatırım yapmayı geciktirir, vadelerin uzamasına engel olur, piyasanın kurumsallaşmaması sonucunu verir. EK VII'de gelişen hisse senedi, gelişen borç ve gelişmiş hisse senedi piyasalarındaki volatilitelerin grafikleri verilmiştir. Grafikten görüleceği gibi gelişen piyasalarda fiyat dalgalanmaları daha yüksek seyir izlemekte yani volatilité yüksek olmaktadır.

Gelişen piyasalarda volatilitenin, dört ana nedeni vardır.⁷

1. *Piyasada varlık yoğunlaşması* çoksa yani borsa endeksine dahil hisse senedi az ve birkaç hisse senedi borsa endeksine hakimse volatilité artmaktadır. Borsa endeksine dahil hisse senedi sayısının artırılması gerekir.

2. *Borsanın gelişmişliği ve pazarla bütünleşmesi düşükse*, yani borsa kapitalizasyonunun milli gelire oranı azsa volatilité yüksektir. Oran artırılarak borsa

⁶ A.e. , s.6.

⁷ A.e. , s.13

geliştirilirse ve hisse senetlerinin farklı ekonomik sektörler arasında daha yoğun gidip gelmeleri, bir sektöre bağımlı kalmamaları sağlanırsa volatilité düşecektir.

3. *Volatilité tek başına, pazarın iç yapısına da bağılıdır.* Borsada bilgi akışının yoğunluğu ve niteliği, hisse senetlerinin fiyatlarını değiştirir.

4. *Volatilitenin dördüncü nedeni ülkenin içinde bulunduğu makroekonomik koşullardır.* Siyasi istikrar, ülkenin kredi değerliliği, kambiyo kurlarındaki değişimler vb. pek çok faktör ülkenin makroekonomik koşullarını etkilediği için dolaylı olarak artırıcı diğer nedenler olabilmektedir.

Sonuç olarak, gelişen hisse senedi piyasalarındaki daha yüksek ortalama getiri ve gelişmiş piyasaların getirileriyle düşük bağlantı nedeniyle, bu ülkelerde borsalar portföy yatırımlarını çeşitlendirmek isteyen yabancı yatırımcılar için son derece cazip pazarlar olmalarına rağmen bu ülke borsalarındaki yüksek volatilité nedeniyle bu fonlar kısa vadeli kalmakta ve her an kendi ülkesine geri dönebilir bir niteliğe bürünmektedir. Volatilitenin pek çok nedeni vardır ve ekonomi yapısında sorunlar yaşayan bir gelişen piyasa için, serbest pazar koşulları altında, volatilitéyi önleyebilmek kolay değildir. Finansal liberalleşme ile gelişen piyasalar dış şoklara daha açık hale gelmişlerdir.

Gelişen piyasalarda volatilitenin azaltılmasında bu piyasalarda faaliyet gösteren kurumsal yatırımcılar çok önemli rol üstlenmektedirler. Bir sonraki altbölümde kurumsal yatırımcıların gelişen piyasalardaki fonksiyon ve rolünü inceleyeceğiz.

5.2. Gelişen Piyasalarda Kurumsal Yatırımcılar

Son yıllar zarfında dünya genelinde kurumsal yatırımcıların boyutu önemli şekilde büyümüştür. Kurumsal yatırımcılar tarafından yönetilen toplam varlıkların değeri 1981'de dünya ülkeleri GSYİH'sının %38'inden 2001'de %145'ine yükselmiştir. Kurumsal yatırımcıların finansal varlık sahibi olarak artan önemi bunların finansal piyasaların faaliyetindeki etkisinin hızla büyüdüğü anlamına gelmektedir. Karşılıklı olarak, finansal piyasaların iyi faaliyet göstermesinin sağlanmasında kurumsal yatırımcılara duyulan güven de artmaktadır. OECD

ülkelerinin çoğunda kurumsal yatırımcılar, özellikle de emeklilik fonları, günümüzde yerel finansal sistemlerde anahtar rolünü üstlenmektedirler.

Gelişen finansal piyasalarda da kurumsal yatırımcıların önemi durmadan artmaktadır. Özellikle emeklilik reformu gelişen piyasa ekonomilerinde yerel kurumsal sektörün gelişmesinde önemli etken olmuştur. Bu durum menkul kıymet piyasaları gelişiminde en önemli faktör olmuştur. Buna karşın sigorta şirketleri ve yerel yatırım ve emeklilik fonlarının geliştirilmesi yolu ile menkul kıymet piyasalarının büyümesini hızlandırmak için hala önemli fırsatlar bulunmaktadır.⁸

Yakın geçmişte yaşanan krizler serisine rağmen, gelişen hisse senedi ve tahvil piyasaları kendi olgunlaşma süreçlerinde gelişme kaydetmişlerdir. Bu sürecin anahtarı uluslararası ve yerel kurumsal yatırımcıların gelişen piyasalarda giderek artan rolüdür. Güçlü risk ayarlı getiriye sahip gelişen piyasa araçları özellikle bağımsız tahviller, emeklilik fonları ve sigorta şirketleri gibi birçok uluslararası kurumsal yatırımcıları, esasen çeşitlendirme amacı ile, gelişen piyasa finansal varlıklarına yatırım yapmaya teşvik etmiştir. Bu durum gelişen piyasalara yatırım yapan fon havuzunun genişlemesine yardımcı olmuştur. Bunlar uzun dönemli satın al ve elde tut (buy- and- hold) stratejisi izleyen yatırımcılar olduğundan bu durum gelişen piyasalara sermaye akımının istikrarını arttıracaktır. Bu gelişme hedge fonlarının ve diğer fırsatçı yatırımcıların sık sık tekrarlanan alım satım aktivitelerini dengeleyebilecektir. Fakat, söz konusu uluslararası kurumların yönetimindeki varlıklar birçok gelişen piyasalardaki piyasa kapitalizasyonu ve yıllık sermaye akımına oranla çok büyük olduğundan, bu aktörler tarafından yapılan göreceli küçük transferler ilgili piyasalara bozucu etki yapabilmektedir.⁹

Emeklilik fonları ve sigorta şirketleri, genelde, fonlarını gelişen piyasalarda uzmanlaşmış portföy yöneticilerine veya yatırım fonlarına devretmektedirler. Söz konusu yatırım fonları aynı zamanda bireysel yatırımcıların tasarruflarını da toplamaktadırlar. Gelişen piyasalara tahsis edilmiş fonların büyümesine paralel olarak portföy yöneticilerinin bilgilerinde ve yatırım kararlarının profesyonelliğinde

⁸ Hans J. Blommestein, "Institutional Investors, Pension Reform and Emerging Securities Markets, 1997, (Çevrimiçi) <http://www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubWP-359.pdf>, s.4.

⁹IMF, a.g.e. ,s.4.

iyileşmeler gerçekleşecektir. Bu durum fonların gelişen piyasaların geniş bir biçimde çeşitlendirilmiş portföyüne yatırım yapmasına olanak verecektir. Bireysel yatırımcılar için de bu fonlar gelişen piyasalara yatırım yapmanın en etkin yoludur.

Pozitif katkılarına rağmen, yatırım fonları volatiliteye neden olabilecek diğer risklerle baş etmek durumundadırlar. İlk olarak, gelişen piyasa varlık yöneticileri kendilerine yatırım yapan emeklilik fonları ve sigorta şirketleri tarafından sık sık (genelde 3 ayda bir) gerçekleştirilen performans değerlendirme süreçlerine konu olmaktadır. Performansı düşen fonların yerine diğerleri tercih edilmektedir. İkincisi, yatırım fonları geri ödeme riski (redemption risk) ile baş etmek zorundalar. Çünkü bireysel yatırımcılar zarar etme olasılığı bulunan varlıkları içeren fonlardan birikimlerini çabucak çekebilirler.

Emeklilik fonlarının büyümesini teşvik eden süreçte birçok gelişen piyasa ülkeleri kendi emeklilik sistemlerini yenilemişlerdir. Ek olarak hayat sigorta şirketleri ve yatırım fonları bazı ülkelerde gelişmiştir. Bu kurumsal yatırımcıların yönetimindeki varlıklar muhtemelen kritik boyuta ulaşmıştır ve öngörülebilir gelecekte büyüyecektir. Yerel kurumsal yatırımcılar yerel sermaye piyasalarının gelişimini teşvik etmekle beraber diğer gelişen piyasalardaki tahvil piyasasına istikrar getirici etki ortaya koymuşlardır. Fakat, bu kurumların gelişimine oranla, yerel sermaye piyasaları piyasa kapitalizasyonu, likidite ve araçların çeşitliliği bakımından, daha yavaş büyüme sergilemişlerdir. Belirtmemiz gereken daha bir husus şirket tahvili (uzun vadeli senetler dahil) piyasasının göreceli olarak az gelişmiş olmasıdır.¹⁰

Sonuç olarak, yakın gelecekte birçok ülke büyüyen yerel kurumsal yatırımcılar ve bu kurumların ihtiyacını tatmin edecek büyüklüğe, likiditeye ve araçlara sahip olmayan, nispeten az gelişmiş finansal piyasalarla karşı karşıya olacaktır. Bundan başka, çeşitli varlıkların, özellikle yabancı varlıkların, elde bulundurulmasını katı biçimde kısıtlayan düzenlemeler bu kurumları kendi yatırımlarını geleneksel ürünlerde odaklamaya itebilir. Bu durum yerel sermaye piyasalarında risk konsantrasyonuna neden olabilir.

¹⁰ A.e. , s.5.

Gelişen piyasalara yönelen sermaye akımlarının volatilitésinin azaltılmasında anahtar adım gelişen piyasa finansal araçları (menkul kıymetleri) için istikrarlı yatırımcı tabanının geliştirilmesidir. Söz konusu yatırımcı tabanının gelişimi mevcut yatırımcı tabanı yapısı, yatırımcıların gelişen piyasalarda varlık tutmalarını etkileyen ekonomik ve düzenleyici koşullar, piyasaya yeni yatırımcı türlerinin girişi ve kaynakların ulusal sınırlar üzerinden transfer edilmesinin ve toplam riskten korunmanın yeni araçlarının geliştirilmesi gibi etkenlere bağlıdır.¹¹

Gelişen piyasa finansal araçlarının yatırımcı tabanlarının giderek artan oranda kurumsallaşması hem gelişen piyasalara yönelen sermaye akımlarının volatilitésine hem de bu volatilitenin üstesinden gelmek ve yerel finansal piyasaların gelişmesini sağlamak için gerekli olan düzenlemelere etki etmektedir. Daha önce yaşanan belirsizlikler ve uluslar arası piyasalardaki ani varlık kaybı deneyimlerinin sonucu olarak birçok gelişen piyasa sermaye akımlarındaki volatiliteye karşı belirli önlemler geliştirmeye başladılar. Bu önlemler makroekonomik performansları iyileştirici, yerel finansal piyasaları geliştirici ve , kurumsal yatırımcılar dahil, yerel finansal kurumları güçlendirici düzenlemeler içermektedir.

Gelişen piyasalarda faaliyet gösteren kurumsal yatırımcıların varlık dağılımı kararlarının daha iyi anlaşılması için hem bu piyasalardaki gelişmiş piyasa kurumsal yatırımcılarının hem de yerel kurumsal yatırımcıların davranışları inceleyeceğiz.

5.2.1. Gelişmiş Piyasa Kurumsal Yatırımcıları

1990'lı yıllar gelişmiş piyasalarda banka dışı kurumsal yatırımcıların varlıklarında keskin büyümeye tanıklık etmiştir. EK VIII' deki tablodan görüleceği üzere sigorta şirketleri, emeklilik fonları ve yatırım fonlarından oluşan bu grupta varlık değeri 1993 ve 2001 yılları arasında %90 oranında büyüyerek 34 trilyon \$'a ulaşmıştır. En hızlı büyüme ABD (%113) ve Avrupa Birliği ülkelerinde (%111) gerçekleşmiştir. Bu hızlı büyümenin sonucu olarak bu kurumlar yönetimindeki varlıkların değeri 1993 yılında bu ülkelerin GSYİH' sının %95'inden 2001'de

¹¹ A.e. , s.143.

%147'sine yükselmiştir. Banka dışı kurumsal yatırımcıların varlıkları banka varlıklarına oranla çok daha hızlı büyümüşlerdir. Nitekim, banka varlıkları 1993 yılında banka dışı kurumsal yatırımcıların varlıklarının %25'ini oluştururken 2001 yılında bu oran %18'e düşmüştür.

Banka dışı kurumsal yatırımcıların varlıkları her açıdan gelişen piyasaların boyutu ve bu piyasalara akan sermayeden çok daha büyüktür. Söz konusu piyasa boyutlarının farkını belirlemek için, gelişmiş piyasalar kurumsal yatırımcılarının yönetimindeki varlıkları gelişen piyasalardaki hisse senedi ve tahvil piyasalarının toplam kapitalizasyonu ile kıyaslayabiliriz. Örneğin, 2001 yılı sonunda gelişen piyasa birimleri tarafından ihraç edilen tüm iç ve dış tahvil ve hisse senetlerinin toplam pazar değeri gelişmiş piyasalar kurumsal yatırımcıların yönetimindeki varlıkların değerinin %14'ünü oluşturmaktadır. Bundan başka, gelişen piyasaların ihraç ettiği uluslararası tahvil, hisse senedi ve diğer araçların toplam değeri (135 milyar \$) 2001 yılı sonunda bu kurumsal yatırımcıların yönetimindeki varlıkların kabaca %0,5'ne eşittir. Bu durum söz konusu kurumsal yatırımcıların yönetimindeki gelişen piyasalara yönelik varlıkların tahsisindeki küçük bir ayarlamamanın bile önemli sermaye akımları oluşturabileceği anlamına gelmektedir. Örneğin, 2001 yılında Asya gelişen piyasalar içinde en büyük hisse senedi ve tahvil piyasası kapitalizasyonuna sahiptir (3,18 trilyon\$) ve en büyük sermaye akımını (67,5 milyar \$) kabul etmektedir. Fakat bu durum gelişmiş piyasa kurumsal yatırımcılarının yönetimindeki varlıkların sırası ile %9'u ve %0,2'ne denk gelmektedir(EK VIII).

Gelişmiş piyasa banka dışı kurumsal yatırımcıların portföy davranışları içerisinde göreceli olarak küçük transferlerin bile doğuracağı potansiyel büyük ölçekli sermaye akımları bu yatırımcıların gelişen piyasalardaki taleplerini ve bunların yatırım istikrarını arttırmaktadır.

5.2.2. Yerel Kurumsal Yatırımcılar

Gelişmiş piyasalardaki kurumsal yatırımcıların büyümesine 1970'lerden itibaren sermaye piyasalarında önemli büyümeler ve yapısal değişiklikler eşlik etmiştir. Gelişen piyasalar da tasarrufların kurumsallaşması ve sermaye piyasası

gelişimi sürecinde benzer yolu izlemektedirler. Emeklilik fonu reformlarının yürürlüğe girmesi ve yatırım fonlarının popüleritesinin yükselmesi ile birçok gelişen piyasalarda kurumsal yatırımcıların yönetimindeki varlıklar da hızla büyümektedir.

Sigortadan kaçınma oranlarının düşüklüğü gelişen piyasalarda sigorta şirketleri varlıklarının da göreceli olarak hızlı gelişimini sağlamaktadır. Yönetilen varlıkların büyümesi yerel finansal varlıkların gelişimine katkıda bulunmaktadır. Fakat aşırı sert düzenlemeler ve yatırımcıların çeşitliliğinin yetersiz olması yerel piyasaların etkinliği ve istikrarı için önemli tehlike oluşturmaktadır.¹²

Aşağıdaki altbölümlerde gelişen piyasalardaki çeşitli yerel kurumsal yatırımcı türlerinin gelişimi ve davranışları incelenecektir.

5.2.2.1. Yerel Emeklilik Fonları ve Sigorta Şirketleri

Son dönemlerde bazı gelişen piyasalar önemli emeklilik reformları gerçekleştirmişlerdir. Bu reformlar özel varlık yöneticileri yönetimindeki varlıkları önemli ölçüde arttırmıştır. Güney Amerika'da reformlar aşamasını başlatan Şilinin ardından Güney Amerika'daki diğer birçok ülke ve daha yakın geçmişte Orta ve Doğu Avrupa'daki bazı ülkeler fonlanan, özel sektör tarafından yönetilen, belirli katkı esasına dayanan emeklilik sistemleri geliştirdiler. Türkiye'de de emeklilik sisteminde çok önemli reformlar gerçekleştirilmiştir. 2003'te uygulanmaya başlanan Bireysel Emeklilik Sistemi (BES)'nin bireylerin emeklilik dönemindeki refahını arttırmasının yanı sıra sermaye piyasalarına önemli ölçüde fon sağlaması beklenmektedir.

