

**T.C.
GAZİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE-FİNANSMAN BİLİM DALI
DOKTORA PROGRAMI**

**ÖZEL EMEKLİLİK FONLARI;
SERMAYE PİYASASI ÜZERİNE MUHTEMEL ETKİLERİ VE BİR ÖZEL
EMEKLİLİK FONU MODELİ**

DOKTORA TEZİ

**Hazırlayan
Erol YENER**

**Tez Danışmanı
Prof. Dr. Ahmet AKSOY**

ANKARA-2006

Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü'ne,

Erol YENER tarafından hazırlanan “Özel Emeklilik Fonları; Sermaye Piyasası Üzerine Muhtemel Etkileri ve Bir Özel Emeklilik Fon Modeli” başlıklı çalışma, jürimiz tarafından Muhasebe- Finansman Bilim Dalında DOKTORA tezi olarak kabul edilmiştir.

Başkan.....

Prof. Dr. Remzi ÖRTEN(Başkan)

Üye.....

Prof. Dr. Ahmet AKSOY(Danışman)

Üye.....

Prof. Dr. Kamil BÜYÜKMİRZA

Üye.....

Prof. Dr. Mehmet Baha KARAN

Üye.....

Prof. Dr. Nevzat AYPEK

İÇİNDEKİLER

İçindekiler	i
Kısaltmalar Listesi	vii
Tablolar Listesi	viii
Grafikler Listesi	xi
Şekiller Listesi	xiv
Giriş	1

BİRİNCİ BÖLÜM

ÖZEL EMEKLİLİK FONLARININ KAVRAMSAL ÇERÇEVESİ

1. Özel Emeklilik Fonlarının Tanımı ve Gelişim Süreci	6
1.1. Özel Emeklilik Fonlarının Tanımı	6
1.2. Özel Emeklilik Fonlarının Gelişim Süreci	7
1.2.1. Özel Emeklilik Fonlarının Gelişim Sürecine Etki Eden Faktörler	9
1.2.1.1. Demografik Faktörler	10
1.2.1.2. Ekonomik Faktörler	13
1.2.1.3. Sosyo-Kültürel Faktörler	15
2. Emeklilik Fonlarının Sınıflandırılması ve Özel Emeklilik Fonlarının Emeklilik Sistemi İçerisindeki Yeri	16
2.1. Emeklilik Fonlarının Sınıflandırılması	16
2.1.1. Kamu Emeklilik Fonları	16
2.1.2. Özel Emeklilik Fonları	17
2.1.2.1. Mesleki Emeklilik Fonları	18
2.1.2.2. Bireysel Emeklilik Fonları	19
2.2. Özel Emeklilik Fonlarının Emeklilik Sistemi İçerisindeki Yeri	20
3. Özel Emeklilik Fonları İle İlişkili Diğer Kavramlar	23
3.1. Emeklilik Planları	23
3.2. Emeklilik Planlarının Sınıflandırılması	23
3.2.1. Geliri Belirlenmiş Emeklilik Planları	23

3.2.2. Katkısı Belirlenmiş Emeklilik Planları	24
3.3. Emeklilik Fonlarının Finansmanında Kullanılan Yöntemler	25
3.3.1. Dağıtım Yöntemi	26
3.3.2. Fonlama Yöntemi	30
4. Özel Emeklilik Fonlarının İşleyişi	35
4.1. Özel Emeklilik Fonlarında Portföy Yönetimi	35
4.2. Özel Emeklilik Fonlarında Biriken Tasarrufların Anüiteye Çevrilmesi	39
4.3. Özel Emeklilik Fonlarının Avantajları ve Dezavantajları	41
4.4. Özel Emeklilik Fonlarının Vergilendirilmesi	44
5. Özel Emeklilik Fonlarının Emeklilik Hizmeti Sağlayan Hayat Sigortaları İle Karşılaştırılması	47
6. Özel Emeklilik Fon Modelleri ve Dünyada Özel Emeklilik Fonu Uygulamaları	50
6.1. Özel Emeklilik Fon Modelleri	50
6.1.1. Latin Amerika Modeli	51
6.1.2. İngiltere Modeli	52
6.1.3. İsveç Modeli	56
6.1.4. İsviçre Modeli	57
6.2. Özel Emeklilik Fonu Uygulamaları	57
6.2.1. OECD Ülkelerindeki Uygulamalar	57
6.2.2. Latin Amerika Ülkelerindeki Uygulamalar	63
7. Türkiye'deki Emeklilik Sistemi ve Özel Emeklilik Fonu Uygulaması; Bireysel Emeklilik Sistemi	68
7.1. Türkiye'deki Emeklilik Sisteminin Özellikleri	68
7.2. Türkiye'de Özel Emeklilik Fonu Uygulaması: Bireysel Emeklilik Sistemi	80
7.2.1. Hukuki Çerçeve	80
7.2.2. Bireysel Emeklilik Sistemi Oluşturulmasının Gerekçesi	81
7.2.3. Bireysel Emeklilik Sisteminin Amaçları	83
7.2.4. Bireysel Emeklilik Sisteminin Temel Özellikleri	86
7.2.5. Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanununun Değerlendirilmesi	88

	88
7.2.5.1. BETYSK'nun Emeklilik Yatırım Fonları Açısından Değerlendirilmesi	
7.2.5.1.1. Emeklilik Yatırım Fonu Kurulması	88
7.2.5.1.2. Emeklilik Yatırım Fonlarının Portföy Yapıları ve Sınırlamalar	91
7.2.5.1.3. Emeklilik Yatırım Fonu Türleri	95
7.2.5.1.3.1. Gelir Amaçlı Fonlar	97
7.2.5.1.3.2. Büyüme Amaçlı Fonlar	98
7.2.5.1.3.3. Para Piyasası Fonları	99
7.2.5.1.3.4. Kıymetli Maden Fonları	99
7.2.5.1.3.5. İhtisaslaşmış Fonlar	100
7.2.5.1.3.6. Diğer Fonlar	100
7.2.5.1.4. Bireysel Emeklilik Şirketlerinde Üyelere Yansıtılacak Giderler	101
7.2.5.2. BETYSK'nun Katılımcılar Açısından Değerlendirilmesi	102
7.2.5.2.1. Bireysel Emeklilik Sistemine Katılma	102
7.2.5.2.2. Emekliliğe Hak Kazanma	104
7.2.5.2.3. Katılımcıların Hak ve Yükümlülükleri	105
7.2.5.3. BETYSK'nun Vergi Düzenlemeleri Açısından Değerlendirilmesi	107
7.2.5.4. Bireysel Emeklilik Sistemi Faaliyet Sonuçları	109

İKİNCİ BÖLÜM

ÖZEL EMEKLİLİK FONLARININ SERMAYE PİYASASI ÜZERİNE MUHTEMEL ETKİLERİ

1. Özel Emeklilik Fonlarının Sermaye Piyasası Kurumları Üzerine Etkisi	114
1.1. Özel Emeklilik Fonlarının Para Yaratan Finansal Kurumlar Üzerine	116

Etkisi	
1.1.1. Merkez Bankası	116
1.1.2. Ticaret Bankaları	118
1.2. Özel Emeklilik Fonlarının Para Yaratmayan Kurumlar Üzerine Etkisi	123
1.2.1. Finansal Kurumlar	124
1.2.1.1. Sigorta Şirketleri	124
1.2.1.2. Kalkınma ve Yatırım Bankaları	131
1.2.1.3. Kredi ve Kefalet Kooperatifleri	135
1.2.2. Yarı Finansal Kurumlar	136
1.2.2.1. Sosyal Güvenlik Kurumu	136
1.2.3. Hizmet Gören Kurumlar	140
1.2.3.1. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası	140
1.2.3.1.1. Gelişmişlik Göstergelerine Göre Menkul Kıymet Borsalarının Sınıflandırılması ve İMKB'nin Dünya Borsaları Arasındaki Yeri	140
1.2.3.1.1.1. Piyasa Kapitalizasyonuna Göre Menkul Kıymet Borsaları	141
1.2.3.1.1.2. PD/GSMH Oranına Göre Menkul Kıymet Borsaları	144
1.2.3.1.1.3. Piyasaya Kote Olmuş Şirket Sayısına Göre Menkul Kıymet Borsaları	144
1.2.3.1.2. Özel Emeklilik Fonlarının Menkul Kıymet Borsası Üzerine Etkisi	146
1.2.3.2. Menkul Kıymet Yatırım Fonları	155
1.2.3.3. Yatırım Ortaklıkları	161
1.2.3.3.1. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları	162
1.2.3.3.2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları	163
1.2.3.3.3. Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları	167
1.2.2.4. Aracı Kurumlar	171
2. Özel Emeklilik Fonlarının Sermaye Piyasası Araçları Üzerine Etkileri	172
2.1. Kamu Sektörü Menkul Kıymetleri	172

2.1.1. Devlet Tahvili	174
2.1.2. Hazine Bonosu	179
2.2. Özel Sektör Menkul Kıymetleri	180
2.2.1. Hisse Senetleri	181
2.2.2. Şirket Tahvilleri	186
2.2.3. Diğer Menkul Kıymetler	189
3. Özel Emeklilik Fonlarının Sermaye Piyasası Üzerine Diğer Etkileri	191
3.1. Özel Emeklilik Fonlarının Tasarruflar Üzerine Etkisi	191
3.2. Özel Emeklilik Fonlarının Kurumsal Yatırımlara Etkisi	199
3.3. Özel Emeklilik Fonlarının Özelleştirme Sürecine Etkisi	203
4. Özel Emeklilik Fonlarının Fon Biriktirme Kapasitesi	205

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

BİR ÖZEL EMEKLİLİK FON MODELİ

1. Kavramsal Çerçeve	210
1.1. Doğrusal Programlama	211
1.1.1. Doğrusal Programlama Modelinin Unsurları ve Matematiksel İfadesi	213
1.1.2. Özel Emeklilik Fonlarına Yönelik Doğrusal Programlama Modelinin Oluşturulması	216
1.1.2.1. Modelde Baz Alınacak Değişkenler ve Katsayıları	217
1.1.2.1.1. Hazine Bonosu	217
1.1.2.1.2. Devlet Tahvili	218
1.1.2.1.3. Hisse Senetleri	219
1.1.2.1.4. Repo	220
1.1.2.1.5. Mevduat	221
1.1.2.1.6. Altın	222
1.1.2.1.7. Döviz	223
1.1.3. Doğrusal Programlama Modelinde Amaç Fonksiyonu	224

1.1.4. Doğrusal Programlama Modelinde Kısıtlayıcılar	224
1.1.5. Doğrusal Programlama Modelinin Kurulması	227
1.1.6. Doğrusal Programlama Modelinin Çözümü	228
1.2. Ortalama Varyans Modeli	229
1.2.1. Ortalama Varyans Modeline Göre Optimal Portföy Oluşturulması	232
1.2.2. Modelin Çözümlemesi	233
1.3. Model Sonuçlarının İrdelenmesi	241
SONUÇ	245
KAYNAKÇA	261
EKLER	
ÖZET	
ABSTRACT	

KISALTMALAR LİSTESİ

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AB	: Avrupa Birliği
AFJP	: Administradoras de Fondos de Jubilaciones Pensioners
AFP	: Administradoras de Fondos de Pensiones
BDDK	: Bankacılık Düzenleme Denetleme Kurulu
BETYSK	: Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu
DB	: Defined Benefit
DC	: Defined Contribution
DPT	: Devlet Planlama Teşkilatı
EU	: Europa Union
GSMH	: Gayrisafi Milli Hasıla
GSYİH	: Gayrissafi Yurtiçi Hasıla
IMF	: International Monetary Fond
İLO	: International Labor Organization
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
OECD	: Organization of Ekonomical Cooperation and Development
OYAK	: Ordu Yardımlaşma Kurumu
PD	: Piyasa Değeri
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SSK	: Sosyal Sigortalar Kurumu
TBB	: Türkiye Bankalar Birliği
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TOKİ	: Toplu Konut İdaresi Başkanlığı
TSPAKB	: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği
TÜGİAD	: Türkiye Genç İşadamları Derneği
TÜSİAD	: Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği

TABLolar LİSTESİ

Tablo 1. 1	: Bazı Ülkeler İçin Demografik Projeksiyonlar	10
Tablo 1. 2	: Bazı OECD Ülkeleri İçin 65 Yaş ve Üzeri Nüfusun Toplam İşgücüne Oranı Projeksiyonu(%)	12
Tablo 1. 3	: Brüt Emeklilik Ödemeleri	34
Tablo 1. 4	: Latin Amerika Ülkelerinde Azami Varlık Limitleri(%)	37
Tablo 1. 5	: Alternatif Gider Türleri Arasındaki İlişki	43
Tablo 1. 6	: Bazı Ülkelerde Özel Emeklilik Fonlarının Vergilendirilmesi	46
Tablo 1. 7	: Özel Emeklilik Fonları ile Hayat Sigortalarının Karşılaştırılması	50
Tablo 1. 8	: Bazı OECD Ülkeleri İçin Emeklik Harcamalarının Kompozisyonu	58
Tablo 1. 9	: AB ülkelerinin Bazıları İçin Ortalama Ömür Beklentisi	59
Tablo 1. 10	: OECD Ülkelerinin Bazılarında Emeklilik Sistemlerinin Yapısı (%)	60
Tablo 1. 11	: AB Ülkelerinin Bazılarında Emeklilik Sistemlerinin Yapısı(%)	60
Tablo 1. 12	: Bazı OECD Ülkelerinde Özel Emeklilik Fonlarının Ekonomi İçerisindeki Payı	61
Tablo 1. 13	: Özel Emeklilik Fon Varlıklarının GSMH İçerisindeki Payı; 1991-2002 Karşılaştırması	61
Tablo 1. 14	: Bazı OECD Ülkelerinde Emeklilik Fonlarının Varlık Yapıları (Toplam İçerisindeki Payı(%), 2004 Yılı)	62
Tablo 1. 15	: Latin Amerika Ülkelerinde Emeklilik Sistemlerinin Özellikleri	65
Tablo 1. 16	: Latin Amerika Ülkelerinde Yıllık Reel Getiri Oranları	66
Tablo 1. 17	: Latin Amerika Ülkelerinde Emeklilik Fonlarının Portföy Yapıları (Aralık 2001)	67
Tablo 1. 18	: Sosyal Güvenlik ve Riskler	71
Tablo 1. 19	: Türkiye'deki Sosyal Güvenlik Kanun ve Kurumları İle Bu Kurumların Hizmetlerinden Faydalananlar	72
Tablo 1. 20	: Sosyal Güvenlik Harcamalarının Toplam Kamu Harcamaları ve GSMH İçindeki Payı	74

Tablo 1. 21	: OECD Ülkelerinin Bazılarında Sosyal Güvenlikteki Katkı Payları	75
Tablo 1. 22	: SSK, BAĞ-Kur ve Emekli Sandığına Bütçeden Yapılan Transferler(Milyon TL)	76
Tablo 1. 23	: Sosyal Güvenlik Açığının Bugünkü Değeri(milyon TL)	78
Tablo 1. 24	: Tahakkuk Eden Giriş Aidatına Göre Sözleşmelerin Dağılımı (31/12/2005)	110
Tablo 2. 1	: Dünya Sigorta Sektörünün Ekonomik Büyüklüğü (2003 Yılı)	125
Tablo 2. 2	: AB Sigorta Sektörünün Ekonomik Büyüklüğü(2003 Yılı)	126
Tablo 2. 3	: Türkiye’de Sigorta ve Reasürans Şirketlerinin Sayısı	128
Tablo 2. 4	: Sigorta ve Reasürans Şirketlerinin Yatırımları(Milyar YTL)	128
Tablo 2. 5	: Halka Açık Şirket Sayılarına Göre Dünya Borsaları(2003 yılı)	145
Tablo 2. 6	: Bazı Ülkeler İçin Özel Emeklilik Fon Varlıkları ve Yıllık Ortalama Getiri Oranları(2000 yılı Sonu)	154
Tablo 2. 7	: A Tipi Yatırım Fonlarının Portföy Dağılımı(%)	159
Tablo 2. 8	: B Tipi Yatırım Fonlarının Portföy Dağılımları	160
Tablo 2. 9	: Ülkeler Bazında Avrupa’daki Risk Sermayesi Yatırımları	168
Tablo 2. 10	: Toplam Menkul Kıymet İhraçları İçerisinde Diğer Menkul Kıymetlerin Payı	190
Tablo 2. 11	: Yurt İçi Tasarruflar ve Tasarruf Dengesi(GSMH'ya Oranı, %)	195
Tablo 2. 12	: AB Ülkelerinde Kurumsal Varlıkların GSMH İçindeki Payları(%)	201
Tablo 2. 13	: Türkiye’deki Kurumsal Yatırımcıların Aktif Büyüklüğü	202
Tablo 2. 14	: Emeklilik Fonlarının Aktif Büyüklüğü Projeksiyonu(Milyon YTL)	207
Tablo 3. 1	: IMKB 100 Endeksi Hisselerine İlişkin Ocak - Aralık 2006 Dönemi Ortalama Getiri Değerleri	234
Tablo 3. 2	: Markowitz Karesel Programlama Modeli ile İlgili Microsoft Excel Alan Tanımlamaları ve Modelin Çözümünde Kullanılan Formüller	236

Tablo 3. 3	: Markowitz Standart Karesel Programlama Modeli ile İlgili Microsoft Excel ÇÖZÜCÜ Eklentisinin Çözüm Parametreleri	236
Tablo 3. 4	: İMKB 100 Endeksinden Oluşturulan Portföylerin Risk-Getiri Profili	237
Tablo 3. 5	: Endeksle Aynı Getiriye ve Maksimum Riske Sahip Portföy Bileşenleri ve Portföy İçerisindeki Ağırlıkları(%)	238
Tablo 3. 6	: Endeks Getirisi ve Minimum Riske Göre Oluşturulan Portföyün Bileşenleri	239
Tablo 3. 7	: Aylık Getirilerine Göre İMKB 100 Endeksinden Elde Edilen Portföy Bileşenleri ve Portföy Ağırlıkları (%)	240
Tablo 3. 8	: Model Sonucu Oluşan Portföyün Bileşenleri Ve Yatırım Araçlarının Portföy İçerisindeki Ağırlıkları	244

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 1. 1	: Bazı OECD Ülkeleri İçin Emeklilik Harcamalarına Yönelik Kamu Harcamalarının GSMH İçerisindeki Payı Projeksiyonu(%)	58
Grafik 1. 2	: Latin Amerika Ülkelerinde Emeklilik Fonlarının Büyüklüğü (%GSYİH,2003 Yılı)	68
Grafik 1. 3	: Sosyal Güvenlik Programlarının Kapsadığı Nüfus(2002 Yılı)	73
Grafik 1. 4	: Sosyal Güvenlik Kurumlarına Bütçeden Yapılan Transferler	77
Grafik 1. 5	: Emeklilik Sözleşmelerinin Bireysel ve Grup Olarak Dağılımı	110
Grafik 1. 6	: Fon Türlerine Göre Portföy Dağılımları	111
Grafik 1. 7	: Katılımcıların Yaş Gruplarına Göre Dağılımı	111
Grafik 2. 1	: OECD Ülkelerinin Bazılarında Emeklilik Fonlarının Aktifleri İçerisinde Banka Mevduatlarının Payı(%,2004 Yılı)	119
Grafik 2. 2	: Bankaların Menkul Değerler Cüzdanının Aktifler İçerisindeki Payı(%)	121
Grafik 2. 3	: AB Ülkelerinde Sigorta Şirketlerinin Aktif Büyüklüğü(%, GSMH)	127
Grafik 2. 4	: Sigorta Şirketlerinin Aktif Büyüklükleri(Milyar YTL)	130
Grafik 2. 5	: Piyasa Kapitalizasyonu 500 Milyar Doların Üzerinde Olan Menkul Kıymet Borsaları(2003 Yılı Sonu;Milyon)	142
Grafik 2. 6	: Piyasa Kapitalizasyonu 100 – 500 Milyar Dolar Arası Olan Menkul Kıymet Borsaları(2003 Yılı Sonu;Milyon)	142
Grafik 2. 7	: Piyasa Kapitalizasyonu 100 Milyar Doların Altında Olan Menkul Kıymet Borsaları(2003 Yılı Sonu;Milyon)	143
Grafik 2. 8	: 100-500 Milyar Dolar GSMH'ya Sahip Ülke Borsalarında PD/GSMH Oranları(%,2002 yılı)	144
Grafik 2. 9	: 100-500 Milyar Dolar GSMH'ya Sahip Ülke Borsalarındaki Şirket Sayıları(2003 yılı)	146
Grafik 2. 10	: İMKB'deki Bakiyesiz Hesap Sayısı	148
Grafik 2. 11	: İMKB'deki Bakiyeli Hesap Sayıları	149
Grafik 2. 12	: Piyasa Değerleri İtibari İle Bakiyeli Hesapların Yerli-Yabancı Yatırımcılar Arasında Dağılımı	150

Grafik 2. 13	: Yıllar İtibari İle İMKB'nin Toplam Piyasa Kapitalizasyonu(Milyon Dolar)	150
Grafik 2. 14	: Yıllar İtibari İle İMKB'deki Halka Açık Şirket Sayısı	152
Grafik 2. 15	: Yıllar İtibari İle İMKB'deki İşlem Hacmi (Milyon Dolar)	152
Grafik 2. 16	: Şili ve Arjantin'de İlk Beş Yılda Fonların Getiri Oranları	155
Grafik 2. 17	: AB Ülkelerinde Yatırım Fonlarının GSMH İçerisindeki Payı(%)	157
Grafik 2. 18	: OECD Üyesi Ülkelerde Emeklilik Fonlarının Portföy Yapıları İçerisinde Yatırım Fonu Katılma Belgelerinin Payı(2004 Yılı, %)	157
Grafik 2. 19	: Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının Aktif Büyüklüğü(Milyon Dolar)	158
Grafik 2. 20	: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Aktif Büyüklüğü(Milyar YTL)	165
Grafik 2. 21	: ABD'de Risk Sermayesi Yatırımları	167
Grafik 2. 22	: Kamu Menkul Kıymet Stokları	173
Grafik 2. 23	: OECD Ülkelerinde Emeklilik Fonlarının Varlıkları İçerisinde Kamu Menkul Kıymetlerinin Payı(%,2004)	174
Grafik 2. 24	: Latin Amerika Ülkelerinde Emeklilik Fonlarının Varlıkları İçerisinde Kamu Menkul Kıymetlerinin Payı (% , 2001)	175
Grafik 2. 25	: Menkul Kıymet Stoklarında Kamunun Payı	176
Grafik 2. 26	: Yıllar İtibari İle Devlet Tahvillerinin Toplam Menkul Kıymet Stokları İçerisindeki Payı	177
Grafik 2. 27	: Yıllar İtibari İle Devlet Tahvili İhraçları(Milyon Dolar)	178
Grafik 2. 28	: Hazine Bonosunun Menkul Kıymet Stoğu İçindeki Payı	179
Grafik 2. 29	: Hazine Bonosu İhraçları(Milyon Dolar)	180
Grafik 2. 30	: Özel Sektör Menkul Kıymet Stokları(Milyon Dolar) ve Toplam İçerisindeki Payı(%)	181
Grafik 2. 31	: Bazı OECD Ülkelerinde Emeklilik Fonlarının Varlık Yapıları İçerisinde Hisse Senetlerinin Payı(%,2004 Yılı)	182
Grafik 2. 32	: Latin Amerika Ülkelerinde Hisse Senedi Yatırımlarının Emeklilik Fon Yatırımları İçerisindeki Payı (% , 2001 Yılı)	183
Grafik 2. 33	: Firmaların Hisse Senedi İhraçları (ABD Doları)	184

Grafik 2. 34	: Hisse Senetlerinin Menkul Kıymet Stokları İçerisindeki Payı	185
Grafik 2. 35	: Bazı DECD Ülkelerinde Emeklilik Fonlarının Varlık Yapıları İçerisinde Şirket Tahvillerinin Payı (% , 2004 Yılı)	187
Grafik 2. 36	: Latin Amerika Ülkelerinde Emeklilik Fonlarının Varlık Yapıları İçerisinde Şirket Tahvillerinin Payı (% , 2001 Yılı)	187
Grafik 2. 37	: Yıllar İtibari ile Şirket Tahvil İhraçlarının Menkul Kıymet Stokları İçerisindeki Payı	188
Grafik 2. 38	: Yıllar İtibari İle Özel Sektör tahvil İhraçları(Milyon Dolar)	189
Grafik 2. 39	: Son Beş Yılda Sektörler İtibari İle Yurt İçi Tasarrufların GSMH'ya Oranı	196
Grafik 2. 40	: Türkiye'deki Toplam Tasarrufların Dağılımı(%)	197
Grafik 2. 41	: Türkiye'de Yurt İçi Tasarruf ve Sabit Sermaye Yatırımlarının GSMH'ya Oranı	198
Grafik 3. 1	: Yatırım Aracı Olarak Hazine Bonosunun Yıllar İtibari İle Reel Getirisi	218
Grafik 3. 2	: Yatırım Aracı Olarak Devlet Tahvili'nin Yıllar İtibari İle Reel Getirisi	218
Grafik 3. 3	: IMKB 100 Endeksinin Yıllar İtibari İle Reel Getirisi	220
Grafik 3. 4	: Yatırım Aracı Olarak Reponun Yıllar İtibari İle Reel Getirisi	220
Grafik 3. 5	: Yatırım Aracı Olarak Mevduatın Yıllar İtibari İle Reel Getirisi	221
Grafik 3. 6	: Yatırım Aracı Olarak Döviz Tevdiat Hesaplarının Yıllar İtibari İle Reel Getirisi	222
Grafik 3. 7	: Yatırım Aracı Olarak Altının Yıllar İtibari İle Reel Getirisi	223
Grafik 3. 8	: ABD Dolarının Yıllar İtibari İle Reel Getirisi	223

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1. 1	: Çok Ayaklı Bir Emeklilik Sistemi Örneği	21
Şekil 2. 1	: Kapitalizasyon Değerlerine Göre Menkul Kıymet Borsalarının Yapısı (2003 Yılı Sonu)	143
Şekil 3. 1	: Doğrusal Programlama Modelinin WinQSB 2.0 Paket Programındaki Gösterimi	228
Şekil 3. 2	: Doğrusal Programlama Modelinin Çözüm Sonuçları	229
Şekil 3. 3	: Microsoft Excel’de Oluşturulan Karesel Programlama Modeli ve Parametre Değerleri	235

GİRİŞ

1980'li yılların başından itibaren, özellikle gelişmekte olan ülkelerin sosyal güvenlik sistemlerinde yaşadıkları krizler, ülkeleri sosyal güvenlik alanında farklı arayışlara itmiş, bu kapsamda özel emeklilik fonları çözüm olarak ortaya çıkmıştır. 1981 yılında Şili'nin başlattığı özel emeklilik akımı, bu ülkedeki uygulamanın başarılı sonuçlar vermesi ile 1990'lı yıllarda Latin Amerika ülkelerinde de uygulamaya konulmuştur. Peru(1993), Kolombiya(1993), Arjantin(1994), Uruguay(1996), Meksika(1997), Bolivya (1997) gibi Latin Amerika ülkelerinde uygulamanın Şili'dekine benzer sonuçlar vermesi neticesinde, özel emeklilik fonları uluslar arası kuruluşların gündemine gelmiş, Dünya Bankası, OECD ve IMF gibi uluslararası kuruluşlar konuyu detayları ile incelemeye başlamışlardır. Bu kuruluşlardan Dünya Bankası tarafından 1994 yılında yayımlanan "Averting the Old Age Crisis" başlıklı çalışma, sosyal güvenlik sistemlerini dönüştürmek isteyen ülkeler için önemli bir çalışma olmuştur. Uluslar arası kuruluşların desteklediği özel emeklilik fonu uygulaması, zamanla diğer ülkelere de uygulanmaya başlanmış, pek çok Doğu Avrupa ve Asya ülkesi özel emeklilik fonlarını kendi ülkelerinde uygulamak için çalışma başlatmıştır. Günümüzde otuza yakın gelişmekte olan ülke sosyal güvenlik sistemlerine bu kuruluşları ilave etmiştir.

Özel emeklilik fonlarının, özellikle son dönemlerde, pek çok ülke tarafından sosyal güvenlik sistemine katılmak istenmesinin altında kuşkusuz bazı faktörler yatmaktadır. Bu faktörleri daha iyi anlayabilmek için sosyal güvenlik sistemlerine göz atmakta fayda vardır. Dünya genelinde sosyal güvenlik sistemleri üç ayaktan oluşan bir yapı arz eder. Birinci ayakta, sosyal güvenliğin devlet tarafından sağlandığı ve çoğunlukla hem kuşaklararası hem de aynı kuşak içerisinde farklı yaş grupları arasında gelirin yeniden dağılımını sağlayan, mevcut emeklilere yapılan ödemelerin mevcut çalışanların maaşlarından yapılan kesintilerle karşılandığı, dağıtım esasına göre finansmanı sağlanan zorunlu bir sistem yer almaktadır. Bu sistemin temel amacı, gelirin yoksul insanlar lehine yeniden dağılımını sağlamak ve bireylere

asgari bir gelir düzeyi temin etmektir. Devlet tarafından finanse edilen kamu sosyal güvenlik programları bu sistem içerisinde yer almaktadır. İkinci ayakta, bireylere asgari bir gelir düzeyi sağlamaya ek olarak tasarruf düzeyini de artırmayı amaçlayan, genellikle zorunlu olarak uygulanan, emeklilik ödemelerinde kullanılacak olan tasarrufların, çalışanlar ve/veya işverenlerden toplanan katkıların yatırıma yönlendirilmesiyle temin edildiği ve finansmanının fonlama esasına dayandığı bir sistem yer almaktadır. Üçüncü ayakta ise, çalışanların yaşlılık dönemlerinin finansmanı için çalışma hayatlarında tasarruf yapmalarına olanak sağlayan, gönüllü olarak oluşturulan ve bireysel katkılara dayanan bir sistem yer alır. Özel emeklilik fonları, sosyal güvenlik sistemlerinin genellikle ikinci ve üçüncü ayağında yer alan, çalışanların çalışma hayatları boyunca elde ettikleri gelirden tasarruf ederek, emeklilik dönemlerinde daha yüksek bir hayat standardı sağlamalarına olanak sağlayan ve koşulları önceden belirlenmiş bir emeklilik planı çerçevesinde işverenler, çalışanlar veya her iki grubun da düzenli olarak yaptıkları katkıların bir fonda toplanarak, profesyonel portföy yönetim ilkeleri çerçevesinde yatırıma yöneltildiği kurumsal yapılar olarak tanımlanmaktadır. Özel emeklilik fonlarının ikinci veya üçüncü ayağın dışında, birinci ayakta yer aldığı tek ülke Şili'dir. Bunun nedeni bu ülkenin yapmış olduğu reformla devleti sosyal güvenlik alanından tamamen çekerek bu alanı tamamen özel emeklilik fonlarına bırakmasıdır.

Özel emeklilik fonları, sosyal güvenlik alanında olduğu kadar, kurumsal yatırımcı kimliği ile sermaye piyasalarının da önemli kurumlarından biridir. Bu kurumları, sermaye piyasasında faaliyet gösteren diğer kurumsal yatırımcılardan ayıran en önemli nokta, çeşitli yaptırımlar taşıyan bir emeklilik planı çerçevesinde fon katılımcılarının yapacakları katkıların, kişilerin emeklilik dönemlerinden önce çekilememesidir. Bu nedenle teorik olarak özel emeklilik fonlarının, yatırım stratejilerinde uzun vadede yüksek kazanç elde etme arayışlarının beraberinde getireceği kaliteli bir risk yönetimi ile sermaye piyasalarında etkinliğin sağlanacağı ve bunun da makroekonomik anlamda ekonomik büyümeyi ve ulusal tasarrufları artırıcı bir etki yaratacağı ileri

sürülebilir. Kaldı ki, Şili, Arjantin ve çeşitli OECD ülkeleri ile diğer Latin Amerika ülkelerinde sosyal güvenlik alanında yaşanan deneyimler, doğru makroekonomik istikrar politikalarının uygulanması durumunda, özel emeklilik fonlarının sermaye piyasalarının gelişiminde önemli bir rol oynayabileceğini ortaya koymuştur. Günümüzde gelişmiş ülkelerin yanı sıra, özel emeklilik fonlarına sosyal güvenlik sistemlerinde yer veren ülkelerin bir çoğunda bu fonlar sermaye piyasalarının en önemli kurumsal yatırımcıları arasında yer almaktadır. Faaliyet gösterdikleri ülkelerde sermaye birikimine çok büyük katkı sağlayan bu kuruluşların sahip oldukları aktiflerin GSMH içerisindeki payı başta İsveç, Hollanda ve İngiltere olmak üzere çok büyük rakamlara ulaşmıştır.

Türkiye de, sosyal güvenlik sisteminden kaynaklanan açıkların önemli boyutlara ulaşması sonucu, sosyal güvenlik sistemini reforma tabi tutan ülkelerden biri olmuştur. Bu amaçla, 1999 yılında 4447 sayılı Kanunla sosyal güvenlik alanında önemli düzenlemeler yapılmıştır. Bu kanunla, emeklilik yaşı, prime esas kazanç, emekli aylığı hesaplama şekli gibi alanlarda değişiklikler yapılmış, böylelikle sosyal güvenlik sistemindeki kötüye gidiş durdurulmaya çalışılmıştır. Bu Kanun'un ardından 2001 yılında yasalaşarak yürürlüğe konulan "Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu" (BETYSK) ile, Türkiye'de de özel emeklilik fonları sosyal güvenlik sistemine dahil edilmiştir. Tüm dünyada önemli bir kurumsal yatırımcı olarak kabul edilen özel emeklilik fonlarının ülkemizde de faaliyete geçmesi ile, bir taraftan bireylere emeklilik dönemlerinde daha yüksek bir hayat standardı sağlanması, diğer taraftan ise sermaye piyasasında etkinliğin ve derinliğin artması, reel sektöre daha fazla kaynak aktarılması sonucu büyüme ve istihdamın olumlu yönde etkilenmesi ve ulusal tasarrufların yükselmesi hedeflenmektedir.

Türkiye, henüz Avrupa'nın yaşadığı yaşlı nüfus sorunu ile karşılaşmadığı halde sosyal güvenlik sistemi sıkıntıya düşmüştür. Bunun temel nedenleri, primlerin zamanında tahsil edilememesi, emek piyasasında

kayıt dışı istihdamın son derece yüksek olması, erken emeklilik ve sosyal yardım zammı gibi sosyal güvenlik kuruluşlarının aktüeryal dengesini bozan uygulamaların popülist politika aracı olarak uygulamaya sokulması gibi faktörlerdir. Diğer taraftan, Türkiye’deki harcama eğilimlerinin yüksekliği nedeniyle ulusal tasarruflar son derece düşük kalmakta, yapılan tasarruflar da daha çok gayrimenkul, altın gibi reel piyasaya katkı sağlamayan yatırım alanlarına yönelmektedir. Dolayısıyla, böyle bir ortamda sermaye piyasasının gelişip kurumsallaşması ve piyasadan beklenen faydaların sağlanması da zor olmaktadır. Kaldı ki sosyal güvenlik açığının da desteklediği kamu açığının finansmanı sorunu sermaye piyasalarının gelişimini başlı başına etkileyen bir unsur iken, buna birde düşük tasarruf rakamlarının eklenmesi, durumu bir hayli zorlaştırmaktadır. Böyle bir ortamda özel emeklilik fonlarının bir taraftan mikro bazda tasarruf olanağı olan kitlelere etkin ve güvenilir bir kurumsal tasarruf olanağı sağlarken, diğer taraftan makro bazda yurt içi tasarrufları artırma, sermaye piyasalarını derinleştirme, ekonomide kaynak tahsisini etkinleştirme gibi sonuçlar doğuracağı beklentiler arasındadır.

Bu çalışmada genel anlamda özel emeklilik fonları ve özel emeklilik fonlarının sermaye piyasası üzerine etkileri incelenmeye çalışılmış ve Türkiye’de özel emeklilik fon türleri arasında yer alan “karma fon” baz alınarak uzun vadede optimal getiriye sağlayan bir portföy modeli oluşturulmaya çalışılmıştır. Bu amaçla, çalışmanın birinci bölümünde özel emeklilik fonlarının kavramsal çerçevesi ele alınmıştır. Bu bölümde özel emeklilik fonlarının tanımı ve gelişim süreci, türleri, işleyişi, hayat sigortaları ile karşılaştırılması, modelleri incelenmiş, dünya uygulamaları OECD ve Latin Amerika uygulamaları şeklinde ele alınmıştır. Ayrıca, Türkiye’de oluşturulan bireysel emeklilik sistemi de ayrıntıları ile bu bölümde ortaya konulmuştur.

İkinci bölümde özel emeklilik fonlarının sermaye piyasası üzerine muhtemel etkileri incelenmeye çalışılmıştır. Çalışmada Türkiye’de sermaye piyasası; “kurumlar” ve “araçlar” şeklinde ele alınmıştır. Sermaye piyasası kurumları; para yaratan ve para yaratmayan finansal kurumlar şeklinde ikili

bir ayırımda ele alınırken, sermaye piyasası araçları da; kamu ve özel kesim menkul kıymetleri şeklinde yine iki ana başlıkta irdelenmiştir. Ayrıca, özel emeklilik fonlarının tasarruflar, kurumsal yatırımlar ve özelleştirme sürecine etkisi de yine bu bölümde incelenmeye çalışılan diğer konulardır.

Üçüncü ve son bölümde ise, BETYSK çerçevesinde bir özel emeklilik fon modeli geliştirilmeye çalışılmıştır. Bu amaçla, yasada belirtilen yatırım fonu türlerinden “karma fon” çalışma kapsamına dahil edilmiş, bu fonun yatırım araçları, kısıtları ile alınarak fon getirisinin maksimizasyonu için kaynakların yatırım araçları paralelinde nasıl dağıtılması gerektiği hesaplanmıştır. Hesaplamada doğrusal programlama yöntemi kullanılmıştır. Yöntemin uygulanması neticesinde elde edilen verilerden hisse senetleri sonuçları, portföy maksimizasyonu çerçevesinde Etkin Piyasalar Teorisi paralelinde yeniden ele alınmış, ve bu paralelde oluşturulan portföylerin risk ve getirileri ortaya konulmuştur.

BİRİNCİ BÖLÜM

ÖZEL EMEKLİLİK FONLARININ KAVRAMSAL ÇERÇEVESİ

1. Özel Emeklilik Fonlarının Tanımı ve Gelişim Süreci

1.1. Özel Emeklilik Fonlarının Tanımı

Özel emeklilik fonları, kamu emeklilik fonlarınca sağlanan emeklilik ödemelerine ilave fayda sağlamayı amaçlayan finansal yapılar şeklinde tanımlanabilir(Gollier,2000:4). Başka bir ifade ile özel emeklilik fonları, çalışanların çalışma dönemlerindeki gelirlerinden tasarruf ederek, emeklilik dönemlerinde daha iyi bir hayat standardı sürdürebilmelerine olanak sağlayan, koşulları önceden belirlenmiş bir emeklilik planı çerçevesinde yapılan katkıların birey adına açılacak bir hesapta toplanarak, profesyonel portföy ilkeleri doğrultusunda yatırıma yöneltildiği kurumsal yapılar olarak tanımlanabilir(DPT,2001:121). Tanımdan da anlaşılacağı üzere özel emeklilik fonlarının katılımcıları bireylerdir. Dolayısıyla fonlara yapılan katkılar bireyler adına yapılır. Katkıyı yapan taraf, ülkelerdeki uygulamalara göre farklılık arz eder. Bu anlamda fona yapılan katkı, bireyin kendisi tarafından yapılabileceği gibi işveren tarafından da yapılabilir. Bazı uygulamalarda hem işverenden hem de çalışandan kesinti yapılmak suretiyle hesabın fonlandığı da görülmektedir. Bu durum, özel emeklilik fonlarının uygulandığı ülkelerdeki yasal düzenlemeye bağlıdır. Diğer taraftan, bireyin hesaba katkı yapması için mutlaka çalışmasına gerek yoktur. Açılan hesaba yasalarca belirlenmiş şekilde düzenli katkı sağlamak emeklilik için yeterlidir.

Hesapta biriken fonlar, fon yönetimi tarafından yatırıma yöneltilmekte ve buradan elde edilen getiriler, yasal kesintiler düşüldükten sonra üye hesaplarına yansıtılmaktadır. Üye emeklilik hakkı kazandığında hesaba yaptığı katkılarla birlikte hesapta biriken getirileri de almaya hak kazanır. Hesapta biriken fonun emekliliğe hak kazanıldığında nasıl değerlendirileceği fon yönetimi ve üye arasında yapılacak sözleşmeye bağlıdır. Üye, hesapta

biriken fonun tamamını bir kerede alabileceği gibi, anüite şeklinde dönemlere yayarak da alabilir.

1.2. Özel Emeklilik Fonlarının Gelişim Süreci

Özel emeklilik fonlarının geçmişi 19. yüzyılın ortalarına kadar gitmektedir. Bilinen ilk özel emeklilik uygulaması 1858 yılında Almanya'da Krupp tarafından kurulmuştur. Bu kuruluşu 1872'de Siemens ve 1879'da BASF takip etmiştir(Gollier, 2000:68).

Genelde özel emeklilik fonlarının ilk uygulandığı ülke olarak atıfta bulunulan ABD'de ise ilk özel emeklilik fonu 1875 yılında Amerikan Demiryolu Şirketi(The Amrican Expres Company) tarafından kurulmuş, sonraki dönemlerde özellikle demiryolu şirketleri ve banka çalışanlarına yönelik olarak uygulama genişletilmiştir(Allen ve Diğerleri,1997:2).

ABD'de oluşturulan özel emeklilik fonlarını başta Kanada ve İngiltere olmak üzere diğer ülkeler takip etmiş ve özel emeklilik fonları bu ülkelere de uygulamaya konulmuştur. Ancak bu kuruluşlar aslında ilk önemli gelişimini 1940'lı yıllarda yaşamıştır. Özellikle 1929'daki büyük ekonomik buhran ve hemen ardından yaşanan ikinci dünya savaşı, insanların gelecekları konusunda kuşkuya düşmesine ve bu konuda arayışlara yönelmesine neden olmuştur. Özel emeklilik fonları, bu dönemde insanların bu ihtiyaçlarına cevap verebilen kuruluşlar olarak ön plana çıkmıştır(Allen ve Diğerleri, 1997:2). 1940 yılında ABD'de kamu ve sanayi çalışanlarının yaklaşık %20'sini oluşturan 4 milyon kişi özel emeklilik fonlarına üye olmuş, 1976 yılına gelindiğinde bu fonlara üye olanların sayısı 50 milyona ulaşmıştır. Özel sektörde çalışanların yaklaşık yarısı, kamuda çalışanların ise dörtte üçü sosyal güvenlik sisteminin sağladığı emeklilik sisteminin dışındaki bu fonları tercih etmiştir(Vaughan- Elliot,1978:340). 1990'lı yıllara gelindiğinde ABD'de 117 milyon civarındaki özel sektör çalışanının %57'si, yani 67 milyon kişi işverenlerin sponsor olduğu mesleki emeklilik planlarına üye olmuş ve bu

planların aktif büyüklüğü 2.5 trilyon dolara ulaşmıştır(Allen ve diğerleri,1997:3).

Özel emeklilik fonlarının dünya kamuoyunun dikkatini tam anlamıyla çektiği tarih ise 1980’li yıllardır. Bu tarihte Şili, kamu sosyal güvenlik sistemi açıklarının tahammül edilemeyecek noktaya geldiğini görerek emeklilik sistemini dağıtım modeline dayalı olmaktan çıkartıp, tamamen özelleştirmiştir. Fonlama modeli çerçevesinde bireysel emeklilik hesaplarına dayandırılan bu ülkedeki ekonomik büyüme paralelinde elde edilen deneyim, sosyal güvenlik reformuyla yakından ilgilenen Dünya Bankası, OECD ve IMF gibi uluslar arası kuruluşlar tarafından yakından takip edilmiştir. IMF’nin 1987, OECD’nin 1988 yılında sonuçlandığı çalışmalarının ortak paydasını, kamu sosyal güvenlik sistemlerinin reforma tabi tutulmasının gerekliliği düşüncesi oluşturmaktadır. Şili’de anti-demokratik bir ortamda, bireylere seçme şansı tanımaksızın oluşturulan özel emeklilik sisteminin handikaplarını da dikkate alan bu çalışmaların ardından Dünya Bankası tarafından 1994 yılında demokratik bir sistem ve liberal özgürlükler dahilinde fonlama modelini içeren bir sistem dünya kamu oyuna sunulmuştur. Emeklilik gelirin salt dağıtım modeline bağımlı olmaktan çıkartılıp, dağıtım ve fonlama modellerinin birbirini tamamladığı birden çok kaynaktan gelmesi esasına dayalı çok ayaklı bir emeklilik sistemini içeren “Averting The Old Age Crisis” başlıklı Dünya Bankası çalışması, bu alanda 1990’ların sonuna kadar bir çok ülkede gerçekleştirilen ya da 21. yüzyılın başında tamamlanması beklenen sosyal güvenlik reformunun fikri temelini oluşturmuş ve ülkeler bu amaçla özel emeklilik fonlarının kendi ülkelerinde faaliyete geçebilmelerine olanak sağlayan yasal alt yapı çalışmalarına hız vermişlerdir(DPT,2001:70). Bugün itibari ile aralarında Türkiye ve “geçiş ekonomileri” olarak adlandırılan Hırvatistan, Macaristan, Litvanya, Polonya, Romanya ve Kazakistan’ın (Menil-Sheshinski,2000:96) da yer aldığı 30’a yakın ülkede özel emeklilik fonları, yasal alt yapıları hazırlanarak yürürlüğe konulmuştur.