Özel emeklilik fonları yönetimindeki varlıklar Güney Amerika ülkelerinde 1997'de GSYİH' nin %4'ünden 2002'de %9'una yükselmiştir (Tablo 5.1.). Şili'de 22 yıl boyunca sürdürülen tam fonlama operasyonu sonucunda emeklilik fonlarının GSYİH içindeki payı % 54'e ulaşırken diğer ülkeler varlık biriktirme sürecinin başlangıç aşamalarında bulunmaktadırlar(Tablo 5.1.). Yönetilen varlık değerindeki artış Meksika, Peru, Uruguay, Macaristan ve Kazakistan'da göreceli olarak hızlı gerçekleşmiştir.

¹²A.e. , s.128.

Tablo 5.1. Gelişen Piyasalardaki Yerel Emeklilik Fonları Varlıkları
(GSYİH yüzdesi olarak)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Güney Amerika												
Arjantin	e.e. ¹	e.e.	e.e.	0,2	1	2	3	3,9	5,9	7,2	7,7	11,2
Bolivya	e.e.	e.e.	e.e.	e.e.	e.e.	e.e.	0,8	2,5	4	5,8	6,3	7,3
Kolombiya	e.e.	e.e.	e.e.	0	0,3	0,8	1,3	2,1	3,3	4,3	5,3	6,7
Kosta Rika	e.e.	e.e.	e.e.	e.e.	e.e.	e.e.	e.e.	e.e.	e.e.	e.e.	0,7	0,8
Şili	* 18,3	22,6	26	28,2	31,2	33,2	32,8	38,5	42,2	46,1	52,5	53,5
El Salvador	e.e.	e.e.	e.e.	e.e.	e.e.	e.e.	e.e.	0,4	1,7	3,7	5,8	7,6
Meksika	e.e.	e.e.	e.e.	e.e.	e.e.	e.e.	0,2	1,4	2,4	2,9	4,4	5
Peru	e.e.	e.e.	0,1	0,6	1,1	1,7	2,6	3,1	4,7	5,2	6,8	8
Uruguay	e.e.	e.e.	e.e.	e.e.	e.e.	0,2	0,9	1,7	2,8	4	5,6	7,2
Alt toplam	1,1	1,4	1,5	1,9	3,2	3,6	4,0	5,2	6,3	7,0	8,2	9,2
Avrupa												
Bulgaristan	e.e.	e.e.	e.e.	e.e.	e.e.	e.e.	e.e.	e.e.	e.e.	0,3	0,3	0,8
Macaristan	e.e.	e.e.	e.e.	e.e.	e.e.	e.e.	e.e.	1,3	2,1	3,1	3,9	4,5
Kazakistan	e.e.	e.e.	e.e.	e.e.	e.e.	e.e.	e.e.	1,3	2,7	4,2	5,6	6
Polonya	e.e.	e.e.	e.e.	e.e.	e.e.	e.e.	e.e.	e.e.	e.e.	1,5	2,4	3,5
Alt toplam	e.e.	e.e.	e.e.	e.e.	e.e.	e.e.	e.e.	0,4	0,6	2	2,9	3,8
Asya												
Hong Kong ÖB	e.e.	e.e.	e.e.	e.e.	e.e.	e.e.	e.e.	e.e.	e.e.	0,4	0,4	0,4
Malezya	38,5	40,3	41,5	42,6	43,4	45,4	45,9	51,1	53,9	52,3	55,9	56,5
Singapur	61,7	63,4	55,5	53,5	55,5	55,8	56,2	62,2	64,1	60,3	63,8	64,9
Alt toplam	21,7	23,8	22,5	22,8	24,9	25,3	23,5	20,8	21,5	20,5	21,6	21,5
Toplam	6,3	6,9	6,7	7,1	9,6	10,2	9,8	9,8	11,4	11,4	12,6	14,2

Kaynak : IMF, **Global Financial Stability Report**, April 2004, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/GFSR/2004/01/pdf/GFSR0404.pdf>, 12 Temmuz 2004, s.129

¹Elde edilemeyen veri

Asya'da emeklilik gelirleri esasen kamu sponsorluğundaki ulusal yedek fonlardan temin edilmektedir. Örneğin Malezya ve Singapur'da devlet sivil çalışanlar için tam fonlanmış belirli katkı esaslı sistemi finanse etmekte ve büyük ölçüde yönetmektedir. Bu sistemler büyük miktarlarda varlıklar oluşturmuşlardır. Kore'de ulusal emeklilik sistemi tam fonlanmış sistemdir, fakat, belirli fayda esasına dayanmaktadır ve diğer Asya ülkelerindeki düzeye ulaşamamıştır. Ulusal zorunlu yedek fonlar ,büyük miktarlarda fonlar yönetmelerine rağmen, yerel sermaye

piyasalarının gelişimine önemli bir katkı sağlamamışlardır.¹³ Bu tür fonlar tutucu bir şekilde yönetilmektedirler. Bunun sonucu olarak da varlıklar esasen devlet tarafından ihraç edilen finansal araçlarda yoğunlaşmaktadır. Örneğin Kore’de Ulusal Emeklilik Şeması varlıklarının 2/3’i direkt borçlanma senetleri yolu ile devlete kanalize edilmişken, Singapur’da Merkez Yedek Fon varlıklarının büyük bölümü devlet araçlarına yatırılmışlardır.¹⁴ Merkezileşmiş fon yönetimi, aynı zamanda , rekabetçi fon yönetim endüstrisinin gelişimini ve bunun yerel finansal piyasalara olumlu etkisini engelleyebilir.¹⁵ Güney Amerika ve Gelişen Avrupa’dan farklı olarak Gelişen Asya’da yerel hayat sigorta şirketleri öncü kurumsal yatırımcılardır. Bu durum ,kısmen , Asya’da sigorta ürünlerini tasarruf ürünleri olarak kullanma geleneği ile ilgilidir. Özellikle Kore, Malezya, ve Singapur’da sigorta şirketleri varlıkları son beş yılda hızlı bir biçimde artmıştır (Tablo 5.2.).

Tablo 5.2. Gelişen Piyasalardaki Yerel Sigorta Şirketleri Varlıkları¹
(GSYİH yüzdesi olarak)

	1998	1999	2000	2001	2002
Asya					
Kore	25,8	29,4	30,2	34	35,8
Malezya	13,6	15,1	14,9	20,5	21
Filipinler	3,5	3,7	3,8	3,7	4
Singapur	18,5	23,3	24,4	34,1	27,6
Tayland	5,8	6,5	6,6	7,6	8,3
Doğu Avrupa,					
Orta Doğu, Afrika					
Macaristan	3,3	3,9	4,2	4,5	3,8
Polonya ²	3	3,6	4,3	5	6
Türkiye	1,1	1,6	1,5	1,5	e.e.
Güney Afrika ²				74,4	68,7
Güney Amerika					
Arjantin	1,8	2,3	2,7	3,2	4,6
Brezilya	e.e.	2,1	2,6	2,6	2,8

¹³ Robert Holzmann, İan W. MacArthur and Yvonne Sin, “Pension Systems in East Asia and the Pacific : Challenges and Opportunities”, 2000, (Çevrimiçi)
<http://wbln0018.worldbank.org/HDNet/hddocs.nsf/0/4304337865F1A7788525690C0054F031?OpenDocument>, 25 Temmuz 2004

¹⁴ Mukul Asher, David Newmann, “Hong Kong and Singapore : Two Approaches to the Provision of Pensions in Asia”, **Journal of Pension Management**, Volume 7, Number 2, December 2001, pp.155.

¹⁵ Holzmann, MacArthur and Sin, a.g.e.

Şili	14,4	17,1	18,6	19,2	19,9
Kolombiya	0,8	0,8	0,8	0,9	1
Meksika	1,4	1,4	1,3	1,5	1,7
Peru	e.e.	e.e.	e.e.	2	2,2

Kaynak : IMF, a.g.e. , s.136

¹Hayat sigorta şirketleri ve genel sigorta şirketleri toplamı

²Sadece hayat sigorta şirketleri

Güney Amerika ülkelerinde sigorta şirketlerinin büyüme hızı yavaş iken emeklilik fonları daha baskın durumdaki kurumsal yatırımcılardır. Buna rağmen emeklilik fonlarının büyümesi hayat sigorta sektörünün gelişmesine katkıda bulunmuştur.¹⁶ Gelişen piyasalarda faaliyet gösteren sigorta şirketlerinin yatırım kararları yasal baskılara, yerel sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyine ve risk yönetim mevzuatına bağlıdır. Gelişen piyasa ekonomilerinin çoğunda sigorta şirketleri varlıklarını yerel borçları temsil eden yerel araçlarda değerlendirmek durumundadırlar. Bu nedenle yerel sigorta varlıklarının çoğu kısmı yerel finansal piyasalara yatırılmış durumdadır. Hong-Kong Özel Bölgesi ve bir ölçüde Singapur dışında çoğu ülkelerde sabit getirili araçlara ağırlık verilmektedir. Çünkü birçok yasal düzenlemeler hisse senedi ve gayri menkul yatırımlarını açıkça kısıtlamakta ve yabancı araçlara yatırımı yasaklamaktadır.

Gelişen piyasalardaki sigorta şirketleri, ağırlıklı olarak, kendi stratejik varlık tahsisi kararlarında varlık ve yükümlülük yönetimi ilkelerini ve risk yönetim araçlarını kullanmaya başlamışlardır. Fakat, uzun dönemli sabit getirili araçların eksikliği ve tahvil ve hisse senedi piyasalarının göreceli düşük likiditesi süre boşluklarının (duration gaps) yönetiminde en büyük engelleri oluşturmaktadırlar. Örneğin Kore'de sıradan sigorta şirketlerinin yükümlülüklerinin ortalama süresi 7 senedir. Bunların varlıklarının ortalama süresi ise 3,5 yıldır. Benzer süre boşluğu diğer birçok gelişen piyasalarda da mevcuttur. Bu tür bir boşlukla karşı karşıya olan sigorta şirketleri varlık sürelerini yükseltmek ve uzun vadeli yerel sabit getirili araç piyasalarına yatırım yapmaya çalışmak için yeterli fırsata sahip değiller. Sonuç

¹⁶ Cantera Garcia, José, Ramon Portillo, Steve Faucher and Laura Molina, "Latin America Insurance", Salomon Smith Barney Equity Research: Latin America, June 2001

olarak sigorta şirketleri 10 yıllık süre boyunca yerel tahvil piyasalarındaki en büyük yatırımcılardır. Bundan başka, sigorta şirketleri yerel tahviller için istikrarlı talep sağlamalarına rağmen izledikleri “satın al ve elde tut” davranışı ikincil piyasalarda likiditeyi engellemektedir. Bu da portföy ayarlamasının maliyetini yükseltmekte ve varlık ve yükümlülük yönetimini zorlaştırmaktadır. Aynı zamanda faiz türevlerinin ve uzun vadeli swapların eksikliği bu aktiviteleri engellemektedir.

5.2.2.2. Yerel Yatırım Fonları

Gelişmiş piyasalarda olduğu gibi gelişen piyasalarda da yatırım fonları en hızlı büyüyen kurumsal yatırımcılar içerisinde yer almışlardır (EK IX). Nitekim gelişen piyasalardaki kurumsal yatırımcı varlıkları 1997 yılından 2003 Haziran ayına kadar geçen sürede %96 artmıştır ve GSYİH'nin %8'inden %15'ine yükselmiştir.

EK IX'daki tablodan görüleceği gibi gelişen piyasalarda yatırım fonlarının parasal tutarı açısından ilk sırayı Asya bölgesi almaktadır. 2002 yılında Asya'daki yatırım fonlarının 501,33 milyar ABD Doları olan değeri gelişen piyasalardaki yatırım fonlarının toplam değerinin %72'sini oluşturmaktadır. İkinci sırada Güney Amerika Bölgesi gelmektedir. Buradaki yatırım fonlarının değeri 152,58 milyar ABD Doları olup, bu tutar gelişen piyasalardaki yatırım fonlarının toplam değerinin %22'sine denk gelmektedir. Doğu Avrupa ve Afrika bölgelerindeki yatırım fonlarının toplam değeri gelişen piyasalardaki yatırım fonlarının toplam değerinin %6'nı oluşturmaktadır.

2003 yılı Haziran sonu itibariyle ülkeler bazında yatırım fonu değeri açısından ilk sırada Hong Kong Ö.B. (201,5 milyar \$), ikinci sırada Brezilya (143,79 milyar\$), üçüncü sırada ise Kore (133,76 milyar \$) bulunmaktadır. Aynı dönemde Doğu Avrupa'da yatırım fonu değeri açısından ilk sırada Türkiye yer almaktadır (9,07 milyar \$). İkinci sırada Macaristan (4,55 milyar \$), üçüncü sırada ise Çek Cumhuriyeti(4,12 milyar \$) bulunmaktadır.

2002 yılında yatırım fonları varlıklarının GSYİH'ya oranına ülkeler bazında baktığımızda yatırım fonu varlıklarının GSYİH'ya oranının özellikle Singapur ve Hong Kong Ö.B.'de yüksek olduğu gözlemlenmektedir. Bu ülkelerde söz konusu

oran %100 aşmaktadır (2002 yılında Singapur'da %121,58, Hong Kong Ö.B.'de %101,74).

Aynı dönemde Doğu Avrupa ülkelerine baktığımızda yatırım fonları varlıklarının GSYİH'ya oranına göre ilk sırayı %5,14'le Macaristan, ikinci sırayı %4,74'le Çek Cumhuriyeti, üçüncü sırayı %3,37 ile Türkiye almaktadır.

Gelişmiş ve gelişen piyasalardaki yatırım fonları arasındaki temel fark tahvil ve hisse senedi fonlarının göreceli önemidir. Gelişmiş piyasalarda hisse senedi fonları yönetimindeki varlıkların değeri tahvil fonları yönetimdekilerden çok daha yüksektir (özellikle Japonya, İngiltere ve ABD'de). Buna karşın birçok gelişen piyasa ülkelerinde, özellikle de Brezilya, Meksika, Kore ve Çin'in eyaleti olan Tayvan'da, tahvil fonları yönetimindeki varlıkların değeri hisse senedi fonlarıkinden daha yüksektir. Bu durum gelişen ve gelişmiş piyasalarda yerel piyasaların göreceli gelişmişlik farkını yansıtmaktadır. Gelişen piyasaların çoğunda yerel tahvil piyasalarının likiditesi hisse senedi piyasaları likiditesinden daha iyidir. Bu fark aynı zamanda bireysel yatırımcıların daha yüksek kazanç sağlama arayışlarını yansıtmaktadır. Nitekim, 1990'lı yılların sonlarından itibaren çoğu gelişen piyasalarda nominal faizler düştüğünden bireysel yatırımcıların banka vadeli mevduatları gibi geleneksel tasarruf araçlarından sağladıkları getiri önemli ölçüde düşmüştür. Daha yüksek getiri elde etmek amacı ile, bireysel yatırımcılar uzun vadeli devlet ve şirket tahvillerine yatırım yapan fonlara katılmışlardır.

5.3. Gelişen Piyasalardaki Temel Eğilimler

Dünyadaki globalleşme süreci içinde, bütün ülkeleri etkileyen finansal gelişmeler, genel olarak üç başlık altında toplanabilir:¹⁷

a) Dünya çapında bütün finansal piyasalar hızla gelişmektedir. Her ülke, mali yapılarını ve mali sistemlerini güçlendirilmek için reformlar yapmaktadır.

b) Dünya çapında, özellikle ekonomik ve ticari anlamda ama yine de her alanda, rekabet artmıştır.

¹⁷ Özgen , a.g.m., s. 3.

c) Bütün GOÜ'ler 1980'den sonra başlayan genel bir eğilim olarak, uluslararası finansal piyasalara daha fazla girmeye başlamışlardır. Ekonomik sorunlarını çözebilmek amacıyla çareler aramakta ve uluslararası finansal piyasalardan fon talep etmektedirler.

GOÜ'ler finansal piyasalarını hızla geliştirerek, dünya yatırım fonlarının daha büyük bir oranını ülkelerine çekmeyi ve uluslararası piyasa hareketlerinden daha fazla pay almayı amaçlamaktadırlar. Ama bütün bu yapıların ardındaki temel amaç ise, ekonomik yapılarını güçlendirmek, üretim ve ihracatın önündeki engelleri aşmaktır.

Son yıllarda gelişen piyasalarda önemli bazı eğilimleri aşağıdaki gibi belirtebiliriz :¹⁸

1997'den beri, gelişen piyasalara net sermaye akışları belirgin bir biçimde daralmıştır. Sermaye akışlarında ağırlık, "hisse senedi" lehine ve "borç" aleyhine kaymıştır. Resmi kreditorler, IMF, DB, vs., borç piyasalarında hala önemli bir rol oynamaya devam etmektedir. Aşağıda yer alan Tablo 5.3.'te gelişen piyasalara yıllar itibarıyla net sermaye akışı yer almaktadır. Tablodan görüleceği gibi gelişen piyasalara toplam net sermaye akışı 1997'de 298,1 milyar ABD dolarından 2003'te 163 milyar ABD Dolarına düşmüştür. En belirgin düşüş borçlanma araçlarında gözlemlenmektedir. Özellikle özel kreditorler tarafından verilen borç miktarı 1997'de 89,1 milyar ABD dolarından 2003'te 5 milyar ABD dolarına düşmüştür. Bu yabancı sermayenin borçlanma araçlarından hisse senetlerine doğru eğilim izlediğinin göstergesidir.