1.2.1. Özel Emeklilik Fonlarının Gelişim Sürecine Etki Eden Faktörler

Özel emeklilik fonları, ilk uygulamaya konuldukları tarihten bugüne kadar geçen sürede bir zorunluluk olarak ortaya çıkmış kuruluşlardır. Bu kuruluşların ortaya çıkmasının altında yatan temel faktörler 19. yüzyılda dünyadaki sosyo- ekonomik gelişmelerdir. Özel yönetimli emeklilik şirketleri ilk kuruluş yıllarında bireysel ihtiyaçların karşılanması amacıyla faaliyete başlamış, ancak özellikle 1980'li yıllardan sonra toplumsal ihtiyaçlardan dolayı bu denli yoğun bir şekilde gündeme gelmiştir. 1980'li yıllardan sonra dünyada sosyal güvenlik sistemlerinin önemli bir mali krizin içine girmesi neticesinde gerek gelişmiş, gerekse gelişmekte olan ülkeler sosyal güvenlik alanında köklü bir reform süreci başlatmışlardır. Uluslararası kuruluşlarca da desteklenen bu reform sürecinin temelini emeklilik reformu oluşturmaktadır. Bu yıllara kadar dünyadaki emeklilik sistemlerinde daha ziyade kamunun hakim olduğu tek ayaklı bir yapı söz konusu iken bu yıllardan sonra sistemin sorunlarının çözümü amacıyla çok ayaklı bir yapının oluşturulmasının kaçınılmaz olduğu görülmüştür.

Özel emeklilik fonlarının kurulmasına imkan veren bir yapının oluşturulmasını amaçlayan reform çalışmalarının temel gerekçesi yaşanan mali sorunlar olmakla birlikte, ülkelerin içinde bulunduğu koşullardan kaynaklanan farklı gerekçeler de söz konusudur. Örneğin, Asya ülkelerinin bir çoğunda reform çalışmaları, sigorta kapsamındakilerin genişlemesi ve emeklilik gelirin artması amacına yoğunlaşırken, sosyalizmden geçiş yapan ülkelerde, piyasa ekonomisine geçişte kurumsal yapının ve emeklilik programlarının oluşturulması konuları ön planda tutulmuştur. Latin Amerika'da, reform yapılan pek çok ülkede reformun temel amaçları, emeklilik sistemlerinin politik müdahalelerden izole edilme isteği ve emeklilere sağlanan hizmet kalitesinin iyileştirilmesi olmuştur. Diğer taraftan, Kuzey Amerika, Japonya ve Batı Avrupa'daki reform çalışmalarının temel amacı ise yaşanan nüfusun maliyetinin azaltılmasıdır(Thompson,2001:236).

Gerekçesi ne olursa olsun özel emeklilik fonlarının gelişimine etki eden faktörleri ana hatları ile demografik, ekonomik ve sosyo-kültürel faktörler şeklinde incelemek mümkündür.

1.2.1.1. Demografik Faktörler

Özel emeklilik fonlarının gelişmesinin en önemli nedenlerinden biri, özellikle sanayileşmiş ülkelerde daha önemli boyutta hissedilen demografik faktörlerdir(Çebi-Thorning,2004:2). Teknolojide yaşanan hızlı gelişimin neticesinde tıp alanında yaşanan gelişmeler ve ekonomik koşulların iyileşmesi bir yandan ölümleri azaltmış, diğer yandan hayatta kalma beklentisini yükselterek insanların ortalama yaşam sürelerinin uzamasına neden olmuştur(Gollier,2000:6).

Tablo 1.1: Bazı Ülkeler İçin Demografik Projeksiyonlar

	60 Yaş Üzeri Nüfusun Oranı(%)				20-59 Yaş Arasındaki Nüfusun 60 Yaş Üzeri Nüfusa Oranı(%)			
	2000	2010	2030	2040	2000	2010	2030	2040
ABD	16,3	18,8	27,7	28,0	3,4	2,9	1,7	1,7
Almanya	22,7	25,1	36,3	37,6	2,5	2,3	1,2	1,1
Arjantin	13,3	14,1	17,9	21,3	3,8	3,8	3,0	2,4
Avustralya	16,1	19,3	28,1	30,0	3,5	2,9	1,7	1,6
Avusturya	20,5	23,3	34,7	36,2	2,8	2,4	1,3	1,2
Belçika	21,6	23,9	32,6	33,4	2,6	2,3	1,4	1,3
Brezilya	7,6	9,0	15,9	19,4	7,0	6,3	3,5	2,7
Çin	10,2	11,9	21,7	24,8	5,6	5,0	2,4	2,0
Danimarka	19,5	23,0	29,3	30,2	2,9	2,3	1,6	1,5
Fransa	20,4	22,5	30,0	31,5	2,7	2,4	1,6	1,5
Hindistan	7,7	8,6	13,5	16,5	6,4	6,3	4,1	3,3
Hollanda	18,3	22,3	32,5	33,4	3,1	2,5	1,4	1,3
İngiltere	20,8	23,3	30,1	30,8	2,6	2,3	1,6	1,5
İsveç	22,1	25,9	31,8	32,2	2,4	2,0	1,5	1,4
İtalya	23,6	26,1	35,6	39,2	2,4	2,1	1,3	1,1
Japonya	23,1	29,8	34,9	37,6	2,4	1,7	1,3	1,1
Kanada	16,5	20,3	31,4	32,4	3,5	2,8	1,5	1,4
Meksika	6,5	8,1	14,5	19,0	7,6	6,7	3,9	2,8
Polonya	16,4	18,2	25,2	27,7	3,4	3,2	2,1	1,8
Şili	10,2	12,6	20,9	23,4	5,2	4,4	2,5	2,2
Türkiye	6,5	6,2	12,4	15,6	7,1	8,8	4,5	3,6
Yunanistan	23,7	25,5	32,6	36,6	2,3	2,2	1,5	1,2

Kaynak: Palacious,Miralles, 2000:81-90.

Yaşanan bu değişimin ardından dünya nüfusu hızla artmaya başlamıştır. BM'in demografik gelişimle ilgili yayımladığı rapora göre dünya nüfusunun gelecek 50 yıllık periyotta her yıl % 1 artarak %50 oranında artış göstereceği, 2050 yılında nüfusun 9 milyara ulaşacağı öngörülmektedir. Aynı dönemde 60 yaş ve üzeri nüfus için beklenen büyüme oranı ise %2,5'dur. 2000 yılında tüm dünya genelinde 60 yaş ve üzeri nüfusun sayısı 670 milyon iken bu rakamın 2050 yılında 2,3 milyara çıkması beklenmektedir. Başka bir ifade ile dünya nüfusunun gelecek yıllarda hızla yaşlanacağı ve toplam nüfus içerisinde %11 olan 60 yaş ve üzeri nüfus oranının %26'ya çıkacağı öngörülmektedir (Bacoul-Jentjens ve Diğerleri,2000:4).

Bu oran OECD üyesi ülkeler için daha yüksektir. Bu ülkelerde 1990 yılında nüfusun %18,2'sini oluşturan 60 yaş ve üzeri nüfusun 2030 yılında % 30'un üzerine çıkacağı öngörülmektedir(World Bank,1994:343,349). İçinde bulunduğumuz zaman periyodunda daha genç bir nüfus yapısına sahip olan ülkeler de ileriki yıllarda nüfusun yaşlanmasına maruz kalacaklardır. Örneğin Çin'de 2000 yılında %10,2 olan 60 yaş ve üzeri nüfusun 2030 yılında yüzde yüzün üzerinde bir artış göstererek %21,7'ye yükseleceği, Meksika'da bu oranın %6,5'dan %14'e, Brezilya'da %7,9'dan %15,9'a çıkacağı tahmin edilmektedir. Türkiye için ise 2000 yılında %6,5 olan bu oranın 2030 yılında %12,4'e yükseleceği öngörülmektedir(Tablo 1.1).

Bu gelişme, sosyal güvenlik krizi giderek derinleşmekte olan ülkelerde, çalışan her 100 kişiye düşen 65 ve daha yukarı yaşlardaki bireylerin sayısını gösteren "bağımlılık oranı"nın, gelecek yıllarda katlanarak artacağına işaret etmektedir. Nitekim OECD tarafından yapılan bir çalışmada ortaya konulan rakamlar bu durumu desteklemektedir. 2000-2020 yılları arasındaki dönem için yapılan projeksiyon, bütün OECD ülkelerinde "bağımlılık oranı"nın önemli oranda artacağını göstermektedir. AB ülkelerinde 2000 yılında % 33,8 olan "bağımlılık oranı"nın 2020 yılında % 32,5 artarak % 44,8 olacağı, aynı dönemde OECD ortalamasının % 43,2 artışla %35,8'e çıkacağı öngörülmektedir. Türkiye için ortaya konulan öngörüler bu oranın Türkiye'de

çok daha fazla artacağını; 2000 yılında %13,5'dan %79'luk bir artışla %24,2'ye çıkacağını ortaya koymaktadır.

Tablo 1.2: Bazı OECD Ülkeleri İçin 65 Yaş ve Üzeri Nüfusun Toplam İşgücüne Oranı Projeksiyonu(%)

Ülkeler	2000	2005	2010	2015	2020
ABD	20,9	20,9	22,2	25,1	29,1
Almanya	33,4	37,5	41,2	42,2	45,2
Avustralya	23,3	24,1	26,2	30,5	35,3
Avusturya	31,5	33,4	36,2	38,9	42,8
Belçika	38,5	38,8	39,2	42,4	46,4
Danimarka	28,0	28,6	31,6	36,5	40,9
Finlandiya	26,0	29,3	33,2	42,0	48,7
Fransa	35,9	37,0	38,9	45,5	51,4
Hollanda	24,3	25,3	27,6	32,1	35,3
İngiltere	28,8	29,5	31,2	35,5	38,8
İrlanda	22,8	21,2	21,6	23,7	26,1
İspanya	36,3	36,1	37,4	39,7	42,3
İsveç	32,7	33,5	36,7	41,6	45,5
İsviçre	25,6	26,5	27,9	30,0	32,5
İtalya	41,9	44,3	46,7	50,7	54,5
Japonya	26,9	32,0	37,8	45,3	50,5
Kanada	21,4	22,6	24,7	29,0	33,8
Meksika	9,6	10,3	10,8	11,7	13,0
Norveç	28,0	26,6	27,5	30,6	33,8
Portugal	25,5	25,8	26,5	28,5	31,0
Türkiye	13,5	16,1	18,0	20,7	24,2
Yunanistan	43,7	46,2	45,9	47,6	49,5
AB15	33,8	35,6	37,8	41,3	44,8
OECD Ortalaması	25,0	26,6	28,6	32,1	35,8

Kaynak: <http://www.oecd.org/> 21.12.2003.

Demografik yapıda meydana gelen bu değişimin sosyal güvenlik sistemine verdiği zararın aktüeryal denge projeksiyonlarına yansımalarıyla birlikte 1980'lerden itibaren alternatif sistem arayışları hız kazanmıştır. Bu arayışlar, özel emeklilik fonlarının gündeme gelmesine ve bu kuruluşlara emeklilik sisteminin "kurtarıcısı" gözüyle bakılmasına yol açmıştır.

1.2.1.2. Ekonomik Faktörler

Emeklilik sistemlerinin özelliği gereği, sistemin ilk yıllarından ilk emekli verilinceye kadar geçecek sürede sisteme devamlı bir fon akışı sağlanmaktadır. Bu tür sistemlerin ileriki yıllardaki başarısı, ilk yıllarda sağlanan bu fon akışının ne denli verimli kullanıldığı ile doğrudan orantılıdır. Sistemin ilk yıllarında oluşan bu birikimi iyi değerlendiren ülkeler, ileriki yıllarda sorun yaşamazken, nedeni ne olursa olsun bu yılları verimli değerlendiremeyen ülkelerin büyük bir çoğunluğunun emeklilik sistemleri ileriki yıllarda sıkıntı yaşamıştır.

Dağıtım sisteminin uygulandığı ülkelerde sistemin finansal dengesi, gelecekteki emeklilik ödemeleri ve genel giderlerin bugüne indirgenmiş değerlerinin gelecekte elde edilecek gelirlerin bugüne indirgenmiş değeri ile eldeki fonların toplamına eşitlendiği noktada sağlanmaktadır (Bronson,1957:9). Bu tanım formüle edildiğinde finansal denge;

X= Gelecekteki Emeklilik Ödemelerini,
 Y= Gelecekteki Genel Giderleri,
 Z= Gelecekte Sisteme Yapılacak Katkıları,
 T= Eldeki Mevcut Fonları göstermek üzere;

$$BD_{(X)} + BD_{(Y)} = BD_{(Z)} + T$$

eşitliğinde söz konusudur. Buradan, örneğin sisteme yapılacak katkıların(Z) net bugünkü değerini bulmak istediğimizde;

$$BD_{(Z)} = BD_{(X)} + BD_{(Y)} - T$$

eşitliğine ulaşılır. Yani gelecekteki katkıların bugünkü değeri, gelecekte yapılacak emeklilik ödemelerinin bugünkü değeri ile gelecekteki genel giderlerin bugünkü değerleri toplamından eldeki fonların çıkartılması sonucu bulunacak değerdir. Sistemin ilk uygulandığı yıllarda, uygulayıcı ülkelerin büyük bir çoğunluğunda bu aktüeryal denge gözetilmeyip emeklilik

maaşlarının reel alım gücünü yükselten popülist politikalar uygulanmış, bu uygulamalar primlerde artış yapılmaksızın gerçekleştirilmiştir.

Uygulanan bu politikanın sistemin finansal dengesini bozucu etkisi, modelin yapısal özelliği gereği anında mali tablolara yansımamıştır. Aktüeryal projeksiyonlarla izlenmediği sürece gizli kalan yükümlülükler, emeklilerin çalışanlara oranı yükseldikçe katlanarak artmış, bu durum giderlerin yükselmesine ve finansal açıkların oluşmasına neden olmuştur (Ergenekon,2000:20).

Büyük çoğunluğu genç bir nüfusa sahip gelişmekte olan ülkelerin sosyal güvenlik sistemlerinin krize girmesinde, ağırlıklı olarak aktüeryal dengenin dışına çıkılarak gerçekleştirilen bu tür uygulamaların önemli payı vardır. Bu ülkelerin büyük bir bölümünde, sosyal güvenlik sisteminde aktüeryal dengenin önemi, yasa koyucular ve icra yetkisini taşıyanlar tarafından anlaşılamamış, politik müdahaleler genellikle sistemin dengesini güçlendirmek yerine, dengeyi bozucu yönde yapılmıştır. Bu ülkelerde sosyal güvenlik sistemlerinin temel sorunu, yüksek enflasyon ve kaynakların sınırlı olması nedeniyle, yapılan sosyal yardım düzeyinin yetersiz kalmasıdır. Orta ve Doğu Avrupa ülkelerinin bazılarında ise piyasa ekonomisine geçiş süreci sosyal güvenlik sistemlerini önemli ölçüde etkilemiş, artan işsizlik oranı ve sağlanan yardımların yüksek enflasyon nedeniyle ihtiyaçlara cevap verememesi gibi sorunlar yardıma muhtaç insan sayısının hızla yükselmesi sonucunu doğurmuştur. Sonuç olarak, bu ülkelerde genellikle geline nokta, bütçede kalıcı sosyal güvenlik açıkları, siyasi çözümsüzlük ve sosyal huzursuzluk olmuştur.

Gelişmiş ülkelerde ise sosyal güvenlik giderlerinin devlet bütçelerini tehdit eder ölçüğe gelmesinde demografik gelişmelerin dışında, “refah devleti” idealini gerçekleştirmek amacıyla emeklilere vaadedilen, sürdürülebilmesi olanaksız derecede yüksek standartlar önemli rol oynamıştır. Bu ülkelerde son dönemlerde yapılan çalışmalar, sistemin mevcut haliyle uzun süre devam edemeyeceğini ortaya koymaktadır. Bu

konuda Avrupa Birliği Komisyonu tarafından 2001 yılında yayımlanan rapora göre bugün için AB’de %16 olan ortalama katkı oranının, aynı koşulların devamı halinde 2050 yılında %27’ye yükseleceği tahmin edilmektedir. Benzer durum ABD için de söz konusudur. ABD Sosyal Güvenlik Kurumu’na göre ABD’de bugün için %12,4 olan katkı oranının koşullar değişmediği takdirde 2050 yılında %17,8’e yükseltilmesi genel dengenin sağlanması için zorunlu olacaktır(Lindback-Persson,2002:1). Ancak bu durumun kolay gerçekleştirilebilir bir konu olmadığı da ortadadır. Zira, bir taraftan işsizlik oranlarının giderek artması ve bu duruma önlem alınamaması, diğer taraftan uluslar arası rekabet sonucu sosyal güvenlik kesintilerinin rekabette olumsuz etki yaratması konu üzerinde daha ayrıntılı çalışmalar yapılmasını zorunlu kılmaktadır(Akbulak- Akbulak, 2004:126) .

1.2.1.3. Sosyo- Kültürel Faktörler

Globalleşme ve iletişimde son yıllarda yaşanan hızlı gelişim, insanların hayatlarını hızla değiştirmiştir. Bu değişimin sonucunda uluslar arası emek ve insan göçü hız kazanmış, farklı ülkelerde yaşayan insanların sayısı artmıştır. Bu durum, bireylerin şahsına ait sosyal güvenlik haklarının taşınmasını da gündeme taşımıştır. Bu hakkın bir ülkeden diğerine transferi ile ilgili olarak özellikle primli sosyal güvenlik sistemlerinde sorunlar yaşanmasını beraberinde getirmiş, bu durumun doğal sonucu olarak özel yönetimli fonlar ön plana çıkmıştır.

Diğer taraftan, aile yapısının değişimi de sosyal güvenlik sistemlerinin değişmesine neden olmuştur. Resmi evlilik bağı ile bir arada yaşayanları aile olarak tanımlayan ve bağımlılık ilişkisini bu çerçevede ele alan sosyal güvenlik sistemleri, aile yapısındaki değişimler karşısında yetersiz kalmıştır. Bunun sonucu olarak, aileyi değil bireyi ön plana çıkaran bireysel emeklilik sistemleri pek çok ülkede uygulama alanı bulmaya başlamış, zamanla bu fonlar diğer faktörlerin de etkisi ile hızla yaygınlaşmıştır.

2. Emeklilik Fonlarının Sınıflandırılması ve Özel Emeklilik Fonlarının Emeklilik Sistemi İçerisindeki Yeri

2.1. Emeklilik Fonlarının Sınıflandırılması

Üyelerinin emeklilik dönemlerinde daha iyi şartlarda bir hayat standardı sürdürmelerine olanak sağlayan emeklilik fonlarını en genel şekilde kamu ve özel emeklilik fonları şeklinde iki ana başlık altında incelemek mümkündür.

2.1.1. Kamu Emeklilik Fonları

Kamu emeklilik fonları, kamu sosyal güvenlik kurumları tarafından oluşturulan, zorunlu katılıma dayalı, asgari bir emeklilik gelirin sunulduğu, finansmanı dağıtım esasına göre sağlanan, gelirin yeniden dağıtılması ve sigorta amacına yönelik olarak faaliyet gösteren emeklilik fonlarıdır (Worldbank,1994:96). Bu fonların temel amacı, devletin sosyal devlet olmasının gereği olarak her bireye emeklilikte yaşayabileceği asgari bir geliri sağlamaktır.

Kamu emeklilik fonlarında sisteme dahil olanlar, zorunlu olarak belli bir katılım bedeli ödemekte, bunun karşılığında ise emeklilik dönemlerindeki gelirleri devlet tarafından garanti edilmektedir. Emekli aylıkları; ücret seviyesi, fiili çalışma süreleri ve belirlenmiş bir enflasyon oranı dikkate alınarak aktüeryal hesaplamalar yoluyla belirlenmektedir.

Kamu emeklilik fonlarının finansmanı farklı şekillerde sağlanabilmekle birlikte genel finansman yöntemi dağıtım yöntemidir. Dünya genelindeki 130 kamu emeklilik fonu dikkate alınarak yapılan çalışmada bu fonların %49'unda finansmanın dağıtım yöntemi ile sağlandığı ortaya konulmuştur (Palacios-Miralles,2000:15). OECD ülkelerindeki kamu emeklilik fonlarının ise neredeyse tamamının finansmanı dağıtım yöntemine göre sağlanmaktadır (Pastieau,1992:34-38).

2.1.2. Özel Emeklilik Fonları

Özel emeklilik fonları, kamu emeklilik fonlarının sağladığı asgari emeklilik gelirin üzerine ilave katkı sağlayarak, insanların emekliliklerinde daha iyi bir hayat standardı sürdürmelerine olanak sağlayan kurumsal yapılardır. Daha geniş bir tanımlama ile özel emeklilik fonları çalışanların çalışma hayatı süresince elde ettikleri gelirden tasarruf ederek, emeklilik döneminde sürdürülebilir bir hayat düzeyi sağlamalarına olanak tanıyan ve koşulları önceden belirlenmiş bir emeklilik planı çerçevesinde işverenler, çalışanlar veya her iki grubun ya da herhangi bir işverene bağlı olarak çalışmayan bireylerin, düzenli olarak yaptıkları belirli tutardaki katkıların bir fonda toplanarak, profesyonel portföy yönetim ilkeleri çerçevesinde yatırıma yöneltildiği kurumsal yapılar şeklinde tanımlanabilir(Derelioğlu,2001:15). Bu tür fonların özelliği fon yönetiminin özel sektör kuruluşlarınca sağlanmasıdır. Katılımın zorunlu veya gönüllü olabildiği özel emeklilik fonları, mesleki emeklilik fonları ve bireysel emeklilik fonları şeklinde sınıflandırılır.

Özel emeklilik fonlarında katılımın zorunlu mu yoksa gönüllü mü olması gerektiği konusunda oluşmuş bir fikir birliği yoktur. Katılımın zorunlu olması gerektiğini ileri sürenler bu düşüncelerini iki nedene dayandırmaktadır. Bu düşünceye sahip olanların ileri sürdükleri ilk gerekçe, insanların geleceği öngörme konusunda yeteri kadar bilgi sahibi olmadıklarından, gönüllü programlara katılmak konusunda isteksiz davranacakları ve mevcut gelirlerinden tasarruf yapma eğilimine girmeyecekleridir. İkinci gerekçe ise ortalama gelir grubundaki bireylerin, durumlarını yeterli görmeleri nedeniyle, emeklilik dönemlerine yönelik ilave tasarruf yapma konusunda isteksiz davranacakları ve bu tür programlara katılmayacaklarıdır (Friedman,1999:3). Buna karşılık bu tür programların gönüllü olmasını savunanlar ise, bu programların zorunlu olarak uygulanmasının geliri düşük olan gruplara zarar vereceğini, bu gruptakilerin zaten düşük olan mevcut hayat standartlarını daha da düşüreceğini, dolayısıyla bu durumun kayıt dışı istihdamı tetikleyeceğini ileri sürmektedirler. Bu görüşü savunanlar, gönüllülük esasına

göre oluşturulacak programların, özellikle orta- üst gelir grubundaki insanlar için fayda sağlayacağını, ilave tasarruf kapasitesine sahip olan bu insanların mevcut emeklilik sistemine bağlı olmaktan kurtularak emeklilik dönemlerinde daha yüksek bir hayat standardına sahip olabilmek amacıyla bu programlara üye olabileceklerini ileri sürmektedirler.

2.1.2.1. Mesleki Emeklilik Fonları

Mesleki emeklilik fonları, genelde bir meslek grubuna yönelik olarak oluşturulan, bireylerin emeklilik dönemlerinde aktif çalışma yaşamlarındaki gelirlerini koruma ve asgari emeklilik gelirin e ilave bir emeklilik geliri sağlamayı amaçlayan emeklilik fonlarıdır. Bu tür emeklilik fonlarında sisteme katılım genellikle zorunlu olmakla birlikte, gönüllü katılımın söz konusu olduğu ülke uygulamaları da vardır(Worldbank,1994: 165).

Sosyal güvenliğin sigorta ve tasarruf fonksiyonlarını yerine getirmeye yönelik olan bu tür emeklilik fonları ile kamu emeklilik sisteminin sağladığı garantinin üzerine çıkmak ve/veya bu kurumların boşluklarını gidermek amaçlanmaktadır (Alper,2002:14). Yönetimi özel kuruluşlarca sağlanan ve emekliler için belirlenen ödemeler devlet tarafından garanti edilmeyen bu sistemde, çalışanların katılım payları, kazanca bağlı olarak tespit edilmektedir. Katılım payının kimden sağlanacağı konusunda farklı uygulamalar mevcuttur. Bazı uygulamalarda çalışanlardan kesilen katılım payı, bazı uygulamalarda işverenler tarafından sağlanmaktadır. Bazı uygulamalarda ise katkı payı, belirlenen oranlarda işveren ve çalışandan ortaklaşa kesilebilmektedir.

Mesleki emeklilik fonları farklı ülkelerde farklı şekillerde uygulanabilmektedir(Şen-Memiş,2000:7). Bu uygulamalardan birincisi, işverenden bağımsız olarak bir emeklilik fonuna katılma veya ortak olmak şeklindedir. Burada katılım aidatları bir fonda toplanmakta ve ödemeler bu fon tarafından yapılmaktadır. Bu tür bir uygulamada açık ve kapalı olarak isimlendirilen fon çeşitleri bulunur. Açık emeklilik fonu, farklı branşlardaki

işverenler tarafından oluşturulan fonu ifade ederken, kapalı emeklilik fonu, aynı branşta bir veya birden fazla işveren tarafından kurulan fonu ifade etmektedir. Bu sistemde ya işveren tarafından belirli bir ödeme garanti edilmekte ya da ödemeler fonun verimliliğine bağlanmaktadır.

İkinci uygulama, grup hayat sigortası yapılması şeklindedir. Burada katılım aidatları önce bir hayat sigortası girişimcisine ödenmekte, daha sonra ise emeklilere yapılacak ödemeler bu hayat sigortacısı tarafından yerine getirilmektedir. Kural olarak emeklilere yapılacak ödemelere hayat sigortası girişimcisi kefil olmaktadır.

Bir yatırım fonunun hisselerinin satışı şeklinde olan üçüncü uygulamada katılım aidatları, yatırım fonundaki hesapta değerlendirilmektedir. Emeklilere yapılacak ödemelerin miktarı bu fonun getirisine bağlı olmaktadır.

Diğer bir uygulama ise emeklilik ihtiyatları şeklindedir. Burada işveren, emeklilere yapılacak ödemelerden sorumludur ve bilançonun pasifinde bu ödemeler için bir karşılık ayırma zorundadır.

2.1.2.2. Bireysel Emeklilik Fonları

Bireysel emeklilik fonları bireylerin emekliliğe yönelik gönüllü katkılarından oluşan, finansmanının fonlama esasına göre sağlandığı ve tamamıyla bireysel hesaplarda takip edilen emeklilik fonlarıdır. Bu tür fonlar, emeklilik dönemlerinde daha yüksek bir hayat standardı hedefleyen insanların, belirli bir mesleğe veya işverene bağlı olmadan sisteme katılabilmelerine, yükümlülüklerini yerine getirdikleri taktirde emeklilik planı kapsamındaki haklarının devam etmesine olanak sağlayan kuruluşlardır(OECD,2005_(a):13). Diğer bir ifade ile, bu tür fonlar fiili çalışma zarurieti yerine sisteme katkı esaslı fonlardır. Dolayısıyla, herhangi bir işte çalışmasalar bile bireyler fona düzenli katkı sağlayarak emeklilik hakkı elde edebilmektedirler.

Daha ziyade tasarruf fonksiyonunu yerine getirmek ve üyelerine emeklilik dönemlerinde daha yüksek bir hayat standardı sağlamanın amaçlandığı bu tür emeklilik fonlarının yönetimi ise tamamen özel sektör işletmeleri tarafından yürütülmektedir.

2.2. Özel Emeklilik Fonlarının Emeklilik Sistemi İçerisindeki Yeri

Emeklilik kavramı, bireylerin fiili çalışma dönemlerini tamamladıkları dönem ile ölümlerine kadar geçecek sürede, kendilerinin ve bakmakla yükümlü oldukları kişilerin hayatlarını devam ettirebilecekleri bir gelir seviyesine sahip olmalarını ifade eder.

Uluslar arası Çalışma Örgütü(ILO)'nın, sosyal güvenlik önlemlerinin kapsadığı bireyler ve riskler yönünden genişletilmesine ilişkin 1952 tarih 102 sayılı "Sosyal Güvenliğin Asgari Normlarına İlişkin Sözleşmesi"nde sosyal güvenlik sistemi dokuz unsurdan oluşan risklere karşı bireylerin güvence altına alındığı bir sistem olarak tanımlanmıştır(DPT,2001:10). Bu sözleşmede belirtilen ve devletlerce garanti altına alınan hüküm gereği devletin kurup yönettiği emeklilik sistemine belirli bir süre para yatıran herkes emeklilik hakkını elde eder. Sisteme ne kadar süreyle katkı yapıldıktan sonra emeklilik hakkının elde edileceği, emeklilik dönemlerinde ne kadarlık bir emeklilik gelirin hak kazanılacağı ülkelerce belirlenir. Her ülke kendi ekonomik, sosyo-kültürel ve politik koşullarına göre bu alanlarda düzenlemeler yapmakta ve vatandaşlarının emeklilik dönemlerini finanse etmelerini garanti altına almaktadır.

Bu bağlamda bazı ülkeler tek ayaklı bir emeklilik sistemini kabul ederken, bazı ülkeler çok ayaklı bir emeklilik sistemi oluşturmayı amaçlamıştır. Tek ayaklı oluşturulan emeklilik sistemlerinin pek çok ülkede demografik, ekonomik ve sosyo-kültürel nedenlerle zor duruma düşmesi neticesinde son dönemlerde ülkeler emeklilik sistemlerini çok ayaklı bir yapıya dönüştürme eğilimine girmişlerdir.

Oluşturulması amaçlanan bu çok ayaklı emeklilik sistemi, ülkeden ülkeye farklı olmakla birlikte, genelde kabul edilen anlayışa göre üç ayak üzerine oturtulmuştur(Willmore,2000:385). Bu ayaklardan birincisinde katılımın zorunlu olduğu, asgari bir emeklilik gelirin garantisi edildiği, sigorta ve gelir dağılımını amaçlayan kamu emeklilik fonları yer alır. İkinci ayakta katılımın genellikle zorunlu olduğu, sosyal güvenliğin tasarruf ve sigorta fonksiyonlarının karşılanması amaçlandığı ve yönetimi özel işletmelerce sağlanan mesleki emeklilik fonları bulunur. Üçüncü ayakta ise yine tasarruf ve sigorta fonksiyonlarını sağlayan ve özel işletmelerce yönetilen, katılımın genellikle gönüllü olduğu bireysel emeklilik fonları vardır. Ana hatlarıyla üç ayaklı bir emeklilik sisteminin amaçları, oluşturma şekli ve finansman yapısı aşağıdaki gibidir.

Şekil 1.1: Çok Ayaklı Bir Emeklilik Sistemi Örneği

	Birinci Ayak	İkinci Ayak	Üçüncü Ayak
Amaçlar	Gelirin Yeniden Dağılımı ve Sigorta	Tasarruf ve Sigorta	Tasarruf ve Sigorta
Oluşturma Şekli	Minimum Emeklilik Garantisi ya da Düz Oranlı	Bireysel Tasarruf Planları ya da Mesleki Emeklilik Planları	Bireysel tasarruf Planları ya da Mes.Em. Plan.
Finansman Biçimi	Vergiler Yoluyla Finansman	Fonlama	Fonlama

Kaynak: World Bank,1994:15.

Çok ayaklı bir sosyal güvenlik sisteminde ikinci ayakta yer alan mesleki emeklilik fonları ve üçüncü ayakta yer alan bireysel emeklilik fonları özel emeklilik fonları şeklinde tanımlanır(Pestieau,1992:31). Yukarıdaki şeklin de ortaya koyduğu gibi ikinci ve üçüncü ayakta yer alan emeklilik fonları, amaçları, oluşturma şekli ve finansman yapıları itibari ile birbirinin aynıdır. İki yapı arasındaki temel fark katılım koşullarında kendini gösterir. İkinci ayakta

yer alan mesleki emeklilik fonlarında sisteme katılım belirli bir meslek grubunda fiili çalışmayı gerektirir. Üçüncü ayakta yer alan bireysel emeklilik fonlarında ise sisteme giriş bir mesleğin fiili icrasına bağlı değildir. Belirli bir yaşı dolduran ve fiili ehliyete sahip olan herkes sisteme katılma hakkına sahiptir.

Şekil 1 Dünya Bankası tarafından geliştirilen üç ayaklı bir emeklilik sistemini ortaya koymaktadır. Dünya Bankası'nın geliştirdiği bu yapı içerisinde birinci ayakta kamunun asgari bir emeklilik geliri sağladığı kamu emeklilik fonları yer alır. İkinci ayakta zorunlu katılıma dayalı, yönetimi özel kuruluşlarca sağlanan mesleki emeklilik fonları bulunur. Üçüncü ayakta ise, gönüllü katılıma dayalı ve özel kuruluşlarca yönetilen bireysel emeklilik fonları vardır.

Özel emeklilik fonlarını mevzuatlarına dahil eden ülkeler emeklilik sistemlerini genellikle bu yapıya göre oluşturmuştur. Ancak bazı ülkelerdeki uygulamalar bu yapıdan farklılık arz eder. Dünya bankası modelinde zorunlu katılıma dayalı mesleki emeklilik fonları bazı ülkelerde gönüllü, gönüllü katılıma dayalı bireysel emeklilik fonları ise bazı ülke uygulamalarında zorunludur. Bu nedenle, uygulama birliğinin oluşmadığı bu konuda bir kavram birliği oluşturmak mümkün değildir.

Öte yandan, oluşturulan bu çok ayaklı yapı içerisinde özel emeklilik fonu uygulamaları, oluşturulma biçimlerine göre de ülkeden ülkeye farklılık arz etmektedir. Bazı ülkelerde özel emeklilik fonları, kamu emeklilik sistemini tamamlayıcı bir rol oynarken, bazı ülkelerde kamu emeklilik sisteminin alternatifi olmaktadır. Bazı ülkelerde özel emeklilik fonları, katılımın zorunlu olduğu mesleki emeklilik fonları şeklinde uygulanırken bazı ülkelerde gönüllülük esasına göre oluşturulan bireysel emeklilik fonları şeklinde uygulanmaktadır. Bazı ülkelerde özel emeklilik fonlarının yükümlülükleri işveren tarafından karşılanırken, bazı ülkelerde işveren ve sendika tarafından, bazı ülkelerde ise çalışanlardan karşılanmaktadır.

3. Özel Emeklilik Fonları İle İlişkili Diğer Kavramlar

3.1. Emeklilik Planları

Emeklilik planı, temelde emeklilik fonunun kurulması ve işleyişine ilişkin esasların belirlendiği bir sözleşmedir. En genel anlamda emeklilik planı, “katılımcılarına emekli olduklarında düzenli olarak emeklilik ödemelerinin yapılmasını sağlamak amacıyla oluşturulan ve plan katılımcılarının hakları ve yükümlülükleri, yapılan katkıların ne şekilde değerlendirileceği, emeklilik ödemelerinin hangi esaslara göre yapılacağı gibi konuları ayrıntılı olarak düzenleyen bir sözleşme”(Derelioğlu,2001:15) şeklinde tanımlanabilir.

3.2. Emeklilik Planlarının Sınıflandırılması

Emeklilik fonu uygulamalarına esas teşkil eden emeklilik planlarının sınıflandırılmasında bir kavram birliği oluşmamıştır. Dolayısıyla bu tür planları çok farklı şekillerde sınıflandırmak mümkündür¹. Bu çalışmada emeklilik planları belirlilik esasına göre incelenmiştir.

Belirlilik esasına göre emeklilik planları, plan katılımcılarının yapmak istedikleri katkıyı veya almak istedikleri emeklilik maaşını başlangıçta bilmelerine olanak sağlayan emeklilik planlarıdır. Bu tür planlar en genel anlamda “geliri belirlenmiş emeklilik planları”(defined benefit plans) ve “katkısı belirlenmiş emeklilik planları”(defined contrubition plans) şeklinde sınıflandırılmaktadır(Vittas, 1998:6).

3.2.1. Geliri Belirlenmiş Emeklilik Planları

Geliri belirlenmiş emeklilik planları, çalışanların çalışma dönemlerinde yaptıkları katkılardan bağımsız olarak emeklilik dönemlerinde elde edecekleri gelirin belirli bir formüle göre belirlendiği planlardır. Çalışanların maaşlarından yapılacak emeklilik keseneğinin de belli bir formüle göre

¹ Ayrıntılı bilgi için bakınız; Yermo;2002.

belirlendiği ve bireyin çalışma yaşamı boyunca düzenli olarak ödendiği klasik emeklilik planları şeklinde ifade edilen bu tür planların yönetimi kamu tarafından yürütülmekte ve finansmanı dağıtım(pay-as-you-go) veya fonlama esasına göre sağlanabilmektedir(Bacoul-Jentjens ve diğerleri,2000:13).

Geliri belirlenmiş emeklilik planlarının en temel özelliği, emeklilik ödemelerinin plan varlıklarının değerinden bağımsız olarak tanımlanmasıdır. Ödemeler genellikle çalışanın gelirin, hizmet süresine veya bu ikisinin bileşimine bağlı olarak formüle edilmektedir. Dolayısıyla bu plan kapsamındaki çalışanların, emekli olduklarında ellerine ne kadarlık bir emeklilik geliri geçeceği önceden bilinmektedir(Buzlupınar,1996:9).

Bu tür planlarda katılımcıların emekli olduklarında elde edecekleri emeklilik geliri, önceden belirlenmiş bir asgari çalışma süresinin sağlanmış olması koşuluyla, her çalışma yılına karşılık sabit bir emeklilik aylığı olabileceği gibi, çalışanın hizmet süresi sonundaki aylık gelirin belirli bir yüzdesi şeklinde de olabilmektedir (Ezra,1979:18). Bazı durumlarda ise, emeklilik geliri, çalışanın yaptığı katkıya, yaşa ve/veya tahmini emeklilik süresine bağlı olarak aktüeryal hesaplamayla belirlenmektedir(Mitchell, 2000:4). Bu durumda, plana yapılacak yıllık katkıların, emeklilik döneminin finansmanını sağlayacak oranda olmasına özen gösterilir. Çünkü, plana yapılacak yıllık katkıları plan yükümlülükleri ve varlıkların aktüeryal değeri doğrultusunda belirlenmektedir(Schieber,2001:13).

3.2.2. Katkısı Belirlenmiş Emeklilik Planları

Katkısı belirlenmiş emeklilik planları, yasal olarak hükümetler tarafından düzenlenen ve denetlenen ancak yönetimi özel işletmelerce yürütülen planlardır. Bu tür planların temel özelliği üyelerin sisteme yaptığı katkıların belirli olması, ancak emeklilik döneminde elde edilecek emeklilik gelirin bilinmemesidir. Plana katılanların, çalışan ve işverenin katkıları ile yatırım kazançlarının işlendiği bireysel hesapları bulunmaktadır(Önal, 2001:5). Bu hesaplarda biriken sermayenin değeri; aktif katkı süresinin

uzunluğuna, sağlanan katkı miktarına ve emeklilik şirketinin bu katkılardan elde edeceği net getiriye bağlıdır(Allier-Vittas,2000:13). Emeklilik hesaplarında biriken fonların yatırım getirileri, seçilen fon türüne ve genel ekonomik koşullara bağlı olarak değişmektedir. Ekonomide yaşanacak olumlu veya olumsuz gelişmeler elde edilecek emekli aylığı seviyesini doğrudan etkileyeceği için bu tür planlarda risk tamamen plan üyesi tarafından üstlenilmektedir(Bacoul-Jentjens ve diğerleri,2000:14).

Bu sistemde, gelirin belirli bir yüzdesi olarak plana yapılan katkılar uzun süre hizmet veren ıalışanlara tatmin edici bir emeklilik geliri sağlayacak seviyede yapılmaktadır. Gelecekteki maliyet, maaşların belirli bir yüzdesi olarak baştan bilinmekle birlikte, yatırım sonuçlarının belirleyeceği emeklilik ödeneği belli değildir. Bu nedenle planın gelecekteki maliyetinin tahmin edilebilir, faydanın ise tahmin edilemez olduğu söylenebilir(Buzlupınar, 1996:13). Ancak pek ıok ılıkede üyelere emeklilik şirketlerini değiştirebilme veya aynı şirketin değişik fonlarını seçebilme opsiyonu tanındığından her ne kadar emeklilik döneminde ele geçecek getiri belli olmasa da mümkün olan en yüksek getirinin sağlanması amağlanmıştır.

3.3. Emeklilik Sistemlerinin Finansmanında Kullanılan Yöntemler

Emeklilik sistemlerinin finansman yöntemleri, bireyleri risklere karşı korumak amacıyla oluşturulan programların gelir-gider dengesini sağlamayı amaçlayan yöntemlerdir. Uygulanan emeklilik sistemi ne olursa olsun tüm dünyada emeklilik sistemlerinin finansmanında, aktüeryal dengeyi sağlayan ve her birinin ıeşitli avantaj ve dezavantajları bulunan başlıca iki yöntem kullanılmaktadır. Bu yöntemler; ıalışan kuşağın emeklileri finanse etmesi esasına dayanan dağıtım yöntemi(pay-as-you-go, PAYG) ve ıalışanların kendi emekliliklerini finanse etmesi esasına dayanan fonlama(kapitalizasyon) yöntemidir.

3.3.1. Dağıtım Yöntemi

Emekliliğin finansmanında kullanılan dağıtım yöntemi, belirli bir dönem içerisinde toplanan fonlarla aynı dönem harcamalarının karşılanması esasına dayanır. Bu yöntemde göre, belirli bir dönemde çalışanların maaşlarından yapılan kesintilerle aynı dönemdeki emeklilerin finansmanı sağlanmaktadır(Sali,1988:16). Başka bir ifade ile bu yöntemde mevcut çalışanlar mevcut emeklilerin fon kaynağını oluşturmaktadır. Mevcut çalışanlardan yapılan kesintilerle mevcut emeklilerin ödemeleri karşılandığından bu sistemde bir artık değer yaratılmamakta, bunun yerine bir gelir transferi söz konusu olmaktadır. Bu haliyle dağıtım yöntemi, sosyal güvenliğin gelir dağılımı ve sigorta fonksiyonlarını yerine getirme amacına hizmet etmektedir(Temir,1991:2) ve genel olarak bu yöntemin fon birikimine ihtiyaç duyulmayan kısa vadeli sigorta kollarında uygulanması daha uygundur (Richardson,1970:61).

Dağıtım yöntemi, ortalama yaşam beklentisinin 45 yıl olduğu 1800'lü yılların sonunda emeklilik için 65 yaş sınırı öngörülerek, 6-7 sigortalı çalışanın ödediği primle bir emeklinin aylık ve diğer giderlerinin karşılanması esası üzerine dizayn edilmiştir. İlk uygulandığı dönemlerde kamu otoritelerine bazı konularda avantaj sağlayan bu yöntem, zamanın koşullarında ideal bir yöntem olarak ortaya çıkmıştır. Fakat zamanla demografik yapıda meydana gelen değişimler ve hatalı uygulamalar sonucu çalışan/emekli oranı pek çok ülkede ideal oran olarak kabul edilen 4/1'in altına inmiş, bu durum dağıtım yönteminin uygulandığı ülkelerde emeklilerin finansmanında sıkıntı yaşanmasına neden olmuştur(Ergenekon,2000:12).