¹⁸ Ahmet Akarlı, "Kürsel Eğilimler, Gelişen Piyasalar ve Türkiye Ekonomisi", Haziran 2003, (Çevrimiçi) [http://www.finansinvest.com/members/docs/research/turkce/V._GUNCEL_RAPORLAR/\(2003-06-06\)_TURKIYE_EKONOMISI.pdf](http://www.finansinvest.com/members/docs/research/turkce/V._GUNCEL_RAPORLAR/(2003-06-06)_TURKIYE_EKONOMISI.pdf), 20 Temmuz, 2004, s.12.

Tablo 5.3. Gelişen Piyasalara Net Sermaye Akışları
(Milyar ABD Doları Cinsinden)

US\$mir	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Net Hisse Senedi Akışı	196.0	181.9	194.3	186.6	177.7	152.4	158.0
Net FDI Akışı	169.3	174.5	179.3	160.6	171.7	143.0	145.0
Net Portföy Hisse Senedi Akışı	26.7	7.4	15.0	26.0	6.0	9.4	13.0
Net Borç Akışı	102.1	57.4	14.0	-1.1	3.2	7.2	5.0
Resmi Kreditörler	13.0	34.1	13.5	-6.2	28.0	16.2	0.0
Özel Kreditörler	89.1	23.3	0.5	5.1	-24.8	-9.0	5.0
TOPLAM	298.1	239.3	208.3	185.5	180.9	159.6	163.0

Kaynak: A.e. s, 12.

Söz konusu daralma ve hisse senedine doğru kayış kuşkusuz 1990'lı yıllar boyunca Asya, Rusya ve Latin Amerika'da yaşanan mali krizlerin bir sonucudur. Yatırımcıların risk toleransı düşmüş, dolayısıyla sermaye yüksek getirili borç enstrümanlarından, sağlam temellere dayanan "güvenli" hisse senedi yatırımlarına yönelmiştir.

Tablo 5.4. Gelişen Piyasalarda Doğrudan Yabancı Yatırımların Bölgeler Bazında Dağılımı

(Milyar A.B.D. Doları Bazında)	1999	2000	2001	2002
Doğu Asya ve Pasifik	49	44	49	57
Avrupa ve Orta Asya	28	29	30	29
Latin Amerika	88	76	69	42
Orta Doğu ve Kuzey Afrika	3	3	6	3
Güney Asya	3	3	4	5
Afrika	8	6	14	7
TOPLAM	179	161	172	143

%	1999	2000	2001	2002
Doğu Asya ve Pasifik	27.4%	27.3%	28.5%	39.9%

Avrupa ve Orta Asya	15.6%	18.0%	17.4%	20.3%
Latin Amerika	49.2%	47.2%	40.1%	29.4%
Orta Doğu ve Kuzey Afrika	1.7%	1.9%	3.5%	2.1%
Güney Asya	1.7%	1.9%	2.3%	3.5%
Afrika	4.5%	3.7%	8.1%	4.9%
TOPLAM	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Kaynak: A.e. s. 13.

Ancak, söz konusu kayış bölgeler arasında eşitsiz olmuştur. Çin, Hindistan, Rusya ve bilhassa AB sürecine giren Doğu Avrupa ülkeleri FDI hareketleri içindeki ağırlığını artırmışlardır.

Öte yandan, ciddi istikrarsızlık süreçlerinden geçen Latin Amerika ülkeleri (bilhassa Brezilya ve Arjantin), Asya ülkeleri (Malezya Tayland), ve Türkiye FDI akışlarından azalan bir pay alabilmişlerdir.

Tüm yapısal risklere rağmen, gelişen piyasa ekonomileri açısından belli avantajları beraberinde getiren bir konjonktürden geçmekte olduğumuz öne sürülebilir. Global risk toleransı göreceli olarak artmıştır. Buna bağlı olarak, gelişen piyasalara olan sermaye akışlarında belli bir artış beklenmektedir.¹⁹

Gelişmiş ülkelerde uygulanan gevşek para politikaları, yüksek getiri vaat eden ülkelerin borç enstrümanlarını cazip hale getirmiştir. Bilhassa, Güney Amerika, Doğu Avrupa ve bazı Asya ülkeleri bu sürece olumlu tepki vermiştir. Ancak, gelişen piyasa ekonomileri açısından kritik öneme haiz hisse senedi akışları hala 'istikrar ve büyüme hikayelerini' takip etme eğilimi içindedir.

¹⁹ A.e. , s.15.

SONUÇ

Kalkınma için ihtiyaç duyulan sermayenin ülke dışından temin edilmesi geliştirmekte olan ülkeler için nihai çözüm olamamaktadır. Bu durumda iç tasarrufların artırılması ve etkin yatırım alanlarına kanalize edilmesi büyük önem arz etmektedir. Kurumsal yatırımcılar bu konuda lokomotif rolünü üstlenmektedirler.

Sermaye piyasalarının ekonomik işlevlerinin gerçekleştirilmesiyle piyasada kurumsal yatırımcıların varlığı doğrudan ilişkili olmaktadır. Gerek sermayenin tabana yayılması ve gerekse etkin fon transferinde piyasalar kurumsal yatırımcılara gereksinim duymaktadır. İlk bakışta yatırımların kurumsallaşması bireysel yatırımcıları dışlayan bir özellik olarak görünmekle birlikte; yatırımların kurumsallaşması bireyleri piyasa risklerine karşı korumakta ve bireylere kendi faaliyetlerine daha fazla zaman ayırma imkanı vermektedir.

Kurumsal yatırımlar küçük birikimlerden toplanan fonların büyük miktarlara ulaşması ve hukuki bir çerçevede içinde değerlendirilmesi ile oluşmaktadır. Bu küçük fonların birleştirilmesi ve finansal araçlar kanalıyla yatırım alanları arasında etkin bir şekilde dağıtılmasını kurumsal yatırımcılar sağlamaktadırlar.

Araştırma yapma ve satın alma maliyetlerinin düşüklüğü, çok sayıda finansal araca yatırım yaparak riski dağıtabilmesi ve daha uzman yönetim kadrosu ile daha profesyonelce araştırma yapabilmesi kurumsal yatırımcıları bireysel yatırımcılar karşısında avantajlı kılan başlıca nedenlerdir.

Önemli kurumsal yatırımcı türleri yatırım şirketleri, emeklilik fonları ve sigorta şirketleridir. Vakıf ve bağış fonları, bankalarca işletilen paralar(emeklilik fonları hariç), özel yatırım şirketleri diğer kurumsal yatırımcılar grubunu oluşturmaktadır.

Türkiye’de faaliyet gösteren kurumsal yatırımcı türleri yatırım fonları, yatırım ortaklıkları, portföy yönetim şirketleri, sigorta kuruluşları ve sosyal güvenlik kuruluşlarıdır.

Türkiye’de kurumsal yatırımcı olarak finans piyasalarında yer almaları gecikmesine karşın önemli bir gelişme gösteren yatırım fonları hızla artan portföy toplamları itibariyle önem kazanmıştır. Yatırım fonlarının portföy yönetiminin

kurumsallaşmasında önemli rolü vardır. Fakat Türkiye’de yatırım fonları, A tipi fonlar hariç, ağırlıklı olarak kamu kağıtlarından oluştuğundan özel kesime yeterince fon sağlayamamaktadır.

Yatırım ortaklıkları sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek amacıyla kurulan anonim ortaklıklardır. Türkiye’de yatırım ortaklıkları 1991 yılından işlem görmeye başlamış, fakat piyasa payı henüz önemli bir düzeye ulaşamamıştır.

Sosyal güvenlik sistemindeki sorunlar tüm Dünya’daki mevcut sosyal güvenlik sistemlerini çıkmaza sokmuş ve amaçlarını gerçekleştiremeyecek duruma getirmiştir. Gelişmiş ülkelerde sosyal güvenlik sisteminin sorunları demografik özelliklerden kaynaklanırken, gelişmekte olan ülkelerde aktüeryal dengelerin ihlali ön plana çıkmaktadır. Sorunun önüne geçmek için birçok ülke sosyal güvenlik sisteminde reform yoluna gitmiştir.

Türkiye de aynı sorundan korunamamış, tamamen devlet kontrolündeki mevcut zorunlu sosyal güvenlik sistemi aşılması güç sorunlarla yüzleşmiştir. Buna çözüm olarak sosyal güvenlik reformu kapsamında Bireysel Emeklilik Sistemi yasalaştırılarak yürürlüğe girmiştir. Tamamen gönüllü katılım esasına dayalı olan sistemin makroekonomik etkileri henüz tespit edilememekle birlikte, bireylere ek gelir sağlamak ve piyasaya yeni fon transferi gibi etkilerinin olacağı öngörülmektedir.

Türkiye’deki kurumsal yatırımcıların 1990-2000 yılları arasındaki verileri incelendiğinde kurumsal yatırımcıların fon büyüklüğünde bir artış gözlemlenmektedir. Fakat Türkiye’nin üyesi olduğu Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) ülkelerindeki kurumsal yatırımcılar ile kıyaslandığında Türkiye’deki kurumsal yatırımcı fonlarının yetersiz olduğu ortaya çıkmaktadır. Ayrıca Türkiye’deki kurumsal yatırımcıların sermaye piyasasına kanalize ettikleri fon miktarı da çok düşük kalmaktadır. Bu esasen ülkede reel faiz oranının yüksek oluşu bu nedenle sabit getirili finansal araçların ve özellikle devlet iç borçlanma senetlerinin hisse senetlerine oranla daha cazip olmasından kaynaklanmaktadır.

Kurumsal yatırımcıların ülke ekonomisinde etkin hale gelmeleri için sermaye piyasalarına önemli boyutta fon kanalize edebilmeleri gerekmektedir. Bunun için faiz oranlarının düşmesi vazgeçilmez önkoşullardandır. Bu durumda

kurumsal yatırımcılar beklenen etkinliği göstererek ekonomik kalkınmanın lokomotif rolünü üstlenebilirler.

Gelişmiş piyasalarda kurumsal yatırımcı varlıkları çok büyük değerlere ulaşarak en önemli yatırım kaynağı haline gelmişlerdir. Veriler incelendiği zaman gelişen piyasalarda da kurumsal yatırımcıların fon büyüklüklerinin durmadan artmakta olduğu gözlemlenmektedir. Özellikle bir çok ülke tarafından uygulanan emeklilik reformları gelişen piyasalarda yerel kurumsal yatırımcıların gelişmesine çok önemli katkılar sağlamıştır. Gelişen piyasa ülkelerinin bazılarında hızla büyüyen kurumsal yatırımcı varlıklarının bu ülkelerin GSYİH'larına oranı bir çok gelişmiş piyasa ülkelerinkinden büyüktür. Aynı şekilde, bazı gelişen piyasalardaki sermaye piyasası kapitalizasyonu da bazı gelişmiş piyasalardan büyüktür. Bu durum doğru reformların yapılacağı takdirde gelişen piyasalarda kurumsal yatırımcıların hızla geliştirilebileceğini ortaya koymaktadır. Türkiye'de son dönemlerde uygulanan sosyal güvenlik reformunun da ülkedeki kurumsal yatırımcıların ve dolayısıyla sermaye piyasalarının gelişimine katkıda bulunacağı beklenmektedir. Bu aşamada uygulanacak reformların yerel piyasanın özelliklerine uyumlu olmasına dikkat edilmelidir.

KAYNAKÇA

Kitaplar

A'dan Z'ye Bireysel Emeklilik, Ak Emeklilik AŞ Yayınları, 2003

Andaç, Faruk : **İşsizlik Sigortası** , Kayseri ,Türk Ağır Sanayi ve Hizmet Sektörü Kamu İşverenler Sendikası, 1999

Aras, Güler ve Müslümov Alövsat : **Sermaye Piyasalarının Gelişmesinde Kurumsal Yatırımcıların Rolü**, İstanbul, KYD Yayınları, 2003

Buzlupınar,Elif : **Emeklilik Fonları ile Sermaye Piyasasına Kaynak Aktarma; Türkiye Üzerine Değerlendirmeler** , Ankara, SPK Yayını, 1996

Çanakcı, Ekrem : **Yatırım Ortaklıkları**, Ankara,SPK Yayınları, Yayın No: 100,1997

Canbaş ,Serpil ve Doğukan, Hatice : **Finansal Pazarlar**, İstanbul, Beta Basım,Yayın No:726,1997

Çelikoğlu, İlyas : **Sosyal Güvenlik Sistemlerinin Finansman Yöntemleri ve Türkiye Uygulaması**, Ankara, DPT Yayınları, Yayın No: 2355, 1994

Demircioğlu, A. Murat : **Yeni Sosyal Güvenlik Rehberi** , İstanbul, İTO Yayınları, Yayın No: 19, 2000

Derelioğlu, Deniz : **Özel Emeklilik Fonu Uygulamaları**, Ankara, SPK Kurumsal Yatırımcılar Dairesi Yayınları, 2001

Ekin, Nurset ve Alper, Yusuf ve Akgeyik,Tekin : **Türk Sosyal Güvenlik Sisteminde Arayışlar : Özelleştirme ve Yeniden Yapılanma** , İstanbul, İTO Yayınları, Yayın No: 1999-69, 1999

Erdoğan, Oral ve Özer Levent : **Sermaye Piyasasında Kurumsal Yatırımcılar**, İstanbul, İMKB Yayınları,1998

Erelçin, Ahmet : **Yatırım Fonu Yatırım Ortaklığı ve Türkiye Uygulaması**, İstanbul, İMKB Aylık Konferansı, 26 Ekim 1998

Ergenekon, Çağatay : **Sigorta Sektörü** , İstanbul, İMKB Yayınları No: 5, 1995

Ergenekon, Çağatay : **Emekliliğin Finansmanı : Global Uygulamalar Işığında Türkiye İçin Bir Özel Emeklilik Modeli Önerisi**, İstanbul, TÜGİAD Yayınları, 2000

Gordon J. Alexander : **Fundamentals of Investment**, USA, Prentice Hall, Second Ed., 1993

Karan, Mehmet B. ve Karacabey, Ali A. : **Türkiye’de Sermaye Piyasasının Mali Sistem İçindeki Yeri, Sorunları ve Geleceği**, Ankara, SPK Yayınları, Yayın No: 140, 2003

Kargı, Nihal : **Ekonomik Kalkınma, Tasarruf ve Sermaye Piyasası ilişkileri : Türkiye Örneği** , Ankara, SPK Yayınları, Yayın NO: 115, 1998

Karslı, Muharrem : **Sermaye Piyasası, Borsa ve Menkul Kıymetler**, İstanbul, İrfan Yayıncılık, 4.Baskı, 1994

Parasız, İlker : **Para, Banka ve Finansal Piyasalar**, Bursa , Ezgi Kitabevi Yayınları, 7.Baskı, 2000

Rodoplu, Gültekin : **Türkiye’de Sermaye Piyasası ve İşlemleri** , İstanbul, Marmara Üniversitesi Yayınları, Yayın No: 459, 1993

Sarıkamış, Cevat : **Sermaye Pazarları**, İstanbul, Alfa Yayınları, Yayın No : 213, 4.Basım, 2000

Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, İstanbul, İMKB Yayınları,16. Basım, 2001

Soydemir, Selim : **Kurumsal Yatırımcıların Fon Kaynakları ve Kullanım Yerleri** , SPK Yayınları

Türk Sosyal Güvenlik Sisteminin Sorunları, Çözüm Önerileri ve Özel Sigortacılık Girişimi , İstanbul, TÜSİAD Yayınları, Yayın No: T/96-1/193,1996

Şen, Murat ve Memiş, Tekin : **Özel Emeklilik ve Türkiye İçin Sistem Önerisi**, İstanbul, TÜGİAD Yayınları, 2000

Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye, İstanbul, İMKB Yayınları, Yayın No:3, 1994

Ünal, Targan : **Gelişen Borsalarda Kurumsal Yatırımcılar**, İstanbul, İMKB Yayınları, 1995

Ünal, Targan : **Sigorta Sektörünün Ekonomik İşlevi ve Fon Yaratma Kapasitesi**, İstanbul: İTO Yayınları, Yayın No:1994-04, 1994

Vural, Güven **Yatırım Ortaklıkları** , Ankara, Ankara İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi, Yayın No: 120, 1978

Yatırım Fonları, İstanbul, Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği Yayınları,
Yayın No:2000/1

Makaleler ve İnternet Kaynakları

(Çevrimiçi) <http://www.creahouse.net> , 10 Ocak 2004

(Çevrimiçi) <http://www.oecd.org>

“Bireysel Emeklilik Sisteminin Özellikleri”, (Çevrimiçi)
<http://www.turkis.org.tr/bireysel%20emeklilik.doc> , 21 Mart 2004

“Artık Bizim de İkinci Emeklilik Şansımız Var”, **Milliyet**, 6 Ocak 2004, s. 8

“Emekli Sandığı”, **Ekonomi Ansiklopedisi**, 1 Numara ve Hearst Yayıncılık,
İstanbul, 1999, s.374-376.