Dağıtım yöntemi, yöntemin doğası gereği bazı avantajlara sahiptir. Bu avantajların ilki sistemin ilk yıllarında kendini gösterir. Yöntemin uygulandığı sistemlerde, mevcut çalışanlar emekli oluncaya dek ödeme yapılmayacağı için elde edilen kaynakların kullanımı konusunda hükümetler rahat hareket edebilmektedirler. Bu durum en az bir kuşak süresince kamunun emeklilik gelirlerini serbestçe kullanma avantajı anlamına gelir ki bu da oldukça

önemlidir. Elbette bu zaman zarfınca sisteme giren tasarrufların verimli kullanılmaması, sonraki kuşaklar için sorun olacaktır. Ancak kamu otoriteleri bazen kısa vadeli çıkarları uzun vadeli çıkarlardan daha önemli görebilmektedirler. Nitekim pek çok ülkedeki uygulamalar kısa-uzun vadeli çıkar konusunda kısa vadenin baskın olduğunu ortaya koymuştur. İkincisi, dağıtım yöntemi kaynakların kuşaklar arasında yeniden dağıtımını sağlar. Bu yöntemde mevcut çalışanlar emeklileri finanse ettiklerinden ve bu süreç devam ettiğinden mevcut çalışan kuşağın mevcut emeklileri finanse etmesi söz konusudur. Üçüncüsü, dağıtım yönteminin finansmanı nüfusun genç ve nüfus artış hızının yüksek olduğu dönemlerde kolaydır. Mevcut çalışanların oranı emeklilerden belli oranda fazla olduğu sürece finansman sıkıntısı yaşanması ihtimali düşüktür (www.worldbank.org/pensions/21.04.2003).

Bu tür avantajlarının yanında dağıtım yönteminin bazı konularda yetersizlikleri de vardır. Yöntemin uygulandığı ülkelerde kesinti oranlarının yüksek olması, işveren ve çalışanları olumsuz anlamda etkilemekte, bu durum kayıt dışı işgücünün ortaya çıkmasını desteklemektedir. Diğer taraftan, dağıtım yöntemi, kamu karar vericilerinin yanlış kararlar almasını kolaylaştıran bir yapıya sahiptir. Bu sistemde alınan kararların etkisinin uzun vadede ortaya çıkması, karar alıcıları popülist politikalar izleme konusunda cesaretlendirmekte, erken emeklilik uygulamaları gibi aslında ileride sistemi çökertecek uygulamaların gündeme gelmesine fırsat vermektedir. Yöntemin bir diğer yetersizliği ulusal tasarruflar konusundadır. Bu yöntemin ulusal tasarruflar üzerindeki etkisi tartışmalı olmakla birlikte, tartışılmayan bir gerçek fonlama yöntemine göre oluşturulan sistemlere nazaran tasarruflar üzerinde daha sınırlı bir etki yarattığıdır. Yöntemle ilgili bir diğer yetersizlik, kamunun elindeki yönetimin kaynakları verimli kullanamamasıdır. Bu yöntemin uygulandığı ülkelerin büyük çoğunluğunda bu durum mevcuttur. Kamu yönetiminde olan fonların hükümetlerce denetlenmek istemeleri ve işlemlerin bürokratik aşamalardan geçirilerek uygulanması, bu yöntemin uygulandığı sistemlerde getiriye olumsuz anlamda etkilemektedir. Bunun yanında, pek çok ülkede bu fonlar kamu finansman aracı olarak değerlendirilmiş ve kısa vadeli

çıkarlar gözetilerek düşük getirili kamu kağıtlarında veya kamu yatırımlarının finansmanında kullanılmıştır. Yöntemin başka bir olumsuzluğu, emeklilik sistemi açık vermeye başladığında kendini gösterir. Bu durumda dağıtım yönteminin uygulandığı emeklilik sistemi, kamu kaynaklarını tüketen bir yapıya dönüşür ve büyük çaplı bütçe açıklarına neden olur. Bu yöntemin uygulandığı pek çok ülkede bu durum yaşanmıştır. Bu durumun yaşandığı ülkelerin büyük çoğunluğunda ise kamu uygulayıcıları, oluşan açıkları politik ve ekonomik nedenlerle vergilerle karşılama yoluna gitmeyip, sorumluluğu bir sonraki uygulayıcılara devreden borçlanma yolunu tercih etmiştir. Fakat, sonraki dönemlerde sistemin açıkları o denli büyümüştür ki, hemen hemen bütün ülkeler sistemi reforma tabi tutmak zorunda kalmıştır(James,1997:2).

Bir emeklilik programının finansal dengesi, gelirlerin giderlere eşit olması durumunda sağlanabilir. Bu anlamda dağıtım yönteminin finansal koşullarını etkileyen ana parametreleri aşağıdaki şekilde formüle etmek mümkündür (Chand- Jaeger,2000:3);

$$N(\alpha W) = M(\beta W) \quad (1)$$

Burada;

N ; Sisteme katkı sağlayanların sayısını

α ; Ortalama katkı oranını

W ; Ortalama ücreti

M ; Emekli sayısını

β ; Mevcut maaşın belli bir yüzdesi olarak emeklilik maaş oranını ifade etmektedir.

Formül, sisteme sağlanan toplam katkının sistemden ödenen toplam emeklilik giderine eşit olması gerektiğini ifade eder.

Faiz oranı ve ücretlerde reel bir artışın olmadığı varsayımına dayanan bu eşitliğe göre ortalama katkı oranı(α) bulunmak istendiğinde;

$$\alpha = \beta(M/N) \quad (2)$$

formülüne ulaşılır. Burada (M/N) emeklilik sistemi bağımlılık oranını ifade eder. Bu formül, ortalama katkı oranının(α) emeklilik maaş oranı ve sistem bağımlılık oranının fonksiyonu olduğunu ortaya koyar. Formüle göre; emeklilik maaş oranı ve sistem bağımlılık oranında meydana gelecek herhangi bir değişim katkı oranının değişmesine neden olacaktır. Başka bir ifade ile, sistem bağımlılık oranının sabit kaldığı varsayımı altında emeklilik maaş oranında meydana gelecek değişim ancak katkı oranının aynı oranda değiştirilmesi ile mümkün olabilecektir. Bu durumun dışındaki herhangi bir seçenek sistemin olumlu ya da olumsuz etkilenmesi sonucunu doğurur.1 numaralı formülden hareketle emeklilik maaş oranı(β);

$$\beta = \alpha(N/M) \quad (3)$$

şeklinde ifade edilir. Yani, ortalama emeklilik maaş oranı(β), aktif/pasif oranı(N/M) ile ortalama katkı oranının(α) bir fonksiyonudur. Bu formüle göre emeklilik maaş oranının(β) artması ancak;

- Aktif/pasif sigortalı oranının(N/M) sabit kalması varsayımıyla, ortalama katkı oranında(α) bir artışın gerçekleşmesi,
- Ortalama katkı oranı değişmemesine karşın, aktif/pasif sigortalı oranında(N/M) bir artış olması,
- Hem aktif/pasif(N/M) hem de ortalama katkı oranında(α) bir artış olması durumunda mümkün olacaktır.

Bu alternatiflerin dışında sistemde emeklilik maaş oranlarına yönelik olarak yapılacak her türlü müdahale, sistemin aktüeryal dengesinin bozulması sonucunu doğuracaktır.

3.3.2. Fonlama Yöntemi

Sosyal güvenlik sistemlerinin finansmanında kullanılan fonlama yöntemi, sosyal risklerin gelecekte doğuracağı ödemelerin karşılanması amacıyla bir fon oluşturulması esasına dayanır. Kapitalizasyon yöntemi olarak da adlandırılan bu yöntemde fonun kurulması bireysel ya da toplu olabilmektedir. Bireysel fonlama yönteminde her bir katılımcının kendi adına bir hesabı bulunmakta, katılımcının kendisinden veya işverenden yapılan kesintiler bu hesapta toplanarak, katılımcının emeklilik dönemi için kaynak oluşturulmaktadır. Toplu fonlama yönteminde ise, sosyal güvenlik kurumuna ödenen primler ortak bir fonda toplanmakta, fonda toplanan bu tutarlar katılımcılara ve diğer hak sahibine yapılacak ödemelerin kaynağını oluşturmaktadır(Arıci,1999:121).

Özellikle malüliyet, yaşlılık ve ölüm sigortaları gibi uzun dönemli riskleri karşılayan sigorta kollarında kullanılan fonlama yönteminin uygulandığı sistemlerde prim oranı genellikle daha yüksektir(Richardson, 1970:62). Zira bu yöntemde primler, yalnızca ödeme anındaki kazanılmış aylıkları değil, aynı zamanda çalışmaya devam etmekte olan sigortalıların haklarını da karşılamayı amaçlar(Sali,1988:18).

İlk yaygın uygulamaları 19. yüzyılda ortaya çıkan fonlama yöntemine göre oluşturulmuş emeklilik planları zamanla sosyal güvenlik sisteminin oluşturulmasıyla önemini yitirmiştir. Bu durum 20. yüzyılın ortalarına kadar devam etmiş, bu tarihten sonra ise bu fonlar yeniden önem kazanmıştır. Fonlama yöntemine göre oluşturulan emeklilik fonlarının yeniden ön plana çıkmasının temel nedenler şu şekilde sıralanabilir(Şen- Memiş,2000:34);

1. Sosyal güvenlik sisteminin geç oluşturulduğu ülkelerde, fonlama esaslı işveren emeklilik planları iş hayatında kökleşmiştir.

2. Gelişmiş ülkelerde hayat standardının yükselmesi, sosyal güvenlik sisteminin sağladığının üzerinde emeklilik geliri elde etmek isteyenler açısından bu programların cazibe merkezi haline gelmesine neden olmuştur.

3. Emeklilik gelirinin hesaplanmasındaki dikkate alınan üst sınırın nispeten düşük düzeyde kalması nedeniyle yüksek gelir grupları özel emeklilik gruplarına yöneltilmiştir.

4. Sosyal güvenlik kapsamı dışında kalan işyerleri ya da gelir düzeylerindeki kişiler, ortaya çıkan güvence açığını kapatabilmek için bireysel bazda hizmet veren fonlama esaslı emeklilik programlarına yönelmişlerdir.

5. Sosyal güvenlik sisteminin etkin bir emeklilik güvencesi sağlamakta yetersiz kaldığı durumlarda, fonlama sistemine göre faaliyet gösteren tamamlayıcı nitelikteki emeklilik sisteminin nispi önemi artmaya başlamıştır.

6. Fonlama sisteminin emeklilere rant geliri sağlayan, sermaye piyasalarını derinleştiren, ulusal tasarruf düzeyini, istihdamı, sermaye verimliliğini ve GSMH'yı artıran, devletin ekonomiye müdahalesini azaltan, sosyal güvenlik sistemini depolitize eden ve çalışanların ekonomiye entegrasyonunu artıran çeşitli fonksiyonları bulunmaktadır. Yasal ve kurumsal açılardan iyi dizayn edilmiş bir fonlama sisteminin bu alanlarda dağıtım sistemi karşısındaki avantajları, fonlama sisteminin giderek ön plana çıkmasına neden olmuştur.

Bu anlamda iyi dizayn edilmiş fonlama esaslı bir emeklilik sisteminin genel olarak aşağıdaki etkileri ortaya çıkarması beklenir (Thompson,2001:237);

1. Düşük bir katkı oranıyla finanse edilecek bir emeklilik gelir paketine olanak sağlar: Fonlama esaslı programlarda katkı oranları, dağıtım esaslı programlara kıyasla daha düşüktür. Fakat, yönetim giderleri düştükten sonra katılımcıların eline geçecek emeklilik gelirinin daha yüksek olma ihtimali vardır. Fonlama esaslı emeklilik sistemlerinde yatırımın getirisi, yatırımın risk profiline ve idari giderlere bağlıdır. Düşük yatırım riski ve düşük idari giderlerin söz konusu olması durumunda katılımcıların elde edeceği getiri, dağıtım esaslı emeklilik programlarına göre daha yüksek olabilir.

2. Emekliliğin Finansmanında Sorumluluğu Daha Geniş Kitlelere Yayar: Dağıtım esaslı emeklilik planlarının finansmanı neredeyse tamamen çalışanların maaşlarından yapılan kesintilerle sağlanır. Fonlama esaslı sistem, emeklilik geliri için destek temelini genişleterek, sorumluluğun bir kısmını sermayeye yükler.

3. Ulusal Tasarrufları Artırır: Fonlama esaslı programlar, çalışanları normal dönemde isteyeceklerinden daha fazla tasarruf yapmaya zorlar. Bunun temelde iki nedeni vardır. Birincisi; emeklilik hesaplarında toplanan birikimlere yüksek getiri sağlanması ihtimalidir. Fonlama esaslı programları yöneten kuruluşlar portföy yönetimi alanında uzman kuruluşlar olduklarından birikimlere yüksek getiri sağlama olasılıkları oldukça yüksektir. Bu durum ise üyeleri daha fazla tasarruf yapmaya özendirir. İkincisi; yapılan kesintiler bir nevi zorunlu tasarruf olma özelliğine sahiptir. İstisnalar olmakla birlikte genellikle sisteme üye olanların katkıları maaşlarından kesinti yapılarak sisteme aktarıldığı için, üyelerin tasarrufları zorunlu olarak süreklilik arz etmektedir. Bu durum ise ulusal tasarrufların artması sonucunu doğurur.

4. Sermaye Piyasalarında Etkinliğin Artmasına Yardımcı Olur: Sermaye piyasalarının mevcut olduğu fakat tam anlamıyla gelişmediği ülkelerde fonlama esaslı sistemler sermaye piyasalarının etkinliğinin artmasına ve ekonomik gelişmenin daha hızlı olmasına yardımcı olabilir. Hem sermaye piyasalarında hem de ekonomik büyümede meydana gelecek iyileşmeler sermaye piyasalarında derinliğin artmasına ve kurumsal reformların cesaretlenmesine yol açar. Diğer taraftan, finansal piyasaların yeni kurulduğu ülkelerde fonlama esaslı emeklilik programları biraz daha riskli olabilir. Zira bu ülkelerde sistemi düzenleyen kurumlar ya yoktur ya da etkili değildir. Bu gibi ülkelerde işletme yönetim standartları da genellikle zayıftır.

Fonlama yöntemine göre oluşturulmuş emeklilik sistemlerinde katılımcıların elde edecekleri emeklilik geliri, katkı süresi, katkı oranı, seçilen fonun getirisi ve belirlenen emeklilik süresinin uzunluğu dikkate alınarak

hesaplanabilir. Bu konuda Vittas tarafından 1993 yılında yapılan çalışma fonlama yönteminin sonuçlarını ortaya koymaktadır. Ercan-Gökçe(1998) tarafından Türkiye için geliştirilen bu çalışmaya göre;

k; çalışanın katkı oranı,
w; Reel brüt ücret,
p; brüt emeklilik ödeme oranı,
n; çalışma süresi(yıl),
m; beklenen emeklilik süresi(yıl)

olmak üzere, fonlama yönteminde denklem şu şekilde kurulmaktadır(Ercan-Gökçe,1998:43).

$$k \cdot w \cdot n = p \cdot w \cdot m \quad (4)$$

Reel faizin ve enflasyonun sıfır olduğu ve yönetim masraflarının ihmal edildiği varsayımları altında kurulan bu denklem, katılımcının n yıl süresince reel brüt ücretinden k kadar bir katkı yapması durumunda emeklilik döneminde (m yıl) brüt ücretinin p katı oranında emeklilik ödemesi alacağını ifade etmektedir. Formül p için çözüldüğünde;

$$P = k \cdot (n/m) \quad (5)$$

şeklini almaktadır.

Ercan-Gökçe(1998), çalışmada yukarıdaki varsayımları ortadan kaldırdıktan sonra;

$$P = k \cdot (F/G \cdot A) \quad (6)$$

eşitliğine ulaşmaktadırlar. Burada;

F ; g oranında büyüyen ve r oranında kazanç elde eden n yıllık bir nakit akımı,

G ; Reel ücretlerdeki artışın iskonto edilmiş gelecekteki değeri,

A ; m yıllık emeklilik ödemesinin emeklilik anındaki indirgenmiş değeri

olarak alınmakta ve denklem formülü;

$$k*w*F = p*w*G*A \quad (7)$$

şeklini almaktadır. Bu denkleme göre; örneğin 30 yıllık çalışma hayatı boyunca brüt ücreti üzerinden % 18 katkı ödeyen bir katılımcının 25 yıl olacağı varsayılan emeklilik dönemindeki emeklilik ödemeleri aşağıdaki tabloda görülmektedir(Ercan-Gökçe,1998:50).

Tablo 1.3: Brüt Emeklilik Ödemeleri

r : Reel Getiri Oranı(%)	k = %18 n = 30 m = 25 g = Ücretlerdeki Reel Artış(%)					
	0	1	2	3	4	5
0	21,6	18,8	16,4	14,5	12,9	11,6
1	28,4	24,5	21,3	18,7	16,6	14,8
2	37,4	32,0	27,7	24,1	21,2	18,7
3	49,2	41,8	35,9	31,0	27,1	23,8
4	64,6	54,6	46,5	39,9	34,6	30,2
5	84,9	71,2	60,2	51,3	44,2	38,3
6	111,3	92,8	77,9	66,0	56,4	48,6
7	145,9	120,8	100,9	85,0	72,1	61,7
8	191,0	157,3	130,6	109,3	92,2	78,4
9	249,8	204,6	168,9	140,5	117,8	99,6
10	326,2	265,8	218,3	180,6	150,6	126,5

Yapılan hesaplamalar doğrultusunda, 30 yıl boyunca brüt maaşının % 18'i oranında katkı sağlayan bir katılımcının eline geçecek brüt emeklilik ödemesi örneğin ücretlerin reel olarak % 3 arttığı, yatırım hesabının reel getirisinin % 4 olduğu bir durumda % 46,5, reel getirisinin % 7 olması durumunda % 100,9 kadar olmaktadır. Böyle bir tabloda fon yöneticilerinin odaklanacakları nokta doğal olarak reel getiri seviyesi olacaktır. Zira diğer koşullar aynı iken, düşük reel ücret artışı, yüksek katkı oranı ve yüksek reel getiri oranı emeklilik birikimini artırmaktadır (Shah,1997:2). Fon yöneticileri ise bu parametrelerden yalnızca reel getiri üzerinde bir tasarrufa sahiptirler.

Tabloda verilen değişkenlerde değişiklikler yapılarak farklı sonuçlara ulaşmak mümkündür. Örneğin, k= %10, n=40 ve m=17 alınması durumunda

$g=3\%$, $r=4\%$ varsayımında katılımcının eline geçecek brüt emeklilik ödemesi brüt maaşının % 49,2'si kadar olacaktır.

4. Özel Emeklilik Fonlarının İşleyişi

4.1. Özel Emeklilik Fonlarında Portföy Yönetimi

Özel emeklilik fonlarının uygulandığı ülkelerde sistemin başarısını etkileyecek en önemli unsurlardan biri portföy yönetim şirketlerinin başarısıdır. Zira sistemin başarısı, üyelerine sağlayacağı getiri oranıyla doğru orantılıdır. Özellikle sistemin ilk yıllarında, emeklilik fonlarının sağlayacağı yüksek getiri, bir taraftan sisteme girişi hızlandırırken diğer taraftan mevcut katılımcıların sektöre olan güvenine olumlu katkı sağlayacak, sağlanan bu güven neticesinde katılımcılar sistemin tanıtımında gönüllü elçi olacaktır.

Portföy yönetiminin bu önemine istinaden, özel emeklilik fonlarına mevzuatlarında yer veren ülkeler bu konuya çok büyük önem vermişler ve sistemin yasal çerçevesini son derece dikkatli oluşturmaya özen göstermişlerdir. Bu amaçla bazı ülkelerde “varlık tahsis ilkesi” gereği oluşturulan yasal çerçeve ile emeklilik fonlarının hangi araçlara ne oranlarda yatırım yapabilecekleri, yatırım sınırlamaları çerçevesinde net bir şekilde ortaya konulmuş, fonların bu sınırlar dahilinde kalmalarını sağlayacak denetim ve hukuki yaptırım mekanizmaları oluşturulmuştur. Bu konuda getirilen en önemli sınırlamalardan biri işverenin menkul kıymetlerine yapılan yatırımlarla ilgilidir. Emeklilik fonlarının mevcut olduğu ülkelerin hemen hemen tamamında işveren menkul kıymetlerine yatırım ya tamamen yasaklanmış veya belirli oranlarla sınırlandırılmıştır. Bir diğer sınırlama ise ülkeden sermaye çıkışını engellemek amacıyla yabancı menkul kıymetlere getirilmiştir. En yaygın olarak getirilen sınırlamalardan bir diğeri ise yatırım yapılabilecek araçların üst sınırının tespit edilmesidir.

Bazı ülkelerde ise portföy yönetimi “basiretli yönetim ilkesi” paralelinde ele alınmış ve portföy yönetim sorumluluğu yöneticiye yüklenmiştir. Basiretli yönetim ilkesi, fon kaynaklarının yönetiminde portföy yöneticisinin kendi

portföyünü yönetircesine basiret, dirayet, özen, ihtimam, dikkat ve ekspertizle hareket etmesidir(Ergenekon,2000_(b):110).

Basiretli yönetim ilkesinin geçerli olduğu ülkelerin bazılarında portföy sınırlamaları bulunmamaktadır. Ancak bu durum, portföy yöneticilerini agresif pozisyonlar almaya yöneltmemekte, tam aksine yöneticilerin otokontrollü ve sağduyulu davranarak piyasa paralelinde verimli yatırım alternatifleri araştırmasına yol açmaktadır. Zira, agresif tutum sonucu ortaya çıkabilecek düşük getirinin en iyimser tahminle müşteri kaybına yol açması veya piyasadan çekilme sonucunu doğurması yöneticileri bu şekilde davranmaya iten en temel piyasa dinamiğini oluşturmaktadır.

Bu konu ile ilgili olarak Bloomstein(1999) tarafında yapılan ve özel emeklilik fonlarının portföy getirilerinin incelendiği bir çalışmada; 1984-1993 döneminde emeklilik fonlarının ortalama getirisinin, basiretli yönetim ilkesinin uygulandığı ülkelerde % 9,5, varlık tahsis ilkesinin uygulandığı ülkelerde %6,9 olduğu görülmüştür. Yatırım dönemi 1984-1996 olarak alındığında ise basiretli yönetim ilkesinin uygulandığı ülkelerde getiri oranı değişmezken, varlık tahsisinin uygulandığı ülkelerde bu oran %5,2'ye düşmektedir. Bu sonuç emeklilik fonları gibi uzun vadeli tasarruflar için basiretli yönetim ilkesinin daha avantajlı sonuçlar ortaya koyduğunu göstermektedir (Ergenekon,2000_(b):111).

Emeklilik fonlarının mevcut olduğu ülkelerde oluşturulan bu yapı içerisinde fon yöneticileri, optimal risk-getiri bileşeninde varlık kombinasyonları oluşturarak üyelerine alternatifler yaratmak durumundadır (Davis,2002:3). Bu düzenleme bazı ülkelerde yasal bir zorunluluk olarak getirilmiş ve emeklilik fonlarının oluşturacakları minimum fon sayısı yasalarca belirlenmiştir.

Dünya genelindeki emeklilik fonu uygulamaları incelendiğinde, varlık tahsis ilkesinin daha ziyade Latin Amerika ülkelerinde ve bu modeli örnek alan diğer ülkelerde uygulandığı görülmektedir. Bu ülkelerin portföy

sınırlamaları incelendiğinde izin verilen yatırım araçlarının içerisinde en yüksek limiti olanların kamu menkul kıymetleri olduğu dikkat çekmektedir. Özellikle sistemin ilk yıllarında riske girmek istemeyen kamu otoritelerinin daha ziyade sabit getirili menkul kıymet yatırımlarını teşvik edici bir politika gütmelerinin sonucu bu ülkelerde kamu menkul kıymetlerinin ağırlığı ön plana çıkmıştır. Bazı yıllar belirlenen bu limitlerin bile üzerinde kamu menkul kıymetlerine yatırım yapıldığı görülmektedir(Grushka,2000:209). Latin Amerika ülkelerinin portföy limitleri incelendiğinde genellikle birbirlerine çok yakın oranlarda limitlerden oluşan bir yapının mevcut olduğu görülür. Ülkeler arasındaki tek belirgin fark uluslar arası yatırımlar ve vadeli işlemler konusunda ortaya çıkar. Bu ülkelerden Şili, Arjantin ve Peru'da uluslararası yatırımlara ve vadeli işlemlere izin verilirken diğer ülkelerde izin verilmemektedir(Tablo 1.4).

Tablo 1.4 : Latin Amerika Ülkelerinde Azami Varlık Limitleri(%)

	Arjantin	Şili	Kolombiya	El Salvador	Peru	Uruguay
Kamu Menkul Kıymetleri	50	50	50	30	40	60
Mevduat	28	50	50	40	30	30
Özel Sektör Tahvilleri	28	45	20	40	49	15
Hisse Senetleri	35	37	30	20	35	25
Gayrimenkule Dayalı Menkul Kıymetler	28	50	30	40	40	20
Uluslararası Yatırımlar	10	12	-	-	10	-
Yatırım Fonları	14	5	10	20	15	-
Vadeli İşlemler	2	9	-	-	10	-

Kaynak: Ergenekon, 2000^(c).

Emeklilik fonlarının gelişmiş olduğu Almanya, Fransa, İspanya gibi bazı OECD ülkeleri de uluslar arası yatırımlara şüpheli yaklaşmaktadırlar. Uluslararası yatırımların karşı karşıya bulundukları döviz riski, likidite riski, bilgi yetersizliği gibi konular ülkelerin bu tür yatırımlara şüpheli yaklaşımlarının en temel nedenlerini oluşturmaktadır(Davis,2002:5).

OECD ülkelerinin bazılarında uygulanan portföy sınırlamalarını ana hatları ile aşağıdaki gibi özetlemek mümkündür;

Avusturya'da; varlıkların en az %35'inin devlet tahviline ve ipotekli tahvile yatırılması zorunludur. Belirlenen üst limitler, hisse senetlerinde %50, gayrimenkulde %20, kredilerde %10, AB üyesi olmayan ülkelere yapılacak uluslar arası yatırımlarda %50'dir. Bu ülkede emeklilik fonlarının kurucularının ihraç ettiği yatırım araçlarına yatırım oranı %10 ile sınırlandırılmıştır. Belçika'da portföy sınırlamaları, hisse senetleri için %65, gayrimenkul için %40, sermaye piyasasına kote olmamış şirketlere %30, yatırım fonlarına %30 ve mevduata %10'dur. Uluslararası yatırımlara tanınan sınır %5'tir, ancak bunun %65'lik kısmının OECD ülkeleri hisse senetlerine yapılması zorunludur. Danimarka'da emeklilik fonunun kendi yatırım araçlarına yatırım yapması yasaklanmıştır. Riski yüksek hisse senetlerine yatırım üst sınırı %40 ile sınırlandırılmıştır. Uluslar arası yatırımlar için ise %20'lik bir üst limit belirlenmiştir. Fransa'da kendi yatırım araçlarına yatırım %33 ile sınırlandırılmıştır. Bu ülkede emeklilik fon varlıklarının en az %50'sinin AB üyesi devlet tahvillerinde değerlendirilmesi zorunludur. İspanya'da emeklilik fonlarının hem kendi yatırım araçlarına hem de tek bir varlığa yapacağı yatırım oranı en fazla %10 olarak belirlenmiş, varlıkların %90'ının organize piyasada değerlendirilmesi zorunluluğu getirilmiştir. Bu ülkede OECD üyesi ülkelere yapılacak uluslararası yatırımlar için bir üst limit belirlenmemiştir. İsviçre'de kamu borçlanma araçları hariç tek bir yatırım aracına yapılacak maksimum yatırım limiti %10, kendi yatırım araçlarına yatırım %30, hisse senetlerine yatırım %30, gayrimenkule yatırım %50 ile sınırlandırılmıştır. İrlanda'da ise portföy sınırlandırmaları yoktur. Bu ülkede emeklilik fonları basiretli yönetim ilkesi doğrultusunda yönetilmektedir(Yermo,2000:18-20). Basiretli yönetim ilkesinin geçerli olduğu ve portföy sınırlamalarının olmadığı diğer ülkeler; Hollanda, İngiltere ve Finlandiya'dır(Davis,2001:38). Bu ülkelerde yalnızca kendi yatırım araçlarına belirli sınırlamalar getirilmiştir. Bunun dışında fonların kullanımında başka sınırlamalar bulunmamaktadır.

4.2. Özel Emeklilik Fonlarında Biriken Tasarrufların Anüiteye Çevrilmesi

Özel emeklilik sistemine katılan bireylerin emeklilik hesaplarında biriken fonlar, birey emekliliğe hak kazandığında bir defada çekilebildiği gibi anüite şeklinde de değerlendirilebilmektedir. Birey, fonda biriken parasının tamamı ile bir anüite satın alabileceği gibi parasının bir kısmını peşin alıp geriye kalanı ile anüite de satın alabilir. Anüite uygulaması, toplu paranın aktüeryal bazda muadili olan düzenli ödemelere bölünmesi esasına dayanır(Şen-Memiş,2000:43). Bu anlamda anüitenin amacı, bireylerin gelir kaybı ihtimaline karşı koruma sağlamaktır(Yermo,2000:299).

Özel emeklilik fonlarının aslında temel amacı, bireylerin emeklilik dönemlerine yönelik olarak tasarruf mekanizması oluşturmaktır. Dolayısıyla özel emeklilik fonları, kendilerinde toplanan birikimlere mümkün olan en yüksek getiriyi sağlama konusuna yoğunlaşmaktadırlar. Ancak, bazı durumlarda özel emeklilik fonlarına üye olan bireylere hayat sigortası da yaptırılmaktadır(James,Vittas,2000:313). Bu uygulamanın amacı, bireyin maluliyet durumu ile karşı karşıya kalması durumunda kendisinin, ölümü halinde bakmakla yükümlü olduğu kişilerin maduriyetini gidermek ve sosyal sigorta ilkeleri doğrultusunda sonraki dönemde bu kişilere güvence sağlamaktır.

Ancak özel emeklilik fonlarının uygulandığı bir çok ülkede hayat sigortası ve anüiteler emeklilik fonlarınca sağlanmamakta, emeklilik fonlarından ayrı olarak hayat sigortası branşında faaliyet gösteren sigorta şirketlerinden satın alınmaktadır. Bu durum aynı zamanda sigorta sektörünün gelişmesine de katkı sağlamaktadır.

Özel emeklilik fonlarında emekliliğe hak kazanan bireyler, tercihleri konusunda tamamen özgürdürler. Bu anlamda fonda biriken ana para ve nemalarını bir defada çekebilecekleri gibi anüiteye de dönüştürebilirler. Emeklilik şirketinin buradaki sorumluluğu, üyenin isteği doğrultusunda kendi

görevini yerine getirmek; üye parasını çekmek isterse bu parayı ödemek, anüiteye dönüştürmek isterse üyenin istediği sigorta şirketine fonu aktarmaktır.

Fonda biriken parayı tek seferde almak isteyen katılımcılar, bu parayı ya ertelemiş oldukları ihtiyaçlarını karşılamada kullanacak(örneğin ev veya otomobil satın alacak) ya da beklenen anüite aylığının üzerinde bir getiriye sahip olma beklentisiyle yatırıma yönlendirecektir(Yermo,2000:299). Biriken fonun tüketim harcamasına gitmesi, hem sermaye birikimini azaltacağından hem de talep yaratacağından ekonomik denge üzerinde olumsuz etkiler bırakabilir. Bu nedenle bazı ülkelerde kamu otoriteleri, bu paranın sistemde kalması ve sermaye stoğunun erimemesi için bir defada çekilecek paraları yüksek oranda vergiye tabi tutmakta, üyeleri anüite satın almaya teşvik etmektedir.

Sigorta firmaları kendilerinden anüite satın alacak bireylere; enflasyon oranı, piyasa faiz oranı, sigorta firmasının beklenen getiri oranı, üyenin yaşı, ortalama hayatta kalma süresi, ölüm oranı, bakmakla yükümlü olduğu kişilerin özellikleri gibi faktörleri dikkate alarak bir plan sunar. Sunulan planın üyenin beklentilerine cevap verebilecek nitelikte olması, üyenin planı kabul etmesi sonucunu doğuracaktır. Sunulan plandan memnun kalmayan katılımcı, başka bir şirketin anüite planını tercih edebilir. Sistemdeki bu rekabet ortamı, bir taraftan sigorta firmalarını dinamik bir sürece sokarken diğer taraftan üyelerin bu durumdan mümkün olduğunca iyi şartlarda yararlanmasına neden olacaktır.

Oluşturulan anüite planının en önemli parametrelerinden biri enflasyon oranı ve piyasa faiz oranıdır. Piyasa faiz oranının yüksek olması durumunda anüite yüksek, düşük olması durumunda düşük olacaktır (Ergenekon,2000_(b): 100). Dolayısıyla piyasaların dengede olmadığı durumlarda bu hesaplamaları yapmak oldukça zordur. Bu anlamda yapılacak bir hata sigorta firmalarını çok büyük finansal krizlere sokabilir. Bu nedenle anüite tablosu oluşturulurken

gelecek dönemlerdeki gelişmelerin doğru tahminlenmesi ve tabloya yansıtılması hayati öneme sahiptir.

4.3. Özel Emeklilik Fonlarının Avantaj ve Dezavantajları

Özel emeklilik fonları, kamu emeklilik fonlarının sağladığı emeklilik hizmetine ilave bir emeklilik geliri sağlama arzusu neticesinde uygulamaya girmiş kuruluşlardır. Bu kuruluşların kamu emeklilik fonlarına göre daha yüksek bir getiri ve daha iyi bir hizmet kalitesi sağlayacağına, makro anlamda genel ekonomiye; tasarrufların artırılması, sermaye piyasalarının, sigorta sektörünün gelişimine katkı sağlaması, özelleştirme süreci ve istihdam üzerinde olumlu etki yaratması gibi olumlu etkiler sağlayacağına inanılmaktadır

Özel emeklilik fonlarının sağladığı avantajları ana hatları ile aşağıdaki gibi ifade etmek mümkündür (Thompson,2001:240);

- Özel emeklilik fonları, emeklilik birikimlerini yatırıma dönüştürme konusunda esnek bir yapıya sahiptir. Bu konuda yapılan çalışmalar, özel emeklilik fonlarının genellikle kamu emeklilik fonlarından daha yüksek getiri elde ettiğini ortaya koymaktadır. Bu durumun nedeni olarak, özel emeklilik fonlarının sahip olduğu esnek yapı gösterilmektedir. Kamu emeklilik fonları, kamu finansman aracı olarak düşük faizli kamu kağıtlarında veya ekonomik olmayan politik projelerin finansmanında kullanılabilirken, özel emeklilik fonları tamamen karlılık ilkesine odaklanır. Diğer taraftan, bazı durumlarda kamu emeklilik fonlarının özel ekonomiye müdahale etmesinin önüne geçmek için, bu fonların yatırım aktiviteleri sınırlandırılmış, bu kuruluşlara, ellerindeki fonları banka mevduatı, hazine kağıtları, gayrimenkul gibi belirlenmiş yatırım alanlarında değerlendirme zorunluluğu getirilmiştir. Bu gibi sınırlamalar, kamu emeklilik fonlarının getirilerini azaltırken, özel emeklilik fonlarında bu sınırlamalar söz konusu olmamakta, bu kuruluşlar ellerindeki fonları finansal piyasalarda en karlı şekilde değerlendirmektedirler.

- Emeklilere ve çalışanlara sağlanan hizmet kalitesi yüksektir. Kamu emeklilik fonları, yeterli hizmet kalitesine ulaşmada başarılı olamamıştır. İstisnaları olmakla birlikte bu konudaki yaygın görüş, özel işletmelerin kamuya nazaran daha yüksek hizmet kalitesi sağlayacağı şeklindedir. Bu anlamda özel emeklilik fonlarının da üyelerine sağlayacağı hizmet kalitesinin yüksek olacağına inanılmaktadır.

- Sağlanan teşvikler, özel emeklilik fonlarını cazip bir yatırım alternatifi haline getirir. Pek çok ülkede sistemi teşvik etmek için vergi düzenlemeleri yapılmış, fona yatırılan aidatların gider olarak gösterilmesine olanak sağlanmıştır. Bu durum, özel emeklilik fonlarını daha başlangıçta karlı bir yatırım alternatifi haline getirmektedir.

- Çalışanlar emeklilik fonunu seçebilmektedir. Son dönemlerde yapılan pek çok uygulamada çalışanlara emeklilik fonunu seçme olanağı tanınmıştır. Bu durum, firmalar arasındaki rekabeti kızıştırarak üyelerin hem daha iyi hizmet almalarına hem de daha yüksek bir getiri elde edebilmelerine olanak sağlamaktadır.

Bu avantajlarının yanında, bazı ülkelerdeki uygulamalar özel emeklilik fonlarının bazı dezavantajlarının olduğunu ortaya koymaktadır. Bu dezavantajların en önemlileri aşırı pazarlama maliyetleri ve yönetim giderleri ile etkili düzenleme çerçevesi ihtiyacıdır. Özel emeklilik fonlarını yürürlüğe koyan ülkelerde, müşteri çekebilmek için girilen rekabetin çok yüksek oranda pazarlama maliyetlerine neden olduğu görülmüştür. Yüksek pazarlama maliyetleri, özel emeklilik fonlarının faaliyet karlarının oldukça üzerinde olan genel yönetim giderlerini beraberinde getirmiş ve böylece özel emeklilik planlarının getirileri önemli oranlarda azalmıştır. Özel emeklilik fonlarında yönetim giderleri, Latin Amerika ülkelerinde yapılan katkılarının yaklaşık olarak %18'i civarındadır. Bu oran İngiltere'de daha da yüksektir(%25). Bu ülkelerde %25'lik bir yönetim gideri, emeklilik varlıklarının net reel getirisinde yıllık %1,2 ile %1,5 arasında bir azalmaya neden olmaktadır(Thompson,2001:241).

Bu konuda Bateman tarafından yapılan bir çalışma(2001), aktiflerin yüzdesi şeklinde ifade edilen genel yönetim giderlerinde meydana gelecek küçük bir değişikliğin emeklilik getirileri üzerinde çok büyük bir etkisinin olduğunu ortaya koymuştur. Bateman, yaptığı çalışmada Avustralya özel emeklilik fonlarında 20 yıllık bir katkı sürecinde yıllık %5'lik bir reel getiri oranında; yıllık aktif giderinin %1 olması durumunda emeklilik birikiminin %11 oranında azalacağını hesaplamıştır. Katkı süresinin 40 yıl olması durumunda ise, diğer veriler aynı iken, emeklilik geliri %22 oranında azalmaktadır. Aktif giderinin %1 yerine %2 olması durumunda 20 ve 40 yıllık katkı sürelerinde getirideki azalma oranı sırasıyla %21 ve %39 olmaktadır. Reel getiri oranının %10 ve aktif giderinin %1 olması durumunda, emeklilik getirisi 20 yıllık katkı süresinde %12, 40 yıllık katkı süresinde % 26 azalmaktadır.

Tablo 1. 5: Alternatif Gider Türleri Arasındaki İlişki

Katkı Süresi	Aktiflerin %'si Olarak Giderler	Emeklilik Birikimlerindeki Azalma	
		r=%5	r=%10
20 Yıl	0,5	6	6,5
	1,0	11	12
	2,0	21	23
	3,0	29	32
40 Yıl	0,5	12	14
	1,0	22	26
	2,0	39	45
	3,0	51	58

Kaynak: Bateman,2001:16.

Özel emeklilik fonlarına yönelik bir diğer olumsuzluk, sistemin yönetim çerçevesinin iyi oluşturulamamasıdır. Böyle bir durumda, bireylerin sisteme olan güvenleri kaybolacak ve sistemin başarı ile uygulanması daha başlangıç aşamasında zora girecektir.

Avantaj ve dezavantajları yukarıda ifade edilen özel emeklilik fonlarının uygulandığı ülkedeki başarısını etkileyen önemli faktörler mevcuttur. Bu faktörlerden ilki, özel emeklilik fonlarının sosyal güvenlik sistemindeki oranı ile alakalıdır. Bireylerin gelirleri içerisinde kamu sosyal

güvenlik sisteminin kapsamı ve payı büyüdükçe özel emeklilik programlarına ayrılabilir geliri azalmaktadır. İkincisi, özel emeklilik ürünlerine sağlanan vergi teşvikleri ve emeklilik gelirlerinin vergi dışı tutulması özel emeklilik programlarına katılımı artırmaktadır. Üçüncüsü, insanların gönüllü tercihleriyle uzun dönemde düzenli olarak tasarruflarını yönlendirdikleri özel emeklilik sisteminde güven unsuru ön plana çıkmaktadır. Sistemin taraflarının görev ve sorumluluklarının detaylarıyla sıralanması, risk kontrolü, fon yönetiminin etkinlikle gerçekleştirilmesine olanak veren bir mevzuatın varlığı, bu mevzuata riayet edildiğini aktif olarak değerlendiren uzman bir denetim biriminin olması özel emeklilik sisteminin ciddi krizlerle karşılaşmadan gelişebilmesi açısından çok önemlidir. Dördüncüsü, sermaye piyasası, finansal kurumlar ve sigortacılık müesseselerinin sağlıklı bir şekilde işlemekte olması ve işlemesine herhangi bir engel bulunmaması gerekmektedir. Beşincisi ise, istikrarlı makro ekonomik bir ortamın varlığı özel emeklilik fonlarının başarılı olmasında etkili olmaktadır. Özel emeklilik kurumları zaman içerisinde yeterli varlığa ulaştınca makro ekonomik istikrarın güvencelerinden birisi konumuna gelmektedir(Ergenekon,2000^(a),9).

4.4. Özel Emeklilik Fonlarının Vergilendirilmesi

Özel emeklilik fonları, bir taraftan sosyal güvenlik alanında faaliyet gösterirken diğer taraftan finansal sisteme kaynak aktarımı fonksiyonunu yerine getirmektedir. Bu nedenle sistemin başarısı hem finansal piyasaların ve dolayısıyla ekonomik durumun gelişimine hem de kamunun sağladığı emeklilik gelirin ilave bir emeklilik geliri sağlayarak, sisteme üye olanların emeklilik dönemlerinde daha iyi bir hayat standardı sürmelerine olanak sağlamaktadır. Sistemden beklenen bu faydaların sağlanabilmesi için çalışanların tasarruflarını özel emeklilik fonlarına çekecek ve tasarruf eğilimini artıracak şekilde bu fonlar diğer tasarruf araçlarına nazaran daha düşük oranlarda vergilendirilmekte ve hatta sisteme vergi teşvikleri sağlanmaktadır (Willmore,2000:391). Sağlanan vergisel teşvikler sisteme giriş aşamasında

kendini göstermekte, bu aşamada yapılan katkılar ya belirli bir düzeye kadar ya da tamamen vergiden muaf tutulmaktadır.

Özel emeklilik fonlarında vergilendirme üç aşamada gerçekleşmektedir. Bu aşamalar; emeklilik fonuna yapılan katkılarının vergilendirildiği katılım aşaması, emeklilik fonunun yatırımlarından elde edilen sermaye kazancının vergilendirildiği yatırım aşaması ve emeklilik fonu katılımcılarına yapılan son ödemenin vergilendirildiği ödeme aşamasıdır(Gollier,2000:44). Dolayısıyla, sisteme sağlanacak vergisel teşvikler bu aşamalarda sağlanmaktadır. Dünyadaki bazı uygulamalar incelendiğinde, sağlanan teşviklerin genellikle ilk aşamada yer alan katılımların gelir vergisi matrahından indirilmesi, ikinci aşamadaki yatırım gelirlerinin, emekli aylığı ödeninceye kadar vergi dışı bırakılması ve son aşamadaki ödemelerin de nispeten düşük vergilendirilmesi şeklinde olduğu görülmektedir. Özellikle katılımların vergi matrahından düşülmesine olanak sağlanması ve yatırım gelirlerinin vergilendirilmemesi yoluyla sistemin teşvik edilmesi, fonların bileşik getirilerle hızla büyümesine olanak sağlaması açısından son derece önemli uygulamalardır(Dilnot, 1992:64-65). Nitekim, özel emeklilik sistemi gelişmiş ülkeler incelendiğinde bu ülkelerin genellikle vergi teşviklerini bu iki aşamada sağladıkları görülmektedir (Dilnot,1992:66).

Dünyadaki tüm emeklilik fon varlıklarının %94' ünü oluşturan ve fon varlıklarının GSMH'ya oranının en yüksek olduğu 7 ülke(sırasıyla İsviçre, Hollanda, İngiltere, ABD, İrlanda, Kanada, Japonya) vergi düzenlemeleri açısından incelendiğinde(Ergenekon,1998:107), bu ülkelerden Japonya hariç emeklilik fonuna yatırılan primler ve emeklilik fonu yatırım gelirlerinin vergilendirilmediği görülmektedir. Başka bir ifade ile bu ülkelerde yalnızca ödeme aşamasında vergileme yapılmaktadır. Japonya'da ise hem yatırım gelirleri hem de ödeme aşamasında vergileme vardır.