“Bireysel Emeklilik Sistemi” , (Çevrimiçi) http://www.egm.org.tr/BES_tanim.asp ,
21 Nisan 2003

“Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları" ,2001, (Çevrimiçi) <http://www.gyoder.org.tr>, 12
Şubat 2004

“Country Classification” , (Çevrimiçi) <http://www.worldbank.org> , 10 Nisan 2004

“GYO Sektörü”,2001, (Çevrimiçi) <http://www.isgyo.com.tr>, 10 Şubat 2004

“Bireysel Emeklilik Şirketleri Güçlerini Birleştirdi”, **Finans- Politik ve Ekonomik
Yorumlar**, Sayı No: 476, Kasım 2003, s.31-32

“Mali Sistem”, 2000, (Çevrimiçi) <http://www.treasury.gov.tr>, 15 Şubat 2004

“Emeklilik ve Sigorta Fonları, Çalışma ve Sosyal Güvenlik Bakanlığı'nın İşsizlik
Sigortası ve İş Güvencesi Girişimleri, SSK, BAĞKUR ve Emekli Sandığı”
(Çevrimiçi) <http://www.baskent.edu.tr/gurayk/26cuma.doc> , 15 Nisan 2004

“Risk Sermayesi Nedir?”, 2001, (Çevrimiçi) <http://www.vakifrisk.com.tr>, 10 Şubat
2004

“100 Soruda Bireysel Emeklilik Arthur Andersen”, (Çevrimiçi)
<http://idari.cu.edu.tr/igunes/master/emeklilik1.doc> , 23 Nisan 2004

“Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları Tanıtım Rehberi”,2001, (Çevrimiçi)
<http://www.spk.gov.tr>,10 Şubat 2004

- “Kurumsal Yatırımcıların Ülke Kalkınması ve Ekonomik İstikrar Üzerine Etkileri”, (Çevrimiçi) <http://www.kyd.org.tr> , 22 Mayıs 2004
- “Yatırım Fonları”, (Çevrimiçi) <http://www.creahouse.net.> , 10 Ocak 2004
- “Portföy Yönetimi”, 2001, (Çevrimiçi) <http://www.oyakportfoy.com.tr>, 12 Şubat 2004
- “Yatırım Yapma yöntemleri”, (Çevrimiçi) <http://www.creahouse.net.> , 10 Ocak 2004
- Akarlı Ahmet : “Kürsel Eğilimler, Gelişen Piyasalar ve Türkiye Ekonomisi”, Haziran 2003, (Çevrimiçi) [http://www.finansinvest.com/members/docs/research/turkce/V._GUNCEL_RAPORLAR/\(2003-06-06\)_TURKIYE_EKONOMISI.pdf](http://www.finansinvest.com/members/docs/research/turkce/V._GUNCEL_RAPORLAR/(2003-06-06)_TURKIYE_EKONOMISI.pdf), 20 Temmuz, 2004
- Alkan, Selma : “Sigorta Sektörü”, 2000, (Çevrimiçi) <http://www.vakifbank.com.tr>, 15 Şubat 2004
- Alper, Yusuf : “Sosyal Güvenlikte Yeni Bir Adım : Bireysel Emeklilik”, (Çevrimiçi) <http://www.cmis.org.tr/dergi/032002/03makale-2.pdf> , 05 Şubat 2003
- Asher Mukul, David Newmann : “Hong Kong and Singapore : Two Approaches to the Provision of Pensions in Asia”, **Journal of Pension Management**, Volume 7, Number 2, December 2001, pp 155-166
- Blommestein Hans J. : “Institutional Investors, Pension Reform and Emerging Securities Markets, 1997, (Çevrimiçi) <http://www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubWP-359.pdf>
- Burton G. Malkiel, “The Valuation of Closed-End Investment Company Shares”, *The Journal of Finance*, June 1977
- Cansızlar, Doğan : ” Bireysel Emeklilik Sistemi”, **Finans- Politik ve Ekonomik Yorumlar**, Sayı No: 476, Kasım 2003, s. 5-9
- Çıtak, Serdar : ”Safhalar Yönünden Bireysel Emeklilik Sistemine Sağlanan Vergi Teşvikleri” **Finans- Politik ve Ekonomik Yorumlar**, Sayı No: 476, Kasım 2003, s. 52-55
- Dorukkaya, Şakir : “Kurumsal Yatırımcı Olarak Bireysel Emeklilik Fonları”, **Finans Dünyası**, Aralık 2003 , s. 41-46
- Egemen, Meral Ak : “Bireysel Emekliliğe Bakış”, **Finans- Politik ve Ekonomik Yorumlar**, Sayı No: 476, Kasım 2003, s. 34-40

Elveren, Ali Haydar : "Bireysel Emeklilik Sisteminin Makro Ekonomik Etkileri", (Çevrimiçi) http://www.tisk.org.tr/isveren_sayfa.asp?yazi_id=720&id=43, 25 Nisan 2004

Erengül, Sinan : "Bireysel Emeklilik Sistemi ve Birikimli Hayat Sigortası", **Finans- Politik ve Ekonomik Yorumlar**, Sayı No: 476, Kasım 2003, s. 60-62

Garcia Cantera, Jose, Ramon Portillo, Steve Faucher and Laura Molina : "Latin America Insurance", **Salomon Smith Barney Equity Research: Latin America**, June 2001

Gökmen, Berrak ve Güner, Şeniz : "Sigorta Sektörü", 2001, (Çevrimiçi) <http://www.egsyatirim.com.tr>, 12 Şubat 2004

Green, Christopher, Victor Murinde and Rose Ngugi : "Key Microstructure And Policy Issues For Emerging Stock Markets : What Have We Learned", May 2000, (Çevrimiçi) <http://www.devinit.org/findev/FD-WP16.DOC>, 19 Temmuz 2004

Hazine Müsteşarlığı Sigortacılık Genel Müdürlüğü Özel Emeklilik Dairesi, "Bireysel Emeklilik Sistemi", **Finans- Politik ve Ekonomik Yorumlar**, Sayı No: 476, Kasım 2003, s. 16-19

Holzmann Robert, Ian W. MacArthur and Yvonne Sin : "Pension Systems in East Asia and the Pacific : Challenges and Opportunities", 2000, (Çevrimiçi) <http://wbln0018.worldbank.org/HDNet/hddocs.nsf/0/4304337865F1A7788525690C0054F031?OpenDocument>, 25 Temmuz 2004

IMF : **Global Financial Stability Report**, April 2004, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/GFSR/2004/01/pdf/GFSR0404.pdf>, 12 Temmuz 2004

Kaymakçı, Zafer : "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları", **Yaşar Yatırım Aylık Bülten**, sayı : 25, Ocak 1999, s.7-15.

Nas, Nesrin : "Bireysel Emeklilik : Dünyadaki Uygulamalar, Türkiye'deki Başarı Şansı ve BAĞ-KUR'un Yeniden Yapılandırılması", **Finans- Politik ve Ekonomik Yorumlar**, Sayı No: 476, Kasım 2003, s. 83-86

Önal, Yıldırım Beyazıt : "Özel Emeklilik Fonu Uygulamaları Kapsamında Türk Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu'na Yönelik Bazı Değerlendirmeler", **İktisat İşletme ve Finans**, Sayı No : 186, Eylül 2001, s.4-27

Özgen, Ferhat Başkan : “Globalleşme Sürecinde Gelişmekte Olan Ülkelerde Finans Piyasaları”, (Çevrimiçi) <http://www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/finans.pdf>, 15 Temmuz 2001

Sen, Ege Can : “Ekonomik Rapor”, **Turkishbank Ekonomik Araştırmalar Birimi Aylık Bülteni**, Şubat 1997, s.1-24

Taşkın, Kürşat ve Bakankuş, Pervin ? ”Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı”, **Eti Menkul Aylık Bülten**, Ağustos 2000 , s.6-17

Tuncay, A.Can : “Bireysel Emeklilik Rejimi Üzerine”, (Çevrimiçi) <http://www.cmis.org.tr/dergi/1mak20002.doc> , 05 Nisan 2004

Türkiye’de Gayrimenkul Sektörü”, 2000, (Çevrimiçi) <http://www.ihlasgyo.com.tr>, 15 Şubat 2004

Şahbaz, Ussal : “Kriz Türkiye’nin Kaderi mi?”, (Çevrimiçi) http://www.ussal.com/cagder_kriz.pdf, 15 Temmuz 2004

Kanun, Yönetmelik ve Tebliğler

Sermaye Piyasası Kanunu, Kanun No: 2499, **Resmi Gazete** No: 17416, 30.07.1981

Bazı Vergi Kanunlarında Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun, **Resmi Gazete**, Sayı No : 24458, 10 Temmuz 2001

Bireysel Emeklilik Danışma Kurulunun Çalışma Esas ve Usulleri Hakkında Yönetmelik, **Resmi Gazete**, Sayı No : 24569, 31 Ekim 2001

Emeklilik Şirketleri Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik, **Resmi Gazete**, Sayı No : 24681, 28 Şubat 2002

Bireysel Emeklilik Sistemi Hakkında Yönetmelik, **Resmi Gazete**, Sayı No : 24681, 28 Şubat 2002

Bireysel Emeklilik Sistemi Hakkında Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik, **Resmi Gazete**, Sayı No : 25107, 13 Mayıs 2003

Bireysel Emeklilik Aracıları Hakkında Yönetmelik, **Resmi Gazete**, Sayı No : 24681, 28 Şubat 2002

Bireysel Emeklilik Aracıları Hakkında Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik, **Resmi Gazete**, Sayı No : 25107, 13 Mayıs 2003

Bireysel Emeklilik Aracıları Hakkında Yönetmelik, **Resmi Gazete**, Sayı No : 25391, 03 Mart 2004

Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik, **Resmi Gazete**, Sayı No : 24681 28 Şubat 2002

Emeklilik Şirketleri Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Tebliğ, **Resmi Gazete**, Sayı No : 24718 , 6 Nisan 2002

Emeklilik Planları Hakkında Tebliğ, **Resmi Gazete**, Sayı No : 25107 , 13 Mayıs 2003

Bireysel Emeklilik Aracılığı Faaliyetinde Bulunacak Kişiler Hakkında Tebliğ, **Resmi Gazete**, Sayı No : 25107 , 13 Mayıs 2003

Bireysel Emeklilik Aracılığı Faaliyetinde Bulunacak Kişiler Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ, **Resmi Gazete**, Sayı No : 25122 , 29 Mayıs 2003

Bireysel Emeklilik Aracılığı Faaliyetinde Bulunacak Kişilere İlişkin Tebliğ, Tebliğ No: 2004/1, **Resmi Gazete**, Sayı No : 25393, 05.03.2004

EK 1 : OECD Üyesi Ülkelerde Kurumsal Yatırımcıların Finansal Varlıkları (Milyon ABD Doları Bazında)

ÜLKE	ZAMAN DÖNEMİ	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Avustralya	YATIRIMCI											
	Toplam Finansal Varlıklar	143851,4	170981	197483,2	242098,6	279202,5	311192,5	381065,6	372409,2	396367,1	498900,6	467921,7
	Sigorta Şirketleri	72824,3	82452,4	85434,6	102428,7	117497,9	125827,5	146255,9	135355,8	143275,7	164905,4	149835,4
	Emeklilik Fonları	50262	64392,5	87359	108031,6	125811,8	145527,6	182547,3	182128,9	190629,2	253508,7	242049,2
	Yatırım Şirketleri	17092,6	17812,9	16850,2	23332,1	25955,7	28323,4	38355,6	42372,5	48652,7	64368	61798,1
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	3672,5	6323,2	7839,4	8306,1	9937,1	11514	13906,9	12552	13809,5	16118,5	14238,9
Austurya	Toplam Finansal Varlıklar	38818,7	42335,4	44440,1	50752,6	62341,7	82232,9	90145,4	93586,9	121537,8	135179,8	139721
	Sigorta Şirketleri	24504,7	27238,1	29349,8	31340	37841	47015,1	48041,3	45235,4	50868,5	47329,7	46864,6
	Emeklilik Fonları	..	..	..	1121,2	1451,8	2222,9	2702,6	3435,6	5457,1	7139,4	7275,7
	Yatırım Şirketleri	14314,1	15097,3	15090,3	18291,4	23048,9	32994,9	39401,5	44915,9	65212,2	80710,7	85580,7
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Belçika	Toplam Finansal Varlıklar	87312,3	98472	103494	118508,7	137100,9	160672,4	167761	173283,7	231495	239129,8	244409,1
	Sigorta Şirketleri	55475,5	59324,3	59530,3	58031,7	70702,1	81784,5	82872,9	80398,9	97804,3	96692,4	98377,4
	Emeklilik Fonları	3866,6	5588,3	5689,1	6225,2	6775,3	10086,9	11013,7	11608,6	14681,9	14396,6	13528,5
	Yatırım Şirketleri	25882,5	30864,6	35325,8	50754,2	55587,3	63599,9	67991,1	74922,1	109619,9	120044,3	125359,5
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	2107,5	2724,8	2988,7	3497,5	4036,2	5191,2	5883,3	6354,1	9388,8	7986,5	7143,7
Kanada	Toplam Finansal Varlıklar	337920,8	381026,1	383460,4	435872,3	448725,6	499823,6	569641,5	626355,3	658095,3	757285,2	807523,9
	Sigorta Şirketleri	137733,3	150613,4	145236,6	150273,7	147355,7	163049,4	173054,1	180031,4	176047,5	200487,8	204373,6
	Emeklilik Fonları	169809,8	186374,3	184527,6	203080,5	207235	229775,7	254949,5	272115,4	283743,5	313939,8	342592,4
	Yatırım Şirketleri	30377,7	44038,5	53696,2	82518	94134,9	106998,5	141637,9	174208,5	198304,3	242827,5	260557,9
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Çek Cumhuriyeti	Toplam Finansal Varlıklar	..	..	..	7908,4	7249,9	9003,7	11472,6	8538,2	9130,4	8950,7	8092
	Sigorta Şirketleri	..	..	..	1906,3	2406,2	2932,4	3873,2	3361,6	4144	4030,7	4140,6
	Emeklilik Fonları	..	..	..	..	30,1	245,8	856,8	623	979,1	1014	1132,7
	Yatırım Şirketleri	..	..	..	1022,5	1152,5	1212	2168,1	1262,9	930,5	1669,4	1787,8
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	..	..	..	4979,6	3661,2	4613,4	4574,6	3290,8	3076,8	2236,6	1031
Danimarka	Toplam Finansal Varlıklar	77771,2	83424,7	82410,1	87953,7	102953,7	126304,3	132683,7	135616,9	161783,3	165913,6	167434,9
	Sigorta Şirketleri	53146,2	57340,8	56105,5	58441,8	68702,9	83179,7	88443,3	86070,3	100876,3	98679,6	95897
	Emeklilik Fonları	20970	22296,2	22581,1	24816	28712,9	36645	34814,1	36486,4	41174,5	40705,4	39524,3
	Yatırım Şirketleri	3655	3787,7	3723,6	4695,9	5537,8	6479,6	9426,4	13080,3	19732,5	26528,5	32013,5
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Fінlandiya	Toplam Finansal Varlıklar	44712,2	44988,5	38131,4	37342,8	54337,2	66281,9	79486,6	78177	100626,7	112742,9	105999,4
	Sigorta Şirketleri	8748,6	8869,6	7509,1	7429,7	13151,2	19228,8	22187,7	22086,2	32183,6	38586,4	35354
	Emeklilik Fonları	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	4521,3
	Yatırım Şirketleri	92,1	84	95,6	645,3	1088	1159,3	2426,3	3103,8	5668,8	9842,1	10858
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	35871,5	36034,9	30526,8	29267,8	40098	45893,8	54872,6	52987	62774,3	64314,4	55286,1
Fransa	Toplam Finansal Varlıklar	655653	749488,9	800578	906328,7	1006160	1229983,9	1314884,5	1329611,6	1629195,8	1691139,6	1737114,2
	Sigorta Şirketleri	262562,4	300115,4	328833,7	398065,8	456981,1	655624,7	728413,8	764920,2	917821,2	918936,8	912903,3
	Emeklilik Fonları	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
	Yatırım Şirketleri	393090,6	449373,5	471744,3	508262,9	549178,9	574339,2	586470,7	564691,4	711374,6	772202,9	824210,8
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..