Tablo 1. 6: Bazı Ülkelerde Özel Emeklilik Fonlarının Vergilendirilmesi

	Katılım Aşaması	Yatırım Aşaması	Ödeme Aşaması
ABD	Yok	Yok	Var
İngiltere	Yok	Yok	Var
Almanya	Var	Yok	Var
Japonya	Yok	Var	Var
Kanada	Yok	Yok	Var
Hollanda	Yok	Yok	Var
İsveç	Yok	Var	Var
Danimarka	Yok	Var	Var
İsviçre	Yok	Yok	Var
Avusturya	Var	Var	Var
Fransa	Yok	Yok	Var
İtalya	Yok	Yok	Var

Kaynak: Davis,1995: 86.

Yukarıdaki tablo, bazı ülkelerde özel emeklilik fonlarında vergileme politikalarını ortaya koymaktadır. Emeklilik fon varlıklarının büyük hacimlere ulaştığı bu ülkelerin neredeyse tamamına yakını katılım ve yatırım aşamasını vergi kapsamı dışında bırakmış, ödeme aşamasını vergilendirmiştir. Bu uygulamanın dışına çıkan ülkelerden Almanya’da yatırım aşaması, Japonya, İsveç, Danimarka’da katılım aşaması vergi dışında bırakılmış, diğer iki aşama vergi kapsamına alınmıştır. Avusturya’da ise tüm aşamalarda vergileme yapılmaktadır.

Tablodan da izlenebileceği gibi, özel emeklilik fonlarında vergilendirme genellikle ödeme aşamasında gerçekleşmektedir. Bu aşamada, emeklilere yapılan ödemeler bir defada “toplu” veya anüite olarak “aylık” şeklinde yapılabilir. Her iki aşamanın vergilemesi ise ülkeden ülkeye farklılık arz eder. Bazı ülkelerde her iki durumun vergilemesi aynı iken, bazı ülkelerde toplu ödemeler daha yüksek oranda vergilendirilmektedir. Bu durumun temelinde ise, sağlanan sermaye birikiminin tüketime yöneltilerek eritilmesi yerine sermaye piyasalarında kalarak sermaye birikimine katkı sağlaması gerekçesi yatmaktadır. Zira, özel emeklilik fonlarına sağlanan tüm bu vergi avantajlarının özünde, tasarrufların vergi kapsamı dışında tutulmak suretiyle, uzun vadeli yatırıma yönlendirilmesi ve sermaye piyasasına istikrarlı fon akışının sağlanması gelmektedir. Böylelikle sermaye piyasasının

gelişmesinden dolayı olarak da olsa bireylerin pay almasının sağlanması amaçlanmaktadır.

Özel emeklilik fonlarına uygulanan ayrıcalıklı vergi rejiminin temelinde, harcamaların vergilendirilmesi, tasarrufların ise vergi kapsamı dışında tutulması mantığı yatmaktadır. Bu saik ile hareket edilince, tasarruf edilen ve tasarrufların plase edildiği alanlardan elde edilen gelir, harcama dönemine kadar vergilendirilmemektedir. Buna karşılık, fonlanmış emeklilik yükümlülüklerinin kayda değer bir gelişim göstermediği ülkelerde harcama ile gelir arasında ayırım yapılmadığı veya çeşitli kombinasyonlar altında her türlü gelirin vergilendirildiği görülmektedir(Ergenekon,1998:110).

Vergilemenin katılım ve yatırım aşamalarında değil ödeme aşamasında yapılması, ilk bakışta kamu otoritesi açısından bir vergi kaybına neden olur şeklinde düşünülse de, aslında vergi erteleme olan bu uygulamanın ileriki yıllarda vergi gelirleri üzerinde pozitif bir etki yaratacağı kabul edilmektedir(Pilch-Wood,1979:171). Zira, ödeme aşamasında yapılacak vergilemede faiz ve temettü gelirleri ile artan matrahtan daha yüksek miktarda vergi alınması mümkün olmaktadır. Bu şekildeki uygulamada yapılan, aslında verginin zaman dilimini değiştirmekten ibarettir. Ancak, bu uygulama hem sistemin gelişmesi, hem de sermaye piyasası ve ekonomik kalkınmanın sağlanması açısından önemli sonuçlar doğurmaktadır.

5. Emeklilik Hizmeti Sağlayan Hayat Sigortalarının Özel Emeklilik Fanları İle Karşılaştırılması

Hayat sigortaları, sigortalının belirli bir süre içinde ve beklenmedik bir şekilde çalışamaz hale gelmesi ile kendisinin, ölmesi durumunda ise sigortalının yaşamasından menfaati olan aile üyelerinin uğrayabileceği maddi kayıpları hafifletmeyi amaçlayan bir mekanizma olarak tanımlanmaktadır (Önal,2001:86). Tanımdan da anlaşıldığı üzere hayat sigortaları, temelde insanları yaşam süreleri içerisinde karşılaşılabilecekleri risklere karşı korumayı amaçlayan kuruluşlardır. Her ne kadar, üyelerine emeklilik hizmeti sağlasalar

da, bu kuruluşların temel amacı üyelerinin yaşam veya işgücü kaybına uğramaları durumunda kendilerini veya yakınlarını sigorta kapsamına alarak, sonraki dönemlerde hayatlarını devam ettirebilecek bir gelir seviyesi sağlamaya olanak sağlamaktır. Özel emeklilik sisteminde ise temel amaç, üyelerine sigorta sağlamak fonksiyonu yerine, uzun vadeli bir tasarruf ve yatırım mekanizmasının kurulmasıdır. Başka bir ifadeyle bu sistemin amacı, bireylerin çalışma süreleri boyunca gelirlerinden yapılacak kesintileri uzun vadede yatırıma dönüştürerek, bireylere emeklilik dönemlerinde daha iyi bir hayat standardı sağlamaktır.

Özel emeklilik fonları ile hayat sigortaları arasındaki temel bazı farklılıkları aşağıdaki şekilde sıralamak mümkündür(Davis,2001:17);

- Hayat sigortalarında bireyler, tasarruflarının süresi üzerinde emeklilik fonlarına göre daha yüksek bir kontrol yetkisine sahiptir. Bu sigortalar, bireylerin tasarruflarını kısa ve orta vadede değerlendirirler. Bireyler, belirli bir süreden sonra yatırdıkları tutarları geri alma hakkına sahiptir. Özel emeklilik fonlarında ise tasarruflar emeklilik dönemine yönelik olarak uzun vadeli olarak değerlendirilir. Bireyler, yatırdıkları tutarları ancak emekli olduklarında veya yasanın öngördüğü belirli bir yaşta alabilirler.*

- Hayat sigortaları, rekabetçi bir ortamda kendi ürünlerini pazarlarlar. Bu sigortalardan poliçe satın alanların, belirli bir süre sonunda elde edecekleri miktar baştan bellidir. Özel emeklilik fonlarında ise, şirket ürünü söz konusu olmadığı gibi üyelerinin emekli olduklarında elde edecekleri miktar da belli değildir.

- Hayat sigortalarında enflasyonun ve buna bağlı olarak sabit getirili menkul kıymet getirilerinin düşmesi sigorta şirketini olumsuz şekilde etkiler.

* Türkiye için, hayat sigortası şirketlerinde minimum sistemde kalma süresi üç yıldır. Üye, üç yılı doldurunca ana para ve getirisi ile sistemden ayrılabilir. Emeklilik için ise yaşa bakılmaksızın asgari on yıllık bir süre gerekir. Özel emeklilik fonlarında ise, on yıl ve 56 yaş zorunluluğu vardır. Üye, en az on yılı doldurmadan ve 56 yaşına gelmeden emekli olamaz. Ancak, istediği zaman sistemden ayrılabilir. Böyle bir durumda üyenin birikimleri üzerinden %15'lik stopaj kesintisi ve fonun işletim giderleri düşüldükten sonra kalan tutar üyeye ödenmektedir.

Zira sigorta şirketleri, poliçe satışında belirli bir getiri oranı varsayımı üzerinden hesaplamalar yapmaktadır. Özel emeklilik fonlarında ise yatırım araçlarının getirilerinde meydana gelebilecek değişimler sigorta şirketini etkilememekte, bu durum direkt olarak üyelere yansıtılmaktadır.

- Hayat sigortalarında birikimler, şirketin tercihleri doğrultusunda yatırıma yönlendirilirken, özel emeklilik fonlarında yatırım şeklini bireylerin kendileri belirlemektedir. Bireyler almak istedikleri risk profiline uygun olarak istedikleri bir veya birden fazla fonu seçebilmektedir. Ayrıca zaman içinde bu tercihlerini değiştirme hakları da mevcuttur.

- Hayat sigortalarında, bireylerin transferi söz konusu değildir. Üye, şirket performansından memnun değilse, belirli bir süre geçmesi koşuluyla sistemden ana para ve getirisini alarak ayrılabilir. Özel emeklilik fonlarında ise üye, getirisinden memnun olmadığı şirketi değiştirme hakkına sahiptir.

- Vergi teşvikleri açısından özel emeklilik fonlarına sağlanan teşvikler çoğunlukla hayat sigortalarına göre daha fazladır.**

- Hayat sigortasında, poliçe güvencesinde genellikle kredi verilebilmektedir. Bu amaçla sigorta firmaları bu talebi göz önünde tutarak kısa vadeli likit varlık bulundurlar. Emeklilik fonlarında ise böyle bir durum söz konusu değildir. Bundan dolayı emeklilik fonlarının kısa vadeli likit varlık bulundurma gereksinimi pek yoktur(Önal,2001:31).

** Türkiye’de ücretli çalışanlar için, hayat sigortalarında tanınan vergi avantajı, brüt maaşın % 5’i kadardır. Üye, brüt maaşının % 5’ine kadar satın aldığı poliçeyi gelir vergisi matrahından indirebilmektedir. Özel emeklilik şirketleri için ise bu oran %10’dur. Üye, asgari ücreti geçmemek koşuluyla brüt maaşının % 10’una kadar ödediği emeklilik primini gelir vergisi matrahından indirebilir. Ayrıca, hayat sigortalarından farklı olarak, özel emeklilik sisteminde yer alan işverenlere de üyeleri adına yaptıkları katkıları gider yazabilme imkanı getirilmiştir. Buradaki sınır ise yine asgari ücret ve üyenin brüt maaşıdır.

Tablo 1. 7: Özel Emeklilik Fonları ile Hayat Sigortalarının Karşılaştırılması

Özellikler	Özel Emeklilik Fonları	Hayat Sigortaları
Teminat	Ölüm ya da sakatlık teminatı içermez. Bu teminatlara sahip olmak için ayrıca hayat sigortası yaptırmak gerekir.	Büyük bir kısmı sadece ölüm ya da ölüm ve kalıcı sakatlık teminatı sağlar.
Süre	Emeklilik için en az 10 yıllık süre boyunca katkı sağlanması ve 56 yaşın tamamlanması zorunludur.	Yaşa bakılmaksızın sigorta süresi en az 10 yıl olmalıdır.
Katkı payı ve pirim ödemelerinde vergi avantajı	Ödeme yapılan dönemde elde edilen gelirin %10'unu ve asgari ücreti aşmamak kaydıyla vergi matrahından indirilir.	Ödeme yapılan dönemde elde edilen gelirin %5'ini ve asgari ücreti aşmamak kaydıyla vergi matrahından indirilir.
Süre sonu ödemelerinde vergi avantajı	Birikimlerin % 25'lik bölümü vergiden istisna edilmiştir. Kalan %75'lik kısma %5 oranında stopaj uygulanır.	Birikimlerin %10'luk bölümü vergiden istisna edilmiştir. Kalan %90'lık kısma %10 oranında stopaj uygulanır.
Yatırıma Yönlendirme	Katılımcı yatırım yapacağı fonları kendisi belirler.	Sigorta fonları sigorta şirketi tarafından yönetilir.
Başka Şirkete Aktarım	Şirketler arası aktarım yapılabilir.	Şirketler arası aktarım yapılamaz.
Giriş Aidatı	Sisteme ilk girişte ya da ertelenmiş olarak katılımcıdan alınabilir.	Giriş aidatı yoktur.
Borçlanma	Birikimlerden borç alınmaz, sadece birikimler alınarak sistemden çıkılabilir.	Birikimlerden borç alınabilir.
Sistemden Çıkış	İstenildiği zaman çıkılabilir.	Çıkmak için minimum üç yıl sistemde kalma şartı vardır.

Kaynak : www.anadolu.emeklilik.com.tr/21.04.2003.

6. Özel Emeklilik Fon Modelleri ve Dünyada Özel Emeklilik Fonu Uygulamaları

6.1. Özel Emeklilik Fon Modelleri

Özel emeklilik fonları, ilk uygulandıkları tarihten bu güne kadar geçen sürede asıl dikkati 1981 yılında Şili'deki emeklilik sisteminin tamamen özelleştirilmesi sonucu çekmiştir. Bu tarihte Şili, son derece radikal bir kararla

kamuyu emeklilik sisteminden çekmiş, emeklilik sistemini tamamen özel sektöre devretmiştir. Bu uygulama uluslararası kuruluşlar tarafından dikkatle takip edilmiş, Şili adeta bir laboratuvar olarak değerlendirilmiştir. Şili'deki uygulama zamanla öylesine başarılı sonuçlar vermiştir ki, sonraki süreçte başta Dünya Bankası ve OECD olmak üzere uluslararası kuruluşlar bu sistemi ayrıntılı incelemeye almış ve diğer ülkelere de sosyal güvenlik sistemlerinin kurtuluş reçetesi olarak önermişlerdir.

Özel emeklilik fonlarının dünya uygulamaları ülkeden ülkeye farklılık arz eder. Bununla birlikte genel anlamıyla dünyadaki özel emeklilik fon uygulamalarına model teşkil edebilecek dört farklı uygulamadan söz etmek mümkündür(Thompson,2001:245). Özel emeklilik fonlarını uygulayan her ülke bu modellerden kendi koşullarına en uygun olanını benimsemiştir. Bu modeller; Latin Amerika Modeli, İngiltere Modeli, İsveç Modeli ve İsviçre Modeli'dir. Her bir modelin özellikleri ana hatları ile aşağıda incelenmiştir.

6.1.1. Latin Amerika Modeli

İlk uygulaması Şili'de olan sonraki yıllarda diğer Latin Amerika ve farklı yaklaşımlarla bazı Avrupa ülkelerinde uygulamaya konulan bu modelde, çalışanlar belirli sayıda olan yetkilendirilmiş emeklilik fonlarından birini seçerler. Üyelerin seçecekleri şirketi serbestçe belirleme ve üyesi oldukları şirketi değiştirme hakkı vardır. Emeklilik şirketlerinin yatırım yapacakları enstrümanlar yasalarla belirlenmiştir. Üyeler yatırım felsefeleri doğrultusunda diledikleri seçeneği tercih edebilmekte ve bu tercihlerini belirli sınırlamalarla değiştirebilmektedirler. Pek çok ülkede katkıların toplanması ve sistemdeki emeklilik şirketlerine aktarılması kamu tarafından yapılmakla birlikte bazı ülkelerde katkıların toplanması sorumluluğu da emeklilik şirketlerine bırakılmıştır. Emeklilik fonları, hesaplardaki bilgilerin kayıtlarının tutulmasından sorumludur. Dolayısıyla, bu firmaların topladıkları katkılardan elde ettikleri getirilerden yönetim giderleri düşüldükten sonra kalan tutarı toptan veya belirli dönemler itibari ile anüite şeklinde üyelerine emekli olduklarında ödeme yükümlülükleri vardır(Thompson,2001:245).

Bu modelin uygulamada farklı versiyonları vardır. Bunlardan birincisi Şili'nin öncülüğünü yaptığı ikame edici emeklilik uygulamasıdır. Bu uygulamada kamu emeklilik sistemi tamamen tasfiye edilerek yerine özel işletmelerce yönetilen emeklilik fonları sistemi kurulmuştur(Kuypsich,2001:9). Böyle bir uygulama, oldukça yüksek miktartlı bir geçiş maliyeti yaratması nedeniyle diğer ülkelerce tercih edilmemiştir. Geçiş maliyeti, kamu emeklilik sisteminin tasfiyesi nedeniyle ortaya çıkan yükümlölüklerin kamu tarafından karşılanmasını ifade eder. Kamu bu yükümlölüğünü ancak piyasadan borçlanarak, vergileri artırarak veya diğer kamu projelerindeki harcamalardan tasarruf yaparak yerine getirebilir. Bu alternatiflerin her biri kamu uygulayıcıları açısından risk taşır. O nedenle bu uygulamanın Şili'den başka örneği yoktur(Thompson,2001:245). İkinci uygulama versiyonu, mevcut emeklilik sistemini ikame etmeyen, ancak mevcut sisteme alternatif olan ve iki sistemin rekabetinin amaçlandığı uygulamadır. Peru ve Kolombiya'da oluşturulan yapı bu modelin örneğidir. Her iki ülkede de mevcut olan kamu ve özel emeklilik fonları arasında bireylere tercih yapma hakkı tanınmıştır(Kuypsich,2001:10). Kamusal emeklilik sistemi bu modelde kapatılmamakla birlikte Kolombiya'da tümüyle, Peru'da ise kısmen özel emeklilik modeliyle rekabet edecek şekilde yenilenmiştir(Quisser,1999:9). Üçüncü uygulama versiyonunda ise özel emeklilik fonları, kamu emeklilik sisteminin tamamlayıcısı olarak oluşturulmuştur. Arjantin, Uruguay ve Kostarika'da uygulanan bu modelde kamu emeklilik sistemi temel olup, özel emeklilik sistemi ile bütünleştirilmesi amaçlanmıştır(Kuypsich,2001:10).

6.1.2. İngiltere Modeli

İngiltere emeklilik sistemi, hem devlet hem de özel sektör emeklilik programlarından oluşmaktadır. Sistem, üç ayak üzerine inşa edilmiş olup ilk ayakta devlet kanalıyla işleyen temel emeklilik ve kazanca bağlı emeklilik, ikinci ayakta işverenler kanalıyla işleyen mesleki emeklilik, üçüncü ayakta ise bireysel emeklilik uygulaması yer almaktadır (Blake,2000:223).

İngiltere emeklilik sisteminin ilk ayağı temel emeklilik ve kazanca bağlı emeklilikten oluşur. Devlet tarafından yürütülen temel emeklilik programına üyelik, hem işçilere hem de kendi işi için çalışanlara zorunludur. Kazanca bağlı emekliliğe üyelik ise, hafta başına 64 sterlinden fazla kazanan tüm işçiler için zorunludur. Ancak, ikinci ayak işveren programı ile mesleki emekliliği ya da üçüncü ayaktaki bireysel emekliliği seçenlerin kazanca bağlı emekliliğe üye olması zorunlu değildir(Thompson,2001:245). Devlet, temel emeklilik programını ve kazanca bağlı emekliliği yönetmektedir. Temel emeklilik programı, dağıtım yöntemiyle finanse edilmekte; tüm katkılar Milli Sigorta Fonunda toplanmakta ve oradan da emeklilik ödemeleri yapılmaktadır. Temel emeklilik programı ile tüm çalışanlara düz oranlı bir emeklilik, kazanca bağlı emeklilik programına katılan çalışanlar için ise çalışanın kazancına bağlı olarak emeklilik ödemesi yapılmaktadır. Kadınlarda 60, erkeklerde 65 olan emeklilik yaşı 2020’de hem kadınlar hem erkekler için 65 olacaktır. Ayrıca, temel emeklilik şartlarını sağlayamayan ya da emekli maaşı minimum miktardan düşük olan yaşlı emeklilere de emeklilik maaşı ödenmektedir(ABI,2002,14).

İngiltere emeklilik sisteminin ikinci ayağı işverenler tarafından oluşturulan mesleki emeklilik programlarından oluşmaktadır. İşveren, bir emeklilik programı oluşturup oluşturmamakta ve ayrıca, bunu kazanca bağlı emeklilik programının yerine koyup koymamakta serbesttir. 1988’den beri, bu emeklilik programlarına üyelik zorunlu tutulmamaktadır. Şirket için çalışan tüm işçiler mesleki emeklilik programına katılabilmekte, fakat katılım hakkı işveren tarafından kısıtlanabilmektedir. Kural olarak şirket emeklilik programları işverenler tarafından kurulmakta ve sigorta şirketleri, bankalar, yatırım şirketleri, emeklilik fonu komisyoncuları, sigorta danışmanları, muhasebeciler ile işverenler tarafından yönetilebilmektedir(ABI,2002:10).

Son yıllara kadar mesleki emeklilik program üyelerinin çoğu, belirli fayda esasına göre program kapsamında iken artık işverenler, yeni işçiler için mesleki emeklilik programlarını maliyet açısından daha iyi bir belirginlik

sağladığı gerekçesiyle belirli katkı esasına göre oluşturmaktadır. Mesleki emeklilik programları üyelerine; emekli maaşı, emeklilikte vergisiz toplu ödeme, üyenin ölümü halinde dul eşine maaş ve çocuk yardımı ile emeklilikten önce çalışırken ölmesi durumunda nakit toplu ödeme gibi haklar sağlamaktadır. Hem işveren hem de çalışan için gönüllülük esası vardır, çalışan programdan çıkıp bireysel emekliliğe geçebilmektedir. Çalışanın mesleki emeklilik programından çıkıp bireysel emeklilik programına geçmesi durumunda, işveren çalışanı adına bireysel emeklilik programına katkı yapabilmektedir. Mevcut çalışanların %46'sının mesleki emeklilik programlarına üye olduğunun tahmin edildiği İngiltere'de bu programların finanse edilmesi için yasal bir düzenleme olmamasına rağmen, uygulamada vergi teşviklerinden yararlanılmakta, finansman, işveren ve çalışan arasında paylaştırılmakta, bazı programlar ise tamamen işverence finanse edilmektedir (ABI,2002:16).

6 Nisan 2001'den itibaren ikinci ayak emeklilik düzenlemesi olmayan çalışanlar ile emeklilik dönemlerine ilişkin başka türlü tasarruf yapma hakları olamayacak kişiler için basit, güvenli, esnek ve fonlu bir ikinci emeklilik sağlanması amacıyla Riske Katılım Emekliliği başlatılmıştır. Söz konusu emeklilik, bireyler için belirli katkılı bireysel emeklilik tipinde, bireysel emekliliğe ilişkin aynı kural ve düzenlemelere tabi, düşük primli özel emekliliktir(ABI,2002:16). Fona yapılan ödemelerde çalışma zorunluluğu aranmamaktadır. Sistemin başarısına katkı sağlayabilmek amacıyla, bireylerin yaptığı ödemelere %22 oranında vergi desteği sağlanmaktadır. İşverenlerin sağladıkları katkıların vergiden indirilebildiği yeni düzenlemede işverenlerin fona katkı yapması zorunlu değildir. Ancak, mevcut emeklilik fonuna katkı sağlamayan işverenlere, Ekim 2001'den itibaren çalışanlarına Riske Katılım Emekliliği hakkı sunmak zorunluluğu getirilmiştir. Yeni tip bireysel emeklilik fonunun en önemli esası, maksimum gider harcamasının fonun %1'i ile sınırlanmış olmasıdır. Bu durum söz konusu emeklilik fonlarının, İngiltere'deki diğer bireysel emeklilik fonlarından çok daha az maliyetle idare edilmesine olanak sağlayacaktır. Düşük maliyet, daha yüksek

yatırım getirisi ve dolayısıyla daha yüksek emeklilik maaşı anlamına gelmektedir (Robertson,2001:255). Orta ve yüksek kazançlılar ile düşük gelirli olup emeklilik için tasarruf yapabilecek durumda olanlar ve kendi işinde çalışanlar için Riske Katılım Emekliliğinin uygun olacağı düşünülmektedir (Blake,2001:230).

İngiltere emeklilik sisteminin üçüncü ayağı bireysel emeklilik fonlarından oluşmaktadır. Bireysel emeklilik tamamen gönüllülük esasına dayalı olup; kendi işinde çalışanlar, bir mesleki emeklilik programına üye olmayan çalışanlar, sadece ölüm yardımı sağlayan bir programa üye olarak çalışanlar bu fonlara üye olabilmektedir(Disney vd,2001:73).

1986'da İngiltere'de yürürlüğe giren Sosyal Güvenlik Kanunu, bireysel emekliliği, bir emeklilik tasarruf aracı olarak başlatmıştır. Bireysel emeklilik programının belirlenmiş şartları karşılaması durumunda çalışanlar kazanca bağlı emeklilik program sözleşmesinden çıkabilmektedir. 6 Nisan 1988'den beri, çalışanlar ayrıca, mesleki emeklilik programlarından çıkıp yeni düzenlemeden faydalanma hakkına da sahiptir. Bireysel emeklilikler; sigorta şirketlerince, bankalarca, birlik tröstlerince ve yardımlaşma derneklerince sunulabilmektedir. Bireyin, emekli olduğunda emeklilik maaşını alacağı sigorta şirketini seçme hakkı bulunmaktadır(Thompson,2001:245). İngiltere'de bireysel emeklilik fonları, mesleki emeklilik programına katılamayan kendi işinde çalışanların emeklilik gelirlerini finanse etmede önemli bir rol oynamaktadır. Mesleki emeklilik programına üye pek çok çalışan, emeklilik kazancını maksimize etmek amacıyla gönüllülük esaslı bireysel emeklilik fonlarına üye olmaktadır(ABI,2002:11).

İngiltere modelinde emeklilik birikimlerinin toplanması devletin sorumluluğundadır. Devlet tarafından toplanan fonlar, bireylerin seçmiş oldukları şirketlere aktarılır. Farklı yatırım araçlarının yer aldığı çok geniş bir arenada istediklerini seçebilme hakkı tanınan katılımcılar, üyesi oldukları şirketleri yılda bir kez olmak kaydıyla değiştirebilmektedirler. Bireysel emeklilik şirketleri, hesapların kayıtlarının tutulmasından sorumludur.

Hesaplar, emeklilik dönemlerinde bireysel emeklilik şirketlerine veya ayrı bir sigorta şirketine satılabilecek şekilde anüiteye çevrilebilmektedir(Thompson, 2001:246).

6.1.3. İsveç Modeli

İsveç, İngiltere veya Latin Amerika'da kurulan emeklilik sisteminin altında bir idari gider sağlayan, yatırım araçlarının geniş bir alternatif grup içerisinde seçimine olanak veren bir yaklaşım geliştirmiştir. Sistem, geniş ölçüde bilgisayar ve yazılım teknolojilerinden yararlanmaktadır. Bireysel hesaplar görece olarak düşük katkı oranlarıyla ve dağıtım esaslı kamu emeklilik sistemine ilave bir zorunlu genel sistemden oluşmaktadır(Thompson,2001:246). Sistemde çalışanların maaşlarından %18,5'luk bir kesinti yapılmakta, bu kesintinin %16'lık kısmı dağıtım yönteminin uygulandığı kamu emeklilik sistemine, %2,5'luk kısmı ise bireysel hesaplardan oluşan özel emeklilik sistemine aktarılmaktadır(Ulusoy-Akdemir,2001:25).

Yatırım fonu satma lisansı olan her bir firmaya yerli-yabancı ayırımı yapılmaksızın yönetim giderlerini azaltma olanağı sağlayan zorunlu fonlanmış özel emeklilik sistemine katılma izni verilmiştir. Çalışanlar, sayıları 400 civarında olan belirli şartlara uygun fonların yer aldığı listeden bir veya birden fazlasını seçebilir. Devlet katkıları toplar ve tüm bireysel hesapların devam ettirilmesi sorumluluğunu üstlenir. Sisteme katılan yatırım fonu yöneticileri, kamu emeklilik sisteminden gelen kaynakların toplam değerini bilmekte fakat katkı sağlayan bireylerin kimliğini bilmemektedir. Bu şekilde diğer bireysel emekliliğe dayanan modellerdeki pazarlama maliyetlerinin elimine edileceği ümit edilmektedir. Emeklilikte, bütün hesaplar rekabetçi ortamda en iyi teklifi veren sigorta şirketlerinden kamunun seçeceği bir veya iki şirkette anüiteye çevrilmektedir (Thompson,2001:246).

Sistemde yer alan emeklilik şirketlerinin yatırım sınırlamaları kamu otoritesi tarafından tespit edilmiş ve şirketlere bu sınırlar içerisinde fonları

basiretli yönetim ilkesi doğrultusunda yönetme sorumluluğu yüklenmiştir. Ancak sistemin daha dinamik bir ortamda faaliyet gösterebilmesine olanak sağlayabilmek amacıyla, belirlenen sınırların emeklilik fonlarından gelecek öneriler doğrultusunda değiştirilebilmesine izin veren bir yapı oluşturulmuştur.

6.1.4. İsviçre Modeli

İsviçre, işverenlerin sektör ağırlıklı emeklilik fonlarına belirli oranlarda katkı yapmasını sağlayan bir modele sahiptir. Fonlar işçi ve işverenlerin temsilcileri tarafından ortaklaşa yönetilirler ve emeklilik dönemlerinde anüite şeklinde ödenirler. Çalışanların emeklilik fonlarını veya yatırım araçlarını direkt olarak seçme hakları yoktur. Genel gözetim politikasının dışında katkıların toplanması, hesapların tutulması, varlık yönetimi ve emeklilik ödemelerini içeren bütün faaliyetler özelleştirilmiştir(Thompson,2001:246).

6.2. Özel Emeklilik Fonu Uygulamaları

6.2.1. OECD Ülkelerindeki Uygulamalar

Son yıllarda OECD ülkeleri sosyal güvenlik sistemleri içerisinde özel emeklilik fonu uygulamaları önemli bir yer tutmaya başlamıştır. Nüfusun giderek yaşlanması ve bu sorunun kamu emeklilik sistemlerinin finansal yapılarını olumsuz yönde etkilemesi sonucu, kamu otoriteleri emeklilik sistemlerinde özel emeklilik fonlarının da uygulamaya sokulması yönünde çalışmalar yapmaya başlamışlardır. Bu amaçla, bireysel emeklilik fonları, mesleki emeklilik fonları veya her ikisinin de yer aldığı özel emeklilik sistemi uygulamaları hayata geçirilmiştir.

OECD ülkelerinin ortak özelliği, bir taraftan sosyal güvenlik sistemini parametrik tedbirler ile sürdürürken, diğer taraftan özel emeklilik sistemlerini uygulamaya başlamalarıdır(Ergenekon,1998:118). Bu durumun en önemli nedeni GSMH içerisindeki emeklilik ödemelerinin önümüzdeki dönemlerde artacak olmasıdır. 1990'lı yılların sonunda OECD ülkelerinde emeklilik harcamalarının GSMH içerisindeki payı tablo 1.8'de görülmektedir. Tablodan

izlenebileceği üzere, OECD ülkeleri içerisinde emeklilik harcaması/GSMH oranı en düşük ülke Kanada(%5,4), en yüksek olduğu ülke İtalya(%15)'dir. Bu oran Almanya'da % 12, Fransa'da % 13,3, İngiltere'de % 10,2'dir.

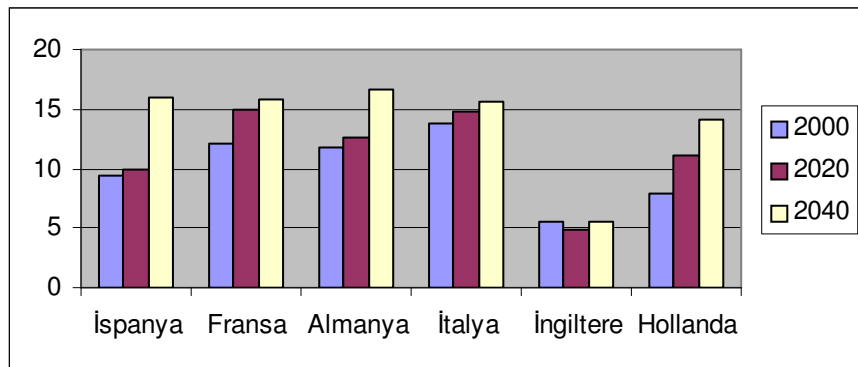
Tablo 1. 8: Bazı OECD Ülkeleri İçin Emeklilik Harcamalarının Kompozisyonu

Ülke	Emeklilik Harcaması/GSMH(%)
ABD	7,2
Almanya	12,0
Avusturya	14,9
Belçika	12,0
Finlandiya	12,9
Fransa	13,3
İngiltere	10,2
İsveç	11,4
İsviçre	12,6
İtalya	15,0
Japonya	6,6
Norveç	8,9

Kaynak: Palacious- Miralles,2000:29.

OECD ülkelerinde nüfusun yaşlanması ve erken emeklilik uygulamaları gibi nedenlerle sosyal güvenlik sistemlerinin finansal yapıları bozulmaya başlamıştır. Bu durum tüm ekonomiyi olumsuz yönde etkilemektedir. Bu konuda yapılan projeksiyonlarda başta Avrupa ülkeleri olmak üzere önümüzdeki yıllarda kamu harcamaları içerisinde emeklilik harcamalarının payının giderek artacağını ortaya koymaktadır(Grafik 1.1).

Grafik 1.1: Bazı OECD Ülkeleri İçin Emeklilik Harcamalarına Yönelik Kamu Harcamalarının GSMH İçerisindeki Payı Projeksiyonu(%)



Kaynak: Pension Reform in the EU, Deutsch Bank, 2003:27.

Yapılan projeksiyonların dayandırıldığı temel varsayım OECD ülkelerinde ortalama ömür beklentisinin önümüzdeki 50 yıllık periyotta yaklaşık olarak beş yıl artacağı ve erkeklerde 75 yaştan 80 yaşa, kadınlarda 81 yaştan 86 yaşa çıkacağıdır(Tablo 1.9).

Tablo 1. 9: AB ülkelerinin Bazıları İçin Ortalama Ömür Beklentisi

Ülke	Erkek		Kadın	
	2000	2050	2000	2050
Almanya	75,2	80,6	81,2	86,3
Fransa	75,2	80,6	82,8	87,3
Hollanda	75,6	79,6	81,0	84,9
İngiltere	75,7	80,6	82,8	87,3
İspanya	75,9	81,0	82,8	87,3
İtalya	75,5	79,5	81,9	85,6

Kaynak: Pension Reform in the EU, Deutsch Bank, 2003:19.

Bu projeksiyonlar ışığında OECD ülkeleri, bu olumsuz etkileri ortadan kaldırmak ve ekonomiye bir dinamizm kazandırabilmek amacıyla, özel emeklilik fonlarını sosyal güvenlik sistemlerine dahil etmeye başlamışlardır. Böylelikle, bir taraftan yaşlanan nüfusun ülke ekonomisi üzerindeki maliyetini azaltabilmeyi, diğer taraftan insanların ileriki yıllarda hayat standartlarını düşürmemeyi sağlamayı amaçlamışlardır.

2000 yılında Börsch-Supan tarafından yapılan çalışmada Almanya, Hollanda, İsviçre, İngiltere, ABD emeklilik sistemlerinde ağırlığın halen kamu emeklilik sisteminde olduğu görülmektedir(Tablo 1.10). Bu ülkelerden Almanya kamu emeklilik sisteminin en yoğun uygulandığı ülkedir. Almanya'da kamu emeklilik sisteminin üyelerine emeklilik dönemleri için son derece iyi imkanlar sunması, bu ülkede çalışanların ilave emeklilik programlarına yönelmelerine mani olmaktadır. Diğer taraftan, bu ülkede işverenlerin, çalışanların emeklilik yükümlülüklerini bilançolarının pasifinde uzun vadeli bir yükümlülük olarak izleme ve bu fonları firma yatırımlarının finansmanında kullanabilme imkanına sahip olmaları da özel emeklilik fonlarının bu ülkede gelişmemesinin temel nedenlerinden biridir (Derelioğlu,2001:18).

Tablo 1. 10: OECD Ülkelerinin Bazılarında Emeklilik Sistemlerinin Yapısı (%)

Emeklilik Sistemi	Ülkeler				
	Almanya	Hollanda	İsviçre	İngiltere	ABD
Kamu Emeklilik Sistemi	85	50	42	65	45
Mesleki emeklilik Sistemi	5	40	32	25	13
Bireysel Emeklilik Sistemi	10	10	26	10	42

Kaynak: Börsch-Supan,2000:11.

Almanya'dan sonra kamu emeklilik sisteminin ağırlıkta olduğu diğer ülke İngiltere'dir. İsviçre'de ise özel emeklilik fonlarının daha ağırlıkta olduğu dikkat çekmektedir.

Ancak, buna rağmen zaman geçtikçe emeklilik sistemlerinde özel emeklilik fonları lehine bir gelişmenin olduğu dikkat çekmektedir. Nitekim Deutsch Bank'ın 2003 yılında yayımladığı bir çalışmaya göre kamu emeklilik sisteminin payı örneğin Almanya'da % 85'den %82'ye, İngiltere'de 65'den 57'ye düşmüştür.

Tablo 1. 11: AB Ülkelerinin Bazılarında Emeklilik Sistemlerinin Yapısı(%)

Ülke	Almanya	Fransa	Hollanda	İngiltere	İspanya	İtalya
Kamu Emeklilik Sistemi	82	51	50	57	92	75
Mesleki Emeklilik Sistemi	5	34	40	30	4	2
Bireysel Emeklilik Sistemi	13	15	10	13	4	23

Kaynak: Pension Reform in the EU, Deutsch Bank, 2003:20.

Özel emeklilik fonlarının GSMH içerisindeki paylarını gösteren rakamlar da benzer sonuçları doğrulamaktadır.

Tablo 1. 12: Bazı OECD Ülkelerinde Özel Emeklilik Fonlarının Ekonomi İçerisindeki Payı

Ülkeler	Toplam Yatırımlar(Milyon Dolar)			GSYİH içerisindeki Payı(%)		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003
ABD	6.723.627	6.027.275	7.227.959	66,9	57,8	66
Almanya	62.621	75.466	85.335	3,4	3,8	3,6
Avustralya	212.860	239.290	295.670	57,7	58,1	56,1
Avusturya	7.555	8.099	10.869	4	3,9	4,3
Belçika	12.639	12.428	10.756	5,6	5,1	3,5
Çek Cumhuriyeti	1.503	2.294	2.294	2,6	3,3	2,5
Danimarka	43.639	44.324	58.717	27,1	25,7	27,7
Finlandiya	9.991	10.606	13.406	8,2	8,1	8,3
Fransa	51.388	95.395	95.395	3,9	6,6	5,4
Hollanda	411.460	374.875	545.239	107,2	89,6	94,1
İngiltere	1.040.472	1.040.472	1.179.718	72,7	66,5	65,7
İsveç	18.254	18.542	23.457	8,3	7,7	7,8
İsviçre	269.010	335.605	335.605	109,4	125,5	125,5
İtalya	19.582	21.751	36.787	1,8	1,8	2,5
Kanada	375.565	346.341	445.761	53,3	47,8	52
Meksika	27.204	31.456	35.743	4,4	4,9	5,7
Portekiz	13.278	14.657	18.243	12,1	12	12,4
Toplam	9.927.315	9.333.119	10.751.570	64,7	57,3	61,2

Kaynak: Global Pension Statistics Project: Data Update, www.oecd.org/dataoecd/ 24.12.2004.

Pension Markets in focus, Haziran 2005, www.oecd.org/dataoecd/ 12.09.2005.

Özel emeklilik fonlarının GSMH içerisindeki payı giderek yükselerek 1987 yılında % 29'dan 1996 yılında %38'e, 2001 yılında % 84,9'a çıkmıştır. 2004 yılı itibari ile bu oran % 84,1 olarak gerçekleşmiştir. Aynı yıl fonların toplam büyüklüğü ise 15 trilyon doların üzerindedir(www.oecd.org/dataoecd/14.12.2005).

Tablo 1.13: Özel Emeklilik Fon Varlıklarının GSMH İçerisindeki Payı; 1991-2002 Karşılaştırması

Ülkeler	1991 Yılı	2002 Yılı	Artış(%)
ABD	51	66	29
Almanya	3	3,6	2
Avustralya	22	56,1	155
Danimarka	16	27,7	73
Hollanda	46	94,1	104
İngiltere	60	65,7	9,5
İsviçre	70	125,5	79
Kanada	32	52	62,5

Kaynak: Davis,1997:6; www.oecd.org/dataoecd/ 24.12.2004.

OECD ülkelerinin bazılarındaki özel emeklilik fon varlıklarının GSMH içerisindeki payları 1991-2002 yılları baz alınarak incelendiğinde, Almanya ve İngiltere dışındaki ülkelerde fon varlıklarının GSMH içerisindeki payının ciddi oranlarda arttığı görülmektedir. Özellikle Avustralya(%155) ve Hollanda(%104)'daki artış dikkat çekmektedir(Tablo 1.13). Tablonun ortaya koyduğu bir diğer durum, Almanya hariç özel emeklilik fon varlıklarının bu ülkelerin GSMH'ları içerisinde önemli bir paya sahip olduğudur.

Tablo 1.14. Bazı OECD Ülkelerinde Emeklilik Fonlarının Varlık Yapıları (Toplam İçerisindeki Payı(%), 2004 Yılı)

Ülkeler	Hazır Değerler	Kamu Menkul Kıymetleri	Özel Sektör Tahvilleri	Vadeli Mevduat	Hisse Senetleri	Gayrimenkul Sertifikası	Yatırım Fonu	Sigorta Kontratları	Diğer Yatırımlar
ABD	8,3	6,4	5,0	0,1	35,5	0,6	30,7	9,4	4,0
Almanya	2,6	2,5	26,6	28,1	32,2	3,8			4,2
Avusturya	1,2	71,6		0,8	19,4	1,0			6,1
Belçika	3,3	2,7	1,7	0,3	9,4	1,4	75,2	2,7	3,4
Çek Cumhuriyeti	9,6	51,9	31,1		5,5	0,3	0,3		1,3
Danimarka	0,3	24,7	29,0	7,2	19,8	2,1	16,9		
Finlandiya	0,9	50,1		8,5	30,4	9,6			0,5
Hollanda	2,2	25,5	13,8	5,3	44,6	5,0			3,5
İngiltere	2,5	14,7	6,8	0,5	43,4	4,3	15,4	6,0	6,3
İspanya	4,9	20,3	36,4		17,5	0,2	7,5		13,3
İtalya	5,9	34,8			8,4	9,2	10,3	24,5	7,1
Kanada	5,0	18,7	5,4		23,6	3,5	36,7		7,2
Macaristan	1,3	74,9	2,0		5,2	0,2	7,5		8,9
Meksika		85,2	11,7						3,1
Norveç	4,7	27,6	32,5	2,7	24,8	4,2			3,5
Polonya	5,8	58,9	1,4		33,4				0,5
Portekiz	8,2	24,4	18,4		22,1	10,8	22,4		
Türkiye		72,6			13,2				14,2

Kaynak: OECD Global Pension Statistics, www.oecd.org/24.06.2005.

OECD ülkelerinde emeklilik fonlarının portföy dağılımları incelendiğinde ağırlığın kamu kağıtlarında olduğu görülmektedir. 2004 yılı itibari ile kamu kağıtlarının portföydeki ağırlığı en yüksek ülkeler Meksika(%85,2), Macaristan(%74,9), Avusturya(%71,6) ve Türkiye(%72,6)'dir. En düşük oranlı ülkeler ise, Almanya(%2,5), Belçika(%2,7) ve ABD(%6,4)'dir. Kamu kağıtlarının dışında diğer önemli

yatırım araçları şirket tahvilleri, hisse senetleri ve yatırım fonlarıdır(Tablo 1.14). Tablo incelendiğinde OECD ülkelerinden gelişmiş olanlarının daha ziyade özel sektör menkul kıymetlerine yatırım yaptığı, gelişmekte olan ülkelerin ise ağırlığı kamu menkul kıymetlerine verdiği sonucu ortaya çıkmaktadır.

6.2.2. Latin Amerika Ülkelerindeki Uygulamalar

Sosyal güvenlik sistemlerinin yeniden yapılandırılmasında Latin Amerika ülkelerinin özel bir önemi vardır. Sosyal güvenlik alanındaki ilk gelişmeler Şili’de gerçekleştirilmiş; özellikle 1981 yılındaki reform hareketi başta Latin Amerika ülkeleri olmak üzere, tüm dünyada geniş yankı uyandırmış ve ciddi ekonomik ve sosyal etkilere yol açmıştır. Şili tarafından gerçekleştirilen bu reform hareketinin başarılı olması, öncelikle Latin Amerika’daki diğer ülkelerin de benzer çalışmalar yapmaları sonucunu doğurmuştur. Şili’nin ardından ikinci grupta Kolombiya(1993), Peru(1993), Arjantin(1994), Uruguay(1996), Bolivya(1997), El Salvador(1997) ve Meksika(1997) özel emeklilik fonlarını sosyal güvenlik sistemlerine dahil etmişlerdir(Palacious-Rofman,2001:8). Bu ülkelerdeki uygulamaların başarılı sonuçlar vermesi başta OECD ve Dünya Bankası olmak üzere uluslararası kuruluşların dikkatini çekmiş, ve bu konuda yapılan çalışmalarla özel emeklilik fonları diğer ülkelerin sosyal güvenlik sistemlerinin kurtarıcısı olarak kamuoyuna sunulmuştur.

Genel olarak Latin Amerika ülkelerinin sosyal güvenlik sisteminin yönetim ve denetiminde rasyonel ilkeler benimsenmiş ve bu ülkelerde yapılan reformlarda kişisel emeklilik tasarruf hesapları ana motif olarak kullanılmıştır. Bu hesaplarda biriken fonların, daha yüksek getiri elde edecek şekilde oluşturulmasına özen gösterilmiş, sistemin rekabet ortamında faaliyet göstermesi sağlanmıştır(Srivas ve Diğerleri,2000:25). Buna yönelik olarak getirilen uygulamalardan biri, görece getiri oranı garantisidir. Şili, Arjantin, Uruguay ve Kolombiya’da uygulanan getiri oranı garantisi, ortalamanın altında getiri elde eden firmaların, bu durumu belirli bir süre devam ettirmeleri

durumunda fon yönetimine yetkili organ tarafından el konulmasına olanak sağlayan bir düzenlemedir(Shah,1997:21). Bu garanti, emeklilik firmalarını ortalama getirinin üzerinde getiri elde etmeye zorlamaktadır. Dolayısıyla sistemin denetimi, hiçbir müdahaleye gerek kalmadan otomatik olarak sağlanmaktadır. Ne kadar sürede ve ortalamanın ne kadar altında getiri elde edilmesi durumunda müdahale edileceği ülkeden ülkeye farklılık arz eder. Örneğin, Şili’de minimum getiri oranı, ortalama getiri oranının %50’si olarak uygulanırken Arjantin’de bu oran %70’dir(Davis,1998:29). Diğer değişken olan süre konusunda da ülke uygulamaları farklıdır. Bazı ülkeler, iki yıl üst üste ortalamanın altında getiri elde edilmesini baz alırken, bazı ülkelerde bu süre daha uzundur.

Çalışanların emeklilik fonlarını seçimi konusunda Şili, Peru ve Arjantin’deki uygulamada her bir çalışanın yalnızca bir emeklilik fonu seçmesine izin verilirken, Meksika’daki uygulamada aynı fon bünyesinde olmak koşuluyla birden fazla fon seçimine izin verilmektedir. Bu ülkelerde yılda bir veya iki kezden fazla olmamak üzere, fon katılımcılarının bağlı oldukları fonu değiştirebilme hakkı da mevcuttur(Shah,1997:23).

Latin Amerika ülkelerindeki emeklilik sistemlerinin genel özelliklerini aşağıdaki tabloda ortaya koymak mümkündür. Tablodan da izlenebileceği üzere, Latin Amerika ülkelerinin hemen hepsinde birinci ayak emeklilik sistemi kamunun elindedir. Ancak emeklilik sisteminin ikinci ayağında kamu yönetimli fonlar bulunmamaktadır. Şili ve Meksika bu gruba dahil ülkelerdir. Diğer ülkelerde ise ikinci ayakta özel yönetimli emeklilik fonlarının yanında kamu yönetimli fonlar da bulunmaktadır ve katılımcılara bu fonlardan istediklerini seçme opsiyonu tanınmaktadır.

Tablo 1.15 : Latin Amerika Ülkelerinde Emeklilik Sistemlerinin Özellikleri

Ülkeler	Şili	Peru	Arjantin	Kolombiya	Meksika
Programın Yapısı	Zorunlu	Zorunlu	Zorunlu	Zorunlu	Zorunlu
1. Ayak	Özel	Kamu	Kamu	Kamu	Kamu
2. Ayak	Özel	Opsiyonel	Opsiyonel	Opsiyonel	Özel
Finansmanı					
İşveren Katkısı(%)	0	0	0	10/7,5	0
Çalışan Katkısı(%)	10	10	11	3,5	6,5
Yatırım Gelirleri	Var	Var	Var	Var	Var
Emeklilik Odemesi					
Emeklilik Yaşı(E/K)	65/60	65	65/60	62/57	65
1. Ayak(%)	25	veri yok	28	55	40
2. Ayak(%)	Fon Topla mı/Anüite	Fon Topla mı/Anüite	Fon Topla mı/Anüite	Fon Topla mı/Anüite	Fon Topla mı/Anüite
Düzenleme Yapısı					
- Komisyon	Var	Yok	Yok	Veri yok	Yok
Düzenlemesi					
- Uluslar arası	Var	Var	Var	Veri yok	Var
Yatırım İzni					
- Minimum Getiri	Var	Var	Var	Veri yok	Var
Zorunluluğu					
Geçiş Maliyetleri					
GSMH'nın %'si	80-100	27	veri yok	87	80
Sistem Verileri					
Fon Tutarı(Bin USD)	28.000.000	900.000	4.500.000	50.000	3.900.000
Firma Sayısı	15	6	21	9	25
Üye Sayısı(milyon)	5,5	1,5	5,5	2,1	11,2

Kaynak: Mitchell,1998:17.

Emeklilik ödemelerinde, kamunun yönetimindeki birinci ayak emeklilik sistemi, üyelerinin asgari geçimlerini sağlayabilecekleri oranda bir emeklilik ödemesi gerçekleştirirken, ikinci ayakta fonda biriken tutarların bir kerede alınabilmesinin yanında hemen bütün ülkelerde anüiteye bağlanmış emeklilik aylığı alınabilmesine olanak sağlayan bir sistem mevcuttur.

Düzenleme yapıları incelendiğinde Latin Amerika'daki ülkelerin hemen tamamında uluslararası yatırım izninin ve minimum getiri zorunluluğunun olduğu görülmektedir. Bu ülkelerden yalnızca Meksika'da minimum getiri zorunluluğu bulunmamaktadır.

Latin Amerika'daki uygulamalar, özellikle emeklilik reformunun ilk yıllarında emeklilik fonlarının yüksek reel getiri elde ettiklerini ortaya koymaktadır. Emeklilik reformunu 1994 yılında hayata geçiren Arjantin'in o

yıllardaki durumu incelendiğinde, örneğin benzer özelliklere sahip olan Şili için reel getiri oranları 1995-1997 yılları arasında sırasıyla -%2, %3 ve %5 iken aynı dönemde Arjantin için bu oranlar %18, %20 ve % 14 olarak gerçekleşmiştir. Keza, Meksika ve Peru örnekleri de bu durumu destekler sonuçlar ortaya koymaktadır.

Tablo 1.16: Latin Amerika Ülkelerinde Yıllık Reel Getiri Oranları

ÜLKE	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995
ARJANTİN	0,04	0,11	-0,45	-0,10	0,04	0,18	-0,02	0,14	0,20	0,18
BOLİVYA	-	0,07	0,05	0,08	0,04	0,07	0,03	0,00		
KOLOMBİA	0,10	0,09								
COSTA RİKA	0,03	0,11								
ŞİLİ	0,10	0,12	0,03	0,06	0,04	0,15	-0,01	0,05	0,03	-0,02
EL SALVADOR	-	0,05	0,02	0,08	0,08	0,14				
MEKSİKA	0,02	0,06	-0,03	0,19	0,12	0,30	0,01			
PERU	0,12	0,21								
URUGUAY	0,04	0,32								

Kaynak:<http://www.fiap.cl/statistic/26.05.2005>

Diğer taraftan, yüksek reel getirilere paralel olarak bu ülkelerdeki emeklilik fonlarının aktif büyüklüğü de ilk yıllarda hızla artmıştır. Kuruluş tarihi itibari ile ilk beş yıl baz alındığında aktif büyüklüğü Şili’de 22 milyar USD’ye Arjantin’de 10 milyar USD’ye ulaşmış, ilk beş yılın sonunda büyüme yavaşlamıştır (Palacios,Miralles,2000:51). Bu durum, büyük ölçüde ilk yıllarda sağlanan yüksek getirilerden ve sisteme giriş yoğunluğundan kaynaklanmaktadır. Sisteme giriş yoğunluğunun azalması ve getirilerde yaşanan düşüşler emeklilik fonu varlık artış hızının sonraki süreçte azalmasına yol açmıştır.

Tablo 1. 17: Latin Amerika Ülkelerinde Emeklilik Fonlarının Portföy Yapıları (Aralık 2001)

Ülkeler	Kamu Kağıtları	Banka Mevduatı	Şirket Tahviller	Hisse Senetleri	Yatırım Fonları	Yab. Men. Kıymetler	Diğerleri
Arjantin	69,50	10,90	1,70	10,20	3,60	1,80	2,30
Bolivya	73,20	10,50	13,40	0,00	0,00	0,00	2,90
Şili	35,00	17,50	21,00	10,60	2,40	13,40	0,10
Kolombiya	48,70	13,50	24,20	5,10	0,70	0,00	7,80
El Salvador	80,70	17,70	1,60	0,00	0,00	0,00	0,00
Meksika	89,40	0,00	8,20	0,00	0,00	0,00	2,40
Peru	13,80	24,40	30,80	24,80	0,50	4,80	0,90
Uruguay	61,20	19,20	8,50	0,00	0,00	0,00	11,10

Kaynak: Ferranti ve diğerleri,2002,www.imf.org/26.07.2003.

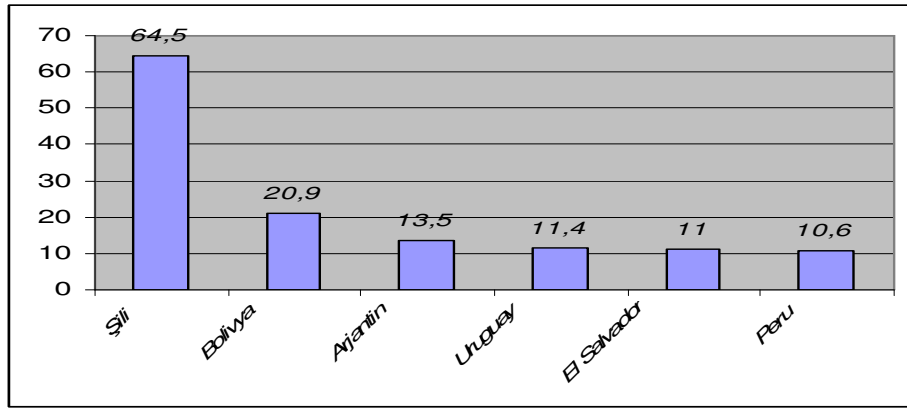
Bu ülkelerdeki emeklilik fonlarının portföy yapıları incelendiğinde ise, ağırlığın kamu kağıtlarında olduğu görülür(Tablo 1.17). Bu durum bazı ülkelerde zorunlu nedenlere dayanırken bazı ülkelerde portföy yöneticilerinin risk karşısındaki tercihlerinin sonucudur. Örneğin, Bolivya ve Uruguay gibi Latin Amerika Ülkelerinde, geçiş maliyetlerinin finansmanını sağlayabilmek amacıyla özel emeklilik fonlarındaki birikimlerin kamu kağıtlarında değerlendirilmesi zorunlu tutulmuştur(Davis,1998:24). Benzer uygulama diğer ülkeler için de geçerlidir. Ancak bazı ülkelerde kamu kağıtlarının toplam içerisindeki oranı belirlenen rakamların oldukça üzerindedir. Örneğin Meksika'da kamu kağıtlarına yatırılması zorunlu kısım %65 iken 2001 yılı verilerine göre Meksika'daki fonların yaklaşık %90'ı kamu kağıtlarında değerlendirilmektedir. Benzer bir durum Arjantin için de geçerlidir. Arjantin için kamu kağıtlarına yatırılması zorunlu olan kısım %50 iken bu ülkedeki emeklilik fonlarındaki birikimlerin yaklaşık %70'inin kamu kağıtlarında değerlendirildiği görülmektedir.

Latin Amerika ülkelerinde emeklilik fon varlıkları her geçen yıl büyük bir hızla artmaktadır. Bu konuda Meksika 'da emeklilik fonlarının büyüme hızı özellikle çarpıcıdır. Bu ülkede 1997 yılında kurulmasına karşılık emeklilik yatırım fonlarının kontrolü altındaki varlıkların tutarı 2000 yılı itibari ile 25 milyar dolara ulaşmış(Rodriguez,2002), 2003 yılına gelindiğinde 35 milyar

doları geçmiştir(OECD,2005:2). Bu rakamın 2015 yılında 138 milyar dolara ulaşması beklenmektedir(Rodriguez,2002).

Diğer Latin Amerika ülkelerindeki emeklilik fonlarının aktif büyüklükleri de önemli rakamlara ulaşmıştır. Bu ülkelerdeki emeklilik fon varlıklarının GSYİH içerisindeki payı 2003 yılı itibari ile Şili’de %64,5 Arjantin’de %13,5, Uruguay’da %11,4, Peru’da % 10,6 olarak gerçekleşmiştir(OECD,2005:2).

Grafik 1.2: Latin Amerika Ülkelerinde Emeklilik Fonlarının Büyüklüğü (%GSYİH,2003 Yılı)



7. Türkiye’deki Emeklilik Sistemi Ve Özel Emeklilik Fonu Uygulaması; Bireysel Emeklilik Sistemi

7.1. Türkiye’de Emeklilik Sisteminin Özellikleri

Türkiye’de sosyal güvenlik alanında imzalanan ilk anlaşma Osmanlı İmparatorluğu zamanında Ereğli Kömür Bölgesi için imzalanan Dilaver Paşa Nizamnamesi’dir(Ersan,1987:9). Çağdaş anlamda ilk sosyal güvenlik kuruluşu ise 1866 yılında kurulan “Askeri Tekaüt Sandığı”dır(TÜGİAD, 1997:8). Emeklilik hakkının düzenlenmesini amaçlayan bu düzenlemeden sonra, 1921 yılında çıkartılan ve sonraki dönemlerde Amele Birliği çatısı altında toplanacak iki sandık oluşturulmuş; bu düzenleme Cumhuriyet döneminin ilk düzenlemesi olarak tarihe geçmiştir. Sonraki yıllarda farklı

kesimlerin sosyal güvenliğini ve dolayısıyla emeklilik koşullarını düzenleyen yasalar çıkartılmış, sosyal güvenlik sistemi devletin kurup yönettiği ve denetlediği bir sistem haline gelmiş; bireylerin sosyal güvenliği anayasal güvence altına alınmıştır.

Bu amaçla 1945 yılında hizmet akdiyle çalışanların sosyal güvenlik haklarını düzenleyen 4792 Sayılı Sosyal Sigortalar Kurumu Kanunu çıkartılmış, ardından kamu görevlileri için daha önce çeşitli tarihlerde kurulmuş olan yardım ve biriktirme sandıkları ile bu sandıklara ilişkin mevzuat 1949 yılında 5434 Sayılı Kanun ve bu kanunla kurulan T.C. Emekli Sandığı bünyesinde birleştirilerek dağınkılıktan kurtarılmıştır. Benzer bir durum 1964 yılında kabul edilen 506 sayılı “Sosyal Sigortalar Kanunu” ile yapılarak, değişik tarihlerde kurulmuş çeşitli sigorta kolları, kapsamaları da genişletilerek bir araya getirilmiştir. 1971 yılında ise bir başka kesim, esnaf ve sanatkarlar, 1479 Sayılı Kanun’la, Bağ-Kur çatısı altında sosyal güvenceye kavuşturulmuştur(Ersan,1987:9-15).

Bu çatı altında Türkiye’de oluşturulan emeklilik sistemi, 2001 yılında yasalaşan ve 27 Ekim 2003 tarihinde yürürlüğe giren Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu’na kadar olan süreçte büyük ölçüde kamu tarafından sağlanan ve dağıtım esasına dayanan bir sistem olma özelliğini korumuştur. Kamunun yönetiminde bulunan ve farklı kesimlerin sosyal güvenliğini sağlayan kuruluşlar T.C. Emekli Sandığı, Bağ- Kur ve SSK’dır. Bu kuruluşlardan Emekli Sandığı, devlet memurları ve askeri personelin, SSK, hizmet akdiyle çalışanların, Bağ-Kur ise kendi nam ve hesabına çalışanların sosyal güvenliğini sağlamaktadır.

Zorunluluk esasına göre oluşturulan bu yapı zaman zaman ilave destek sağlaması düşünülen bazı programlarla desteklenmeye çalışılmış ve bu amaçla OYAK, MEYAK, İLKSAN, Banka ve Sigorta Sandıkları gibi aslında mesleki emeklilik fonlarının ilk uygulamaları sayılabilecek kuruluşlar uygulamaya konulmuştur (Alper,2002:16). Bu kuruluşlardan OYAK, oluşturulma amacına uygun olarak faaliyetine yıllarca başarılı bir şekilde

devam etmiş ve son derece başarılı sonuçlar yaratmıştır. Bu kuruluşlara ilave olarak “munzam vakıflar” adıyla bilinen, bazı işyerlerinde, çalışanların emeklilik dönemlerinde ikinci bir maaş almalarına olanak sağlayan “Biriktirme Sandıkları” ile Hayat Sigortası şirketlerinin sundukları sigorta paketleri ise Türkiye’deki emeklilik sisteminin diğer unsurları olmuştur (Sirel,2000:14).

Bireysel emeklilik sistemin uygulamaya konulması ile, OYAK, yetki belgesi alarak bireysel emeklilik sistemine dahil olmuş, fon işletmeciliğine başlamıştır. OYAK’ın bir taraftan bireysel emeklilik sisteminde olması, diğer taraftan ise hukuki statüsünde herhangi bir değişikliğe gidilmemesi, bu kuruluşun faaliyetine hem ikinci ayakta yer alan mesleki emeklilik fonu olarak hem de üçüncü ayakta yer alan bireysel emeklilik fonu şeklinde devam etmesi sonucunu doğurmuştur.

Diğer taraftan, banka ve sigorta sandıklarının da bireysel emeklilik sistemine aktarılması amacıyla gerekli düzenlemeler yapılmış ve bu sandıkların sistemde faaliyet gösteren emeklilik fonlarına aktarılması sağlanmıştır. Böylelikle sistemin özel emeklilik ayağı belirli bir yapıya oturtulmuştur.

Sistemin birinci ayağında yer alan kamu emeklilik fonlarına yönelik olarak da 2003 yılında bir düzenlemeye gidilmiş ve farklı kesimlerin sosyal güvenliğini sağlayan Emekli Sandığı, SSK ve Bağ-Kur’un Sosyal Güvenlik Kurumu çatısı altında toplanması kararı alınmıştır. Bu amaçla 4947 Sayılı “Sosyal Güvenlik Kurumu Teşkilat Kanunu” 24.07.2003 tarih ve 25178 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Yasaya göre 01.01.2007 tarihi itibari ile, bu üç kurumun hukuki statüleri sona erecek, bu kurumların tüm yetki ve sorumlulukları Sosyal Güvenlik Kurumu’na devredilecektir. Böylelikle Türkiye’deki emeklilik sistemi birinci ayakta kamu yönetimindeki zorunlu katılıma dayalı tek bir emeklilik fonunun, ikinci ayakta OYAK’ın kendi üyelerine sunduğu zorunlu katılıma dayalı mesleki emeklilik fonunun ve üçüncü ayakta gönüllü katılıma dayalı bireysel emeklilik fonlarının yer aldığı üç ayaklı bir yapı halini almıştır.

Türkiye'deki emeklilik sistemi, sosyal güvenlik sisteminin önemli bir parçasıdır ve emeklilik sistemini sosyal güvenlik sisteminden bağımsız düşünmek mümkün değildir. Zira sisteme üye olanlardan yapılan kesintiler sosyal güvenliğin tüm riskleri karşılığında yapılmaktadır. Bu bakımdan Türkiye'deki emeklilik ve buna bağlı olarak sosyal güvenlik sisteminin temel özelliklerini irdelemekte fayda vardır. Sistemin özelliklerini genel anlamıyla aşağıdaki şekilde ifade etmek mümkündür.

1. Türkiye'deki emeklilik sistemi çok büyük oranda kamu tarafından yürütülen “geliri belirlenmiş” bir sistemdir ve sistemin finansmanı “dağıtım” esasına dayanır. Kamunun emeklilik hizmeti sağlayan kuruluşları T.C. Emekli Sandığı, Bağ- Kur ve SSK'dır. Emekli Sandığı, devlet memurları ve askeri personelin, SSK, hizmet akdiyle çalışanların, Bağ-Kur ise kendi nam ve hesabına çalışanların sosyal güvenliğini sağlamıştır. Sundukları hizmet benzer olmakla birlikte bu kuruluşların idari yapılanmaları farklıdır. T.C. Emekli Sandığı tüzel kişiliğe sahip bir kamu kuruluşu niteliğinde iken, Bağ-Kur ve SSK idari ve mali yönden özerk ve özel hukuk hükümlerine tabi kamu kuruluşu şeklinde oluşturulmuştur. Bu kuruluşların her biri emeklilik hizmetinin yanısıra üyelerine sosyal güvenliğin diğer unsurlarına karşı sigorta hizmeti de sağlamıştır(Tablo 1.18).

Tablo 1.18: Sosyal Güvenlik ve Riskler

	SSK	BAĞ-KUR	EMEKLİ SANDIĞI
Yaşlılık	Var	Var	Var
Malüllük	Var	Var	Var
Ölüm	Var	Var	Var
İş Kazaları	Var	Yok	Var
Meslek Hast.	Var	Var	Var
Hastalık	Var	Var	Var
Analık	Var	Yok	Yok
İşsizlik	Yok	Yok	Yok
Aile Yardımı	Yok	Yok	Yok

Kaynak : İktisadi Araştırmalar Vakfı, 1999:89.

Tablodan da görüleceği üzere SSK, işsizlik ve aile yardımı dışında tüm risklere karşı üyelerini sigorta kapsamına almıştır. Bağ- Kur, iş kazaları, analık, işsizlik ve aile yardımı hariç diğer risklere karşı üyelerini sigortalarken, Emekli Sandığı analık, işsizlik ve aile yardımı dışındaki diğer risklere karşı üyelerine sigorta hizmeti sunmuştur.

2. Kamunun sunduğu emeklilik hizmetine ilave olarak OYAK ve geçici 20. Madde Sandıkları olarak adlandırılan kuruluşlar da emeklilik hizmeti vermişlerdir. Bu kuruluşlardan OYAK, silahlı kuvvetlere mensup subay ve astsubaylara ek emeklilik imkanı sağlarken, geçici 20. Madde Sandıkları banka ve sigorta sektöründe çalışanlara aynı olanağı sağlamıştır.

3. 2001 yılında yasalaşan Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu ile özel emeklilik fonları da ilave emeklilik geliri sağlayan kuruluşlar olarak sisteme katılmıştır. Kanunla, oluşturulan sistemim gönüllülük esasına göre faaliyet göstermesi kararlaştırılmıştır.

Tablo 1.19: Türkiye'deki Sosyal Güvenlik Kanun ve Kurumları İle Bu Kurumların Hizmetlerinden Faydalananlar

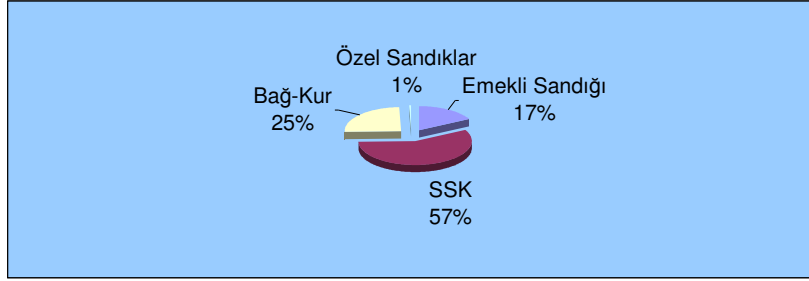
Kurum ve Kanun	Faydalananlar
5434 sayılı Türkiye Cumhuriyeti Emekli Sandığı Kanunu	Askeri, sivil devlet memurları
506 sayılı Sosyal Sigortalar Kurumu Kanunu	Özel sektörde hizmet akdiyle, kamu kurum kuruluşlarında işçi statüsünde çalışanlar
1479 sayılı Bağ-Kur Kanunu	Sanatkar ve diğer bağımsız çalışanlar
2925 Sayılı Kanun Tarımda Çalışan İşçilerin Sosyal Sigortalar Kanunu	Tarımda çalışan işçiler
2926 Sayılı Kanun Tarımda Kendi Adına ve Hesabına Çalışanlar Kanunu	Tarımda bağımsız çalışanlar
506 sayılı Sosyal Sigortalar Kanunu Geçici 20 madde	Bankalar, Sigorta ve Reasürans şirketleri, ticaret odaları, sanayi odaları, borsalar veya bunların birliklerinin tüm personeli
4632 Sayılı Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu	18 yaşını tamamlamış ve kişisel hakları kullanma ehliyetine sahip herkes.
4947 sayılı Sosyal Güvenlik Kurumu Teşkilatı Kanunu	5434, 506, 1479, 2926 sayılı Kanun Kapsamındakiler.

Kaynak : İSMMO, 2003:13.

Yukarıdaki tabloda Türkiye'deki sosyal güvenlik kurumları, bu kurumların dayandıkları kanunlar ve bu kurumların hizmetlerinden faydalananlar toplu olarak ortaya konulmuştur.

4. 2002 yılı itibari ile toplam nüfusun %88,1' i sosyal güvenlik kapsamında, %83,8'i sağlık kapsamındadır. Aktif sigortalıların toplam nüfus içerisindeki payı %17,26, emeklilik geliri alanların toplam nüfus içerisindeki payı ise %9,45'dir(DPT,2004:155).

Grafik 1.3: Sosyal Güvenlik Programlarının Kapsadığı Nüfus(2002 Yılı)



Kaynak : DPT,2004:155.

Sosyal güvenlik kapsamında olan nüfusun %57'si SSK, %25'i Bağ-Kur, %17'si Emekli Sandığı şemsiyesi altındadır. Özel sandıklar ise çok küçük bir gruba hizmet vermektedir(%1).

5. Dünya Bankası tarafından hazırlanan raporda(1994) 60 yaş ve üzeri nüfusun toplam nüfusa oranı OECD ülkeleri için ortalama % 18,2, Türkiye için % 7,1'dir(World Bank,1994:343-346). Yani OECD ülkelerindeki 60 yaş ve üzeri nüfus oranı Türkiye'nin yaklaşık 2,5 katıdır. Buna rağmen aktif / pasif oranı OECD için 2,55, Türkiye için 2,77'dir. Bu oran Türkiye için giderek azalmış ve 2002 yılında 1,83'e gerilemiştir. Bu durumun temelde iki nedeni vardır. Birincisi, Türkiye'de aktif sigortalıların oranı olarak düşük olmasıdır. Aktif sigortalıların toplam nüfus içerisindeki payı 1990 yılında %14,3, 1995 yılında %16,1, 2002 yılında %17,3'dür(DPT,2004:154). Yıllar itibari ile artış göstermiş olmakla birlikte oran henüz arzu edilen seviyede değildir. İkinci neden emeklilerdeki artış hızının aktif sigortalılardaki artış

hızından yüksek oluşudur. Onar yıllık periyotlarla aktif sigortalılardaki artış oranları 1970-1980 dönemi için 1.16, 1980-90 dönemi için 0.72, 1990-2000 dönemi için 0.46 iken aynı dönemde emeklilik aylığı alanlardaki artış oranı sırasıyla 2.8, 1.36 ve 1.04 olarak gerçekleşmiştir.

6. Sosyal güvenlik harcamalarının toplam kamu harcamaları içerisindeki payı 1975 yılında %0,8 iken yıllar itibari ile sürekli artarak 2003 yılında %11,4'e yükselmiştir. Aynı şekilde bu harcamaların GSMH içerisindeki payı da sürekli artmış ve 2003 yılında %4,52 olmuştur(Tablo 1. 20). Sosyal güvenlik sisteminin mevcut haliyle devam etmesi durumunda bu oranların artması beklenmektedir.

Dünyadaki sosyal güvenlik sistemleri incelendiğinde genel olarak devletin sosyal güvenliğin finansmanına, işçi ve işverenle birlikte düzenli olarak katkı sağladığı görülür. Türkiye'de ise dünyadaki bu uygulamadan farklı olarak, işsizlik sigortası hariç prime dayalı sosyal güvenlik hizmetlerinin finansmanına devlet doğrudan katılmamakta, ancak bu sistem içinde yer alan kurumlar finansman krizine girdiğinde, devlet sorunun çözümü için devreye girmektedir.

Tablo 1.20 : Sosyal Güvenlik Harcamalarının Toplam Kamu Harcamaları ve GSMH İçindeki Payı

Yıllar	Toplam Harcama İçindeki Payı(%)	GSMH İçindeki Payı(%)
1975	0,8	0,13
1980	4,1	0,84
1985	4,0	0,59
1990	1,8	0,30
1995	6,3	1,38
2000	7,1	2,64
2001	6,3	2,90
2002	9,6	4,10
2003	11,4	4,52

Kaynak: DPT,2004:76-79.

Oysa bugün dünyada sosyal güvenlik, devletin en önemli görevlerinden biri olarak kabul edilmektedir. Zira sosyal güvenlik ihtiyacının

karşılanması, devlete anayasal bir görev olarak verilmiştir. Gelişmiş ülkelerin bir çoğunda bu görev devlet tarafından yerine getirilirken, ekonomik anlamda sıkıntı yaşayan ülkelerde bu anlamda sorunlar yaşanmaktadır. Aşağıdaki tablo bazı OECD ülkelerinde çalışan, işveren ve devletin sosyal güvenlikteki katkı paylarını göstermektedir(Tablo 1.21).

Görüldüğü gibi devletin sosyal güvenliğe katkısı pek çok ülkede çalışan katkısının üzerindedir. Hatta Hollanda(%77,5) ve İrlanda(%61)'da çalışan ve işveren katkısının toplamından daha fazla devlet katkısı vardır. Türkiye'de ise durum tam tersidir. Sosyal güvenlik devlet katkısı bulunmazken yük işveren(%58,21) ve çalışan(41,79) üzerindedir.

Tablo 1.21: OECD Ülkelerinin Bazılarında Sosyal Güvenlikteki Katkı Payları

Ülkeler	İşveren Katkısı(%)	Çalışan Katkısı(%)	Devlet Katkısı(%)	Diğer(%)	Toplam(%)
Belçika	42,05	19,72	27,46	10,77	100,00
Danimarka	11,36	4,38	77,52	6,74	100,00
Almanya	41,09	30,44	25,23	3,24	100,00
İrlanda	23,10	14,89	61,12	0,89	100,00
İngiltere	27,93	16,96	43,35	11,76	100,00
İspanya	52,21	19,36	26,03	2,37	100,00
Fransa	51,82	27,44	18,25	2,50	100,00
Portekiz	49,37	20,33	25,56	4,74	100,00
İtalya	52,42	14,95	29,88	2,76	100,00
Lüksemburg	33,23	23,22	37,23	6,26	100,00
Hollanda	32,41	36,21	14,56	16,82	100,00
Türkiye	58,21	41,79	--	--	100,00

Kaynak : Akbulak-Akbulak,2004:150.

7. Türkiye'deki kamu emeklilik sistemi 1990'lı yıllardan sonra finansal açık vermeye başlamıştır. Aslında finansal açık sorunu dünyadaki diğer ülkelerin de karşılaştıkları önemli bir problemdir. Ancak Türkiye'yi bu ülkelerden ayıran özellik nüfus yapısının diğer ülkelere göre çok genç olmasına rağmen bu sorunla karşılaşmış olmasıdır(Özeren,1999:1). Nüfusu yaşlı olan ülkelerin kamu emeklilik sistemleri, nüfusun yaşlanmasına bağlı olarak finansman sıkıntısına düşmüşken, Türkiye'deki kamu emeklilik sistemi

böyle bir sorunla karşılaşmadığı halde finansal açık vermiştir. Bu durumun başlıca nedenleri; primlerin zamanında tahsil edilemeyişi, fonların iyi değerlendirilemeyişi, enflasyonist ortam, kısa vadeli çözüm arayışları (Orhaner,1990:19) ve politik müdahaleler sonucu uygulanan popülist yaklaşımlardır. Emeklilik sistemine yönelik olan politik müdahaleler o kadar yoğundur ki ortalama her beş yılda bir sistemi düzenleyen kanunlar değiştirilmiş, 1950-2000 yılları arasında sistemi düzenleyen dokuz Kanun yürürlüğe girmiştir. Sisteme ilk politik müdahale 1965 yılında yapılmış, kadınlar için 60 olan emeklilik yaşı 55'e indirilmiştir(DPT,2001:78). Sonraki yıllarda da müdahaleler devam etmiş, bu konudaki en çarpıcı durumlardan biri Bağ- Kur'da yaşanmıştır. 1972 yılında kurulan Bağ-Kur'la ilgili olarak 1977 yılında çıkartılan bir yasa ile üyelerine geriye doğru borçlanma imkanı tanınarak emekli olabılme fırsatı verilmiştir. Böylece kuruluşundan itibaren beş yıl içinde Bağ- Kur ilk emeklilerini vermiştir. Yasadan yararlanan 189 bin kişi sosyal güvenlik tarihine “en hızlı emekliler” olarak geçmiştir (Sabah Gazetesi, 29.12.2004:12).

8. Kamu emeklilik sisteminin verdiği açıklar bütçeden yapılan transferlerle karşılanmış, bu ise kamu borç stokunu artırmıştır.

Tablo 1.22: SSK, BAĞ-Kur ve Emekli Sandığına Bütçeden Yapılan Transferler(Milyon TL)

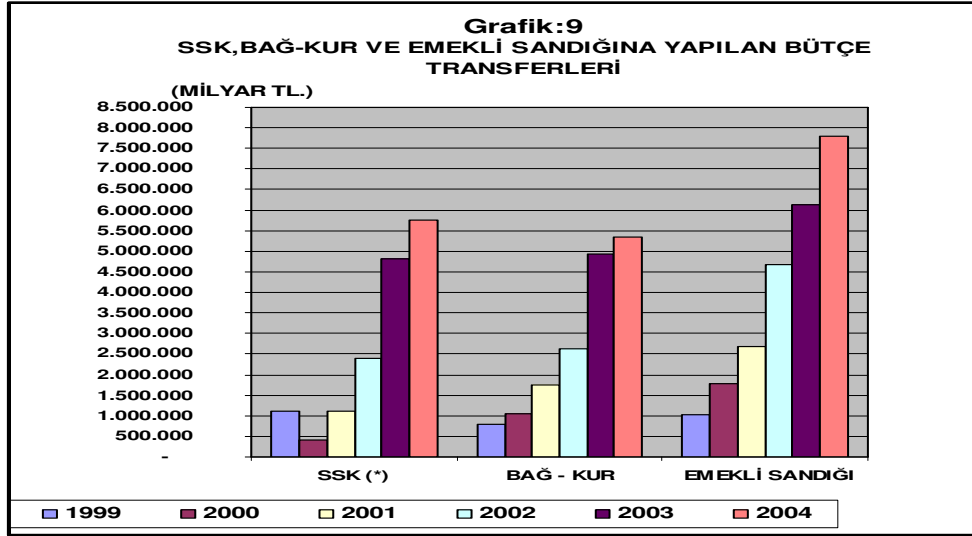
Yıllar	SSK	Bağ-Kur	Emekli Sandığı	Toplam
1994	14.480	4.530	21.570	40.580
1995	59.200	8.000	41.000	108.200
1996	146.000	70.100	119.200	335.300
1997	337.000	123.000	300.000	760.000
1998	451.000	435.000	550.000	1.436.000
1999	1.111.000	796.145	1.035.000	2.942.145
2000	400.000	1.051.460	1.775.000	3.226.460
2001	1.108.000	1.740.000	2.675.000	5.523.000
2002	2.386.000	2.622.000	4.676.000	9.684.000
2003	4.808.617	4.930.000	6.145.000	15.883.617
2004	5.757.000	5.273.000	7.800.000	18.830.000

Kaynak: DPT,2001:73; www.ssk.gov.tr/istatistik/23.06.2005.

SSK, Emekli Sandığı ve Bağ- Kur'a yapılan hazine yardımlarının toplam bütçe harcamaları içindeki payı 1999 yılı için %10,5, 2000 ve 2001 yılları için %6,9, 2002 yılı için %8,4, 2003 yılı için %11,3 ve 2004 yılı için %12,4 olarak gerçekleşmiştir. Bu rakamların GSMH içerisindeki payı ise aynı yıllar için sırasıyla %3,8, %2,6, %3,1, %3,5, %4,5 ve %4,4'dür. (www.ssk.gov.tr/istatistik/19.04.2005).

Görüldüğü gibi 2000 yılından itibaren bu üç kuruma yapılan transferlerin GSMH içindeki payı giderek yükselmiştir. 2000-2004 yılları arasında bütçeden yalnızca bu üç kuruma yapılan transferlerin toplam tutarı ise 53,1 katrilyon TL'dir(Tablo 1.22).

Grafik 1.4: Sosyal Güvenlik Kurumlarına Bütçeden Yapılan Transferler



Kaynak : www.ssk.gov.tr/istatistik/19.04.2005.

1994-2004 yılları arasında bu üç kuruma bütçeden aktarılan kaynakların hazine borçlanma faiz oranı üzerinden 2004 yılı sonuna getirilmesi durumunda ortaya çıkan rakam 455,7 katrilyon TL'dir(Tablo 1.23). Bu rakam aynı dönem için 233,8 katrilyon TL olan iç borç stokunun ve 331,7 katrilyon TL olan toplam borç stokunun oldukça üzerindedir (www.hazine.gov.tr/ 23.06.2005).

Tablo 1.23: Sosyal Güvenlik Açığının Bugünkü Değeri(milyon TL)

Yıllar	Bütçeden yapılan transferler	Hazinenin borçlanma faiz oranı (Yıllık Bileşik (%)(*)	Sosyal Güvenlik Açığının Bugünkü Değeri(Kümülatif)
1994	40.580	164	66.551
1995	108.200	122	387.948
1996	335.300	135	1.699.632
1997	760.000	127	5.583.365
1998	1.436.000	123	15.653.183
1999	2.942.145	110	39.050.189
2000	3.226.460	38	58.341.776
2001	5.523.000	96	125.174.961
2002	9.684.000	64	221.168.696
2003	15.883.617	45	343.725.853
2004	18.830.000	25,7	455.732.707

(*)Kaynak: www.ssk.gov.tr/26.07.2005.

Bu durum, Türkiye'deki sosyal güvenlik açığının boyutlarını net bir şekilde ortaya koymaktadır.

9. Sosyal güvenlik açığının önemini ortaya koyan bir diğer veri SSK'nın yükümlülükleri rakamıdır. 1996 yılında TUSİAD tarafından yayımlanan raporda yalnızca SSK'nın sosyal dengesi, yani sorumlulukları ile varlıkları arasındaki farkın 135 milyar \$ olduğu tespit edilmiştir(TÜSİAD,1996:25). Bu tutar aynı yıl 180 milyar \$ civarında olan GSYİH'nın %75'ine karşılık gelmektedir. Aynı yıllarda tüm sosyal güvenlik sistemi yükümlülüğünün GSYİH'ya oranı OECD ülkeleri için ortalama %147, ABD için %113 civarındadır(Altan-Aslanlar,2001:24). Aradan geçen yıllarda SSK'nın durumu daha da kötüleşmiş, Sosyal Güvenlik Kurumu Başkanı'na göre 2004 yılı sonu itibari ile kurumun yükümlülükleri ile varlıkları arasındaki fark 5 trilyon dolara çıkmıştır(Sabah Gazetesi, 29 Aralık 2004:12). 2004 yılı için Türkiye'nin GSYİH'ı 301.5 milyar \$ olduğuna göre SSK'nın sorumluluk-varlık dengesi GSYİH'nın 17 katıdır.

10. Türkiye'deki kamu emeklilik sistemi kayıt dışı istihdamı destekler niteliktedir. Çağdaş anlamda sosyal güvenlik sisteminin temel amacı, çalışan

kişinin belirli bir yaşa gelmiş olmasından dolayı mesleki faaliyetini sürdürememesi durumunda uğrayacağı gelir kaybının telafi edilmesi ve asgari geçimini sağlayacak gelirin sağlanmasıdır. Oysa ülkemizde bu durumdan farklı olarak yaşlılık aylığı bir tür işsizlik sigortası geliri olarak görülmüş, sigortalılar hem emeklilik aylıklarını almaya, hem de kayıtdışı olarak çalışmaya devam etmişlerdir. 2001 yılında, SSK'ndan yaşlılık aylığı alan ve büyük bir çoğunluğu fiilen çalışmasını sürdüren 2.418.992 emekli sigortalıdan sadece 127.200 kişi sosyal güvenlik destek primi ödeyerek çalışmasını sürdürmüştür(İSMMMO,2003:41). Geriye kalan 2,3 milyon kişi ya hiçbir iş yapmamakta ya da kayıt dışı olarak çalışmaktadır. Bu konuda yapılmış bir çalışma olmamakla birlikte, bu kişiler arasında azımsanmayacak bir grubun çalışma hayatının devam ettiği öngörülmektedir.

Diğer taraftan sosyal güvenlik kesintilerinde hem işveren payının hem de çalışan payının yüksek olması kayıt dışılığı desteklemektedir. Sosyal güvenlikteki işveren katkısının yüksek olması, işverenleri kayıt dışı istihdama zorlamakta veya teknoloji seçiminde sermaye yoğun teknolojilerin tercih edilmesine neden olmaktadır. Bu durum ise işsizlik oranının artması sonucunu doğurur. Sosyal güvenlik kesintilerinin çalışanların ücretlerinden yapılması durumunda ise çalışanların net ücretleri, dolayısıyla harcanabilir gelirleri azalmaktadır (Soydemir,1989:4). Dolayısıyla yüksek sosyal güvenlik katkı payı olması durumunda hem işveren, hem de çalışan kayıt dışılığa itilmekte, bu durumda ise devletin vergi gelirleri azalmaktadır.

11. Türkiye'de emeklilik hizmeti bağımsız olarak değil, diğer unsurlarla birlikte verilmektedir. Dolayısıyla, üyelerin maaş ve ücretlerinden yapılan kesintiler, sunulan bütün hizmetlerin karşılığıdır. Bu durum sistemin yapısını karmaşıktırmakta, çözüm önerilerini zorlaştırmaktadır. Kaldı ki, bu konuda kurumlar arasında uygulama farklılıkları bulunmaktadır. Örneğin, Emekli Sandığı yalnızca emeklilerin ve bakmakla yükümlü oldukları yakınlarının sağlık harcamalarını karşılamaktadır. Çalışan Emekli Sandığı üyelerinin sağlık harcamaları, üyenin çalıştığı kurum tarafından karşılanmaktadır. Oysa

SSK ve Bağ-Kur hem çalışanlarının hem de emekli üyelerinin ve bakmakla yükümlü oldukları yakınlarının sağlık harcamalarını karşılar.

12. Sosyal güvenlik kuruluşlarınca karşılanan sağlık harcamaları çok yüksek boyutta olup sosyal güvenlik açığının önemli bir bölümünü oluşturmaktadır. Özellikle 1980'li yılların sonlarından itibaren sağlık sektöründe yaşanan denetimsizlik, sosyal güvenlik kuruluşlarının sağlık harcamalarının normalin çok üzerinde artmasına yol açmıştır.

7.2. Türkiye’de Özel Emeklilik Fonu Uygulaması; Bireysel Emeklilik Sistemi

7.2.1. Hukuki Çerçeve

4632 Sayılı Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu uzun süren çalışmaların sonucunda 28 Mart 2001 tarihinde TBMM’de kabul edilmiş, 7 Nisan 2001 tarihinde Resmi Gazetede yayımlanmış ve 7 Ekim 2001 tarihinde yürürlüğe girmiştir. Bu tarihten sonra yasa ile ilgili alt yapı çalışmaları tamamlanmış, sisteme yönelik yönetmelikler, tebliğler hazırlanmıştır. Bu kapsamda; Hazine Müsteşarlığı tarafından hazırlanan “Bireysel Emeklilik Danışma Kurulu’nun Çalışma Esas ve Usulleri Hakkında Yönetmelik” 31.10.2001 tarih ve 24569 sayılı Resmi Gazete’de, “Emeklilik Şirketleri Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik”, “Bireysel Emeklilik Sistemi Hakkında Yönetmelik”, “Bireysel Emeklilik Aracıları Hakkında Yönetmelik” ise 28 Şubat 2002 tarih ve 24681 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Ayrıca, SPK tarafından hazırlanan “Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik” de yine 28 Şubat 2002 tarih ve 24681 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Sisteme yönelik vergi düzenlemeleri ise 10 Temmuz 2001 tarih ve 24454 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren “Bazı Vergi Kanunlarında Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun” ile gerçekleştirilmiştir. Bu konuda yetkili kılınan

Hazine Müsteşarlığı ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun ihtiyaçlar doğrultusunda yönetmelik çalışmaları devam etmektedir.

Sistem bu yasal altyapı çalışmalarının ardından 27 Ekim 2003 tarihinde 6 emeklilik şirketi ile faaliyete başlamıştır. 31 Aralık 2005 tarihi itibari ile sektörde 11 emeklilik şirketi faaliyet göstermektedir. Emeklilik şirketlerinden 10'u hayat ve bireysel emeklilik alanlarında faaliyet gösterirken, 1'i salt emeklilik alanında faaliyetine devam etmektedir.