Tablo 4.1. OECD Üyesi Ülkelerde Kurumsal Yatırımcıların Finansal Varlıkları (Milyon ABD Doları Bazında)

Almanya	Toplam Finansal Varlıklar	599007,5	656938,2	665199,8	729773,3	904821,8	1113205,1	1167899	1200569	1496315,6	1529049,4	1506934,4
	Sigorta Şirketleri	400267,4	427944,1	435763	453734,7	555768,7	678814,5	691322,4	665330,9	780965,1	732946,1	728727,6
	Emeklilik Fonları	51506,4	56012,7	56642,9	47635,9	55476,3	65251,3	64777,8	60542,8	69340,3	63266,5	62165,8
	Yatırım Şirketleri	147233,7	172981,4	172793,8	228402,7	293576,8	369139,2	411798,7	474695,4	646010,2	732836,7	716041,1
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Yunanistan	Toplam Finansal Varlıklar	901,4	2434,9	2618,3	5733,6	8487	14691,3	20462,8	31097,3	37896,5	46632,3	37504,7
	Sigorta Şirketleri	..	1476,5	1575,1	1752	2377,3	3713,5	4306,8	4582,5	4597,8	6278,9	6039,4
	Emeklilik Fonları	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
	Yatırım Şirketleri	901,4	958,4	1043,3	3981,6	6109,7	10977,8	16155,9	26514,8	33298,6	40353,4	31465,3
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Macaristan	Toplam Finansal Varlıklar	..	839,1	880,7	988,9	1558,8	1774,3	2551,9	3160,9	4082,4	4881	5868,7
	Sigorta Şirketleri	..	839,1	880,7	988,9	1212,2	1294,8	1691,3	1659,7	1965,1	2131,5	2420,6
	Emeklilik Fonları	..	..	..	..	3,8	48,8	141,4	280,6	595,4	983,9	1415,2
	Yatırım Şirketleri	..	..	..	..	342,8	430,7	718,9	1219,4	1517,7	1753,8	2015,9
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	..	..	..	..	..	..	0,2	1,2	4,1	11,7	17
İslandia	Toplam Finansal Varlıklar	2844,3	3356,1	3457,2	3520	4273,8	4950,7	5742,5	6312,5	8005	9583,8	8679,7
	Sigorta Şirketleri	260	295,8	474,2	477,2	575,3	639	685,4	681,9	789	830,6	770,8
	Emeklilik Fonları	2320	2827,1	2817,5	2850,8	3418,2	4019,5	4574	4918,4	5874,2	7174,8	6709,1
	Yatırım Şirketleri	264,3	233,2	165,5	192	280,3	292,2	483,2	712,1	1341,8	1578,4	1199,8
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
İtalya	Toplam Finansal Varlıklar	146636,6	257747,7	225269,9	258747,1	326571	360710,8	484357	608722,5	1000766,1	1107616,8	1060252,5
	Sigorta Şirketleri	66162,6	78704,5	73562,4	76284,2	100042,2	120309,1	146000,2	151837,6	196863,3	205453,8	225780,2
	Emeklilik Fonları	38543,5	49550,7	38285,7	33937,7	35488,9	38959	39195,5	34352	38664,1	51253,7	48762,9
	Yatırım Şirketleri	41930,4	48829,4	41251,9	64625,1	79925,2	80013	128997,9	209269,1	436626,2	478914,2	420849,2
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	..	80663,2	72169,8	83900,1	111114,7	121429,7	170163,5	213263,9	328612,4	371995,1	364860,2
Japonya	Toplam Finansal Varlıklar	2708419,7	2749649,3	3003209,6	3610727,2	4018502	4297203,4	3903338,3	3490773,5	4004512,8	4928226,6	4367464,2
	Sigorta Şirketleri	1551345,6	1649156,6	1797454,1	2182823,6	2518842	2707116,9	2488074,5	2279030	2604169	3041232,5	2695819,7
	Emeklilik Fonları	407876,4	432815,5	477863,4	591575,9	672359,6	735081,1	663288,7	623916,5	722201,7	923893,9	825779,6
	Yatırım Şirketleri	348006,7	309834,9	353902,4	412358,9	388851,4	425560,2	380700,5	299401	372828,8	562614,4	501689
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	401190,8	357842,4	373989,7	423968,8	438449	429445,2	371274,6	288426	305313,3	400485,8	344175,9
Kore	Toplam Finansal Varlıklar	122361,1	140324,1	161582,3	189740,5	220545,4	266187,4	282892,2	169223	325052,4	375899,1	297762,6
	Sigorta Şirketleri	47983	57429,1	65672,3	72465	84164,9	107107,5	120038,3	70149,7	104985,3	133642	140703,1
	Emeklilik Fonları	7912,2	8620,3	9895,2	11260	12731,4	14359,8	15090,2	8703,1	13321,9	13487,4	11509,5
	Yatırım Şirketleri	66466	74274,8	86014,8	106015,5	123649,1	144720,1	147763,6	90370,2	206745,2	228769,7	145550
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Lüksemburg	Toplam Finansal Varlıklar	94061,2	132943,9	203576,2	276010,8	313515,4	366725,2	359080,2	441986,8	587104,1	758714,4	836044,1
	Sigorta Şirketleri	..	..	..	..	..	7695,6	10919,6	13943,3	19055,6	20827,1	22235,2
	Emeklilik Fonları	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
	Yatırım Şirketleri	94061,2	132943,9	203576,2	276010,8	313515,4	359029,6	348160,5	428043,5	568048,5	737887,2	813808,9
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..

Tablo 4.1. OECD Üyesi Ülkelerde Kurumsal Yatırımcıların Finansal Varlıkları (Milyon ABD Doları Bazında)
(Devamı)

Meksika	Toplam Finansal Varlıklar	23081,1	29612,9	20220,7	29657,5	14544,3	10768,7	14866,6	19371,4	23745,5	40220,9	46890,6
	Sigorta Şirketleri	2662	3329,4	4329,7	5417,4	3632	3499,9	4885,3	5936,4	6171,5	8926,5	10660,7
	Emeklilik Fonları	..	..	..	..	..	..	..	764,6	5729,7	11407,4	17087,9
	Yatırım Şirketleri	20419,1	26283,6	15890,9	24240,2	10912,3	7268,8	9981,4	12670,4	11844,3	19887	19142
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Hollanda	Toplam Finansal Varlıklar	378304,4	416843,5	427445,9	465171,3	532492,6	641184,8	667238,9	663147	798247,5	799327,8	772298,8
	Sigorta Şirketleri	116467,1	132909,8	139009,3	148817,8	175005,8	215858	223107,1	221546,9	270636,4	257409,3	245514,6
	Emeklilik Fonları	229752	242683,7	244788	260077,4	293770	352129,1	370744,8	368213,5	444236,6	448426,9	425991,2
	Yatırım Şirketleri	32085,3	33918,5	36511,1	48806,5	55087,8	62961,2	62944,7	65143,2	74223,3	87145	94948,4
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	..	7331,5	7137,6	7469,7	8629,1	10236,5	10442,3	8243,4	9151,1	6346,6	5844,7
Norveç	Toplam Finansal Varlıklar	41522	44740,2	41209,9	45965,3	53135,7	62273	68586,8	69832,2	69373,5	79760,3	76881,8
	Sigorta Şirketleri	33811,9	36173	33252,7	34581,3	39822,8	45700,9	48069,8	46389,6	47668,3	53451,3	49467,6
	Emeklilik Fonları	5104,7	5760,1	5712,8	6334,9	7818,9	9346	10216,7	10078,2	10362,8	11107,6	11165,8
	Yatırım Şirketleri	2605,4	2807,1	2244,4	5049,1	5494	7226,1	10300,3	13364,5	11342,3	15201,4	16248,5
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Polonya	Toplam Finansal Varlıklar	..	..	1,3	427	1749,4	1900,2	2684,8	3512,2	5093,6	6787	11521,5
	Sigorta Şirketleri	..	..	..	..	1166,7	1616	2207,8	2967,1	4577,5	5518,4	7253,6
	Emeklilik Fonları	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	2328,4
	Yatırım Şirketleri	..	..	1,3	427	582,8	284,2	477	545,1	516,1	744,9	1939,5
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Portekiz	Toplam Finansal Varlıklar	6204,2	11705,2	16308,9	21523,5	28155,1	37325,9	42012,5	48797,6	62163	59887,6	56698,7
	Sigorta Şirketleri	1917,2	2692	3246	3807,5	5362,4	11694,9	14443,3	16387,4	21099,6	22113,4	23493,3
	Emeklilik Fonları	1132,9	2002,1	2785,1	4196,9	5803,1	8918,8	10234,9	10481,8	12539,7	12289,1	12163,4
	Yatırım Şirketleri	2974	6717,6	8295,4	10025,3	16539,6	16349,8	16931,6	21448,4	27950,5	24604,7	20257
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	180,1	293,6	1982,5	3493,8	450	362,4	402,8	480	573,1	850,4	785,1
Slovak Cumhuriyeti	Toplam Finansal Varlıklar	..	..	..	..	..	..	923,8	990,7	1080,2	987,4	1187,8
	Sigorta Şirketleri	..	..	..	..	..	..	923,8	990,7	1080,2	987,4	978,2
	Emeklilik Fonları	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
	Yatırım Şirketleri	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	209,5
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
İspanya	Toplam Finansal Varlıklar	..	..	..	..	170450,8	211557,6	271460,9	312568,9	419923,5	384275,7	361764,3
	Sigorta Şirketleri	..	..	..	..	57633,2	77917	90707,4	94153,7	129691,5	122779,2	127808,8
	Emeklilik Fonları	..	..	..	..	24375,9	29776,9	33643,3	34749,9	44090,8	43886	47759,8
	Yatırım Şirketleri	..	..	..	..	88441,7	103863,7	147110,3	183665,3	246141,2	217610,6	186195,7
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
İsviçre	Toplam Finansal Varlıklar	196802,5	224393,3	187285,5	190631,1	209413,1	264907,2	306141,5	317751,4	348068,5	413631,7	386894,9
	Sigorta Şirketleri	79479,4	94390	80938	84074,2	92511,1	120809,7	143206,6	147520,9	167691,9	196757,6	181579,1
	Emeklilik Fonları	3842,2	4176	3890,8	3668,5	4377	5572,3	6109,3	6046,6	6835,2	6994,2	6921,2
	Yatırım Şirketleri	38756,3	41636,2	33402,4	35593,2	40362,5	51268,6	60089,4	67111,7	81227,1	121644,3	116074,8
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	74722,6	84191,1	69054,3	67295,1	72162,5	87256,6	96736,2	87472,2	92314,4	88235,5	82319,8

Tablo 4.1. OECD Üyesi Ülkelerde Kurumsal Yatırımcıların Finansal Varlıkları (Milyon ABD Doları Bazında)
(Devamı)

İsviçre	Toplam Finansal Varlıklar	271725	142077,3	288078,9	165552,2	385061,7	237808,8	446112,4	237555,9	554479,3	283831,4	551167,6
	Sigorta Şirketleri	115461,6	122558,5	123779,9	131639	160404,8	193450	181249,3	184227,3	214827,5	202438,5	206636,1
	Emeklilik Fonları	137700,8	..	145008,2	..	186080,5	..	217458,1	..	269240,9	..	260634,8
	Yatırım Şirketleri	18562,7	19518,8	19290,8	33913,3	38576,4	44358,8	47405,1	53328,6	70410,9	81392,9	83896,7
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Türkiye	Toplam Finansal Varlıklar	893,2	726,5	809,6	1689,2	1293,7	1304,2	2322,6	2269,6	3128,7	4803,8	5792,9
	Sigorta Şirketleri	360,8	395,2	446	601,3	545,5	747	1120,4	1213,9	1894,5	2237,8	2721,5
	Emeklilik Fonları	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
	Yatırım Şirketleri	532,4	331,3	363,6	1087,9	748,2	557,2	1202,2	1055,7	1234,2	2566	3071,4
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Büyük Britanya	Toplam Finansal Varlıklar	1116780,5	1275259,9	1207168,7	1543558,5	1522087,5	1814874,9	2225514,3	2604174,4	2893056,7	3321275,3	3017932,7
	Sigorta Şirketleri	454354,4	533723,8	517001,2	669241,7	660096,9	817060,8	1021637,4	1204146,7	1387286,7	1588439,5	1459686,5
	Emeklilik Fonları	536583,6	599463,9	552419,8	683216,8	660514,1	759737,2	893190,4	1058362,5	1136453,3	1281451,2	1116289,5
	Yatırım Şirketleri	125842,5	142072,2	137747,7	191100	201476,6	238076,9	310686,5	341665,2	369316,7	451384,5	441956,8
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
ABD	Toplam Finansal Varlıklar	6572200	7435400	8035300	9051700	9584900	11237000	12728800	14843400	16856200	19274000	19522500
	Sigorta Şirketleri	1884900	2055300	2184900	2397400	2541000	2803900	3016300	3358300	3645900	3943000	4001800
	Emeklilik Fonları	2435100	2807400	3011600	3354900	3547900	4226700	4745700	5563600	6231900	6857300	6805000
	Yatırım Şirketleri	1154600	1375700	1625500	2051100	2195300	2725800	3372800	4182100	5103700	6298200	6447800
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	1097600	1197000	1213300	1248300	1300700	1480600	1594000	1739400	1874700	2175500	2267900

Eksik Veriler :

- Sıfır ve ya önemsiz değer
- .. Ulaşılamayan veya kullanılamayan değer

Kaynak : <http://www.oecd.org>

EK II : OECD Üyesi Ülkelerde Kurumsal Yatırımcıların Finansal Varlıklarının GSYİH'ya Oranı (%)

ÜLKE	ZAMAN DÖNEMİ	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Avustralya	YATIRIMCI											
	Toplam Finansal Varlıklar	47,2	56,2	69	82	78	85,9	92,3	104,6	111,9	125,8	129,6
	Sigorta Şirketleri	23,9	27,1	29,9	34,7	32,8	34,7	35,4	38	40,5	41,6	41,5
	Emeklilik Fonları	16,5	21,2	30,5	36,6	35,1	40,2	44,2	51,2	53,8	63,9	67
	Yatırım Şirketleri	5,6	5,9	5,9	7,9	7,2	7,8	9,3	11,9	13,7	16,2	17,1
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	1,2	2,1	2,7	2,8	2,8	3,2	3,4	3,5	3,9	4,1	3,9
Austurya	Toplam Finansal Varlıklar	22,5	23,4	24,7	28,5	30,4	35	40,3	47,1	54,4	68,2	72,5
	Sigorta Şirketleri	14,2	14,8	16	17,6	18,4	20	21,5	22,8	22,8	23,9	24,3
	Emeklilik Fonları	..	0,5	0,5	0,6	0,7	0,9	1,2	1,7	2,4	3,6	3,8
	Yatırım Şirketleri	8,3	8,2	8,2	10,3	11,2	14	17,6	22,6	29,2	40,7	44,4
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Belçika	Toplam Finansal Varlıklar	41,1	44,6	47,4	57,3	55,5	57,9	64,3	73	88,1	101	106,1
	Sigorta Şirketleri	26,1	26,9	27,2	28,1	28,6	29,5	31,8	33,9	37,2	40,9	42,7
	Emeklilik Fonları	1,8	2,5	2,6	3	2,7	3,6	4,2	4,9	5,6	6,1	5,9
	Yatırım Şirketleri	12,2	14	16,2	24,5	22,5	22,9	26,1	31,6	41,7	50,7	54,4
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	1	1,2	1,4	1,7	1,6	1,9	2,3	2,7	3,6	3,4	3,1
Kanada	Toplam Finansal Varlıklar	57,7	64,2	69,6	79,4	81,7	84,2	93,2	101,4	110,1	111,5	113,7
	Sigorta Şirketleri	23,5	25,4	26,4	27,4	26,8	27,5	28,3	29,1	29,4	29,5	28,8
	Emeklilik Fonları	29	31,4	33,5	37	37,7	38,7	41,7	44,1	47,5	46,2	48,3
	Yatırım Şirketleri	5,2	7,4	9,7	15	17,1	18	23,2	28,2	33,2	35,7	36,7
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Çek Cumhuriyeti	Toplam Finansal Varlıklar	-	-	-	23,2	17,2	17,3	20	17,6	14,8	16,9	15,4
	Sigorta Şirketleri	..	..	..	5,6	5,7	5,6	6,8	6,9	6,7	7,6	7,9
	Emeklilik Fonları	-	-	-	-	0,1	0,5	1,5	1,3	1,6	1,9	2,2
	Yatırım Şirketleri	..	..	..	3	2,7	2,3	3,8	2,6	1,5	3,2	3,4
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	..	..	..	14,6	8,7	8,9	8	6,8	5	4,2	2
Danimarka	Toplam Finansal Varlıklar	54,4	57,5	58	66,2	64,8	69,4	74,4	82,9	89,4	101,6	104,9
	Sigorta Şirketleri	37,2	39,5	39,5	44	43,3	45,7	49,6	52,6	55,8	60,4	60,1
	Emeklilik Fonları	14,7	15,4	15,9	18,7	18,1	20,1	19,5	22,3	22,8	24,9	24,8
	Yatırım Şirketleri	2,6	2,6	2,6	3,5	3,5	3,6	5,3	8	10,9	16,2	20,1
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Finlandiya	Toplam Finansal Varlıklar	31,1	37,2	41,1	43,8	49,4	51	62,9	66,5	74,1	93,5	87,5
	Sigorta Şirketleri	6,1	7,3	8,1	8,7	11,9	14,8	17,6	18,8	23,7	32	29,2
	Emeklilik Fonları	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	3,7
	Yatırım Şirketleri	0,1	0,1	0,1	0,8	1	0,9	1,9	2,6	4,2	8,2	9
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	24,9	29,8	32,9	34,3	36,4	35,3	43,4	45,1	46,2	53,3	45,6