7.2.2. Bireysel Emeklilik Sistemi Oluşturulmasının Gerekçesi

Özel emeklilik şirketlerine olanak tanıyan bu yasa ile emeklilik sistemlerinin üçüncü ayağını oluşturan bireysel emeklilik sisteminin ülkemizde de faaliyete geçmesi sağlanmıştır. Aslında günümüzde, bir çok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkenin gündemini emeklilik reformu oluşturmaktadır. Kamunun yönetiminde olan mevcut emeklilik sistemlerinin mali dengelerinin giderek bozulması, bu kuruluşların aktif- pasif dengelerinin kötüleşmesi ülkeleri yeni arayışlara itmiş, bu arayışların sonucunda özellikle 1980'li yıllarda Şili'de uygulanan modelin, takip eden yıllarda diğer ülkelerde de başarılı sonuçlar vermesi, dikkatlerin bir anda bu kuruluşlara çevrilmesine yol açmıştır.

Türkiye'de de emeklilik hizmeti veren kuruluşların mali, kurumsal ve idari yapılanmalarındaki sorunlar nedeniyle dünyadakine benzer bir gelişim sergilenmiş ve sistemin reforma tabi tutulması kaçınılmaz olmuştur. Bu konuda 1996 yılında Hazine Müsteşarlığı koordinatörlüğünde Uluslararası Çalışma Örgütü(ILO) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, o dönemdeki mevcut yapının devam etmesi durumunda, Türkiye'deki kamu emeklilik kuruluşlarının finansman açığının 2050 yılında GSMH'nin %14'üne ulaşacağı sonucuna varılmıştır([www.hazine.gov.tr/ 24.05.2003](http://www.hazine.gov.tr/24.05.2003)). Yapılan benzer çalışmalar, henüz genç bir nüfusa sahip olmakla birlikte, emeklilik hizmeti sağlayan kuruluşların uzun dönemli aktüeryal dengelerinin politik müdahaleler sonucu bozulduğu ve bu kuruluşların kurumsal yetersizliklerinin

olduğu sonucunu ortaya koymaktadır. Bu durumun doğal sonucu olarak, sosyal güvenlik sisteminin sürdürülemez bir noktaya geldiği görüldüğünden, sistemin reformize edilmesi amacıyla mevcut sisteme alternatif olmayan, mevcut sistemi destekleyen, gönüllülük esasına dayalı bireysel hesapların yer aldığı emeklilik sisteminin kurulmasına karar verilmiştir.

Aslında İLO'nun hazırladığı raporda emeklilik sisteminin reformu için dört ayrı seçenek hazırlanmıştır. Bu seçenekler;

- a. Yeniden yapılandırılmış dağıtım sistemi
- b. Kişisel tasarruf hesabı sistemi
- c. Dağıtım sistemi + zorunlu bir(ek) tasarruf hesabından oluşan karma sistem

d. Dağıtım sistemi + gönüllü bir(ek) tasarruf hesabından oluşan karma sistem olarak belirtilmiştir. Raporun yayımlanmasının ardından, Türkiye için en uygun seçeneğin “d” seçeneği, yani, “dağıtım sisteminin devamı ve buna ilave olarak gönüllülük esasına dayalı bir tasarruf hesabı” sistemi olacağına karar verilmiştir. Bunun gerekçesi olarak bu seçeneğin;

- Sosyal güvenlik açığını önemli oranda azaltmak bakımından uygun olması

- Karma bir sistem olması

- Ağırlığın dağıtım sisteminde olmasının güvence sağlaması

- Yüksek gelirliler için ilave bir emeklilik geliri olanağı sağlaması

- Mikro ve makro ekonomi açısından tasarruf üzerinde olumlu etkisinin olması gibi nedenler gösterilmiştir(Rasgelener,1996:105-106).

7.2.3. Bireysel Emeklilik Sisteminin Amaçları

Bireysel emeklilik sisteminin amacı, 4632 sayılı Yasanın birinci maddesinde “kamu sosyal güvenlik sisteminin tamamlayıcısı olarak, bireylerin emekliliğe yönelik tasarruflarının yatırıma yönlendirilmesi ile emeklilik döneminde ek bir gelir sağlanarak refah düzeylerinin yükseltilmesi, ekonomiye uzun vadeli kaynak yaratarak istihdamın artırılması ve ekonomik kalkınmaya katkıda bulunulması” şeklinde tanımlanmıştır.

Aslında bireysel emeklilik sisteminin temel amacını bireylerin emeklilik dönemlerinde hayat standartlarını yükseltecek ek gelir sağlamak şeklinde tanımlamak daha doğru bir yaklaşımdır. Zira hangi sistem olursa olsun, emeklilik sistemlerinin temel amacı, emekliler için yeterli bir hayat standardı sağlamaktır(Whitehouse,2000:7). Diğer konular ikincil amaçlar olarak tanımlanmaktadır. Özel emeklilik fonlarının uygulanış amacı, kamu emeklilik sistemlerinin, bireylere emeklilik dönemlerinde yeterli hayat standartları sağlama konusunda şimdiden sıkıntıya düşmesi ve durumun gelecekte daha da kötüleşeceği beklentisi ile, mevcut sisteme alternatif olmayan, sistemin tamamlayıcısı bir sistemin uygulamaya sokulmasıdır. Fakat, özel emeklilik fonlarının uygulandığı ülkelerde, bu fonların sosyal güvenlik sisteminin sorunlarının çözümünde önemli katkılar sağlaması, küçük çaplı tasarrufları düzenli prim ödemeleri vasıtasıyla büyük fon havuzlarında biriktirip uzun vadeli kaynak olarak ekonominin hizmetine sunması, ülke kalkınmasında ve sermaye piyasalarının gelişmesinde kurumsal yatırımcı olarak büyük yararlar sağlaması amaç tanımlamasını değiştirmiş ve ikincil amaçları ön plana çıkarmıştır. Öyle ki, yasa TBMM’de tartışılırken yasanın gerekçesinde birincil amaç tamamen unutulmuş ve ikincil amaçlara vurgu yapılmıştır. Zira, 4632 sayılı Yasanın gerekçesinde “... Bu Kanun Tasarısı Taslağı ile de ülkemizde emekliliğe yönelik tasarrufların mali sektör içerisinde ülke ekonomisinin hizmetine sunulması amaçlanmaktadır. Ülkemizin GSMH’sı dikkate alındığında halen uzun vadeli fon yaratma potansiyelinin oldukça yüksek olduğu görülecektir” şeklindeki ifadeden de anlaşılacağı üzere, Türkiye’de

bireysel emeklilik sisteminin temel amacı değil, ikincil amaçları ön plana çıkartılmaktadır. Nitekim aynı yasanın gerekçesinde bireysel emeklilik sisteminin amaçları belirtilmiştir. Buna göre bu yasa ile;

- a. Uzun vadeli alt yapı yatırımları için gerekli fonları sağlayacak ve dolayısıyla istihdamı artıracak,
- b. Kamunun uzun vadeli borçlanma olanağını olumlu etkileyecek,
- c. Piyasalardaki kısa vadeli spekülâtif baskıları azaltacak,
- d. Ulusal tasarruf eğilimini artıracak,
- e. Emekliliğe yönelik tasarrufların mali sisteme akması ile kayıtlılığı teşvik edecek
- f. Sermaye piyasalarının derinleşmesine katkıda bulunacak,

g. Bireylere güvenli, avantajlı, yatırımlarını kontrol edebilecekleri ve hesaplarına kolaylıkla ulaşabilecekleri ürünler sunacak bir yapı oluşturulması amaçlanmaktadır(TBMM Tutanakları, www.belgenet.com/20.06.2003). Görüldüğü üzere, amaçlar arasında bireylerin emeklilik dönemlerindeki gelirlerinin yükseltilmesi yer almamaktadır.

Yasanın gerekçesinde “güvenli bir ortamın yaratılması” bireysel emeklilik sistemlerinin en önemli konusu olarak belirtilmiş, güvenli ortam “nitelikli hizmetin sürekli olarak alınabilmesi, hizmet sunan şirketlerin yükümlülüklerini karşılayabilir yeterlilikte olmaları, fon varlıklarının bir anlamda emanetçi olan şirketin hesaplarında ayrı ve katılımcılara ait olması, emeklilik hesaplarında biriken fonların reel değerinin korunması, düzenleme ve denetlemede yeterli koordinasyonun sağlanarak faaliyetlerin mevzuat hükümleri dahilinde yürütülmesinin sağlanması” şeklinde tanımlanmıştır. Bireysel Emeklilik Yasası ve bireysel emeklilik sistemine ilişkin olarak yapılan düzenlemelerde aşağıdaki hususların temel amaçlar olarak gözetilmesi kararlaştırılmıştır(TBMM Tutanakları, www.belgenet.com/20.06.2003).

- a. Emeklilik konusunda uzmanlaşmış, güçlü mali bünyeye ve yüksek sermayeye sahip emeklilik şirketlerinin hizmet sunması,
- b. Emeklilik şirketlerinin teknik ve idari altyapılarının ve verecekleri hizmet kalitesinin diğer mali kuruluşlarla rekabet edebilir düzeyde olması,
- c. Birikimlerin reel değerinin korunması ve yüksek getiriye sağlamak amacıyla bireysel emeklilik hesaplarındaki varlıkların uzman portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilmesi,
- d. Fon varlıklarının şirket ve fon yöneticisi varlıklarından ayrı olarak takasbank gibi merkezi saklanma kuruluşlarında saklanması,
- e. Tüm birikimlerin sadece bireysel emeklilik sistemine üye olanlara yönelik çıkarılacak emeklilik yatırım fonlarında değerlendirilmesi,
- f. Katılımcıların bireysel hesaplarındaki tüm birikimleri talepleri halinde bir diğer şirkete aktarabilmeleri ve dolayısıyla hizmet kalitesi yönünde emeklilik şirketleri arasında yaşanacak rekabet ortamının yaratılması,
- g. Üyelerin hesaplarındaki gelişmeleri sürekli olarak telefon, internet, banka kartları ve benzeri elektronik ortamlarda takip edebilmeleri ve fonlarla ilgili bilgilerin belirli aralıklarla kamuya açıklanması,
- h. Katılımcıların aynı emeklilik şirketinin değişik risk- getiri özelliği olan emeklilik yatırım fonları arasında birikimlerini paylaştırarak kendi tercihlerine göre portföy dağılımı oluşturmalarına olanak tanınması,
- i. Kamuda bireysel emeklilik sistemini çeşitli yönleri ile doğrudan veya dolaylı olarak ilgilendiren Bakanlıklar arasında mevzuat düzenlemesi, faaliyetlerin denetlenmesi açısından koordinasyonun sağlanması,
- j. Faaliyetlerin güven içerisinde yürütülmesi ve katılımcıların hak ve menfaatlerinin korunması.

Özetle, bireysel emeklilik sisteminin hayata geçirilmesi ile birlikte ;

- Gayrisafi milli hasılanın % 5-10 düzeyinde bir birikim yaratılması,
- Sosyal güvenliğin kapsamının genişlemesi ve katılanlara emeklilik döneminde ek bir gelir sağlanarak refah düzeylerinin yükselmesine katkıda bulunulması,
- Reel sektöre kullanabileceği ilave kaynaklar yaratılması, bu yolla üretim ve istihdamda artış sağlanarak istikrarlı bir büyümenin gerçekleştirilmesi,
- Para ve sermaye piyasalarına yeni kaynaklar sağlanarak piyasaların gelişmesine ve derinleşmesine katkıda bulunulması, bu suretle kamu ve özel sektörün borç bulma imkanlarının kolaylaştırılması gibi hedefler ortaya konulmuş ve sistemin bu hedefleri gerçekleştirebilecek tarzda oluşturulmasına özen gösterilmiştir(Cansızlar,2001).

7.2.4. Bireysel Emeklilik Sisteminin Temel Özellikleri

Türkiye’de oluşturulan bireysel emeklilik sisteminin çeşitli özellikleri bulunmaktadır. Sistemin en önemli özelliklerinden biri, bireylerin emeklilik dönemlerinde kamu sosyal güvenlik kurumlarından aldıkları emeklilik maaşına ilave olarak ikinci bir gelir kaynağına sahip olmalarına olanak sağlayan ve bu yönüyle de kuruluş amacına uygun bir şekilde kamusal emeklilik programlarını tamamlayan bir yapıya sahip olmasıdır. Sistem, söz konusu fonksiyonunu gönüllülük esasına dayalı olarak yerine getirmektedir. Katılım, tamamen bireylerin iradelerine bağlı olup, işverenler de isterlerse çalışan adına gönüllü olarak katkıda bulunabilmektedir.²

Bireysel hesaplarda fonlama yöntemiyle işleyen sistemde bireylerin emeklilik gelirleri, bireylerin kendi nam ve hesaplarında birikecek katkılar ve bu katkılarının işletilmesinden sağlanacak getirilere göre belirlenmektedir. Bireysel emeklilik sistemine katılımı teşvik amacıyla sisteme vergisel destekler sağlanmıştır. Buna göre; katılımcıların sisteme yapmış oldukları

² Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu, Madde 3.

katkılar, ücretlilerde yıllık ücretin, serbest meslek mensuplarında ise yıllık gelirin %10'unu ve asgari ücretin yıllık tutarını aşmamak üzere gelir vergisi matrahından indirilebilmektedir.

Bireysel emeklilik sisteminin diğer önemli bir özelliği, sistemin işleyişine ilişkin sahip olduğu şeffaflık yapısıdır. Bu bağlamda katılımcılar; bireysel emeklilik hesaplarındaki katkılarını, bunların getirilerini ve ilgili diğer bilgileri telefon, internet, banka kartları vb. elektronik ortamlarda takip edebilmektedir. Kişinin kendi kendini bilgilendirebilmesine ilave olarak, emeklilik şirketleri bireyin kendi hesaplarına ilişkin bilgileri, yazılı olarak katılımcıların adreslerine göndermektedir (Dağalp,2001:19).

Bireysel emeklilik sistemi bir tasarruf mekanizması ile işlediğinden sigortacılık faaliyeti yapılmaması sistemin özellikleri arasında yer almaktadır. Sistem, genel olarak tasarruf yapabilen kitlelere hitap etmekte ve onları emeklilik döneminde daha rahat bir yaşam sürebilmeleri için tasarrufa teşvik etmektedir. Söz konusu tasarruflar, katılımcının talepleri ve risk/getiri profilleri doğrultusunda fonlama yöntemiyle değerlendirilmekte ve katılımcının sisteme girdiği andan ayrıldığı ana kadar her hangi bir sigorta işlemi yapılmamaktadır(Egemen,2003:42). Ancak, emeklilik hakkının kazanılması durumunda, birikimlerin toplu olarak alınmayıp yıllık gelir sigortası yoluyla maaş şeklinde kullanılmasının katılımcı tarafından tercih edilmesi halinde sigortacılık esaslarına uygun bir şekilde sistemdeki birikimler düzenli maaş ödemelerine çevrilmektedir. Ayrıca, katılımcının işgöremezlik riskine maruz kalması halinde kendisi, vefat etmesi durumunda ise lehdarları veya kanuni mirasçıları birikimleri alabilmektedir. Bu durum, dolaylı olarak da olsa bir sigortacılık faaliyeti olmaktadır.

Bireysel emeklilik sistemi, kamu sosyal güvenlik kurumlarından ayrı olarak kamunun gözetim ve denetimi altında faaliyet göstermektedir. Hazine Müsteşarlığı(HM), emeklilik şirketlerinin kuruluş, faaliyet ve denetiminden; Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) ise toplanan tasarrufların kurallara uygun olarak kullanılmasını gözetlemekten sorumludur. HM'nin görev ve yetki alanı

daha çok emeklilik şirketlerinin kuruluş ve çalışma esasları ile emeklilik sözleşmesi kapsamında sunulacak emeklilik planları ve bireysel emeklilik araçları konusunda yoğunlaşmaktadır. SPK'nın görev ve yetkileri ise, daha çok emeklilik yatırım fonları, portföy yönetim şirketleri ile takas ve saklama hizmetine ilişkin hususlarda bulunmaktadır(Çanakçı,2003:1). Diğer bir ifadeyle, bireysel emeklilik sisteminde devlet doğrudan taraf olmamakla birlikte, sistemin işleyişinde ve denetiminde aktif rol almaktadır.

Bireysel emeklilik sisteminde yer alacak emeklilik şirketlerinin en az üç farklı risk ve getiri bileşenine sahip emeklilik yatırım fonu kurmaları zorunludur. Bu şekilde bireylerin kendi risk-getiri tercihlerine uygun yatırım tercihleri yapabilmelerine olanak sağlanmıştır. Bu anlamda sistem katılımcılarına verilen bir diğer hak bağlı oldukları emeklilik fonunu değiştirebilme hakkıdır. Buna göre, bireyler yılda bir kez katılımcısı oldukları emeklilik fonunu değiştirebilmektedir. Bu uygulama bir taraftan katılımcıların korunmasını sağlarken diğer taraftan sistemde yer alan fonların rekabet içerisinde olmasını sağlamıştır.

7.2.5. Bireysel Emeklilik ve Yatırım Sistemi Kanunu'nun Değerlendirilmesi

7.2.5.1. Bireysel Emeklilik ve Yatırım Sistemi Kanunu'nun Emeklilik Yatırım Fonları Açısından Değerlendirilmesi

7.2.5.1.1. Emeklilik Yatırım Fonlarının Kurulması

Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu'nda Emeklilik Yatırım Fonu, “ şirket tarafından emeklilik sözleşmesi çerçevesinde alınan ve katılımcılar adına bireysel emeklilik hesaplarında izlenen katkıların, riskin dağıtılması ve inancılı mülkiyet esaslarına göre işletilmesi amacıyla oluşturulan mal varlığı” şeklinde tanımlanmaktadır³. Emeklilik yatırım fonlarının kuruluşuna ilişkin düzenlemeler Bireysel Emeklilik Tasarruf ve

³ Madde 15.

Yatırım Sistemi Kanunu'nun dördüncü bölümünde ana hatları ile düzenlenmiştir. Yasanın verdiği yetkiye dayanarak, Hazine Müsteşarlığı⁴ ve Sermaye Piyasası Kurulu⁵ da emeklilik şirketlerinin kuruluş ve çalışma esaslarını düzenleyen yönetmelikler yayımlamışlardır. Bu düzenlemelere göre, ticaret unvanında "emeklilik" ibaresinin bulunması zorunlu olan ve kuruluş izni Hazine Müsteşarlığı'nın bağlı olduğu Bakan tarafından verilen şirketin kuruluşu için Hazine Müsteşarlığı'na başvuruda bulunulacaktır. Kurulacak şirketin⁶;

- a. Anonim Şirket şeklinde kurulması,
- b. Faaliyet konusunun, yasada belirtilen faaliyetlerle sınırlandırılması,
- c. Sermayesinin yirmi trilyon liradan az olmaması, ödenmiş sermayesinin asgari on trilyon olması ve kalanının üç yıl içerisinde ödenmesinin taahhüt edilmesi
- d. Hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılması ve tamamının nama yazılı olması
- e. Ana sözleşmenin ilgili Kanun hükümlerine uygun olması
- f. İş planı ve yapılabirlik raporlarının sunulması
- g. Kurucularının;

1. Tasfiyeye tabi bankerler, bankalar, sigorta şirketleri ile para ve sermaye piyasalarında faaliyet gösteren diğer kurumlarda doğrudan ve dolaylı yüzde on veya daha fazla bir oranda pay sahibi olmaması,

2. İlgili mevzuat çerçevesinde faaliyetlerinin tamamen veya belirli faaliyet alanları itibari ile sürekli veya başvuru tarihinden önceki bir yıl içerisinde bir ay veya daha fazla süreyle geçici olarak durdurulma kararının verilmemiş olması,

⁴ Emeklilik Şirketleri Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik.

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

⁶ Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu, Madde 8.

3. Müflis veya konkordato ilan etmiş olmaması, taksirli suçlar hariç olmak üzere affa uğramış olsalar dahi ağır hapis veya beş yıldan fazla hapis yahut basit veya nitelikli zimmet, cürüm işlemek için teşekkül oluşturmak, irtikap, rüşvet, hırsızlık, dolandırıcılık, sahtecilik, inancı kötüye kullanma, dolaylı iflas gibi yüz kızartıcı suçlar ile istimal ve istihlak kaçakçılığı dışında kalan kaçakçılık suları, resm ihale ve alım satımlara fesat karıştırma, kara para aklama veya devlet sırlarını açığa vurma, vergi kaçakçılığı veya vergi kaakılıına teşebbüs suçlarından dolayı kesinleşmiş mahkumiyet kararlarının bulunmaması,

4. Emeklilik şirketi olmanın gerektirdiği mal g ve itibara sahip olması gerekir.

Bütün bu şartların yanında ayrıca kurulacak emeklilik fonu sermayesinin en az yüzde elli birinin mal piyasalar konusunda yeterli bilgi ve tecrübeye sahip tüzel kişilere ait olması da yine yasa tarafından zorunlu kılınan unsurlardan bir tanesidir. Kuruluş için gerekli sermaye miktarını DE tarafından hesaplanan Toptan Eşya Fiyat Endeksinin(TEFE) iki katını aşmamak kaydıyla belirleme yetkisi Hazine Müsteşarlığı'na verilmiştir.

Kuruluş izni alan emeklilik şirketinin, faaliyete geçebilmesi için emeklilik branşında faaliyet ruhsatı alması zorunludur. Emeklilik faaliyet ruhsatı Hazine Müsteşarlığı tarafından verilir. Faaliyet ruhsatı almak üzere Msteşarlıa yapılan başvurularda;

a. İki yıl içinde en az yüz bin katılımcıya hizmet verecek biçimde gerekli her türlü planlamanın yapılmış olması,

b. İş planı ve sistem tasarımında öngörülen düzenlemelerin yapılmış olması,

c. Fiziksel mekan, teknik ve idari alt yapı ile insan kaynakları uyumunun sağlanmış olması şartları aranmaktadır.

Kuruluşa ilişkin verilen izin, izin tarihinden itibaren bir yıl içinde emeklilik branşı faaliyet ruhsatı almak üzere başvurunun yapılmamış veya gerekli belgelerin süresi içinde tamamlanmamış olması durumunda kendiliğinden geçersiz olmaktadır. Emeklilik branşında faaliyet ruhsatı alan şirketin, ruhsatın veriliş tarihinden itibaren en geç üç ay içerisinde fon kurmak amacıyla Kurula başvurması gerekir. Şirketin fon kurma başvurusunun Kurula zamanında yapılmaması veya başvurusunun reddedilmesi halinde, verilmiş olan kuruluş izni ve faaliyet ruhsatı kendiliğinden geçersiz olmaktadır.

Emeklilik fonlarının başlangıç aşamasında, Kanun'da belirtilen prosedürü izleyen firmaların grup emeklilik yatırım fonları hariç, en az üç ayrı fon kurma zorunluluğu vardır. Bu fonların her birinin başlangıç sermaye tutarı, şirketin ödenmiş sermayesinin 1/20'sinden az olamaz. Ancak, şirketin bu üç ayrı fona ilave olarak kuracağı yeni fon için asgari fon başlangıç tutarı şirket tarafından belirlenmektedir⁷.

7.2.5.1.2. Emeklilik Yatırım Fonlarının Portföy Yapıları ve Sınırlamalar

Emeklilik yatırım fonlarına ilişkin gerçekleştirilen düzenlemelerde katılımcıların haklarının korunabilmesi ve her hangi bir hak kaybına uğramamaları amacıyla sistem kurallarla sıkı takibe alınmış ve portföy yapıları bu doğrultuda belirlenmiştir. Sistemin düzgün işleyebilmesi amacıyla emeklilik yatırım fonlarının mal varlıkları yasal koruma altına alınmıştır. Buna ilişkin olarak SPK'nın yayınladığı tebliğde fonun mal varlığının, şirketin Kanun, emeklilik sözleşmesi, fon içtüzüğü ve ilgili diğer mevzuattan doğan yükümlülüklerinin yerine getirilmesi dışında hiçbir amaçla kullanılamayacağı, rehin edilemeyeceği, teminat gösterilemeyeceği, üçüncü şahıslar tarafından haciz edilemeyeceği ve iflas masasına dahil edilemeyeceği belirtilmektedir(Madde 17).

⁷ SPK Tebliği, Madde 11.

Yine sistemin düzgün işleyebilmesi amacıyla emeklilik yatırım fonlarının portföylerini hangi yatırım araçlarından oluşturabilecekleri de yasa ve yönetmeliklerle belirlenmiştir⁸. Bununla ilgili olarak SPK'nın ilgili tebliğinin 5. maddesinde, emeklilik yatırım fonlarının yatırım yapabileceği para ve sermaye piyasası araçları şöyle belirtilmektedir;

- a. Nakit, vadeli ve vadesiz mevduat,
- b. Ters repo dahil borçlanma araçları ile hisse senetleri,
- c. Kıymetli madenler ve gayrimenkula dayalı varlıklar,
- d. Repo işlemleri,
- e. Vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri,
- f. Borsa para piyasası işlemleri,
- g. Yatırım fonu katılma belgeleri,
- h. SPK'nca uygun görülen ve kamuya ilan edilen diğer para ve sermaye piyasası araçları.

Aynı yönetmeliğin 21. maddesinde ise fon yönetiminde uyulması zorunlu olan portföy sınırlamaları belirtilmiştir. Buna göre;

a) Fon varlıklarının %10'undan fazlası bir ihraçcının para ve sermaye piyasası araçlarına yatırılmaz. Ayrıca, fonun %5'inden fazla yatırım yaptığı ortaklıkların para ve sermaye piyasası araçlarının toplam tutarı fon varlıklarının %40'ını aşamaz. Ancak devlet iç borçlanma senetleri için bu bentteki sınırlamalar uygulanmaz.

b) Fon portföyüne borsada işlem gören para ve sermaye piyasası araçlarının alınması esastır. Ancak borsada işlem görmesi koşuluyla, yapılan ilk ihraçlardan da para ve sermaye piyasası aracı alınabilir.

c) Fon, tek başına hiçbir ortaklıkta sermayenin ya da tüm oy haklarının %5'ine veya daha fazlasına, bir şirketin kurucusu olduğu fonlar ise toplu olarak, hiçbir ortaklıkta sermayenin ya da tüm oy haklarının %20'sinden fazlasına sahip olamaz.

⁸ Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu, Madde 17-19.
SPK Tebliği, Madde 5, 21-24.

d) Fon varlıklarının en fazla %5'i risk sermayesi yatırım ortaklıkları tarafından ihraç edilen para ve sermaye piyasası araçlarına yatırılabilir. Risk sermayesi yatırım ortaklıklarına yapılacak yatırımlarda (c) bendindeki sınırlamalar dikkate alınmaz.

e) Fon portföyüne şirketin ve portföy yöneticisinin para ve sermaye piyasası araçları satın alınamaz.

f) Şirketin ve portföy yöneticisinin;

1) Sermayesinin %10'undan fazlasına sahip olan hissedarlarının,

2) Yönetim kurulu başkan ve üyelerinin,

3) Genel müdür ve genel müdür yardımcılarının,

ayrı ayrı ya da birlikte sermayesinin %20'sinden fazlasına sahip oldukları ortaklıklar ile şirketin ve portföy yöneticisinin doğrudan ve dolaylı iştiraklerince çıkarılmış para ve sermaye piyasası araçlarının toplamı, fon varlıklarının %20'sini aşamaz.

g) Fon varlıklarının en fazla %20'si bir topluluğun para ve sermaye piyasası araçlarına yatırılabilir. Topluluk, hukuksal yönden birbirinden bağımsız olmakla birlikte sermaye, yönetim ve denetim açısından birbirleriyle ilişkili, faaliyet konuları yönünden aynı sektöre bağlı olsun veya olmasın, organizasyon ve finansman konularının bir ana ortaklık çatısı altında tek merkezden koordine edildiği ana ve bağlı ortaklıklar bütünüdür ifade eder.

h) Fon varlıklarının en fazla %20'si Borsa Para Piyasası'nda değerlendirilebilir.

i) Fon varlıklarının en fazla %10'u yatırım fonu katılma belgelerine yatırılmak suretiyle değerlendirilebilir. Ancak, her bir yatırım fonuna yapılan yatırım tutarı, fon varlıklarının %2'sini geçemez.

j) Fon varlıklarının en fazla %10'u bankalar nezdinde açtırılacak mevduat hesaplarında değerlendirilebilir. Ancak her bir bankada değerlendirilebilecek tutar fon varlıklarının %2'sini aşamaz.

k) Fonlar, hisse senetlerini satın aldıkları ortaklıkların herhangi bir şekilde yönetimlerine katılma amacı güdemezler ve yönetimde temsil edilemezler.

Portföydeki varlıkların değerinin fiyat hareketleri ve rüçhan haklarının kullanılması nedeniyle, yasa ya da yönetmeliklerle belirlenen asgari sınırların altına inmesi veya azami sınırların üzerine çıkması halinde oranın en geç otuz iş günü içinde yasa veya yönetmeliklerde belirtilen sınırlara getirilmesi zorunludur. Belirtilen süre içinde elden çıkartmanın imkansız olması veya zarar doğuracağıının belirlenmesi halinde bu süre SPK tarafından uzatılabilir.

Endeks fonlarda, baz alınan endeksin kapsamının değiştirilmesi, portföyde bulunan menkul kıymetlerle ilgili olarak temettü ödemesi, faiz ödemesi ve bedelli hisse senedi ihracı, tutar artırımı ve nakit girişleri nedeniyle portföyün büyümesi, fon payları geri dönüşleri ve diğer nedenlerle oluşacak nakit ihtiyaçlarının karşılanması ve endeksi izlemeyi etkileyecek diğer hususların ortaya çıkması nedenleriyle portföyde değişiklik yapılması zorunlu olduğunda, söz konusu değişiklikler, içtüzükte belirlenen esaslar çerçevesinde portföye yansıtılmalıdır.

Fon mal varlığından yapılabilecek harcamalar da yine aynı yönetmelikte şöyle belirtilmiştir(Madde 18);

- a. İhraç için ödenen yasal ücretler
- b. Mevzuat gereği yapılması zorunlu tescil ve ilan giderleri
- c. Fon portföyünün yönetimi ile ilgili emeklilik şirketine ödenecek fon işletim giderleri
- d. Portföydeki varlıkların veya bunları temsil eden belgelerin nakil veya nakle bağlı sigorta ücretleri
- e. Portföydeki varlıkların saklanması hizmetleri için ödenen ücretler
- f. Varlıkların nakde çevrilmesi ve transferinde ödenen ücretler
- g. Alınan kredilerin faizleri
- h. Portföye alımlarda ve portföyden satımlarda ödenen komisyonlar
- i. Fonun mükellefi olduğu vergi ödemeleri
- j. Bağımsız denetim kuruluşlarına ödenen denetim ücretleri
- k. SPK'nca uygun görülecek diğer harcamalar.

Bu harcamaların dışında harcama yapılamamaktadır. Yapılan harcamalarda “belge” esaslı getirilmiştir ve piyasa rayici üzerinde harcama yapılmasına izin verilmemektedir.

7.2.5.1.3. Emeklilik Yatırım Fonu Türleri

Emeklilik yatırım fonlarının türlerine ilişkin olarak Sermaye Piyasası Kurulu’nun yayınlamış olduğu 10.05.2002 tarih ve 22/646 sayılı karara göre emeklilik yatırım fonları, bilinen klasik fon çeşitleri tanımlamasının dışına çıkılarak sınıflandırılmıştır. Emeklilik yatırım fonlarının mevcut yatırım fonu düzenlemelerinden farklı olarak, yalnızca menkul kıymetlerin portföydeki ağırlığına göre değil, aynı zamanda fonun risk ve getiri stratejilerine göre belirlendiği yeni düzenlemede emeklilik yatırım fonları; gelir amaçlı fonlar, büyüme amaçlı fonlar, para piyasası fonları, kıymetli madenler fonları, ihtisaslaşmış fonlar ve diğer fonlar olmak üzere altı ana başlık altında toplanmıştır. Yapılan bu düzenlemeye göre emeklilik fonunun unvanında belirli bir varlık grubuna, sektör veya sektörlerle, ülke ya da coğrafi bölgeye yatırım yaptığı izlenimini uyandıracak bir ibare kullanan fon varlıklarının en az %80’i fon unvanında yer alan grubun yapısını ve risklerini yansıtacak varlıklardan oluşacaktır.

Bu sınıflamada yer alan “amaçlı fonlar” için, amacın belirlenmesinde özellikle başlangıç aşamasında bazı belirsizliklerin gündeme gelmesi mümkündür. Aşağıdaki bölümde ayrıntısı ile anlatıldığı gibi, Gelir Amaçlı Fonlar, yatırım yapılacak varlıkların seçiminde, fiyat oynaklığı düşük, temettü ve faiz geliri elde etme potansiyeli ya da beklentisi olan varlıklara ağırlık verilen fonlardır. Büyüme Amaçlı Fonlar ise, yatırım yapılacak varlıkların seçiminde, yatırım döneminde değer artış kazancı elde edilmesi beklenen varlıklara ağırlık verilen fonlardır .

Herhangi bir varlığın hangi amaçla fona alındığı, bir portföy yöneticisinden diğerine değişebilecektir. Ancak uygulamaya geçilmesinden sonra, hangi varlığın hangi amaca hizmet ettiğinin tespiti daha sağlıklı

yapılabilecek ve portföyler bu tespitlere göre oluşturulacaktır. Portföye dahil edilecek varlıkların seçimi, fonun izahnameler ve diğer belgelerle kamuya duyurulan yatırım stratejisine uygunluğuna, karşılaştırma ölçütüne ve dolayısıyla fon performansına olan katkısına göre yapılacaktır. Böylece, belirlenmiş olan karşılaştırma ölçütünün vade, getiri ve risk yapısına uygun bir portföy oluşturulacak ve bu ölçüt kadar ya da daha fazla bir getiri hedeflenebilecektir. Bu hedefler bir fondan diğerine değişebileceği ve bu hedeflere ulaşmada kullanılacak araçlar farklılaşabileceği gibi, hedefler farklı da olsa kullanılan araçlar aynı olabilir. Bunun sebebi, iki portföy yöneticisinin aynı araca ya da varlığa farklı beklentilerle yaklaşmalarıdır. Yatırım yapılan araca ya da varlığa ilişkin olarak hangi portföy yöneticisinin daha başarılı olduğu, yatırım döneminin sonunda belli olacak ve buna göre fonların performansı farklılık arz edebilecektir.

Fonun belirlenmiş olan yatırım stratejisine ve performansının ölçülmesinde bir referans olacak karşılaştırma ölçütüne göre yatırım yapması beklenen katılımcı, performansı düşük olan fon yerine performansı yüksek olan fonu tercih edebilecektir. Hangi varlığın hangi amaca hizmet edeceğine ve dolayısıyla fon performansına ne kadar katkısı olacağına dair beklentiler, zamanla piyasada daha somut hale gelecektir.

Diğer taraftan fon kuruluş aşamasında, portföy yöneticisinin hangi varlık grubunun büyüme veya gelir amaçlı olabileceğini öngöremeyebileceği, bir diğer ifadeyle, portföy yönetiminde hem sermaye kazancı hem de temettü veya faiz geliri unsurlarına aynı oranda ağırlık vermek isteyebileceği dikkate alınarak, tamamı hisse senetlerinden veya borçlanma senetlerinden veya bunların karmasından oluşan “Dengeli Fon” kurulabilmesine de imkan tanınmıştır.

7.2.5.1.3.1. Gelir Amaçlı Fonlar

Yatırım yapılacak varlıkların, bunlardan elde edilecek temettü ve faiz gelirlerine ağırlık verilerek belirlendiği fonlardır. Gelir amaçlı fon türleri aşağıdaki gibidir.

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

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

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

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

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

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

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

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

i. Esnek Fon: Fon portföyünün tamamını değişen piyasa koşullarına göre Yönetmeliğin 5 inci maddesinde belirtilen varlık türlerinin tamamına veya bir kısmına yatıran ve temettü ve faiz geliri elde etmeyi hedefleyen fondur. Bu tür fonların varlık dağılımı önceden belirlenmez.

7.2.5.1.3.2. Büyüme Amaçlı Fonlar

Yatırım yapılacak varlıkların, bunlardan elde edilecek sermaye kazancına ağırlık verilerek belirlendiği fonlardır. Bu tür fonlarda yatırım genellikle büyüme potansiyeli olan şirketlere veya bu tür şirketlerin hisse senetlerine yapılır. Büyüme amaçlı fon türleri aşağıdaki gibidir.

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

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

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

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

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

f. Esnek Fon: Fon portföyünün tamamını değişen piyasa koşullarına göre yönetmeliğin 5 inci maddesinde belirtilen varlık türlerinin tamamına veya bir kısmına yatıran ve sermaye kazancı elde etmeyi hedefleyen fondur. Bu tür fonların varlık dağılımı önceden belirlenmez.

7.2.5.1.3.3. Para Piyasası Fonları

Para piyasası fonları, portföyünde devamlı olarak vadesine en fazla 180 gün kalmış, likiditesi yüksek para ve sermaye piyasası araçları yer alan ve portföyünün ağırlıklı ortalama vadesi en fazla 45 gün olan fonlardır. Bu tür fonlar aşağıdaki gibi belirtilmiştir.

a. Likit Fon-Kamu: Fon portföyünün tamamını ters repo dahil devlet iç borçlanma senetlerine yatıran fondur.

b. Likit Fon-Özel Sektör: Fon portföyünün tamamını özel sektör borçlanma araçlarına yatıran fondur.

c. Likit Fon-Karma: Fon portföyünün tamamını kamu ve/veya özel sektör borçlanma araçlarına yatıran fondur.

7.2.5.1.3.4. Kıymetli Maden Fonları

Kıymetli maden fonları, fon portföyünün en az %80'ini kıymetli madenler ve altına dayalı varlıklardan oluşturmak amacıyla kurulan fonlardır. Bu tür fonlar, Kıymetli Madenler Fonu ve Altın Fonu olmak üzere iki şekilde kurulabilir.

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

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

7.2.5.1.3.5. İhtisaslaşmış Fonlar

İhtisaslaşmış fonlar, coğrafi bölge, ülke, sektör ve endeksler bazında yatırım yapmak amacıyla kurulan fonlardır. Bu tür fonlar Yabancı Ülke Fonu, Sektör Fonu ve Endeks Fon şeklinde kurulabilir.

a. Yabancı Ülke Fonu: Fon portföyünün en az %80'ini, sadece bir yabancı ülke tarafından veya bu yabancı ülkede yerleşik şirketler tarafından ihraç edilen para ve sermaye piyasası araçlarına yatıran fondur. Eğer fon, birden fazla ülkedeki firmaların ya da birden fazla ülkenin ihraç ettiği para ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmayı amaçlayan bir fon kurmak isterse, bunu fonun adında kullanmak kaydıyla böyle bir fon kurabilir. Örneğin; firma İngiltere ve Almanya tarafından veya bu ülkelerdeki firmalar tarafından ihraç edilen menkul kıymetlere yatırım yapmak istiyorsa, fonun adını “X Emeklilik A.Ş. İngiltere- Almanya Fonu” olarak koymak suretiyle böyle bir fon kurabilir.

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

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

7.2.5.1.3.6. Diğer Fonlar

Yukarıdaki fon türlerine girmeyen fonlar, Diğer Fonlar başlığı altında toplanmıştır. Bu tür fonlar Dengeli Fon ve Esnek Fon olmak üzere iki başlık altında toplanmıştır.

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

b. Esnek Fon: Fon portföyünün tamamını değişen piyasa koşullarına göre yönetmeliğin 5 inci maddesinde belirtilen varlık türlerinin tamamına veya bir kısmına yatıran ve hem sermaye kazancı hem de temettü ve faiz geliri elde etmeyi hedefleyen fondur. Bu tür fonların varlık dağılımı önceden belirlenmez.

7.2.5.1.4. Bireysel Emeklilik Şirketlerinde Üyelere Yansıtılacak Giderler

Bireysel emeklilik şirketleri, faaliyetlerinin gerektirdiği giderleri karşılayabilmek amacıyla yasada belirlenen sınırları aşmamak üzere üyelerinin hesabından belirli oranlarda gider kesintisi yapabilmektedirler. Şirketlerin üyelerine yansıtabilecekleri kalemler üç başlık altında yasada belirlenmiştir⁹. Buna göre şirket, emeklilik sözleşmesinde belirtilen esaslar dahilinde sisteme ilk defa giren üyelerinden giriş aidatı alabilir, sisteme girdikten sonra üyenin hesabından yönetim gider kesintisi ve fon işletim gideri kesintisi yapabilir.

Sisteme ilk giren üyeden alınacak giriş aidatının, sözleşmenin imzalandığı tarihte geçerli olan asgari ücretin aylık tutarını geçmemesi gerekir. Şirket, giriş aidatını sisteme girişte peşin olarak alabileceği gibi, sözleşmede belirtilmek kaydıyla aidatı üyenin sistemden ayrıldığı veya başka bir şirkete aktarım talebinde bulunduğu tarihe kadar erteleyebilir. Bu konu sisteme katılacak üyeler açısından önemlidir. Zira, sisteme girişte aidatın tahsil edilmeyip ertelenmesi, giriş maliyetinin ötelenmesi anlamına gelmektedir. Bu durumda üyeler, ileriki aşamada şirket değiştirme talebinde bulunduklarında kendilerinden giriş aidatının ödenmesi istenecek, bu ise

⁹ Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu, Madde 7.

geçiş maliyetini artıracaktır. Emeklilik şirketlerinin, üyeleri diğer şirketlere kaptırmamak için bu durumu kullanacakları ise aşıkardır.

Giriş aidatının yanında emeklilik şirketleri, giderleri karşılığında katılımcının bireysel emeklilik hesabına yaptığı katkı üzerinden azami yüzde sekiz oranında yönetim gider kesintisi yapabilirler.

Ayrıca, fonun işletim giderlerini karşılayabilmek amacıyla şirketler, fon işletim gider kesintisi adı altında, fonun net varlık değeri üzerinden günlük olarak hesaplanan ve azami yüzbinde on oranında bir kesintiyi üyelerine yansıtabilirler.

Üst limitleri yasada belirlenen bu kesintilerin, emeklilik şirketleri tarafından nasıl uygulanacağı zamanla belli olacaktır. Bununla birlikte, sistemde sağlanması düşünülen rekabet ortamının varlığı, başlangıç aşamasında bu oranların mümkün olduğunca düşük tutulması sonucunu doğal olarak beraberinde getirecektir. Fakat, zaman ilerledikçe sistemdeki şirketlerin nasıl davranacakları konusu muallaktır.

7.2.5.2. Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu'nun Katılımcılar Açısından Değerlendirilmesi

7.2.5.2.1. Bireysel Emeklilik Sistemine Katılma

Emeklilik döneminde daha yüksek bir emeklilik geliri elde etmeyi düşünen, medeni hakları kullanma ehliyetine sahip herkesin emeklilik yatırım fonu şirketlerinde hesap açtırması mümkündür. Bunun yanında, işverenlerin çalışanları adına hesap açtırması da olasıdır. Bunun için gerekli evraklarla uygun görülen emeklilik yatırım fonlarına başvurulması yeterlidir.

Emeklilik şirketi, başvurunun ardından bireysel emeklilik sistemine girmek isteyen katılımcının emekliliğe yönelik beklentilerine, ortalama gelir düzeyine, kamu sosyal güvenlik sistemine dahil olmalarına ve risk – getiri profiline uygun emeklilik planını katılımcıya sunar. Katılımcının sunulan planı

kabul etmesi ve şirketin belirlediği giriş aidatı ile katkı payını yatırarak sözleşme imzalaması ile sisteme giriş yapılmış olur.

Emeklilik şirketi ile katılımcı arasında imzalanan emeklilik sözleşmesi, katılımcının sisteme girişini ve çıkışını, emekli olmasını, katkıların ödenmesini, bu katkıların bireysel emeklilik hesaplarında izlenmesini, fonlarda yatırıma yönlendirilmesini, katılımcı veya lehdarına yapılacak ödemelere ilişkin esasları, tarafların diğer hak ve yükümlülüklerinin düzenlenmesini kapsayan ve esas olarak katılımcı ve şirketin taraf olarak yer aldığı bir sözleşmedir¹⁰. Diğer bir ifade ile emeklilik sözleşmesinde, katılımcılar ve varsa işverenleri tarafından ödenecek asgari katkı tutarı veya oranı, ödeme dönemleri, ödeme süreleri, kesilecek masraf payları, katkıların hangi tür emeklilik yatırım fonunda değerlendirileceği vb. konularla ilgili tarafların hak ve yükümlülükleri düzenlenmektedir.

Emeklilik sözleşmesinin taraflarca imzalanmasını takip eden on iş günü içerisinde emeklilik şirketinin sözleşmeyi yazılı olarak reddetme hakkı vardır. Ancak şirket bu hakkını kullanmazsa, katkı payının şirket hesaplarına girdiği tarih itibarıyla katılımcı sisteme girmiş sayılır.

Emeklilik şirketinin, katkı paylarını, şirkete intikalini takip eden en geç ikinci işgününde yatırıma yönlendirme zorunluluğu vardır. Aksi taktirde, katılımcının dahil olacağı fonun son aylık getirisinin iki katı tutarında aylık gecikme cezası uygulanır ve bu tutar katılımcının hesabına ilave edilir. Ayrıca, emeklilik şirketinin, emeklilik sözleşmesi kurulduktan sonra katkı payının şirket hesaplarına geçişini takip eden en geç onbeş işgünü içerisinde hazırlayıp imzaladığı emeklilik sözleşmesi metnini katılımcıya vermesi gerekir.

¹⁰ Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu, Madde 4.

7.2.5.2.2. Emekliliğe Hak Kazanma

Emeklilik sistemine giriş yapan katılımcı, asgari on yıl katkı sağladıktan ve 56 yaşını doldurduktan sonra emekliliğe hak kazanmaktadır¹¹. Katılımcının en az on yıl sistemde kalma koşulunu yerine getirmiş olması için, birikimlerini almaksızın ilk emeklilik sözleşmesinin yürürlük tarihinden itibaren bireysel emeklilik sisteminde on tam yıl kalması ve on yıl süreyle asgari katkı payı ödemesi gerekmektedir. Emeklilik planları dahilinde on yıllık asgari katkı payı ödemesine karşılık gelecek toplu katkı payı tutarının ödenmesi de yeterli kabul edilmektedir. Katılımcının aynı emeklilik şirketinde veya başka bir emeklilik şirketinde birden fazla emeklilik sözleşmesi akdetmiş olması halinde ise, katılımcının tüm emeklilik sözleşmelerinden emekliliğe hak kazanabilmesi için en az bir emeklilik sözleşmesinden emekliliğe hak kazanmış olması yeterli olmaktadır. Başka bir emeklilik şirketine birikimlerin aktarılması sonucu düzenlenecek yeni emeklilik sözleşmeleri ile emekliliğe hak kazanabilmesi için gereken sürenin hesaplanmasında aktarıma esas olan emeklilik sözleşmesinin ilk yürürlük tarihi esas alınmaktadır¹².

Emeklilik hakkı kazanan katılımcı, birikimlerini toplu olarak alabileceği gibi yapacağı yıllık gelir sigortası sözleşmesi ile anüite şeklinde belirli aralıklarla maaş şeklinde de alabilir. Veya birikiminin bir kısmını toplu alıp geriye kalan kısmı için anüite planı talebinde bulunabilir. Emeklilik şirketi, katılımcının kısmen veya tamamen ödeme talebini, katılımcının emeklilik sözleşmesi gereği hak sahibi olduğu tarihten itibaren yedi iş günü içerisinde yerine getirmek zorundadır. Katılımcıların bu madde kapsamında birikimlerin ödenmesini talep etmesi veya başka bir şirket veya hayat sigorta şirketi ile yıllık gelir sigortası sözleşmesi yapması halinde, hesabındaki birikimler herhangi bir kesinti yapılmadan yazılı bildirimden itibaren en geç yedi iş günü içerisinde kendisine ödenmek veya ilgili şirkete aktarılmak zorundadır¹³.

¹¹ Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu, Madde 6.

¹² Bireysel Emeklilik Sistemi Hakkında Yönetmelik, Madde 25.

¹³ Bireysel Emeklilik Sistemi Hakkında Yönetmelik, Madde 26.

7.2.5.2.3. Katılımcıların Hak ve Yükümlülükleri

Bireysel emeklilik sistemine katılan katılımcıların sistemde kaldıkları süre içerisinde bazı hakları ve bu haklarını kullanabilmeleri için yerine getirmeleri gereken yükümlülükleri vardır. Yükümlülüklerini yerine getirmeyen katılımcıların haklarını kullanma imkanı doğal olarak ortadan kalkmaktadır. Yasa ile katılımcılara verilen bu hakları aşağıdaki gibi ifade etmek mümkündür;

1. Katılımcılar, emekliliğe hak kazanmadan önce bireysel emeklilik sistemine katkıda bulunmaya ara verebilir¹⁴.

Böyle bir durumda emekliliğe hak kazanılması için gereken sürenin hesabında ara verilen süre dikkate alınır. Emeklilik şirketi bu durumda plana ait yönetim ve fon işletim giderlerini hesaba yansıtmaya devam eder. Hesaptaki birikimin bu giderleri karşılamaya yetmediği zaman ise, şirket katılımcıya yaptığı bildirimleri durdurur ve hesap pasif hale gelir. Böyle bir durumda, katılımcının emekliliğe hak kazanabilmesi için katkı payı ödemeye ara verdiği tarihten itibaren hesabın aktif hale dönüştüğü tarihe kadar geçen süreye karşılık gelen asgari katkı payı toplam tutarını ödemesi gerekmektedir.

2. Katılımcılar, sözleşme süresi içerisinde herhangi bir anda veya sürekli işgöremezlik durumunun ortaya çıkması halinde bireysel emeklilik sisteminden birikimlerini alarak çıkabilirler¹⁵.

Katılımcının kendi isteği ile herhangi bir anda sistemden ayrılmak istemesi durumunda hesaba uygulanacak vergi kesinti oranı, normal emeklilikteki vergi kesinti oranından farklı olacaktır. Zira, vergi teşvikleri sistemin uzun vadeli amaçları düşünülerek ayarlanmıştır. Buna göre, gerekli koşulları yerine getirerek emekliliğe hak kazanan katılımcılardan yapılacak vergi kesintisi toplam birikimler üzerinden %3,75'dir. Sisteme on yıl katkı

¹⁴ Bireysel Emeklilik Sistemi Hakkında Yönetmelik, Madde 18.

¹⁵ Bireysel Emeklilik Sistemi Hakkında Yönetmelik, Madde 19.

sağlayan, ancak 56 yaşını doldurmadan sistemden ayrılacaklar için vergi kesinti oranı toplam birikimleri üzerinden %10'dur. On yıldan az ödeme yapan, ancak sistemden ayrılmak isteyenler için ise bu oran %15'dir.

Sürekli işgöremezlik halinde hesaba uygulanacak vergi kesinti oranı, gerekli koşulları yerine getirerek emekliliğe hak kazanan üyelerle aynıdır(%3,75). Katılımcının sürekli işgöremezlik hali nedeniyle sistemden ayrılma talebinde bulunabilmesi için, bağlı olduğu sosyal güvenlik kuruluşu mevzuatına göre sürekli işgöremezlik gelirin hak kazanmış olması gerekir. Katılımcının herhangi bir sosyal güvenlik kuruluşuna bağlı olmaması halinde ise, durumun resmi sağlık kuruluşlarından alınacak bir raporla belgelenmesi zaruridir.

Katılımcının vefat etmesi halinde, varsa lehdarı veya kanuni mirasçıları katılımcının bireysel emeklilik hesabındaki birikimlerinin ödenmesini talep edebilir. Bu durumda toplam birikimler üzerinden %3,75 oranında vergi kesintisi yapıldıktan sonra kalan tutar ilgiliye ödenir.

3. Katılımcılar, katkı payını emeklilik planlarında belirtilen fonlar arasında paylaştırabilirler¹⁶. Katılımcıların almak istedikleri risk profiline uygun olarak, birikimlerini birden fazla fon arasında paylaştırmak ve bu durumu yılda en fazla dört kez olmak üzere değiştirme hakkı vardır.

4. Katılımcılar, emeklilik sözleşmesinde belirtilen esaslara göre dahil oldukları emeklilik planlarını değiştirebilirler¹⁷. Bunun için önceki plan değişikliğinin üzerinden en az bir yıl geçmesi ve emeklilik şirketinin değişiklik isteğini onaylaması gerekir.

5. Katılımcılar, yılda bir kez olmak şartıyla emeklilik hesabındaki birikimlerini başka bir emeklilik şirketine aktarabilirler¹⁸. Bunun için aktarım talebinin emeklilik şirketine yazılı bildirilmesi zorunludur. Bildirimin ardından

¹⁶ Bireysel Emeklilik Sistemi Hakkında Yönetmelik, Madde 20.

¹⁷ Bireysel Emeklilik Sistemi Hakkında Yönetmelik, Madde 21.

¹⁸ Bireysel Emeklilik Sistemi Hakkında Yönetmelik, Madde 22.

emeklilik şirketi en geç yedi işgünü içerisinde talebi yerine getirmekle ve birikimlerle birlikte bu hesaba ilişkin bilgi ve belgeleri aktarmakla yükümlüdür. Bu süre zarfında emeklilik şirketi yükümlülüğü yerine getirmemezse ihtara gerek olmaksızın mütemerrit hale gelir. Bu durumda uygulanacak temerrüt faizi, katılımcının dahil olacağı fonun son aylık getirisinin iki katından az olamaz.

Katılımcının emeklilik şirketini değiştirmesi durumunda, yeni emeklilik şirketi tarafından giriş aidatı alınamaz.

Katılımcıların bu haklardan yararlanabilmeleri için, sisteme girişte emeklilik şirketi ile katılımcı arasında yapılan sözleşmede belirtilen yükümlülüklerini yerine getirme zorunluluğu vardır. Katılımcının temel yükümlülüğü, sözleşme ile belirlenen esaslar dahilinde emeklilik şirketi nezdinde açılacak bireysel emeklilik hesabına katkı paylarını düzenli ödemektir.

7.2.5.3. Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu'nun Vergi Düzenlemeleri Açısından Değerlendirilmesi

Bireysel emeklilik sisteminde hem katılımı teşvik etmek hem de emekliliğe hak kazanmadan sistemden çıkmayı caydırmak amacıyla bazı vergi düzenlemeleri yapılmıştır. Yapılan bu düzenlemeleri ana hatları ile aşağıdaki şekilde ifade etmek mümkündür.

Bireysel emeklilik sisteminde katkı payları ücretlilerde yıllık ücretin, serbest meslek mensuplarında ise yıllık gelirin %10'unu ve asgari ücretin yıllık tutarını aşmamak üzere gelir vergisi matrahından indirilebilmektedir. Bakanlar Kurulu %10 olarak belirlenen bu oranı %20'ye, asgari ücretin yıllık tutarını ise 2 katına kadar artırmaya yetkilidir.

İşverenler tarafından ücretliler adına bireysel emeklilik sistemine ödenen katkı payları, ilk paragrafta belirtilen %10'luk sınırı aşmamak üzere doğrudan gider olarak yazılabilmekte ve kurumlar vergisi matrahından indirilebilmektedir.

Emeklilik yatırım fonlarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançları kurumlar vergisinden istisnadır. Başka bir ifade ile ödenen katkıların emeklilik yatırım fonlarında yatırıma yönlendirilmesi aşamasında fon varlıklarında meydana gelen değer artışları vergiye tabi tutulmamaktadır(Doğalp,2001:14). Emeklilik şirketleri tarafından kurulacak emeklilik yatırım fonlarının kazançlarının kurumlar vergisine tabi olmaması ve yapılan katkıların gelir vergisi matrahından indirilebilmesi nedeniyle katılımcıların emeklilik yatırım fonlarına katılmak suretiyle diğer fonlardan elde edecekleri gelirden daha fazla gelir elde etme imkanı vardır.

Bireysel emeklilik sisteminden emeklilik hakkı kazananlar ile bu sistemden vefat, maluliyet veya tasfiye gibi zorunlu nedenlerle ayrılanlara yapılan ödemelerin %25'i gelir vergisinden ve her türlü stopajdan müstesna tutulmuş olup, kalan %75'lik kısım %5'lik stopaja tabidir. Yani, toplam birikim üzerinden yapılacak stopaj kesintisi oranı %3,75 olmaktadır.

Emekliliğe hak kazandıktan sonra alınan ve % 25'i her türlü vergiden muaf olan emeklilik aylığı veya toplu paralar menkul sermaye iradı olarak kabul edilecek ve beyan yerine stopaj ile vergilendirilecektir.

Tüzel kişiliği haiz emekli sandıkları, yardım sandıkları ile emeklilik ve sigorta şirketleri tarafından;

a) On yıl süreyle prim, aidat veya katkı payı ödemediği ayrılanlara yapılan ödemeler %15,

b) On yıl süreyle katkı payı ödemiş olmakla birlikte bireysel emeklilik sisteminden emeklilik hakkı kazanmadan ayrılanlar ile diğer sandık ve sigortalardan on yıl süreyle prim veya aidat ödeyenlere ve vefat, malûliyet veya tasfiye gibi zorunlu nedenlerle ayrılanlara yapılan ödemeler %10,

c) Bireysel emeklilik sisteminden emeklilik hakkı kazananlar ile bu sistemden vefat, malûliyet veya tasfiye gibi zorunlu nedenlerle ayrılanlara yapılan ödemeler % 5 oranında stopaj kesintisi yapıldıktan sonra kalan tutar hak sahiplerine ödenecektir.

7.2.5.4. Bireysel Emeklilik Sistemi Faaliyet Sonuçları

Bireysel emeklilik sistemi, 7 Nisan 2001 tarih ve 4632 sayılı yasa ile yasalaşmış, 27 Ekim 2003 tarihinde ise faaliyete başlamıştır. Faaliyete ilk başladığında emeklilik branşında hizmet veren emeklilik şirketi sayısı altı iken bu sayı kısa sürede onbire çıkmıştır. Bu şirketlerden on tanesi hem hayat hem de emeklilik alanlarında faaliyet gösterirken bir tanesi yalnızca emeklilik alanında faaliyet göstermektedir. Bireysel emeklilik sektöründe faaliyet gösteren bu şirketlerinin başlangıçta sisteme yatırdığı sermaye tutarı 18.8 milyar YTL'dir(Ek Tablo 1).

Sistemin faaliyete başlamasının üzerinden iki yılı aşkın zaman geçmiştir. Bu zaman zarfında sistem gerek katılımcı sayısı gerekse fon büyüklüğü açısından oldukça önemli mesafe almıştır.

31 Aralık 2005 tarihi itibari ile bireysel emeklilik sisteminde katılımcı sayısı 672.696'ya, sözleşme sayısı ise 714.146'ya ulaşmıştır. Yani 672.696 kişi 714.146 sözleşme imzalamıştır. Bu sonuç sistemde bazı kişilerin birden fazla sözleşme imzaladığını göstermektedir. Bu durumun temelde iki nedeni olabilir. Birincisi, sağlanan vergi teşviklerinin yetersizliğidir. Zira, sağlanan vergisel teşvikler brüt maaşın %10' u ve brüt asgari ücretin yıllık tutarını aşmayacak şekilde düzenlenmiştir. Bu durumda sisteme yüksek katılım bedeli ile katılmak isteyenler, birden çok sözleşme imzalamak suretiyle bu dezavantajı ortadan kaldırma yoluna gitmiş olabilirler. İkincisi, sisteme katılanların birden fazla şirkette hesap açtırmalarıdır. Bu durumda iki farklı emeklilik şirketinde hesabı olan katılımcılar, bu şirketlerden birine katkı payı yatırmayarak bakiyesiz hesap sayılarının artmasına neden olabilirler. Nitekim emeklilik şirketlerindeki açık hesap sayıları ve bakiyeli hesap sayıları incelendiğinde aradaki farkın bu durumdan kaynaklandığı sonucuna ulaşılmaktadır. Kişi sayısı(672.696) ile sözleşme sayısı(714.146) arasındaki fark (41.450), şirketlerdeki açık hesap sayısı ile bakiyeli hesap sayısı arasındaki farka(41.903) çok yakındır(www.spk.gov.tr/24.01.2006).

Tablo 1.24. Tahakkuk Eden Giriş Aidatına Göre Sözleşmelerin Dağılımı (31/12/2005)

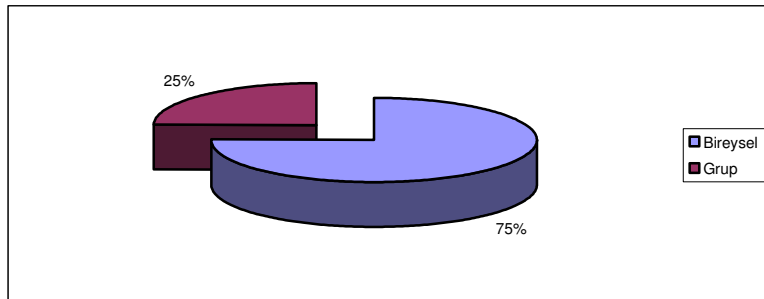
Sözleşme Büyüklüğü(YTL)	0	1 -50	51 -100	101- 200	201-300	301 +	TOPLAM
Sözleşme Sayısı	121.942	114.275	31.815	156.748	81.839	207.527	714.146
Dağılım (%)	17	16	4,6	21,9	11,5	29	100

Kaynak: www.egm.org.tr/ 24.01.2006.

Ayrıca tahakkuk eden giriş aidatına göre sözleşme dağılımı sonuçları da bu sonucu desteklemektedir. Tablo 1.24, 31 Aralık 2005 tarihi itibari ile bu dağılımı ortaya koymaktadır. İlgili tarihte giriş aidatı 300 YTL'nin üzerinde olan sözleşmelerin toplam içindeki oranı %29'dur ki bu oran tüm katılımcılar içerisindeki en yüksek orandır. Bu durum, Türkiye'deki bireysel emeklilik sisteminden yüksek gelirli kesimin daha yüksek oranda yararlandığını ortaya koymaktadır. Tablonun ortaya koyduğu bir diğer durum, bakiyesi olmayan hesapların toplam içerisinde %17 gibi oldukça yüksek bir paya sahip olmasıdır.

Yapılan sözleşmelerin 536.089'u (%75) bireysel sözleşmelerdir. Grup sözleşmelerinin sayısı ise 178.057'dir (%25)(www.egm.org.tr/ 24.01.2006).

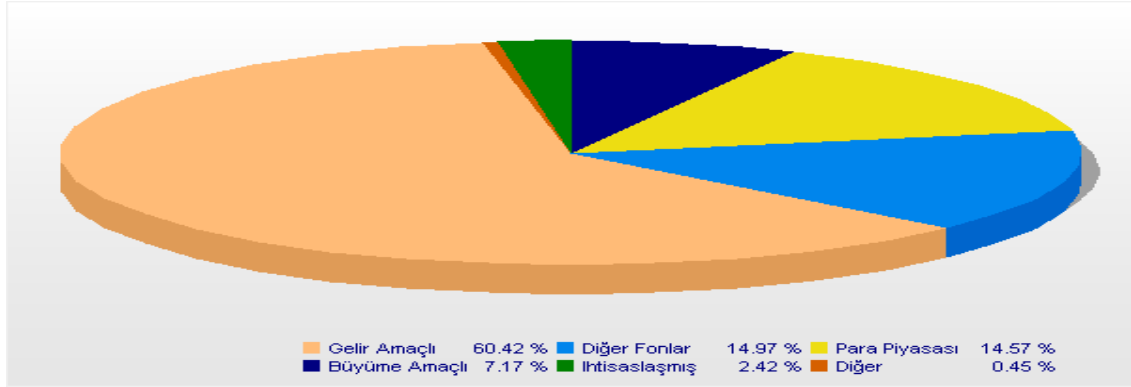
Grafik 1.5: Emeklilik Sözleşmelerinin Bireysel ve Grup Olarak Dağılımı



Fon tiplerine göre portföy dağılımları incelendiğinde ağırlığın gelir amaçlı fonlarda olduğu görülmektedir. Bu fon türü toplam içerisinde

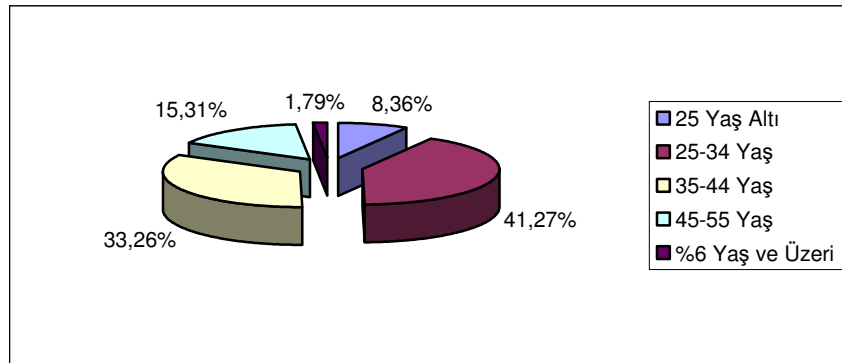
%60.42'lik paya sahiptir. Bu fonları diğer fonlar(%14,97) ve para piyasası fonları(%14,57) takip etmektedir.

Grafik 1.6 : Fon Türlerine Göre Portföy Dağılımları



Katılımcıların yaşa göre dağılımı incelendiğinde toplam 672.696 katılımcının % 8,36'sının(56.266 kişi) 25 yaş altı, %41,27'sinin(277.643 kişi) 25-34 yaş grubundan, %33,26'sının(223.730 kişi) 35-44 yaş grubundan, % 15,31'inin(103.017 kişi) 45-55 yaş grubundan oluştuğu görülmektedir.

Grafik 1.7: Katılımcıların Yaş Gruplarına Göre Dağılımı



Sistemde toplanan ve yatırıma yönlendirilen fon miktarı ise bir katrilyonun üzerine çıkmıştır(1,078 Katrilyon).

İKİNCİ BÖLÜM

ÖZEL EMEKLİLİK FONLARININ SERMAYE PİYASASI ÜZERİNE MUHTEMEL ETKİLERİ

Emeklilik sistemlerinde yaşanan özel emeklilik sistemine yönelme hareketi ve buna bağlı olarak emeklilik fonlarının finansal varlıklarındaki büyüme, emeklilik geliri sağlayan sistemlerin sermaye piyasalarına etkilerinin önem kazanmasına yol açmıştır(Blommestein,1998:79).

Üyelerinden emeklilik dönemlerinin finansmanını sağlamak amacıyla uzun vadeli fon toplama kapasitesine sahip olan emeklilik fonları, elde etmiş oldukları bu fonları sermaye piyasalarına aktararak sermaye piyasalarının gelişimine olumlu katkı sağlamaktadır. Global anlamda 15 trilyon doları geçen varlık düzeyine ulaşan bu fonlar([www.oecd.org/dataoecd/14.12.2005](http://www.oecd.org/dataoecd/14/12/2005)), gelişmiş sermaye piyasalarının önde gelen kurumsal yatırımcıları arasında yer almaktadır.

Gelişmekte olan ülke piyasalarında ise bu fonlar büyük ölçüde yeni oluşturulan kurumsal yapılardır. Bu piyasalarda özel emeklilik fonlarının kendilerinden beklenen faydaları sağlayabilmeleri belirli koşulların varlığına bağlıdır. Bu koşullar konusunda bir kavram birliği olmamakla birlikte genel kabul görmüş olanlarını aşağıdaki şekilde ifade etmek mümkündür(Karan-Karacabey,2003:213);

- İstikrarlı bir ekonomik ortam
- Özel emeklilik fonu uygulamasında kararlı bir yönetim
- Taahhütleri yerine getirebilecek güçte, etkin çalışan bir banka ve sigorta sektörü
- Gerekli yasal düzenlemeler ve etkin denetim
- İyi oluşturulmuş ve etkin bir sermaye piyasası.

Bu koşulların sağlandığı ülkelerde özel emeklilik fonlarının başarılı sonuçlar vereceği ileri sürülmektedir.

Özel emeklilik fonlarının faaliyet gösterdiği ülke ekonomileri ve sermaye piyasalarına olumlu yönde bir katkı sağlayabilmesi için öncelikle bu kuruluşların sermaye piyasasını ve ekonomiyi etkileyebilecek boyutta bir varlık hacmine ulaşmaları gerekir(Ergenekon,1998:107). Bu hacim genellikle GSMH'nın %20'si olarak kabul edilmektedir(Vittas,1999:9). Ancak bu oran tek başına anlamlı değildir. Emeklilik fonlarının sermaye piyasalarına yeterli desteği sağlayabilmeleri için, ellerindeki fonların önemli bir bölümünün sermaye piyasasında kayıtlı firmaların menkul kıymetlerine yatırılması zorunludur. Fonların büyük ölçüde kamu menkul kıymetlerine yatırılması durumunda bu kuruluşların sermaye piyasasında etkinliğinden bahsetmek mümkün olmayacaktır.

Günümüzde gelişmiş ülkelerin yanı sıra, sosyal güvenlik sistemlerinde özel emeklilik fonlarını hayata geçiren ülkelerin bir çoğunda bu fonlar sermaye piyasalarının en önemli kurumsal yatırımcılarından biri haline gelmiştir. Özel emeklilik fonlarının gelişmiş olduğu ülkelerin bazılarında ise, bu fonların kontrolü altındaki aktiflerin GSMH'ya oranı çok yüksek rakamlara ulaşmıştır. Örneğin, bu oran İsviçre'de %117, Hollanda'da %111, İngiltere'de %81'dir(Davis,2002:21).

Kurumsal yatırımcı olarak özel emeklilik fonları, sermaye piyasalarının gelişmesini çeşitli yollarla etkileyebilir. Bu fonlar, sermaye piyasasından özel firmaların daha fazla pay alabilmesine olanak sağlayabildiği gibi finansal yeniliklerin meydana gelmesi ve sermaye piyasalarının modernizasyonu için de önemli katkılar sağlayabilir. Zira büyüklüğü ve sosyal güvenlik sistemi içerisindeki önemi arttıkça bu fonlar yeni finansal araçlara ihtiyaç duymaktadırlar(Blommestein,1998: 80). Nitekim en gelişmiş sermaye piyasalarına sahip olan ABD'de menkul kıymetleştirme uygulamaları ve finansal türev araçların gelişmesi, daha yüksek getiri sağlama ve daha iyi bir risk yönetimine ihtiyaç duyan emeklilik fonları ve benzer kurumsal yatırımcılara atfedilmektedir(Walker- Lefort,2001:10).

Bu kuruluşların sermaye piyasalarına bir diğer katkısı, sermaye piyasalarındaki işlem maliyetlerinin düşürülmesidir. Özel emeklilik fonları, bir taraftan menkul kıymetlere sabit bir talep yaratarak piyasada likidite ve istikrar sağlamakta, diğer taraftan ise yatırımcılar için işlem maliyetlerinin düşmesine neden olmaktadır(Cansızlar,2001).

Türkiye’de sermaye piyasasının yapısı incelendiğinde, sermaye piyasasının hukuki, kurumsal ve teknolojik altyapı, insan kaynağı ve yönetim anlamında oldukça iyi olduğu sonucuna ulaşılabilir. Sermaye piyasasının zayıf olduğu alanlar ise, tasarruf akışının, bireysel-kurumsal yatırımcı tabanının ve sermaye piyasası araç çeşitliliğinin yetersiz olması, sermaye piyasası kültürünün yerleşmemiş olması ve vergi sistemi olarak ifade edilebilir(www.tbb.org/ 25.04.2004). Özel emeklilik fonlarının sisteme dahil olması ile bu olumsuzluklardan ilk üçüne olumlu katkı sağlayabileceği düşünülebilir. Piyasa kültürü ve vergisel düzenlemeler ise ülkenin sosyo-politik durumu ile ilgilidir. Bu alanlarda var olan veya yapılacak düzenlemeler hem piyasanın yapısını hem de kurumsal yatırımcı olarak özel emeklilik fonlarının piyasa üzerine etkisini doğrudan belirleyecektir. Dolayısıyla özel emeklilik fonlarının sistem üzerine etkisi ne kadar olumlu olursa olsun, bu iki alanda olumlu bir gelişme olmadan sermaye piyasalarında gerekli aşamayı kaydetmek ne yazık ki mümkün değildir.

Bu genel açıklamalar ışığında özel emeklilik fonlarının sermaye piyasası üzerine muhtemel etkileri; sermaye piyasası kurumları üzerine etkisi, sermaye piyasası araçları üzerine etkisi ve diğer etkiler olmak üzere üç ana başlık altında incelenmeye çalışılacaktır.

1. Özel Emeklilik Fonlarının Sermaye Piyasası Kurumları Üzerine Etkisi

Sermaye piyasası, en genel tanımıyla, orta ve uzun vadeli ödünç verilebilir fonların menkul kıymetler vasıtası ile tasarruf sahiplerinden yatırımcılara aktarılmasının sağlandığı piyasa şeklinde tanımlanabilir(Kargı,

1998:42). Finansal ve reel sektör yatırımcılarının bir araya gelmesine olanak sağlayan bir platform olarak düşünülebilecek olan sermaye piyasasında aktarım mekanizması finansal aracılar sayesinde gerçekleştirilirken, hisse senetleri, tahviller ve bunların türevleri bu işlemde kullanılan finansal araçları oluşturmaktadır. Mevcut tasarrufları ile ortaklık amacıyla yatırım yapmak isteyen yatırımcılar, öz kaynak sağlamak amacıyla piyasadan fon talep edenlerin ihraç ettikleri hisse senetlerini; tasarruflarını borç vererek değerlendirmek isteyenler ise piyasadan yabancı kaynak talep edenlerin ihraç ettikleri tahvilleri satın alarak bu amaçlarını gerçekleştirirler (Aypek,1998:107).

Sermaye piyasasının ana işlevi, firmaların uzun vadeli fon ihtiyaçlarının rasyonel bir biçimde karşılanması, bu amaçla küçük tasarrufların aracılık rolünü üstlenen kuruluşlar yoluyla büyük fonlara dönüştürülmesi ve sonuçta finansman ihtiyacı olan ekonomik birimlerle tasarruf sahiplerinin karşı karşıya gelmesini sağlamaktır. Sermaye piyasasında bu işlevin yerine getirilmesi için faaliyet gösteren kurumları en genel sınıflamayla; para yaratan finansal kurumlar ve para yaratmayan finansal kurumlar şeklinde iki ana grupta incelemek mümkündür. Sermaye piyasasında para yaratan finansal kurum olarak faaliyet gösteren kurumlar Merkez Bankası ve ticaret bankalarıdır. Para yaratmayan finansal kurumlar ise; finansal kurumlar, yarı finansal kurumlar ve hizmet gören kurumlardan oluşur(Aksoy,1998).

Sermaye piyasasında faaliyet gösteren finansal kurumlar, kalkınma ve yatırım bankaları, kredi ve kefalet kooperatifleri ve sigorta şirketleridir. Yarı finansal kurumlar; sosyal güvenlik kurumları ve özel emeklilik fonlarından, hizmet gören finansal kurumlar ise menkul kıymet piyasaları, yatırım fonları, yatırım ortaklıkları ve aracı kurumlardan oluşmaktadır.

1.1. Özel Emeklilik Fonlarının Para Yaratan Finansal Kurumlar Üzerine Etkisi

Sermaye piyasasında para yaratan finansal kurumlar Merkez Bankası ve ticaret bankalarıdır.

1.1.1. Merkez Bankası

Sermaye piyasasında para yaratan temel kuruluş olarak faaliyet gösteren Merkez Bankası(MB), bu fonksiyonunu emisyon ve reeskont uygulaması ile yerine getirmektedir(Aksoy,1988:87). Aynı zamanda uluslararası finansal sistemin de bir parçası olan Merkez Bankası'nın temel amacı Türkiye'deki fiyat istikrarının sağlanmasıdır. Dolayısıyla Merkez Bankası para yaratma fonksiyonuna ek olarak bu amacını gerçekleştirecek şekilde kaynakların yönünü, kullanımını, fon maliyetini, düzeyini ve durumunu etkileyecek çeşitli araçlar kullanmak suretiyle para ve kredi politikalarını etkileme özelliğine sahip olan para kurumu niteliğindedir.

Merkez Bankası, sermaye piyasası ile doğrudan ilişkisini, açık piyasa işlemleri ile devlet ve hazine tahvillerine, bankaların yatırdığı mevduat karşılıklarını orta ve uzun vadeli kredilere plase ederek gerçekleştirir. Bankanın sermaye piyasası ile dolaylı ilişkisi ise, özellikle faiz hadleri ve para arzı aracılığıyla mali piyasanın makro koşullarını ve Merkez Bankası'ndan bankalara akan fonların hacmini denetleyerek finansal araçların sermaye piyasasındaki faaliyetlerini etkilemek şeklinde olur. Mevduat karşılıkları, reeskont oranları ve açık piyasa işlemlerinin hacim ve yönündeki değişimler, bankaların mevduatlarının ve yatırım faaliyetlerinin daralması ve genişlemesinde etkili olan başlıca faktörlerdir.

Bireysel tasarrufların kurumsal tasarrufa dönüşmesine aracılık eden en önemli kuruluşlardan biri olan özel emeklilik fonlarının yeterli hacimsel büyüklüğe ulaşması durumunda, merkez bankasının sermaye piyasası ile olan dolaylı ilişkisini önemli oranda olmasa bile hafifleteceği düşünülebilir. Zira, bu kuruluşlar piyasada kurumsal yatırımcı tabanının genişlemesine yol

açarak, ihtiyaç duyan ekonomik birimlerin ihraç edecekleri menkul kıymetlere talep yaratacaklardır. Bu durum piyasa faiz oranının azalmasına katkı sağlayacaktır. Diğer taraftan, özel emeklilik fonlarının piyasadaki para arzının kontrolü konusunda da katkısı olabilir. Bu kuruluşların yaygınlaşması ve üyelerine piyasa getiri oranının üzerinde bir getiri sağlaması durumunda bireylerin bu kuruluşlara üye olma süreci hızlanacak, bu durum piyasada tüketime yönelebilecek kaynakların sermaye piyasalarına akmasına katkı sağlayacaktır. Böyle bir durum, doğal olarak merkez bankasının piyasadaki para arzını kontrol politikasını etkileyecektir.

Öte yandan özel emeklilik fonlarının başarısı için temel koşullardan biri ekonomik istikrardır. Özellikle enflasyonda yaşanacak gelişmeler bu kuruluşların başarısını doğrudan etkilemektedir(Mitchell,1997:13). Yüksek enflasyon rakamları hem yatırım ortamı üzerinde olumsuz etkiler yaratmakta, hem de emeklilik fonlarının reel anlamda erimesine yol açmaktadır. Enflasyonla mücadele ise direkt olarak merkez bankasının ilgi alanına girmektedir. Zira merkez bankasının temel görevi “fiyat istikrarının sağlanmasıdır”. Merkez bankasının görevini yerine getirmesi, pek çok kurum gibi emeklilik fonlarının da önünü görebilmesi ve doğru yatırım politikaları uygulayabilmeleri için oldukça büyük öneme sahiptir.

Bunun yanında, diğer bankalarda olduğu gibi merkez bankası çalışanlarının ikinci bir emeklilik geliri alabilmesine olanak sağlayan ve SSK’na ilave edilen geçici 20. madde ile hayat bulan banka sandıkları arasında “Merkez Bankası Emeklilik Sandığı” da bulunmaktadır. Özel emeklilik fonlarının Türkiye’deki ilk uygulamalarına örnek teşkil eden ve uzun yıllardır faaliyet gösteren bu sandıklardaki katılımcılara, birikimlerini özel emeklilik sistemine aktarabilme hakkı tanınmıştır. Bu durum özel emeklilik sisteminin Türkiye’deki başarısına önemli oranda katkı yapabilecek bir uygulamadır. Merkez bankası çalışanlarının sandıktaki birikimlerini özel emeklilik sistemine aktarması durumunda sisteme özellikle başlangıç

aşamasında gerek üye sayısı gerekse fon hacmi anlamında önemli katkı sağlayacağı kesindir.

1.1.2. Ticaret Bankaları

Ticaret bankaları, ekonomik birimlerden vadeli ve vadesiz mevduat hesapları gibi finansal araçlar karşılığında topladıkları fonları çeşitli kredi alanlarına plase eden finansal araçlardır. Fon kaynakları, vadeli ve vadesiz mevduat hesapları, merkez bankası avansları ile özsermaye; fon kullanımları nakit, mevduat karşılıkları, kredi, hisse senedi ve tahvil yatırımlarından oluşan bu kuruluşların klasik fonksiyonu, fon kullanıcılarının kısa vadeli fon gereksinimlerini karşılamaktır.

Geleneksel olarak ticaret bankalarının yatırım faaliyetleri kısa vadeli fon arzı ile sınırlıdır. Başka bir ifade ile, müşterilerine likidite sağlama fonksiyonunu üstlenen bu kuruluşlar esas itibari ile para piyasası kurumudurlar. Ancak, bir taraftan fon kullananların kısa vadeden uzun vadeye doğru değişen ve gittikçe büyüyen fon talepleri ile tasarruf sahiplerinin giderek daha büyük ölçüde bankalarda vadeli mevduat açmaları, diğer taraftan sermaye piyasasının temel kurumsal yatırımcılarından olan yatırım fonu ve yatırım ortaklıklarının ağırlıklı olarak banka kaynaklı olması gibi faktörler bankaların klasik fonksiyonlarına yeni boyutlar kazandırmış, bankaları sermaye piyasasına daha fazla yaklaştırmıştır. Ticaret bankalarının sermaye piyasasındaki başlıca faaliyetleri; yatırım bankalarına fon sağlamak, yeni ihraç edilen menkul kıymetlerin tasarruf sahiplerine satımına aracılık etmek, sanayi işletmelerine iştirak yoluyla finansman sağlamak, yatırım ortaklığı kurmak, orta ve uzun vadeli kredi sağlamak şeklinde özetlenebilir.

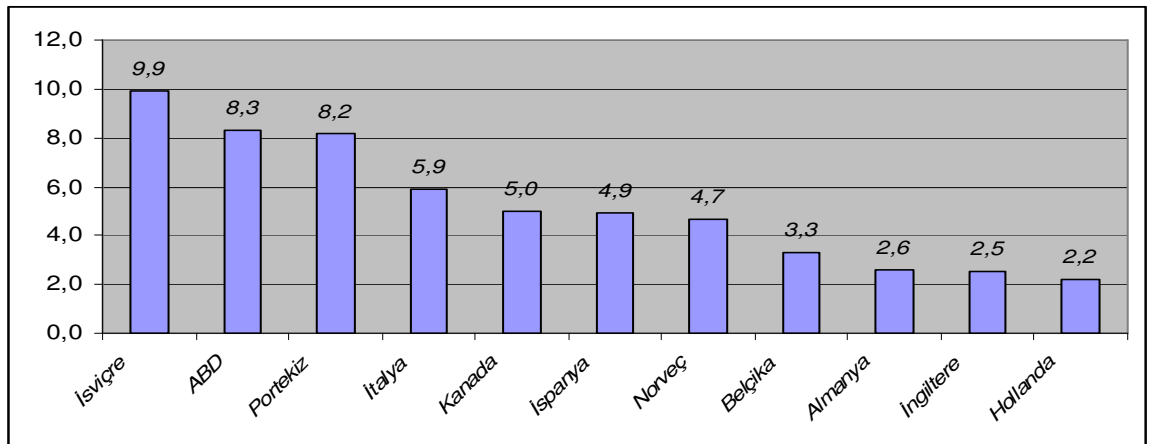
Ticaret bankaları sahip oldukları ekonomik varlıklarla tüm dünyada para ve sermaye piyasalarının en önemli oyuncularından biri durumundadır ve özellikle gelişmekte olan ülkelerde bankacılık sektörü tasarrufların el değiştirmesinde hala kilit bir rol oynamaktadır(Mitchell,1997:9). Bu kuruluşlar, aynı zamanda Belçika, İsviçre ve İngiltere gibi ülkelerde sigorta şirketleri ile

birlikte özel emeklilik fonlarının yönetiminde de sorumluluğu paylaşan kuruluşlardır(OECD,2005:17). Dolayısıyla bu ülkelerde özel emeklilik sisteminin gelişmesinde bankaların önemli oranda rolü bulunmaktadır.

Özel emeklilik fonları bankacılık sistemini hem doğrudan hem de dolaylı şekilde etkileyebilmektedir. Fonların sisteme doğrudan etkisi sisteme kaynak aktarmak şeklinde olur. Emeklilik fonları, sahip oldukları uzun vadeli fonları, risk-getiri profiline uygun yüksek getiri getirebilecek uzun vadeli yatırım araçlarında değerlendirmeyi amaçlayan kuruluşlardır. Ancak, bu kuruluşlar, gerek ellerinde tuttıkları kısa vadeli fonları vadesiz hesap yoluyla bankada tutmak ve gerekse yatırım amaçlı vadeli mevduat ve bankaların ihraç ettikleri menkul kıymetleri satın almak suretiyle bankacılık sistemine doğrudan kaynak aktarmakta, bu yolla bankacılık sektöründe aktiflerin büyümesine katkı sağlamaktadır.

Uluslararası uygulamalar incelendiğinde, emeklilik fonlarının değişen oranlarda bankalara nakit ve mevduat şeklinde kaynak aktardığı görülür. Ülkenin genel ekonomik yapısına bağlı olan emeklilik fonlarının bankalardaki aktifleri, değişen ekonomik koşullar çerçevesinde zaman periyodunda farklılık arz edebilmektedir. 2004 yılı itibari ile OECD ülkelerinin bazılarında emeklilik fonlarının bankalardaki aktifleri aşağıdaki grafikte ortaya konulmuştur.

Grafik 2.1: OECD Ülkelerinin Bazılarında Emeklilik Fonlarının Aktifleri İçerisinde Banka Mevduatlarının Payı(% ,2004Yılı)



Kaynak: OECD, Global Pension Statistic, 2005, www.oecd.org/dataoecd.

Grafikten de görüldüğü üzere, bankalarda tuttukları aktiflerinin fonların toplam aktifleri içerisindeki payı en yüksek olan OECD ülkesi İsviçre'dir. ABD, Portekiz, İtalya, Kanada gibi ülkeler de oldukça önemli oranlarda fonu bankacılık sisteminde tutmaktadırlar.

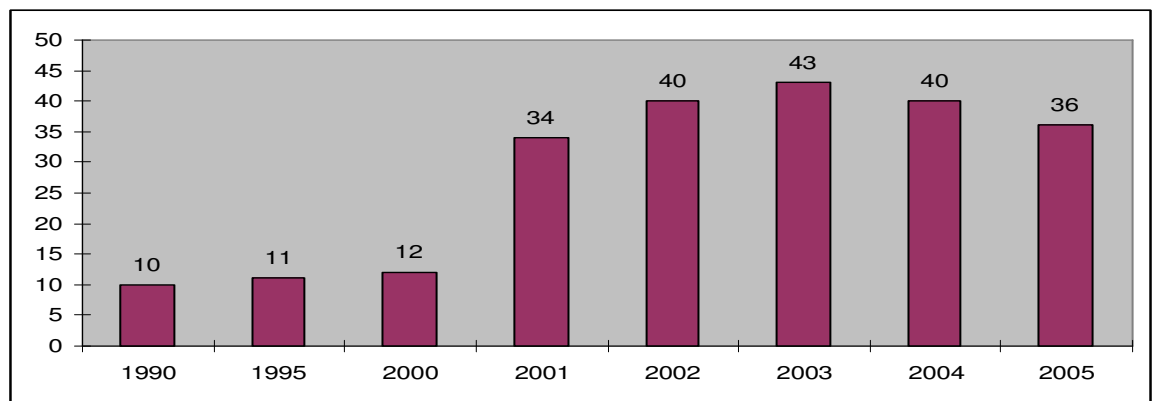
Özel emeklilik fonlarının temel amacı ellerindeki kaynakları sermaye piyasalarında değerlendirerek kendilerine yüklenen fonksiyonları yerine getirmek olduğu için pek çok ülke bu yönde düzenlemeler yapmıştır. Yapılan bu düzenlemeler gereği, fonların bankalarda mevduat olarak değerlendirebilecekleri aktiflerinin üst limiti sınırlandırılmıştır. Bu durum Türkiye için de geçerlidir. Türkiye'de bireysel emeklilik fonlarının bankalarda mevduat şeklinde değerlendirebilecekleri fon tutarı, aktiflerinin%10'u ile sınırlanmıştır. Bu sınırlamanın yanında ayrıca fonun her bir bankada mevduat olarak değerlendirebileceği tutar da fon varlıklarının maksimum %2'si kadar olmak zorundadır. Bu limitler dahilinde, emeklilik fonlarının sahip olduğu aktiflerde meydana gelecek büyüme paralelinde, bankacılık sektörüne mevduat yoluyla aktarılabilecek kaynaklar ileriki yıllarda önemli tutarlara ulaşabilecektir.

Bankacılık sektöründeki mevduatlar bireysel ve kurumsal mevduatlardan oluşur. Sisteme özel emeklilik fonlarınca yatırılacak kurumsal mevduatların pozitif etkisi, ancak bireysel mevduatların değişmemesi durumunda veya bu kuruluşlara sağlanan mevduat girişinin altında bir bireysel mevduat azalışı durumunda mümkün olacaktır. Zira, bireysel emeklilik sistemine aktarılan tutarlar, hane halkı gelirlerinden yapılacak kesintilerdir. Eğer, bireyler önceleri mevduat şeklinde değerlendirdikleri tasarruflarını emeklilik fonlarına üye olma şekline dönüştürürse, bu durum bireysel mevduatlarda bir azalışa neden olacak, böyle bir durumda ise toplam mevduattaki değişim, fonların bankalara aktaracakları mevduatın tutarına bağlı olacaktır. Bireysel mevduatta herhangi bir değişim olmadan fonlardaki kaynakların bir kısmının mevduat şeklinde bankalara aktarılması ise toplam mevduat hacmini yukarı taşıyacaktır.