Tablo 4.2. OECD Üyesi Ülkelerde Kurumsal Yatırımcıların Finansal Varlıklarının GSYİH'ya Oranı (%)
(Devamı)

Fransa	Toplam Finansal Varlıklar	50,8	56,4	61,9	73,9	71,7	77,7	86,6	97	106,9	124,2	131,8
	Sigorta Şirketleri	20,3	22,6	25,4	32,5	32,6	41,4	48	55,8	60,2	67,5	69,2
	Emeklilik Fonları	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
	Yatırım Şirketleri	30,4	33,8	36,5	41,5	39,1	36,3	38,6	41,2	46,7	56,7	62,5
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Almanya	Toplam Finansal Varlıklar	32,8	33,9	34	38,9	41,3	45,3	50,6	58,8	66,3	76,9	79,8
	Sigorta Şirketleri	21,9	22,1	22,3	24,2	25,4	27,6	30	32,6	34,6	36,9	38,6
	Emeklilik Fonları	2,8	2,9	2,9	2,5	2,5	2,7	2,8	3	3,1	3,2	3,3
	Yatırım Şirketleri	8,1	8,9	8,8	12,2	13,4	15	17,9	23,2	28,6	36,9	37,9
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Yunanistan	Toplam Finansal Varlıklar	1,1	2,6	3	6,7	8,4	12,8	16,9	26,5	29,7	39,8	33
	Sigorta Şirketleri	..	1,6	1,8	2	2,3	3,2	3,6	3,9	3,6	5,4	5,3
	Emeklilik Fonları	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
	Yatırım Şirketleri	1,1	1	1,2	4,6	6	9,6	13,3	22,6	26,1	34,4	27,7
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Macaristan	Toplam Finansal Varlıklar	..	2,5	2,7	3,4	3,9	4,4	6,1	7,5	8,9	10,8	12,7
	Sigorta Şirketleri	..	2,5	2,5	2,8	3	3,2	4	4	4,3	4,7	5,2
	Emeklilik Fonları	..	..	..	..	..	0,1	0,3	0,7	1,3	2,2	3,1
	Yatırım Şirketleri	..	..	0,2	0,6	0,9	1,1	1,7	2,9	3,3	3,9	4,4
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
İslanda	Toplam Finansal Varlıklar	43,3	47,4	56,5	63,6	68,1	73,2	81,1	88,5	97,9	114,4	111,8
	Sigorta Şirketleri	4	4,2	7,8	8,6	9,2	9,4	9,7	9,6	9,6	9,9	9,9
	Emeklilik Fonları	35,3	40	46,1	51,5	54,4	59,4	64,6	69	71,8	85,7	86,4
	Yatırım Şirketleri	4	3,3	2,7	3,5	4,5	4,3	6,8	10	16,4	18,8	15,5
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
İtalya	Toplam Finansal Varlıklar	12,5	20,6	21,8	28,2	32,2	32	39	53,9	79,6	99,5	97,8
	Sigorta Şirketleri	5,7	6,3	7,1	8,3	9,9	10,7	11,8	13,5	15,7	18,4	20,8
	Emeklilik Fonları	3,3	4	3,7	3,7	3,5	3,5	3,2	3	3,1	4,6	4,5
	Yatırım Şirketleri	3,6	3,9	4	7	7,9	7,1	10,4	18,5	34,7	43	38,8
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	..	6,4	7	9,1	10,9	10,8	13,7	18,9	26,1	33,4	33,7
Japonya	Toplam Finansal Varlıklar	82,3	73,3	77,7	83	81,5	88,6	88,4	86,7	89,6	98,9	97,7
	Sigorta Şirketleri	47,2	43,9	46,5	50,2	51,1	55,8	56,4	56,6	58,3	61	60,3
	Emeklilik Fonları	12,4	11,5	12,4	13,6	13,6	15,2	15	15,5	16,2	18,5	18,5
	Yatırım Şirketleri	10,6	8,3	9,2	9,5	7,9	8,8	8,6	7,4	8,3	11,3	11,2
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	12,2	9,5	9,7	9,7	8,9	8,9	8,4	7,2	6,8	8	7,7
Kore	Toplam Finansal Varlıklar	48,9	49,5	51,8	55,1	53,7	54,7	57,3	63,3	88,1	88,5	72,2
	Sigorta Şirketleri	19,2	20,2	21	21,1	20,5	22	24,3	26,2	28,5	31,5	34,1
	Emeklilik Fonları	3,2	3	3,2	3,3	3,1	2,9	3,1	3,3	3,6	3,2	2,8

Tablo 4.2. OECD Üyesi Ülkelerde Kurumsal Yatırımcıların Finansal Varlıklarının GSYİH'ya Oranı (%)
(Devamı)

	Yatırım Şirketleri	26,6	26,2	27,6	30,8	30,1	29,7	29,9	33,8	56,1	53,9	35,3
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Lüksemburg	Toplam Finansal Varlıklar	789,8	1036,6	1574,4	2120,7	1945,6	2023,8	2041,4	2590,3	2963,2	4095	4366,9
	Sigorta Şirketleri	..	..	..	..	..	42,5	62,1	81,7	96,2	112,4	116,1
	Emeklilik Fonları	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
	Yatırım Şirketleri	789,8	1036,6	1574,4	2120,7	1945,6	1981,4	1979,3	2508,6	2867	3982,6	4250,8
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Meksika	Toplam Finansal Varlıklar	8,9	9,5	5,6	7,3	5,4	4,5	4,6	4,9	6,1	8,3	8,2
	Sigorta Şirketleri	1	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,5	1,5	1,6	1,8	1,9
	Emeklilik Fonları	..	..	..	..	..	..	..	0,2	1,5	2,4	3
	Yatırım Şirketleri	7,9	8,4	4,4	6	4,1	3	3,1	3,2	3	4,1	3,3
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Hollanda	Toplam Finansal Varlıklar	119,3	126,2	131,9	149,5	145,7	154,5	167,5	181,9	193,2	212,7	206,2
	Sigorta Şirketleri	36,7	40,2	42,9	47,8	47,9	52	56	60,8	65,5	68,5	65,5
	Emeklilik Fonları	72,4	73,5	75,5	83,6	80,4	84,8	93,1	101	107,5	119,3	113,7
	Yatırım Şirketleri	10,1	10,3	11,3	15,7	15,1	15,2	15,8	17,9	18	23,2	25,3
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	..	2,2	2,2	2,4	2,4	2,5	2,6	2,3	2,2	1,7	1,6
Norveç	Toplam Finansal Varlıklar	33,9	35	36,4	42	41,4	42,4	43,5	46,6	47,3	53,5	55,2
	Sigorta Şirketleri	27,6	28,3	29,3	31,6	31	31,1	30,5	31	32,5	35,9	35,5
	Emeklilik Fonları	4,2	4,5	5	5,8	6,1	6,4	6,5	6,7	7,1	7,5	8
	Yatırım Şirketleri	2,1	2,2	2	4,6	4,3	4,9	6,5	8,9	7,7	10,2	11,7
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Polonya	Toplam Finansal Varlıklar	..	..	-	0,6	1,9	1,5	2	2,6	3,2	4,6	7
	Sigorta Şirketleri	..	..	..	..	1,3	1,3	1,6	2,2	2,9	3,7	4,4
	Emeklilik Fonları	..	..	..	..	..	..	..	..	..	0,4	1,4
	Yatırım Şirketleri	..	..	-	0,6	0,6	0,2	0,4	0,4	0,3	0,5	1,2
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Portekiz	Toplam Finansal Varlıklar	8,2	13,5	18,3	27,6	29,9	34,4	38	48	52,7	55,2	52,8
	Sigorta Şirketleri	2,5	3,1	3,6	4,9	5,7	10,8	13,1	16,1	17,9	20,4	21,9
	Emeklilik Fonları	1,5	2,3	3,1	5,4	6,2	8,2	9,3	10,3	10,6	11,3	11,3
	Yatırım Şirketleri	3,9	7,8	9,3	12,8	17,5	15,1	15,3	21,1	23,7	22,7	18,8
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	0,2	0,3	2,2	4,5	0,5	0,3	0,4	0,5	0,5	0,8	0,7
Slovak Cumhuriyeti	Toplam Finansal Varlıklar	..	..	..	..	..	..	4,7	4,9	5,1	5	6,2
	Sigorta Şirketleri	..	..	..	..	..	..	4,7	4,9	5,1	5	5,1
	Emeklilik Fonları	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
	Yatırım Şirketleri	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	1,1
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..

Tablo 4.2. OECD Üyesi Ülkelerde Kurumsal Yatırımcıların Finansal Varlıklarının GSYİH'ya Oranı (%) (Devamı)

İspanya	Toplam Finansal Varlıklar	..	..	..	..	33,2	35,3	46,1	57,7	68,2	67,7	63,8
	Sigorta Şirketleri	..	..	..	..	11,2	13	15,4	17,4	21,1	21,6	22,5
	Emeklilik Fonları	..	..	..	..	4,8	5	5,7	6,4	7,2	7,7	8,4
	Yatırım Şirketleri	..	..	..	..	17,2	17,3	25	33,9	40	38,3	32,8
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
İsviçre	Toplam Finansal Varlıklar	79,6	82,8	88,3	102,4	94,8	99,5	115,8	132,4	142,2	169,7	167,9
	Sigorta Şirketleri	32,2	34,8	38,2	45,2	41,9	45,4	54,1	61,5	68,5	80,7	78,8
	Emeklilik Fonları	1,6	1,5	1,8	2	2	2,1	2,3	2,5	2,8	2,9	3
	Yatırım Şirketleri	15,7	15,4	15,8	19,1	18,3	19,3	22,7	32	33,2	49,9	50,4
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	30,2	31,1	32,6	36,2	32,7	32,8	36,6	36,5	37,7	36,2	35,7
İsviçre	Toplam Finansal Varlıklar	110,9	57,7	122,5	70	141,3	75,3	164,2	93,1	200,9	116,9	222,4
	Sigorta Şirketleri	47,1	49,8	52,6	55,7	58,9	61,3	66,7	72,2	77,8	83,3	83,4
	Emeklilik Fonları	56,2	..	61,7	..	68,3	..	80	..	97,5	..	105,2
	Yatırım Şirketleri	7,6	7,9	8,2	14,3	14,2	14	17,4	20,9	25,5	33,5	33,9
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Türkiye	Toplam Finansal Varlıklar	0,7	0,6	0,6	1,2	1,3	1	1,7	1,6	1,9	3,4	3,1
	Sigorta Şirketleri	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5	0,6	0,8	0,9	1,1	1,6	1,5
	Emeklilik Fonları	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
	Yatırım Şirketleri	0,4	0,3	0,3	0,8	0,7	0,4	0,9	0,8	0,7	1,8	1,7
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Büyük Britanya	Toplam Finansal Varlıklar	103,9	116,3	130,7	162,2	143	162,8	172	194,1	202	227,7	212,8
	Sigorta Şirketleri	42,3	48,7	56	70,3	62	73,3	78,9	89,8	96,9	108,9	102,9
	Emeklilik Fonları	49,9	54,7	59,8	71,8	62	68,2	69	78,9	79,3	87,8	78,7
	Yatırım Şirketleri	11,7	13	14,9	20,1	18,9	21,4	24	25,5	25,8	30,9	31,2
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
ABD	Toplam Finansal Varlıklar	113,2	124,2	127,2	136,3	135,9	151,8	162,9	178,4	192	207,8	198,7
	Sigorta Şirketleri	32,5	34,3	34,6	36,1	36	37,9	38,6	40,4	41,5	42,5	40,7
	Emeklilik Fonları	42	46,9	47,7	50,5	50,3	57,1	60,7	66,9	71	73,9	69,3
	Yatırım Şirketleri	19,9	23	25,7	30,9	31,1	36,8	43,2	50,3	58,1	67,9	65,6
	Diğer Kurumsal Yatırımcı Türleri	18,9	20	19,2	18,8	18,4	20	20,4	20,9	21,3	23,5	23,1

Eksik Veriler :

- Sıfır ve ya önemsiz değer
- .. Ulaşılamayan veya kullanılmayan değer

Kaynak : <http://www.oecd.org>

	ZAMAN DÖNEMİ	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
İLKE	BİLEŞİMLER											
Australya	Finansal Varlıklar (milyar ulusal para birimi)	186,1	224,98	286,62	357,61	359,33	417,71	478,13	570,31	645,55	762,85	
	Sabit Getirili Menkul Değerler	46,99	43,66	40,85	37,07	35,11	33,44	32,1	31	29,94	26,26	
	Hisse Senetleri	39,39	43,88	36,81	41,28	40,99	44,55	45,97	46,95	46,7	50,87	
	Diğer	13,62	12,47	22,35	21,64	23,1	22,02	21,82	21,84	23,23	22,74	
Austurya	Finansal Varlıklar (milyar ulusal para birimi)	30,12	32,89	36,67	44,79	50,27	60,29	71,76	85,92	103,75	134,56	
	Sabit Getirili Menkul Değerler	75,22	75,02	73,85	72,88	72,47	70,73	71,32	69,65	65,67	59,49	
	Hisse Senetleri	5	5,27	5,22	6,38	7	8,75	8,86	10,68	12,21	14,75	
	Diğer	19,78	19,7	20,93	20,74	20,53	20,51	19,81	19,67	22,11	25,75	
Belçika	Finansal Varlıklar (milyar ulusal para birimi)	67,06	76,33	85,12	106,09	108,2	117,16	133,1	158,6	198,4	238,03	
	Sabit Getirili Menkul Değerler	64,84	66,78	64,38	64,07	64,42	66,71	64,45	59,57	52,87	46,4	
	Hisse Senetleri	18,87	19,59	18,69	19,93	21,72	21,68	22,96	26,68	31,52	37,6	
	Diğer	16,29	13,63	16,93	16	13,86	11,62	12,59	13,75	15,61	16	
Kanada	Finansal Varlıklar (milyar ulusal para birimi)	392,07	440,29	487,43	577,09	629,44	682,35	780,22	895,18	1007,19	1092,88	12
	Sabit Getirili Menkul Değerler	65,41	63,95	62,32	58,64	56,95	55,36	52,59	50,24	48,72	48,93	
	Hisse Senetleri	21,4	22,18	22,68	22,97	23,97	25,51	26,52	27,83	27,6	26,88	
	Diğer	13,19	13,87	15,01	18,39	19,08	19,12	20,9	21,93	23,68	24,2	
Çek Cumhuriyeti	Finansal Varlıklar (milyar ulusal para birimi)	0	0	0	236,92	203,36	239,52	313,55	295,75	272,55	322,08	
	Sabit Getirili Menkul Değerler	0	0	0	14,83	6,4	10,08	20,45	22,62	41,09	54,36	
	Hisse Senetleri	..	..	..	54,13	56,42	47,45	41,63	37,31	22,16	16,14	
	Diğer	..	..	..	11,37	37,18	42,47	37,92	40,06	36,75	29,51	
Danimarka	Finansal Varlıklar (milyar ulusal para birimi)	449,28	493,35	515,39	595,49	626,24	700,52	788,85	925,71	1033,1	1227,17	
	Sabit Getirili Menkul Değerler	66,74	63,4	63,17	62,13	61,17	64,41	62,01	58,39	56,85	48,34	
	Hisse Senetleri	23,27	26,21	26,76	29,1	30,23	28,82	32,13	36,23	37,08	45,87	
	Diğer	9,98	10,39	10,07	8,77	8,6	6,77	5,86	5,37	6,07	5,78	
Finlandiya	Finansal Varlıklar (milyar ulusal para birimi)	27,33	31,27	33,64	36,33	43,35	48,59	62,08	71,27	86,25	112,23	
	Sabit Getirili Menkul Değerler	80,94	81,42	82,52	80,91	72,89	72,26	68,36	63,92	60,8	50,32	
	Hisse Senetleri	16,96	16,59	14,91	16,3	24,78	21,69	26,92	32,05	36,57	48,18	
	Diğer	2,09	2	2,58	2,8	2,34	2,92	2,67	2,37	1,42	1,51	
Fransa	Finansal Varlıklar (milyar ulusal para birimi)	512,67	591,87	672,08	814,6	820,02	918,77	1049,81	1213,81	1396,29	1683,4	
	Sabit Getirili Menkul Değerler	69,02	71,21	73,42	70,98	70,68	65,9	65,15	61,47	57,29	49,82	
	Hisse Senetleri	22,13	19,76	18,61	22,33	22,42	23,31	25,03	29,68	34,26	42,03	
	Diğer	8,85	9,02	7,96	6,69	6,9	10,79	9,82	8,85	8,46	8,15	
Almanya	Finansal Varlıklar (milyar ulusal para birimi)	457,57	509,21	548,94	644,11	716,52	815,89	928,45	1100,03	1279,89	1522,05	
	Sabit Getirili Menkul Değerler	85,42	85,58	85,27	82,39	82,1	82,72	81,11	76,46	72,91	67,53	
	Hisse Senetleri	9,23	9,57	10,24	12,46	12,22	12,23	13,99	18,61	21,79	27,91	
	Diğer	5,35	4,85	4,48	5,16	5,68	5,05	4,91	4,92	5,31	4,56	
Yunanistan	Finansal Varlıklar (milyar ulusal para birimi)	35,18	45,72	49,57	52,09	56,87	53,77	60,89	49,81	38,72	23,17	
	Sabit Getirili Menkul Değerler	46,45	30,2	24,35	18,18	14,39	10,26	7,06	7,85	11,74	42,96	
	Hisse Senetleri	18,99	24,32	26,11	29,37	28,6	35,43	32,39	41,8	48,8	33,71	
	Diğer											

Tablo 4.3. OECD Üyesi Ülkelerde Kurumsal Yatırımcıların Portföy Yapısı (Milyar Ulusal Para Birimi Cinsinden ve Finansal Varlıkların Oranı Olarak) (Devamı)

Macaristan	-	63,47	73,95	99,58	172,62	247,46	421,11	643,77	893,29	1232,57	16
Sabit Getirili Menkul Değerler	0	36,91	39,43	57,36	72,64	78	78,47	72,49	78,96	79,91	
Hisse Senetleri	..	13,3	11,61	8,05	4,48	3,06	5,62	9,28	7,2	6,98	
Diğer	..	49,8	48,96	34,59	22,88	18,94	15,91	18,23	13,85	13,11	
İslandiya	..	157,14	186,45	221,62	292,73	323,58	385,4	454,14	555,9	694,48	
Sabit Getirili Menkul Değerler	90,64	89,26	88,57	83,59	84,06	83,4	83,05	80,52	76,67	69,02	
Hisse Senetleri	1,69	2,57	2,28	2,33	2,59	3,48	6,1	11,62	15,45	24,51	
Diğer	7,68	8,16	9,15	14,08	13,34	13,12	10,86	7,85	7,87	6,39	
İtalya	85,57	153,18	171,09	227,65	274,68	295,23	383,07	553,48	854,33	1102,55	11
Sabit Getirili Menkul Değerler	70,8	76,61	77,82	76,86	70,66	72,01	74,89	68,31	64,2	53,38	
Hisse Senetleri	15,7	10,26	8,87	10,9	14,96	14,14	12,07	14,06	15,28	22,37	
Diğer	13,49	13,12	13,31	12,23	14,38	13,85	13,04	17,63	20,47	24,12	
Japonya	364034,9	344265,6	374651,9	403839,3	400808,1	441880,9	452786,7	453624,1	462922,7	503666,6	501
Sabit Getirili Menkul Değerler	58,14	65,95	67,05	66,6	70,97	70,61	73,7	74,18	73,47	71,89	
Hisse Senetleri	32,25	23,91	21,66	21,73	18,26	19,13	16,8	15,31	15,35	18,78	
Diğer	9,6	10,14	11,29	11,68	10,76	10,25	9,5	10,51	11,18	9,33	
Kore	87400,81	107117,67	127230,18	153016,52	173657,8	206346,85	239739,12	286818,7	391629,43	427158,1	3769
Sabit Getirili Menkul Değerler	66,25	63,68	66,58	68,4	68,58	65,63	65,42	66,71	73,69	66,08	
Hisse Senetleri	18,71	15,98	13,67	12,29	14,22	13,06	11,68	8,19	4,2	11,1	
Diğer	15,03	20,34	19,76	19,31	17,19	21,3	22,9	25,1	22,11	22,81	
Lüksemburg	72,24	103,05	167,44	247,08	247,43	267,41	284,89	404,53	503,17	755,24	
Sabit Getirili Menkul Değerler	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Hisse Senetleri	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Diğer	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Meksika	67,98	90,94	62,99	92,11	77,45	82,3	116,72	156,59	234,25	382,66	44
Sabit Getirili Menkul Değerler	80,82	74,41	62,3	77,98	71,22	69,01	76,22	78,39	90,13	89,42	
Hisse Senetleri	15,52	20,9	29,8	14,83	19,8	20,87	16,58	15,72	7,78	8,46	
Diğer	3,66	4,69	7,91	7,19	8,98	10,12	7,2	5,89	2,09	2,12	
Hollanda	290,11	323,54	351,87	409,7	419,25	466,83	527,92	607	684,19	795,67	
Sabit Getirili Menkul Değerler	70,91	69,58	69,24	65,08	64,84	63,32	59,92	56,36	53,76	45,75	
Hisse Senetleri	14,05	16,48	17,1	21,4	21,57	23,93	28,36	32,79	36,53	44,77	
Diğer	15,04	13,94	13,66	13,52	13,6	12,75	11,73	10,85	9,71	9,49	
Norveç	245,26	267,27	285,39	345,6	359,27	393,39	441,93	510,84	527,15	641,16	
Sabit Getirili Menkul Değerler	71,22	71,47	74,89	73,49	71,92	72,63	68,97	62,39	59,54	49,11	
Hisse Senetleri	13,8	13,27	11,04	14,47	15,05	16,26	20,43	28,77	30,47	40,8	
Diğer	14,98	15,27	14,07	12,05	13,03	11,1	10,6	8,83	10	10,09	
Polonya	..	..	..	0,91	4,26	4,69	7,72	12,35	17,85	28,15	
Sabit Getirili Menkul Değerler	..	..	..	55,73	52,74	55,14	61,27	51,59	58,61	72,14	
Hisse Senetleri	..	..	..	25,94	16,83	22,55	23,47	34,28	15,07	17,88	
Diğer	..	..	..	18,33	30,43	22,31	15,25	14,14	26,32	9,99	
Portekiz	4,13	7,83	11,94	18,98	22,34	27,82	32,77	44,62	53,28	59,58	
Sabit Getirili Menkul Değerler	90,35	85,35	85,76	77,84	63,87	61,11	65,08	55,05	53,37	52,82	
Hisse Senetleri	1,77	2,37	2,33	2,67	4,77	12,97	12,71	15,67	15,55	18,72	
Diğer	7,88	12,27	11,9	19,48	31,35	25,92	22,21	29,29	31,08	28,46	

Tablo 4.3. OECD Üyesi Ülkelerde Kurumsal Yatırımcıların Portföy Yapısı (Milyar Ulusal Para Birimi Cinsinden ve Finansal Varlıkların Oranı Olarak)
(Devamı)

Slovak Cumhuriyeti	Finansal Varlıklar (milyar ulusal para birimi)	-	-	-	-	-	-	-	-	29,47	34,46	39,87	41,73
	Sabit Getirili Menkul Değerler	..	..	..	..	..	..	..	..	16,93	16,89	19,21	23,24
	Hisse Senetleri	..	..	..	..	..	..	..	..	15,86	19,17	27,93	13,47
	Diğer	..	..	..	..	..	..	..	..	67,21	63,94	52,85	63,29
İspanya	Finansal Varlıklar (milyar ulusal para birimi)	-	-	-	-	-	-	-	-	134,96	284,98	359,92	382,52
	Sabit Getirili Menkul Değerler	..	..	..	..	..	..	..	..	50,47	48,6	52,16	50,42
	Hisse Senetleri	..	..	..	..	..	..	..	..	7,66	11,54	16,8	24,01
	Diğer	..	..	..	..	..	..	..	..	37,62	36,47	28,16	22,56
İsviçre	Finansal Varlıklar (milyar ulusal para birimi)	1121,38	1240,77	1319,01	1582,92	1562,55	1763,81	2103,49	2502,97	2805,87	3526,27	3526,27	41,84
	Sabit Getirili Menkul Değerler	69,73	69,21	71,85	67,43	64,5	63,48	58,91	53,48	51,43	41,84	41,84	41,84
	Hisse Senetleri	28,45	29,31	26,68	31,37	34,43	35,48	39,34	44,63	47,34	56,78	56,78	56,78
	Diğer	1,82	1,49	1,47	1,2	1,08	1,04	1,75	1,89	1,23	1,38	1,38	1,38
İsviçre	Finansal Varlıklar (milyar ulusal para birimi)	352,02	192,6	419,45	244,94	505	273,6	600,66	345,74	763,22	453,99	453,99	453,99
	Sabit Getirili Menkul Değerler	82,13	73,9	74	67,49	66,72	65,29	62,41	61,71	57,47	55,57	55,57	55,57
	Hisse Senetleri	11,73	14,27	14,32	21,99	22,7	24,76	27,56	30,88	32,6	38,67	38,67	38,67
	Diğer	6,14	11,83	11,68	10,52	10,58	9,95	10,04	7,41	9,93	5,76	5,76	5,76
Türkiye	Finansal Varlıklar (milyar ulusal para birimi)	2617,1	3690,7	6933,8	24445,8	50106,1	77817,9	250281	466997	983862,69	2596634	2596634	2596634
	Sabit Getirili Menkul Değerler	77,53	76,68	81,37	78,72	83,1	83,21	84,54	78,47	66,57	69,13	69,13	69,13
	Hisse Senetleri	13,16	14,48	9,66	16,29	9,62	6,66	8,47	12,8	6,79	11,46	11,46	11,46
	Diğer	9,3	8,84	8,98	4,99	7,29	10,13	6,99	8,73	11,18	19,41	19,41	19,41
Büyük Britanya	Finansal Varlıklar (milyar ulusal para birimi)	579,24	681,7	798,39	1042,1	974,14	1170,89	1310,67	1574,66	1735,83	2054,74	2054,74	2054,74
	Sabit Getirili Menkul Değerler	15,78	14,71	15,56	15,4	16,4	16,45	16,38	16,39	17,85	15,53	15,53	15,53
	Hisse Senetleri	65,9	69,53	68,3	69,73	68,51	68,37	67,24	67,99	64,98	66,59	66,59	66,59
	Diğer	18,32	15,76	16,13	14,87	15,09	15,18	16,38	15,63	17,18	17,88	17,88	17,88
ABD	Finansal Varlıklar (milyar ulusal para birimi)	6572,2	7435,4	8035,3	9051,7	9584,9	11237	12728,8	14843,4	16856,2	19274	19274	19274
	Sabit Getirili Menkul Değerler	60,93	57,74	57,73	55,84	55,21	50,74	47,1	43,43	41,71	39,1	39,1	39,1
	Hisse Senetleri	24,74	28,91	30,34	33	33,49	38,41	42,13	46,19	48,19	51,3	51,3	51,3
	Diğer	14,28	13,32	11,91	11,15	11,28	10,83	10,75	10,35	10,07	9,56	9,56	9,56

Eksik Veriler :

- Sıfır ve ya önemsiz değer
- .. Ulaşılamayan veya kullanılmayan değer

Kaynak : <http://www.oecd.org>

EK IV : OECD üyesi ülkelerde GSYİH (Ulusal para birimleri bazında)

ZAMAN DÖNEMİ	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
ULKE											
Avustralya (A\$)	394,11	400,33	415,15	436,26	460,82	486,36	517,79	545,13	576,73	606,31	651,69
Avusturya (Sch)	133,6	143,2	151,8	156,9	165,4	172,3	178	182,5	190,6	197,2	207
Belçika (BF)	163,3	171,1	179,7	185,1	195	202,2	207	217,2	225,2	235,6	247,5
Kanada (C\$)	679,92	685,37	700,48	727,18	770,87	810,43	836,86	882,73	914,97	980,52	1065
Çek Cumhuriyeti (Ck)	626	754	843	1020	1182,78	1381,05	1566,97	1679,92	1839,09	1902,29	1984,83
Danimarka (DKr)	825,31	857,65	887,87	900,15	965,72	1009,76	1060,89	1116,32	1155,41	1207,75	1279,59
Finlandiya (Mk)	88	84	81,9	82,9	87,8	95,3	98,7	107,1	116,4	120	130,2
Fransa (FF)	1009,5	1049,5	1086,4	1101,7	1143,3	1181,8	1212,2	1251,2	1305,9	1355,1	1416,9
Almanya (DM)	1394,8	1502,2	1613,2	1654,2	1735,5	1801,3	1833,7	1871,6	1929,4	1978,6	2030
Yunanistan (Dr)	39,11	48,3	55,84	62,87	71,3	79,93	87,85	97,24	105,77	113	122
Macaristan (Ft)	2282	2522	2970	3582	4406	5614	6893,9	8540,7	10071,9	11393	13151
Izlanda (Ikr)	363	393	392	404	430	442	475	513	568	607	658
İtalya (L)	682,2	744	783,8	807,4	853,9	923,1	982,4	1026,3	1073	1108,5	1164,8
Japonya (Y)	442072	469941	482383	486412	491870	498872	511947	523051	516579	509116	513377
Kore (W)	178797	216511	245700	277497	323407	377350	418479	453276	444367	482744	521959
Lüksemburg(LF)	9,15	9,94	10,64	11,65	12,72	13,21	13,96	15,62	16,98	18,44	20,58
Meksika (Mex\$)	762,1	961,78	1134,84	1256,2	1423,36	1840,43	2529,91	3179,12	3848,22	4599,45	5491,02
Hollanda (Gld)	243,2	256,3	266,8	274,1	287,7	302,2	315,1	333,7	354,2	374,1	402,6
Norveç (Nkr)	722,71	763,41	784,93	823,71	867,56	928,74	1016,59	1096,17	1114,83	1197,46	1233,04
Polonya (Th.PLN)	56	81	115	156	223,9	308,1	387,83	472,35	553,56	615,11	684,98
Portekiz (Esc)	50,39	57,86	65,24	68,83	74,8	80,8	86,2	93	101	108	115,5
Slovak Cumhuriyeti (Sk)	..	..	..	406,56	486,06	568,92	628,59	708,62	775	835,72	908,8
İspanya (Ptas)	312,4	342,6	369	381,7	406	437,8	464,3	494,1	528	565,2	609,3
İsveç (SKr)	1408	1499	1493	1545,49	1647,58	1772,02	1817,15	1890,19	1973,85	2078,55	2196,76
İsviçre (SF)	317,3	333,66	342,36	349,8	357,46	363,33	365,83	371,37	379,99	388,52	405,53
Türkiye (TL)	393060	630117	1093368	1981867	3868429	7762456	14772110	28835883	52224945	77415272	124583458
Büyük Britanya (£)	557,3	586,15	610,85	642,33	681,33	719,18	762,21	811,07	859,38	902,46	950,42
ABD (US\$)	5803,3	5986,2	6319	6642,3	7054,3	7400,6	7813,2	8318,4	8781,5	9274,3	9824,7

Eksik Veriler :

.. Ulaşılamayan veya kullanılmayan değer

Kaynak : <http://www.oecd.org>

Düzeltilme

EK V : OECD üyesi ülkelerde yıl sonu döviz kurları (ABD Doları için)

ZAMAN DÖNEMİ	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
ÜLKE											
Avustralya (A\$)	1,29	1,32	1,45	1,48	1,29	1,34	1,25	1,53	1,63	1,53	1,81
Avusturya (Sch)	0,78	0,78	0,83	0,88	0,81	0,73	0,8	0,92	0,85	1	1,07
Belçika (BF)	0,77	0,78	0,82	0,9	0,79	0,73	0,79	0,92	0,86	1	1,07
Kanada (C\$)	1,16	1,16	1,27	1,32	1,4	1,37	1,37	1,43	1,53	1,44	1,5
Çek Cumhuriyeti (Ck)	..	27,84	28,94	29,96	28,05	26,6	27,33	34,64	29,85	35,98	37,81
Danimarka (DKr)	5,78	5,91	6,25	6,77	6,08	5,55	5,95	6,83	6,39	7,4	8,02
Finlandiya (Mk)	0,61	0,7	0,88	0,97	0,8	0,73	0,78	0,91	0,86	1	1,07
Fransa (FF)	0,78	0,79	0,84	0,9	0,81	0,75	0,8	0,91	0,86	1	1,07
Almanya (DM)	0,76	0,78	0,83	0,88	0,79	0,73	0,79	0,92	0,86	1	1,07
Yunanistan (Dr)	0,46	0,51	0,63	0,73	0,7	0,7	0,72	0,83	0,83	0,96	1,07
Macaristan (Ft)	61,46	75,64	83,96	100,7	110,74	139,47	165,02	203,67	218,82	252,53	284,9
İzlanda (Ikr)	55,25	55,56	64,1	72,99	68,49	65,36	67,11	71,94	69,44	72,46	84,75
İtalya (L)	0,58	0,59	0,76	0,88	0,84	0,82	0,79	0,91	0,85	1	1,07
Japonya (Y)	134,41	125,2	124,75	111,84	99,74	102,83	116	129,95	115,6	102,2	114,9
Kore (W)	714,29	763,36	787,4	806,45	787,4	775,19	847,46	1694,92	1204,82	1136,36	1265,82
Lüksemburg(LF)	0,77	0,78	0,82	0,9	0,79	0,73	0,79	0,92	0,86	1	1,07
Meksika (Mex\$)	2,95	3,07	3,12	3,11	5,33	7,64	7,85	8,08	9,86	9,51	9,57
Hollanda (Gld)	0,77	0,78	0,82	0,88	0,79	0,73	0,79	0,92	0,86	1	1,07
Norveç (Nkr)	5,91	5,97	6,93	7,52	6,76	6,32	6,44	7,32	7,6	8,04	8,85
Polonya (Th.PLN)	0,95	1,1	1,58	2,13	2,44	2,47	2,88	3,52	3,5	4,15	4,14
Portekiz (Esc)	0,67	0,67	0,73	0,88	0,79	0,75	0,78	0,91	0,86	1	1,07
Slovak Cumhuriyeti (Sk)	..	..	..	33,2	31,28	29,57	31,9	34,78	36,91	42,27	47,39
İspanya (Ptas)	0,58	0,58	0,69	0,85	0,79	0,73	0,79	0,91	0,86	1	1,07
İsveç (SKr)	5,7	5,53	7,04	8,3	7,46	6,66	6,87	7,88	8,06	8,53	9,53
İsviçre (SF)	1,3	1,36	1,46	1,48	1,31	1,15	1,35	1,46	1,38	1,6	1,64
Türkiye (TL)	2930,1	5080	8564,6	14472	38730	59666	107759	205761	314465	540541	671141
Büyük Britanya (£)	0,52	0,53	0,66	0,68	0,64	0,65	0,59	0,6	0,6	0,62	0,67
ABD (US\$)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Eksik Veriler :

.. Ulaşılamayan veya kullanılmayan değer

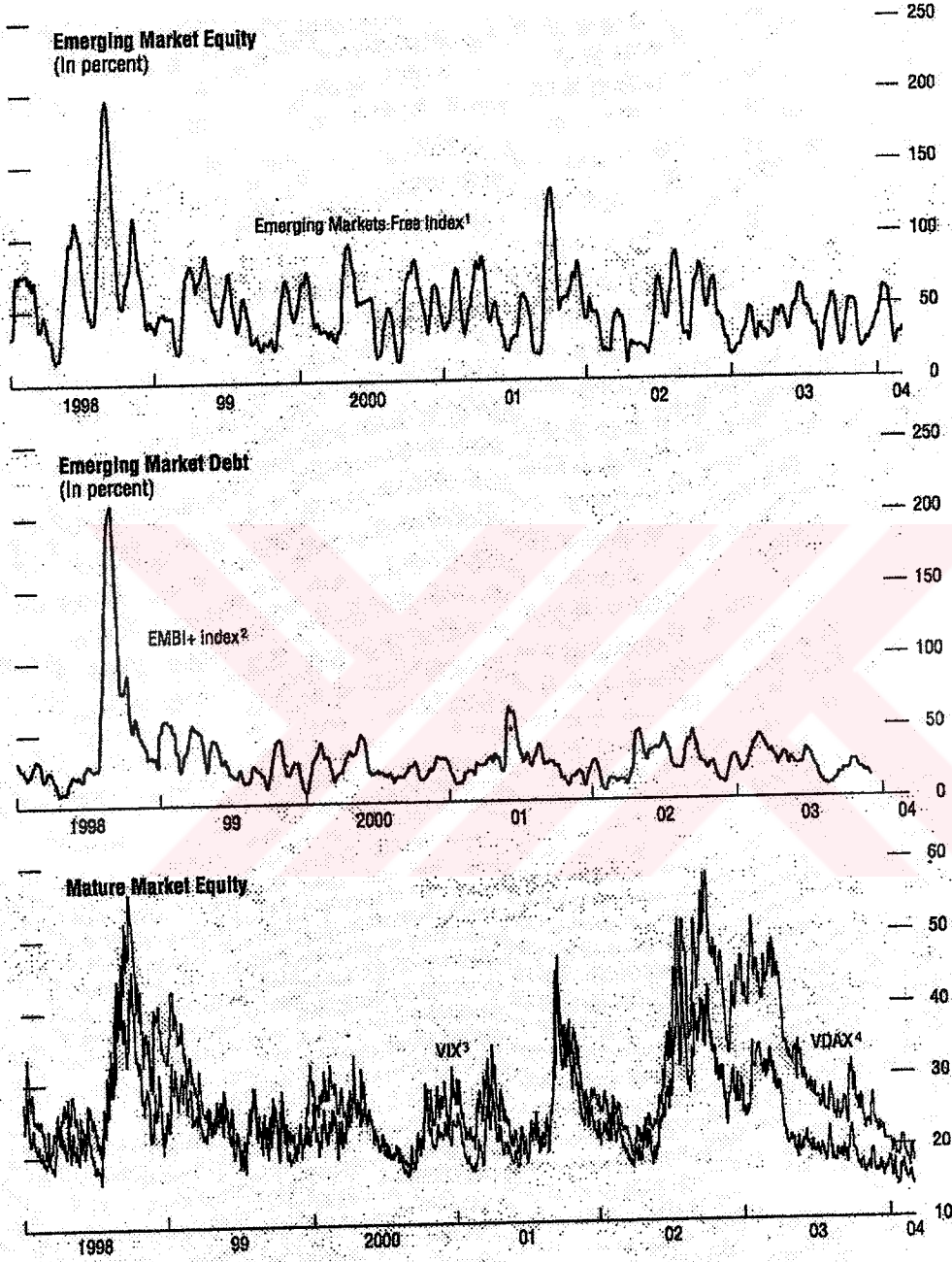
Kaynak : <http://www.oecd.org>

Düzeltilme

	Altın Hariç		Menkul Kıymet		Borç Senetleri		Banka Varlıkları	Tahvil Hisse Senedi ve Banka Varlıklarının GSYİH'ya oranı (%)	
	Toplam		Piyasası		Özel				
	GSYİH	Rezervler	Kapitalizasyonu	Kamu	Toplam	Hisse Senedi ve Banka Varlıkları			
Dünya	32197,4	2513,9	22809,6	16564,8	27005,4	43570,2	40063,2	106443	330,6
Avrupa Birliği	8656,7	289,1	5734,3	4930,9	7891,4	12822,3	17645,9	36202,5	418,2
Euro Alanı	6678,1	207,9	3677,7	4226,1	6000,4	10226,5	12839	26743,2	400,5
Kuzey Amerika	11216,8	104,9	11625,8	5033	14823,3	19856,3	6989,6	38471,7	343,0
Kanada	736	37	570,2	499,6	307,4	807	1100,2	2477,4	336,6
A.B.D.	10480,8	68	11055,6	4533,4	14515,9	19049,3	5889,4	35994,3	343,4
Japonya	3973,3	461,2	2095,5	4841,9	2072,7	6914,6	6212,1	15222,2	383,1
<i>Detay Bilgiler :</i>									
AB Ülkeleri									
Austurya	206,1	9,7	33,6	156,3	152,6	308,9	278,8	621,3	301,5
Belçika	245,4	11,9	138,7	304	256,4	560,4	1000,9	1700	692,7
Danimarka	172,4	27	76,7	100	238,2	338,2	425,9	840,8	487,7
Finlanda	131,9	9,3	138,8	82,1	52,7	134,8	297,4	571	432,9
Fransa	1438,4	28,4	1025,6	780,7	1151,3	1932	3161,7	6119,3	425,4
Almanya	1992,3	51,2	686	860,2	2348	3208,2	2969,6	6863,8	344,5
Yunanistan	133,4	8,1	66	161,2	11,8	173	175,9	414,9	311,0
İrlanda	122,1	5,4	59,9	30,7	72,9	103,6	495,9	659,4	540,0
İtalya	1188	28,6	477,1	1208,3	822,8	2031,1	1789,4	4297,6	361,8
Lüksemburg	21,1	0,2	24,6	0	27	27	529,4	581	2753,6
Hollanda	419,8	9,6	518,6	198,4	669,3	867,7	1345,1	2731,4	650,6
Portekiz	122,3	11,2	47,2	79,7	82	161,7	174,5	383,4	313,5
İspanya	657,3	34,5	461,6	364,5	353,6	718,1	918	2097,7	319,1
İsveç	240,6	14,9	179,1	130,7	207,2	337,9	359,4	876,4	364,3
İngiltere	1565,7	39,4	1800,7	474,1	1445,6	1919,7	3724,2	7444,6	475,5
Gelişen Piyasa Ülkeleri	7415,9	1531,3	2525	1511,8	1062	2573,8	6980,4	12079,2	162,9
Asya	3429,4	975,9	1965,7	706,4	820,9	1527,3	4911,4	8404,4	245,1
Güney Amerika	1658,5	161	308,5	464,6	178,4	643	773,9	1725,4	104,0
Orta Doğu	737,2	132,5	52,5	5,4	13,5	18,9	598,5	669,9	90,9
Afrika	450,3	72,9	116,5	47,7	20,8	68,5	315,3	500,3	111,1
Avrupa	1140,5	189,1	81,7	287,7	28,4	316,1	381,3	779,1	68,3

Kaynak : IMF, Global Financial Stability Report, April 2004, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/GFSR/2004/01/pdf/GFSR0404.pdf>, 12 Temmuz 2004, s.179.

EK VII : Gelişen Hisse Senedi, Gelişen Borç ve Gelişmiş Hisse Senedi Piyasalarında Volatilité



Kaynak : IMF, Global Financial Stability Report, April 2004, (Çevrimiçi)
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/GFSR/2004/01/pdf/GFSR0404.pdf>, 12 Temmuz 2004,
s.187.

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Kurumsal Yatırımcılar	18249	20154	23141	25432	27685	32435	36597	36234	34723
Sigorta Şirketleri	6991	7822	8980	9369	9702	11010	11960	11519	11146
Emeklilik Fonları	5332	5868	6660	7545	8281	9527	10337	10279	9515
Yatırım Şirketleri	4050	4478	5309	6200	7293	9201	11168	11293	11091
Diğer Kurumsal Yatırımcıları	1876	1986	2192	2318	2409	2697	3132	3143	2971
<i>Detay Bilgi:</i>									
Hedge Fonları		39	45	61	100	112	150	172	217
Gelişmiş Piyasa Banka Varlıkları	4491	4798	5453	5613	6074	5301	5699	5917	6192
Gelişmiş Piyasa Banka Varlıkları	24,6	23,8	23,6	22,1	21,9	16,3	15,6	16,3	17,8
Gelişen Piyasalar	15,5	15,5	14,3	15,8	13,8	11,4	14,5	13,9	14,4
Hisse Senedi Piyasa Kapitalizasyonu	11,3	10,8	9,6	10,7	9,1	6,6	10,1	9,1	9
Afrika	1	1,1	1,2	1	0,9	0,6	0,8	0,6	0,5
Asya	7,8	7,3	6,5	7,2	5	4,2	6,6	5,9	5,8
Avrupa	0,2	0,2	0,2	0,4	0,8	0,3	0,7	0,4	0,5
Orta Doğu	0	0	0	0,2	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5
Batı Hemisphere	2,3	2,2	1,7	1,9	2,1	1,2	1,5	1,7	1,7
Tahvil Değeri	4,2	4,6	4,8	5,1	5,1	4,8	4,4	4,8	5,4
Asya	2,4	2,5	2,7	2,8	2,8	2,6	2,7	3	3,4
Batı Hemisphere	0,9	1,3	1,3	1,5	1,5	1,6	1,2	1,3	1,4
Afrika, Avrupa ve Orta Doğu	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,6	0,5	0,5	0,6
Kurumsal Yatırımcılar	94,7	97,6	102,1	111,9	124,1	143,5	154,4	151,4	147,2
Sigorta Şirketleri	36,3	37,9	39,6	41,2	43,5	48,7	50,5	48,1	47,3
Emeklilik Fonları	27,7	28,4	29,4	33,2	37,1	42,2	43,6	43	40,3
Yatırım Şirketleri	21	21,7	23,4	27,3	32,7	40,7	47,1	47,2	47
Diğer Kurumsal Yatırımcıları	9,7	9,6	9,7	10,2	10,8	11,9	13,2	13,1	12,6
Gelişmiş Piyasa Banka Varlıkları	23,3	23,2	24	24,7	27,2	23,5	24	24,7	26,2

Kaynak : IMF, Global Financial Stability Report, April 2004, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/GFSR/2004/01/pdf/GFSR0404.pdf>, 12 Temmuz 2004, s.115.

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003 ¹
(Milyar ABD Doları Bazında)							
Gelişen Piyasalar	349,25	514,07	700,17	673,05	687,4	693,45	685,49
Afrika	12,69	12,16	18,24	16,92	14,56	20,98	25,7
Güney Afrika	12,69	12,16	18,24	16,92	14,56	20,98	25,7
Asya	216,5	370,82	518,63	463,11	466,82	501,33	428,01
Hong Kong ÖB	58,46	98,77	182,27	195,92	170,07	164,32	201,15
Hindistan	9,35	8,69	13,07	13,83	13,49	e.e.	e.e.
Kore	53,11	165,03	167,18	110,61	119,44	149,54	133,76
Malezya	8,66	10,19	11,39	11,39	12,46	14,13	18,63
Filipinler	e.e.	e.e.	0,12	0,11	0,21	0,47	0,63
Singapur	74,55	67,84	109,85	95,94	97,91	105,74	e.e.
Tayvan	12,37	20,31	31,15	32,07	49,74	62,15	66,83
Tayland	e.e.	e.e.	3,61	3,23	3,49	4,97	7
Doğu Avrupa	1,66	2,57	4,14	5,67	4,35	18,55	25,88
Çek Cumhuriyeti	0,36	0,56	1,47	1,99	1,78	3,3	4,12
Macaristan	0,71	1,48	1,73	1,95	2,26	3,38	4,55
Polonya	0,54	0,51	0,76	1,55	e.e.	5,47	7,5
Romanya	e.e.	e.e.	e.e.	0,01	0,01	0,03	0,03
Rusya	0,04	0,03	0,18	0,18	0,3	0,37	0,61
Türkiye	e.e.	e.e.	e.e.	e.e.	e.e.	6	9,07
Güney Amerika	118,4	128,53	159,17	187,34	201,68	152,58	205,9
Arjantin	5,25	6,93	6,99	7,43	3,75	1,02	1,32
Brezilya	108,61	118,69	117,76	148,54	148,19	96,73	143,79
Şili	4,55	2,91	4,09	e.e.	5,09	6,71	6,14
Kolombiya	e.e.	e.e.	10,87	11,97	12,92	15,63	16,89
Kosta Rika	e.e.	e.e.	e.e.	0,92	e.e.	1,74	2,17
Meksika	e.e.	e.e.	19,47	18,49	31,72	30,76	35,59
(GSYİH Yüzdesi Olarak)							
Gelişen Piyasalar	7,74	12,51	17,81	15,66	16,45	16,8	14,96
Afrika	8,52	9,1	13,92	13,21	12,74	20,08	16,27
Güney Afrika	8,52	9,1	13,92	13,21	12,74	20,08	16,27
Asya	12,18	24,86	31,42	26,07	27,34	27,84	22,26
Hong Kong ÖB	33,66	59,77	113,46	118,48	104,44	101,74	126,36
Hindistan	2,3	2,12	2,99	3	2,83	e.e.	e.e.
Kore	11,15	52,05	41,17	23,97	27,96	31,37	25,96
Malezya	8,65	14,12	14,38	12,64	14,16	14,9	18,41
Filipinler	e.e.	e.e.	0,15	0,14	0,29	0,61	0,77
Singapur	78,16	82,82	134,98	104,87	115,37	121,58	e.e.
Tayvan	4,25	7,6	10,82	10,36	17,69	22,07	23,14
Tayland	e.e.	e.e.	2,95	2,64	3,03	3,93	5,35
Doğu Avrupa	0,19	0,33	0,6	0,75	0,55	2,07	2,37
Çek Cumhuriyeti	0,68	0,98	2,68	3,87	3,11	4,74	4,88
Macaristan	1,56	3,13	3,59	4,18	4,36	5,14	5,51
Polonya	0,36	0,31	0,47	0,94	e.e.	2,89	3,63
Romanya	e.e.	e.e.	e.e.	0,02	0,02	0,06	0,06
Rusya	0,01	0,01	0,09	0,07	0,1	0,11	0,14
Türkiye	e.e.	e.e.	e.e.	e.e.	e.e.	3,37	3,83
Güney Amerika	6,95	7,57	10,91	11,46	12,85	11,49	14,61
Arjantin	1,79	2,32	2,47	2,61	1,4	1,1	1,03
Brezilya	13,44	15,11	22,47	24,76	29,09	21,81	28,36
Şili	5,51	3,67	5,61	e.e.	7,46	10,09	8,81
Kolombiya	e.e.	e.e.	13,43	15,25	15,75	22,14	23,26
Kosta Rika	e.e.	e.e.	e.e.	5,76	e.e.	10,27	12,19
Meksika	e.e.	e.e.	4,05	3,18	5,08	4,83	5,79

Kaynak : IMF, Global Financial Stability Report, April 2004,

(Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/GFSR/2004/01/pdf/GFSR0404.pdf>, 12 Temmuz 2004, s.179.

¹2003 Yılı Haziran Sonu