Özel emeklilik fonlarının bankacılık sistemi üzerine dolaylı etkisi, bankaların aktif kompozisyonu ile ilgilidir. Özel emeklilik fonlarının özellikle gelişmekte olan piyasalarda varlık yapıları içerisinde en önemli pay kamu menkul kıymetleridir. Bankaların aktif yapıları içerisinde de kamu menkul kıymetleri önemli oranlarda yer alabilmektedir. Ticaret bankaları sahip oldukları aktif büyüklüğü itibarı ile kamunun en önemli müşterisi durumundadır. Bankalar, ellerindeki aktiflerin önemli bir bölümünü kamu tarafından ihraç edilen menkul kıymetlere yatırmaktadırlar. Özellikle 2001 yılında yaşanan finansal krizin ardından bankaların menkul değerler cüzdanı, toplam aktifler içerisindeki en önemli kalem haline gelmiştir. Menkul değerler cüzdanının neredeyse tamamı ise kamu menkul kıymetlerinden oluşmaktadır.

Özel emeklilik fonlarının gelişmesi ve yeterli aktif büyüklüğüne ulaşması durumunda, bu fonların kamu menkul kıymetlerinin önemli alıcılarından biri olacağı öngörülebilir bir gelişmedir. Bu durum, portföyünde önemli oranlarda kamu menkul kıymeti bulunduran bankaların portföylerindeki menkul kıymetleri azaltmalarına ve aktiflerin daha büyük bir bölümünü ihtiyaç duyan ekonomik birimlere kredi şeklinde plase etmesine imkan sağlayacak bir gelişmedir. Böyle bir durum ise bir taraftan genel ekonominin canlanması sonucunu doğuracak diğer taraftan bankaların asli işlevine dönme sürecini hızlandıracaktır.

Grafik 2.2: Bankaların Menkul Değerler Cüzdanının Aktifler İçerisindeki Payı(%)



Kaynak: TBB, Yıllık Bültenler.

Diğer taraftan, daha önceki kısımda da ifade edildiği gibi, Türkiye’de banka çalışanlarına ikinci bir emeklilik geliri imkanı sağlayan banka sandıkları uzun yıllar faaliyetlerine devam etmişlerdir. Özel emeklilik sisteminin kurulması ile banka sandıklarındaki üyelere hesaplarını bu fonlara aktarabilme imkanı sağlanmıştır. Türkiye’de faaliyete başlayan emeklilik fonlarının büyük bir bölümünün aynı zamanda bankacılık sektörünün de önemli aktörleri arasında yer alması nedeniyle, bu sandıklardaki hesaplar aynı şirketlerin sahipliğini yaptığı emeklilik fonlarına aktarılmıştır. 2004 yılı verilerine göre 73.412 olan banka sandıkları üyelerinin(www.calisma.gov.tr/ 05.07.2005) fondaki birikimleri ile birlikte özel emeklilik sistemine dahil edilmesi, sistemin başlangıç aşamasında önemli bir gelişim göstermesine neden olacaktır. Diğer taraftan 2005 yılı verilerine göre bankacılık sisteminde çalışan 132.973 kişi(BDDK,2006:35) özel emeklilik sisteminin en potansiyel müşteri grubunu oluşturmaktadır. Bu grubun özel emeklilik fonlarına katılmasının sağlanması durumunda sistem gelecekteki beklentilerine ulaşma yolunda önemli bir kazanım elde etmiş olacaktır.

Özel emeklilik sisteminin başarılı olabilmesinin ön koşullarından biri, etkin çalışan ve güçlü bir bankacılık sektörünün varlığıdır. Bu nedenle, özel emeklilik fonlarının uygulanmasına karar verilen –özellikle gelişmekte olan- ülkelerde başvuru alan temel politikaların ilk adımı bankacılık sektörünün reforma tabi tutulmasıdır(Mitchell,1997:10). Reform çalışmalarının ardından ise etkinliğin artırabilmesi amacıyla sektör yabancı finans kuruluşlarına açılmaktadır. Yerel piyasaya know-how ve teknoloji transferinin sağlanması, uluslararası finansal sistemde uygulanan yeni finansal tekniklerin yerel piyasada hayata geçirilmesi, sistemin kurumsallaşmasına katkıda bulunması ve hepsinden önemlisi ölçek olarak sistemin genişlemesine olanak sağlaması gibi avantajları olan bu uygulama ile bankacılık sisteminin gelişmesi amaçlanmıştır. Emeklilik sistemlerini çok ayaklı bir yapıya dönüştüren ve bu amaçla özel emeklilik fonlarına sistemlerinde yer veren Latin Amerika ve Doğu Avrupa’daki ülkelerin çoğunda uygulanan bu politika ile hedeflenen amaca ulaşılmış, yabancı bankalar emeklilik sisteminin gelişmesinde önemli

katkılar sağlamışlardır(Vittas,1999:8). Bu bağlamda Türkiye’de de benzer bir süreç yaşanmıştır. 2001 yılında Türkiye’de yaşanan krizin ardından alınan tedbirlerle bankacılık sistemi daha güvenli hale getirilmeye çalışılmıştır. İzleyen yıllarda ise sektöre önemli oranlarda yabancı sermaye girişi sağlanmıştır. Bu durum, bir taraftan dünya ölçeği ile mukayese edildiğinde oldukça küçük kalan ve büyük ölçüde ticaret bankalarının hakim olduğu Türk bankacılık sisteminin, diğer taraftan emeklilik fonlarının gelişmesine olumlu katkı sağlayacaktır.

Öte yandan ticaret bankaları, sahip oldukları yaygın şube ağı sayesinde gerek sistemin tanıtımına gerekse sistemin gelişimine önemli katkılar sağlayabilecek kuruluşlardır. Özellikle Latin Amerika’da uygulanan özel emeklilik fonlarında sistemin en önemli sorunu yönetim giderlerinin yüksekliğidir. Emeklilik fonları, bir taraftan mevcut fonlarında getiri maksimizasyonunu hedeflerken diğer taraftan idari giderlerini mümkün olduğunca kısararak kendilerine bir rekabet üstünlüğü yaratmak zorundadırlar. Zira katılımcıların üyesi oldukları emeklilik fonlarını değiştirme hakkı vardır ve katılımcılar getirisinden memnun olmadıkları emeklilik şirketlerini çok kolay değiştirebilmektedirler. Zaten yaygın bir şube ağına sahip olan ticaret bankaları ilave hiçbir gidere katlanmadan emeklilik poliçelerini halka ulaştırma avantajına sahiptir. Bu durum Türkiye’de banka kaynaklı emeklilik fonlarının ön plana çıkması sonucunu doğuracak, bu kuruluşlar diğer kuruluşlara nazaran ilave bir avantaj elde edeceklerdir.

1.2. Özel Emeklilik Fonlarının Para Yaratmayan Kurumlar Üzerine Etkisi

Sermaye piyasalarında para yaratmayan finansal kurum olarak faaliyet gösteren kuruluşlar; finansal kurumlar, yarı finansal kurumlar ve hizmet gören kurumlar şeklinde sınıflandırılabilir.

1.2.1. Finansal Kurumlar

1.2.1.1. Sigorta Şirketleri

Sigorta kavramı, sigorta kapsamındakileri ileride meydana gelebilecek olan risklere karşı güvenceye almayı amaçlayan bir yapıyı ifade eder. Bireyler, karşılaşmaları kesin olmayan büyük kayıpları karşılayabilmek amacıyla, miktarı kesin olarak belli olan ekonomik bir kayba katlanarak sigortaya başvurmaktadır(Aydın,1999:79). Sigortacılığın en genel amacı, söz konusu riskleri istatistiksel yöntemlerle belirlemek ve bunların belirli birey ya da gruplarda yoğunlaşmasını önlemektir.

Sigorta şirketleri, ekonomik birimlerin risk beklentileri doğrultusunda bu birimlere hizmet sunan finansal kuruluşlardır. Bu kuruluşların sağladığı hizmetler en genel anlamda hayat ve hayat dışı branşlardan oluşur. Hayat sigortası şeklinde sunulan hizmet, sigortalının bireysel fonksiyonlarını yerine getirmesini engelleyecek her hangi bir fonksiyon kaybına uğraması durumunda uğrayacağı ekonomik kaybı karşılamak amacını taşır. Hayat dışı sigortalar ise mal ve sorumluluk sigortaları şeklinde ikili bir ayırıma tabi tutulabilir. Yangın, Nakliye, Kaza, Makine-Montaj, Tarım, Kredi, Hukuksal Koruma, Mali Sorumluluk gibi branşları olan hayat dışı sigortaların(Sarıkamış ve diğ.,2001:211-212) temel amacı, sigorta kapsamındaki risklerin gerçekleşmesi durumunda riskten doğan ekonomik kaybı karşılamaktır.

Sigorta şirketleri, bir taraftan sigorta kapsamındakilere bu hizmetleri sunarken, diğer taraftan geniş kitlelere yayılmış bireysel tasarrufları toplayarak fon birikimi oluşturma fonksiyonunu yerine getirmektedir (Aksoy,1998:97). Oluşturulan bu birikim, sermaye piyasası araçları ile sermaye piyasalarına aktarılmaktadır. Bu kurumların sermaye piyasasındaki etkinliği toplanan fonların büyüklüğü ile doğru orantılıdır. Sigorta şirketlerinde toplanan fonlar ne kadar büyük olursa, o ülkedeki sermaye piyasası üzerine sağlayacakları katkı da o ölçüde önemli olmaktadır.

Diğer taraftan, sigorta şirketleri, ekonomik faaliyetlerin güven içerisinde yapılmasına ve ülke ekonomisinin gelişmesine de önemli katkılar sağlamaktadır. Sigortanın sağladığı güvence, teşebbüslerin faaliyetlerini tehlikeye sokabilecek her çeşit rizikonun kontrol altına alınmasını sağlayarak ekonomik potansiyelin korunmasına yardımcı olmaktadır. Diğer bir ifade ile, sigorta sayesinde bireysel ve kurumsal servet güvence altına alınmakta, bunun sonucu olarak da milli servetin korunması mümkün olmaktadır(Kahya,2000:29).

Sigorta sektörünün bu fonksiyonları nedeniyle, dünyada sigorta sektörü her geçen yıl biraz daha büyüyerek, sermaye piyasalarının en önemli finansal kurumlarından bir haline gelmiştir. 2003 yılı sonu verilerine göre sigorta sektörünün tüm dünya genelindeki yıllık toplam prim üretim, 2,940 trilyon ABD \$'ına ulaşmıştır. Toplam prim üretiminin %89,2'lik kısmı sanayileşmiş ülkelerde oluşurken, gelişmekte olan ülkelere bu oran %10,68 olarak gerçekleşmiştir. Kıtalar bazında incelendiğinde en yüksek prim üretimi Amerika'da gerçekleşmekte(%39,33), bunu Avrupa(%34,76) ve Asya(%23,32) takip etmektedir.

Üretilen primlerin GSYİH'ya oranı dünya ortalaması %8 civarındadır. Bu oran gelişmiş ülkelerde %9,2 olarak gerçekleşirken gelişmekte olan ülkelere %3,8'dir.

Tablo 2.1: Dünya Sigorta Sektörünün Ekonomik Büyüklüğü (2003 Yılı)

	Prim Üretimi (Milyon\$)	Dünyadaki Payı (%)	Primlerin GSYİH'ya Oranı(%)	Kişi Başına Prim Üretimi(\$)
Amerika	1.156.512	39,33	8,52	1.349
Avrupa	1.022.158	34,76	7,98	1.251
Asya	685.753	23,32	7,51	183
Avustralya	45.280	1,54	7,7	1.449
Afrika	30.968	1,05	4,09	36
DÜNYA	2.940.670	100	8,06	469
Sanayileşmiş Ülkeler	2.626.542	89,32	9,21	2.763
Gelişmekte Olan Ülkeler	314.128	10,68	3,78	58

Kaynak:TSRSB,2004:7.

Dünyada en yüksek prim üretiminin sağlandığı ülke ABD'dir. Kişi başına prim üretiminin 3.600 \$ civarında olduğu bu ülkede üretilen prim tutarı 1.055 milyar \$'dır ve bu miktar dünyadaki toplam prim üretiminin %36'sına denk gelmektedir. Kişi başına 3.770 \$ prim üretimi olan Japonya'nın dünya üretimindeki payı ise %16'dır. Dünyada kişi başına en yüksek prim üretilen ülke 19.000 \$'la Lüksemburg olup bu ülkeyi 5.660 \$'la İsviçre takip etmektedir(TSRBS,2004:7).

Tablo 2.2: AB Sigorta Sektörünün Ekonomik Büyüklüğü(2003 Yılı)

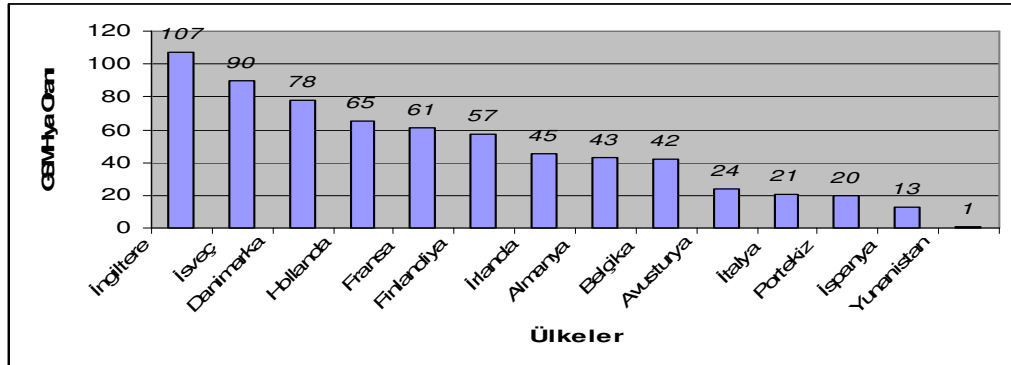
Ülkeler	Prim Üretimi (Milyon Euro)	Kişi Başı Prim(Euro)	Primlerin GSMH'ya Oranı(%)	Şirket Sayısı
İngiltere	200.498	4.019	14,1	806
Almanya	148.200	1.712	6,7	703
Fransa	143.270	2.213	8,7	490
İtalya	96.634	1.553	7	251
Hollanda	46.250	2.724	9,9	440
Polonya	5.321	177	3,1	77
Macaristan	2.115	207	3	28
AB 15	793.649	2.110	8,7	4.508
Türkiye	2.461	31	1,4	58

Kaynak: www.tsrsb.org/ 26.05.2005.

Avrupa Birliği'ne bakıldığında, sigorta sektörünün 2003 yılı verilerine göre 900 milyar \$'lık bir prim üretim hacmine sahip olduğu görülmektedir. Ülkeler bazında en yüksek prim üretimi 260 milyar \$(200 milyar Euro) ile İngiltere'de görülürken, bu ülkeyi Almanya ve Fransa takip etmektedir. Polonya ve Macaristan gibi yeni AB üyesi ülkelerde prim üretimi ise sırasıyla 6,9 milyar \$ ve 2,7 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir.

Avrupa Birliği ülkelerinde sigorta şirketlerinin sahip oldukları aktif büyüklüklerinin GSMH'ya oranı incelendiğinde, bu şirketlerin oldukça büyük hacimli bir aktif büyüklüğüne sahip oldukları görülür. Bu anlamda, bu oranın en yüksek olduğu ülkeler olarak İngiltere(%107), İsveç(%90) ve Danimarka(%78) ön plana çıkmaktadır(Davis,2002:21).

Grafik 2.3: AB Ülkelerinde Sigorta Şirketlerinin Aktif Büyüklüğü(% ,GSMH)



Kaynak: Davis,2002:21.

Türkiye’de ise dünyadaki durumun aksine bir tablonun varlığından söz etmek mümkündür. Türkiye’de sigorta sektörü gerek hayat branşında gerekse hayat dışı branşta yeterli büyümeyi sağlayamamıştır. Bu durumun en temel nedenleri; gelir düzeyinin düşüklüğü ve sigorta bilincine sahip toplumsal yapının oluşmamasıdır. Zira, sigortacılık sektörünün gelişmiş olduğu ülkeler analiz edildiğinde, toplumun çok büyük bir bölümünün sigorta ve yararları konusunda bilinçli olduğu, kültürel olarak sigortaya karşı bir önyargı bulunmadığı ya da bu tür olumsuzlukların eğitimle düzeltildiği dikkat çekmektedir. Sigortanın yaygınlığını destekleyen bir diğer unsur ise toplumun gelir düzeyidir. Sigortacılığın yararları anlaşılmış olsa bile, sigorta hizmetlerinden yararlanabilmenin belirli bir ekonomik maliyeti vardır ve genellikle gelir düzeyi düşük toplumlarda özel sigortacılığın yaygınlaşmamış olduğu görülür(Köse-Şimşek,2001:316).

2003 yılı verilerine göre Türkiye’de üretilen toplam prim 3.316 milyon \$ ve kişi başına üretilen prim tutarı 47 \$’dır. Bu rakam kişi başına 1.999 \$ prim üretimi olan AB ortalaması ve 470 \$ olan dünya ortalaması ile karşılaştırıldığında oldukça küçük kalmaktadır.

Türkiye’de sigorta sektöründe faaliyet gösteren şirket sayısı 2001 yılından sonra giderek azalmış ve 2004 yılında 56’ya inmiştir. 2003 yılı verilerine göre şirket sayıları Türkiye’de 58 iken en yüksek prim üretimine sahip olan AB ülkelerinden İngiltere’de 806, Almanya’da 703, Fransa’da 490

şirket faaliyet göstermektedir(TSRB,2004:8). Kuşkusuz şirket sayısı üretilen primle doğru orantılıdır. Bu anlamda şirket başına üretilen ortalama prim İngiltere’de 249, Almanya’da 211, Fransa’da 292 milyon \$ iken Türkiye’de 42 milyon \$’dır.

Tablo 2.3: Türkiye’de Sigorta ve Reasürans Şirketlerinin Sayısı

Faaliyet Alanı	2000	2001	2002	2003	2004
Sigorta Şirketleri	63	63	58	55	53
- Hayat	22	22	21	21	21
- Hayat Dışı	41	41	37	34	32
Reasürans Şirketleri	4	4	3	3	3
Toplam	67	67	61	58	56

Kaynak: TSRB,2004:11.

En önemli fonksiyonlarından biri fon yaratmak ve yaratılan bu fonları çeşitli yatırım araçları vasıtasıyla ekonomiye kazandırmak olan sigorta ve reasürans şirketleri, 2004 yılı verilerine göre 7.334 milyar YTL’lik yatırım hacmine sahiptir. Bu yatırımların dağılımı aşağıdaki tabloda ortaya konulmuştur.

Tablo 2.4: Sigorta ve Reasürans Şirketlerinin Yatırımları(Milyar YTL)

Yatırım Araçları	2000	2001	2002	2003	2004
A. Menkul Değerler	1.360.704	2.151.689	2.949.470	4.382.299	5.689.179
- Hazine Bonosu	194.361	618.119	1.239.978	974.719	889.862
- Devlet Tahvili	898.698	1.103.157	1.488.393	3.060.158	4.370.454
- Yatırım Fonu	76.276	131.528	56.453	94.338	103.644
- Hisse Senetleri	144.187	187.352	16.524	26.647	57.525
- Diğer	47.181	111.532	148.122	226.437	267.694
B. Gayrimenkuller	141.173	250.067	381.791	491.053	484.518
C. Vadeli Menfaat	334.504	473.291	508.745	439.622	468.406
D. İştirakler	130.517	208.241	342.931	458.074	617.692
E. İktisadlar	5.297	19.618	26.048	64.388	73.122
Genel Toplam	1.972.195	3.102.907	4.208.985	5.835.436	7.332.917

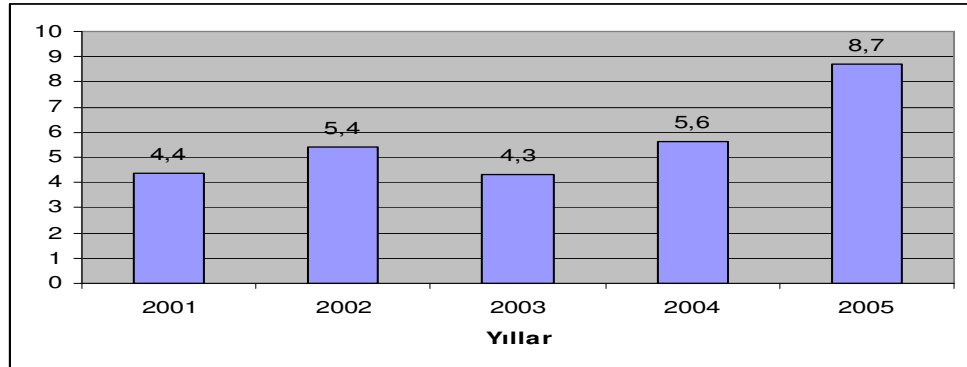
Kaynak: TSRB,2004:29.

Sigorta şirketlerinin toplam yatırım portföylerindeki en yüksek pay %71,73 ile hazine bonosu ve devlet tahviline ait olup bunu %8,42 ile iştirakler, %6,61 ile gayrimenkuller, %6,39 ile vadeli mevduat izlemektedir. Sigorta ve reasürans şirketlerinin yatırım portföylerinin yaklaşık %66,80’ini Hazine müsteşarlığı adına bloke edilmiş olan aktif değerler oluşturmaktadır (TSRB,2004:29).

Pek çok ÷lkede olduğu gibi T÷rkiye’de de özel emeklilik fonlarının kurulup yönetilmesinde ön plana çıkan kuruluşlar sigorta şirketleridir. Dünya uygulamaları incelendiğinde Avusturya, Finlandiya, Fransa, Almanya, İrlanda, İtalya, Hollanda gibi pek çok ÷lkede emeklilik fonlarının yönetilmesinden sigorta şirketlerinin sorumlu olduğu gör÷lmektedir(OECD,2005:178). T÷rkiye’de özel emeklilik şirketlerinin yönetimi bireysel emeklilik fonlarınca sağlanmakla birlikte bu kuruluşlar esasında sigortacılık sektöründe daha önceki yıllarda faaliyet gösteren deneyimli kuruluşlardır. Nitekim, T÷rkiye’de faaliyet gösteren 11 emeklilik şirketinin tamamı sigorta şirkettir ve bu kuruluşlar sigortacılık faaliyetinin yanında faaliyet alanlarına özel emeklilik fonu yönetim işini de katmışlardır.

T÷rkiye’de bireysel emeklilik fonlarının faaliyete geçmesinin ardından sigortacılık sektöründe önemli kalitatif gelişmelerin olması beklenmektedir. Zira özel emeklilik fonları ile sigorta sektörünün gelişimi arasında iki yönlü bir ilişki mevcuttur. Özel emeklilik fonlarının gelişimi ve başarılı olabilmesi açısından gelişmiş bir sigorta sektörü ön koşullardan biridir. Sigorta sektörünün gelişmiş olmadığı ÷lkelerde sistemin başarı şansı azalmaktadır. Bu ön koşulu sağlayabilmek amacıyla ÷lkelerin başvurdukları en etkili yöntemlerden biri sigorta sektörünü yabancı kurumsal yatırımcılara açmaktır(Vittas,1999:8). Bu sayede sektörde kantitatif ve kalitatif iyileştirmeler sağlanmakta, bu durum özel emeklilik fonlarının başarı şansını artırmaktadır. Diğer taraftan, özel emeklilik fonlarının başarısı da sigorta sektörünün daha fazla gelişmesine katkı sağlamaktadır. Dünya uygulamaları incelendiğinde özel emeklilik fonlarının, sigorta sektöründeki varlık yapısını geliştirerek, sigorta şirketlerinin sermaye yapılarının güçlenmesine katkı sağladığını göstermektedir. Nitekim T÷rkiye’deki ilk uygulama verileri bu durumu destekler nitelikte sonuçlar ortaya koymuş; sigorta şirketlerinin aktif büyüklüğü, bireysel emeklilik fonlarının faaliyete başlamasının ardından artmaya başlamıştır.

Grafik 2.4: Sigorta Şirketlerinin Aktif Büyüklükleri(Milyar YTL)



Kaynak: BDDK,2006:33.

Aktiflerde meydana gelen bu artış, daha ziyade hayat branşından kaynaklanmaktadır. Bireysel emeklilik şirketleri, rekabette avantaj elde edebilmek amacıyla bazı durumlarda üyelerine hayat sigortası hizmeti de sağlayabilmektedir. Bu durum, sigorta şirketlerinin sattıkları hayat sigortası poliçelerinin artması sonucunu doğurarak aktifler üzerinde önemli katkıya yol açmıştır. Sigorta şirketlerinin sermaye piyasalarına katılımlarının artırılabilmesi için öncelikle sektörün bu fonları yaratabilmesi gerekir. Fon yaratma işlevinin gerçekleşmesini sağlayan en önemli etken ise hayat sigortalarıdır(Ünal,1994:53). Hayat sigortalarında karşı karşıya bulunan riskin tahmin edilebilirliği daha yüksek olduğundan uzun vadeli sermaye piyasası araçlarına yatırım konusunda bu fonlar daha uygun bir yapıya sahiptir. Bireysel emeklilik sisteminde üye sayısında meydana gelecek artışlar, hayat sigortası birikimlerini ve dolayısıyla sigorta şirketlerinin aktiflerini giderek artan oranda büyütecek, bu durum sigorta sektörünün mali piyasa içerisindeki ağırlığını artıracaktır.

Diğer taraftan, bireysel emeklilik sisteminin başarılı olması, sigorta sektöründe fiyat, ürün dizaynı ve reasürans konularının daha rekabetçi belirlenmesine yardımcı olacak koşulların oluşmasını kolaylaştırarak sigortacılık sektörünün bu anlamda da güçlenmesine katkı sağlayacaktır. Gelişmiş bir sigorta sektörü ise, sermaye piyasalarının fonksiyonunu yerine getirmesi ve ekonomik kalkınma için önemli katkılar sağlayacaktır.

Fakat bireysel emeklilik sisteminin sigorta sektörü üzerine en önemli etkisi, bireysel emeklilik sisteminde emeklilik hakkının kazanılması aşamasından sonra olacaktır. Sistemden emeklilik hakkı elde eden katılımcı, bireysel emeklilik hesabındaki birikimlerinin bir kısmının veya tamamının defaten ödenmesini talep edebileceği gibi yapacağı yıllık gelir sigortası sözleşmesi çerçevesinde kendisine maaş bağlanmasını da talep edebilmektedir. Katılımcının yıllık gelir sigortası talep etmesi durumunda emeklilik şirketi ya hayat sigorta branşı ruhsatı alarak hesaptaki birikimi bu branşa aktaracak veya bu hizmeti hayat sigorta şirketlerinden satın alacaktır. Her iki durumda da sigorta sektörünün önemi ve aktif büyüklüğünde pozitif yönde bir gelişme olacaktır. Bu durum sigorta sektörünün önümüzdeki dönemlerde daha önemli hale geleceğini ortaya koymaktadır.

1.2.1.2. Kalkınma ve Yatırım Bankaları

Kalkınma bankaları, gelişmekte olan ülkelerde yatırım sermayesi açığını gidererek ve işletmelere teknik yardım sağlayarak temel sanayi alanlarına yatırım yapılmasına katkı sağlayan, böylece sanayileşme sürecini hızlandırma görevini üstlenen kurumlardır. Yatırım bankaları ise, uzun vadeli kaynak sağlamak isteyen işletmelerle, tasarruflarını uzun vadeli menkul kıymetlerde değerlendirmek isteyen gerçek ya da tüzel kişiler arasında aracılık yapan mali kuruluşlar olarak tanımlanır(Aksoy,1988:93).

Kalkınma bankalarının esas itibarıyla finansman, teknoloji ve kalkınma gibi üç fonksiyonu bulunur(Kandemir,2003:21). Temelde bir finans kurumu niteliğinde olan kalkınma bankaları finansman fonksiyonu çerçevesinde;

- Yatırım, proje ve şirketlere orta ve uzun vadeli kredi sağlamak,
- Sermaye piyasasına katkıda bulunmak,
- Ulusal ve uluslar arası mali piyasalardan, finans kuruluşlarından, kalkınma kurumlarından kaynak sağlamak işlevlerini yerine getirmektedir (Adıgüzel,2006:73).

Kalkınma bankalarının teknolojik fonksiyonları olarak;

- İşletmelere teknik destek sağlamak ve danışmanlık yapmak, KOBİ'lerin teknolojik modernizasyonuna öncülük etmek,
- Risk sermayesi ve iştirak uygulamaları yoluyla ileri teknoloji yatırımlarını desteklemek
- Kalkınma bankasıncı finansmanı sağlanan sanayi projelerinin ülkenin bilim, teknoloji ve kalkınma politikaları ile uygunluğunu sağlamak,
- Dünyadaki teknolojik gelişmeleri takip ederek yeni teknolojilerin ülkeye kazandırılmasında öncülük yapmak sayılabilir (Adıgüzel,2006:73).

Kalkınma bankaları kalkınma fonksiyonları doğrultusunda;

- Girişimleri, girişimcileri ve kalkınmayı desteklemek,
- Bölgesel, kentsel ve kırsal kalkınmayı desteklemek,
- İstihdamın artırılması ile ilgili çalışmalar yapmak ve yapılmasını desteklemek,
- Yabancı sermayenin yatırımlara kanalize edilmesine aracılık etmek,
- İhracatı ve rekabet gücü yüksek sektörlerin oluşumunu desteklemek,
- Sosyal ve ekonomik kalkınma ile ilgili projeleri desteklemek gibi faaliyetleri yerine getirirler(Adıgüzel,2006:74).

Yatırım bankalarının temel fonksiyonları ise şunlardır(Aksoy,1988:94);

- Tasarrufların yatırımlara yönelmesini sağlamak,
- Sermaye piyasasının gelişmesine katkıda bulunmak,
- Birincil menkul kıymet ihraçlarının geniş halk kitlelerine dağılımını sağlamak,
- Danışmanlık hizmeti sunmak.

Gelişmiş ülkelerde kalkınma bankalarının bir çok fonksiyonları farklı kamu-özel kurum, kuruluş ve şirketlerce ikame edilmektedir. Kalkınma bankalarının kalkınma sürecinde ihtiyaç duyulan bazı fonksiyon ve faaliyetlerine ihtiyaç duyulmamakta veya alternatif yollarla karşılanmaktadır. Bu nedenle, gelişmişlik düzeyinin artmasına paralel olarak kalkınma

bankacılığının giderek yatırım bankacılığına kaydığı ve kalkınma bankacılığının faaliyet alanlarının daraldığı görülmektedir(Adıgüzel,2006:69).

Türkiye açısından ise durum biraz daha farklıdır. Sermaye piyasasının henüz oluşmadığı dönemlerde sanayiye uzun vadeli fon sağlama, sermaye piyasasının gelişmesine yardımcı olma gibi işlevleri yerine getiren ve bu anlamda oldukça önemli roller oynayan kalkınma ve yatırım bankaları Türkiye’de sermaye piyasasının kurulmasına ve gelişmesine de önemli katkılar sağlamıştır. Sermaye piyasasının kurulup gelişmesinden sonra, özellikle yatırım bankalarının fonksiyonları bu piyasada faaliyet gösteren kurumlarca büyük ölçüde yerine getirilmiş ve yatırım bankalarının işlevleri önemli oranda azalmıştır. Kalkınma bankaları ise Türkiye’deki ekonomik ortam nedeniyle önemini halen korumaktadır. Türkiye’de uzun yıllar devam eden yüksek enflasyon dönemi ve ekonomik istikrarsızlık, gerek müteşebbislerin ve gerekse bankaların önünü görebilmesine izin vermemiştir. Bunun sonucunda yatırımcılar uzun vadeli yatırım planı ortaya koyamamış, bankalar uzun vadeli kredi kullandıramamıştır. Bu ortamda özellikle stratejik önemi olan ve devlet tarafından desteklenen sektörlere uzun vadeli yatırım kredisi sağlama işlevi büyük ölçüde kalkınma bankalarına kalmıştır. Bunun en çarpıcı örneği Turizm sektöründe yaşanmış; Türkiye’de 1980’li yıllarda öncelikli sektör olarak kabul edilen turizm sektörüne sağlanan orta ve uzun vadeli fonların %95’i Türkiye Kalkınma Bankası(TKB) tarafından karşılanmıştır(Kandemir, 2003:52).

Diğer taraftan Türkiye’de var olan bu ekonomik ortam aynı zamanda kalkınma bankalarının daha fazla gelişmesine de engel olmuştur. Zira, yaşanan yüksek enflasyon süreci, paralelinde faiz oranlarının da yüksek olmasını getirmiş; bu durum bir taraftan sermaye kıtlığı nedeniyle müteşebbislerin piyasaya girmesini engellerken, diğer taraftan piyasadaki küçük ve orta ölçekli işletmelerin(KOBİ) kredi kullanma oranlarını düşürmüştür. Yüksek enflasyon dönemlerinde KOBİ’ler daha ziyade ticari bankacılık sektöründen işletme sermayesi kredisi şeklinde kısa vadeli kaynak

kullanma yolunu tercih etmiş, kalkınma bankalarının kullandığı orta ve uzun vadeli yatırım kredilerine fazla talep olmamıştır. Bunun sonucunda kalkınma ve yatırım bankacılığı Türkiye’de yeteri kadar gelişmemiştir. 2005 yılı verilerine göre toplam aktif büyüklüğü 397 milyar YTL olan Türk bankacılık sektörü içerisinde yatırım ve kalkınma bankalarının aktifleri 12,9 milyar YTL’dir(BDDK,2006:39). Toplam aktiflerin % 3,2’si olan bu rakam Türkiye gibi büyük bir ülke için çok küçüktür. Aynı yıl verisine göre Türkiye’de faaliyet gösteren yatırım ve kalkınma bankası sayısı 13’dür(BDDK,2006:35). Bu bankaların 3’ü kamu sermayeli, 10’u özel sermayeli bankadır(8’i yerli, 2’si yabancı sermayeli). Kamu sermayeli bankalardan Eximbank, reel sektörün ihracata yönelik faaliyetlerini finanse ederken, İller Bankası, sadece ülke çapında belediyelerin finansal ihtiyaçları üzerine yoğunlaşmıştır(Kandemir, 2003:51). Kamu sermayeli bankalardan üçüncüsü olan Türkiye Kalkınma Bankası, Türkiye’de yatırım ve kalkınma bankacılığı işlevlerini bir arada sunan tek kamu bankası olma özelliğine sahiptir. Türkiye’de faaliyet gösteren özel sermayeli bankalar arasında ise Türkiye Sınai Kalkınma Bankası(TSKB) en önemli banka konumundadır.

Özel emeklilik fonlarının sermaye piyasalarında faaliyete geçmesi ve sistemi etkileyebilecek hacimsel büyüklüğe ulaşması durumunda faiz oranlarının düşmesine katkı sağlayacağı varsayılmaktadır. Bu varsayım doğrultusunda, son dönemlerde sağlanan ekonomik istikrarın devam etmesi durumunda girişimcilerin piyasaya girme süreci ve piyasadaki firmaların da karlı projeler ortaya koyarak bu projelere orta ve uzun vadeli fon talebinde bulunmaları gündeme gelecek, oluşan bu ortam kalkınma bankalarının temel işlevlerini yerine getirmesine katkı sağlayacaktır.

Öte yandan, ekonomik istikrarın sağlanması durumunda bankacılık sektörü, firmaların orta ve uzun vadeli kaynak taleplerini yerine getirmek anlamında daha rahat hareket edecektir. Faiz oranlarının makul ölçülere düşmesi, bu sürecin hızlanmasına yardımcı olacaktır.

Tüm bu gelişmeler özel emeklilik fonlarının özellikle kalkınma bankalarının finansal fonksiyonu üzerinde önemli etkileri olacağını göstermektedir. Kalkınma bankalarının finansal fonksiyonunun emeklilik fonlarınca ikame edilmesi, bu kuruluşların kaynaklarını diğer iki fonksiyona kanalize etmesine ve böylelikle ulusal kalkınma üzerinde daha fazla katkı sağlamasına yol açacaktır. Kalkınma bankalarının bu iki fonksiyon kapsamında yerine getirecekleri görevleri için kaynağa ihtiyaç duyulması durumunda ise, özel emeklilik fonları bu kuruluşların ihraç edecekleri menkul kıymetleri portföylerine almak suretiyle bu projelerin finansmanına doğrudan katkıda bulunabileceklerdir.

1.2.1.3. Kredi ve Kefalet Kooperatifleri

Türkiye’de sermaye piyasasından yararlanma imkanı olmayan küçük sanayi ve ticaret kesiminin kısa ve orta vadeli finansman ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla kurulmuş çok sayıda kredi ve kefalet kooperatifi vardır. Bu kuruluşlar çeşitli yollarla sağladıkları fonları ihtiyaç duyan ortaklarına piyasa faiz oranına göre daha uygun faizle sunarak ya da kefil olmak suretiyle ortaklarının banka kredilerinden faydalanmalarına olanak sağlayarak bu kesimin finansman ihtiyacının karşılanmasına katkı sağlamaktadır(Aksoy,1998:97;Bolak,1994:44).

Kredi ve kefalet kooperatifleri çatısı altında Türkiye’de faaliyet gösteren kuruluşlardan biri Tarım Kredi Kooperatifleri, diğeri Esnaf ve Sanatkarlar Kredi ve Kefalet Kooperatifleri’dir. Tarım kredi kooperatifleri tarım sektöründe çalışanlara hizmet götürürken Esnaf ve Sanatkarlar Kredi ve Kefalet Kooperatifleri aynı hizmeti esnaf kesimine sunmaktadır. Tarım Kredi Kooperatifleri üyeleri T.C. Ziraat Bankası kredilerinden yararlanırken Esnaf Kefalet Kooperatifleri Halk Bankası kredilerinden faydalanmaktadır.

Tarım Kredi Kooperatifleri 2003 yılı verilerine göre 2.081 kooperatif ile 900.000 dolayında üreticiye hizmet götürmektedir. Bu kuruluşların üyelerine

kullandıkları kredi tutarı ise 2000 yılında 798 milyon YTL iken 2003 yılında 654 milyon YTL olarak gerçekleşmiştir¹⁹.

Bireysel emeklilik fonları, üye sayısı itibari ile oldukça geniş bir grubu oluşturan kredi ve kefalet kooperatifleri üyelerine, emekliliklerine yönelik ilave bir gelir sağlama imkanı sunmaktadır. Fonların kooperatif birlikleri ile anlaşmalı olarak oluşturacakları “grup emeklilik fonu” ile bu kesimin ihtiyaçlarına en uygun fon stratejisinin oluşturulması mümkündür. Böylelikle hem emeklilik fonları üye sayılarını artırma imkanına kavuşacak hem de küçük esnaf ve tarım kesiminde çalışan bireyler, sağlayacakları küçük katkılarla emekliliklerinde daha yüksek bir hayat standardına kavuşmuş olacaktır.

1.2.2. Yarı Finansal Kurumlar

1.2.2.1. Sosyal Güvenlik Kurumu

Sosyal güvenlik kurumlarının fonları, ülkelerin kalkınma süreçleri içerisinde kullandıkları sermaye birikiminin önemli kaynakları arasında yer alır. Özellikle sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ekonomilerde bu fonlar sermaye piyasası aracılığıyla reel sektör yatırımlarına aktarılmış, bu sayede ekonomik büyüme ivme kazanmıştır.

Sermaye piyasalarının bulunmadığı veya gelişmediği ülkelerde ise bu fonların reel ekonomiye akış süreci kesintiye uğramıştır. Daha ziyade kamu sosyal güvenlik kurumlarının hakim olduğu bu gibi ülkelerde sosyal güvenlik fonları ya arsa-gayrimenkul gibi durağan yatırım araçlarında değerlendirilmiş veya bu fonlar kamu finansmanının önemli bir aracı olarak kullanılmıştır. Bazı durumlarda ise bu kuruluşların fonları kamu otoriteleri tarafından politik çıkarlar doğrultusunda kullanılmıştır. Tüm bu uygulamaların sonucunda özellikle gelişmekte olan ülkelerde sosyal güvenlik sistemleri büyük oranlarda açıklar vermeye başlamış, bu açıklar devlet bütçeleri üzerine telafi

¹⁹ T.C. Tarım ve Köy İşleri Bakanlığı, II. Tarım Şurası, VII.Komisyon Raporu, Ankara,2004:24-25.

edilemeyecek yükler getirmiştir. Sosyal güvenlik sistemleri, gelişmiş ekonomilerde de finansal açık sorunuyla karşılaşmıştır. Ancak bu ülkelerde bu durumun gerekçesi nesillerin yaşlanması nedeniyle ortaya çıkan demografik değişimdir(Çebi-Thorning,2004:2). Gerekçesi her ne olursa olsun, verilen bu finansal açıklar nedeniyle sermaye piyasalarının önemli fon sağlayıcılarından biri olan sosyal güvenlik kurumları için bu özellik tersine dönmüş, pek çok ülkede bu kurumların açıklarını kapatabilmek için kamu otoriteleri ya piyasadan doğrudan borçlanarak veya vergileri artırarak bu açıkları kapatma yoluna gitmiştir. Kamu otoritelerinin bu amaçla başvurdukları bir diğer yöntem ise, mevzuatlarında özel emeklilik fonlarına yer vermektir. Bu kuruluşların bir taraftan sosyal güvenlik açığını azaltacağı, diğer taraftan ise sermaye oluşumuna yol açarak sermaye piyasalarına yeniden fon girişi sağlayacağı ve böylelikle ekonomik büyüme üzerinde etkili olacağına inanılmaktadır.

Yukarıdakilere benzer bir durum Türkiye için de geçerlidir. Türkiye’de kamu sosyal güvenlik sisteminin özellikle 1990’lı yıllardan sonra artan oranda finansal açık sorunuyla karşılaşması, sistemin reformize edilmesini gerekli kılmış, bu amaçla özel emeklilik fonları hizmete sokulmuştur. Bu bağlamda gerçekleştirilen bir diğer çalışma neticesinde Emekli Sandığı, SSK ve Bağ-Kur’dan oluşan kamu sosyal güvenlik kurumları “Sosyal Güvenlik Kurumu” adı altında birleştirilmiştir. Bu uygulama, bir taraftan bu kurumlar arasında var olan farklı uygulamaları ortadan kaldırmayı amaçlarken diğer taraftan ise bu kurumlardan değişik yollarla mükerrer hizmet alan bireylere engel olmayı ve kurumun giderlerini azaltmayı amaçlamaktadır.

Türkiye’de sosyal güvenlik kurumu oluşturulmadan önce hizmet veren T.C. Emekli Sandığı, SSK ve Bağ-Kur, ilk kuruldukları yıllarda toplanan fonları verimli şekilde değerlendirememişlerdir. Bunda o yıllarda Türkiye’deki yatırım ortamının payı kadar uygulanan yanlış politikaların da etkisi vardır. Bu tür sosyal güvenlik kuruluşlarında, sistemin doğası gereği ilk yıllar son derece önemlidir. Zira ilk yıllarda genellikle fon çıkışı olmadığından fon hacmi

kümülatif olarak artma eğilimindedir. Bu dönemde toplanan fonların doğru yatırım araçlarında değerlendirilmesi, sistemin gelecekte finansal açık vermeden faaliyetine uzun yıllar devam etmesine yardımcı olur. Tersine bir durumda ise sistem kısa sürede finansal açık problemiyle karşı karşıya kalır. Nitekim, Türkiye’de böyle bir durum ortaya çıkmıştır. O yıllarda Türkiye’de sermaye piyasasının henüz kurulmamış olması nedeniyle bu kurumların ellerindeki kaynaklar daha ziyade arsa- gayrimenkul gibi alanlara veya kamu iç borçlanma senetlerine yatırılmıştır.

Genel ekonomik konjonktürden kaynaklanan bu duruma ilave olarak sisteme yapılan politik müdahaleler ve uygulanan yanlış politikalar, sosyal güvenlik sisteminde kısa sürede aktüeryal dengenin bozulmasına ve finansal açıkların oluşmasına neden olmuştur. Bu konuda en sık tekrarlanan yanlışlık, emekli olma koşullarını düzenleyen kanunların hiçbir aktüeryal denge gözetilmeksizin politik kaygılarla sık sık değiştirilmesidir. 1950-2000 yıllarını kapsayan 50 yıllık dönemde emeklilik koşullarını düzenleyen kanunlar dokuz kez değiştirilmiştir(DPT,2001:78). Aktüeryal dengeyi bozan bir diğer yanlış uygulama borçlanma yoluyla emekliliğe hak kazanma uygulamasıdır. Yine politik gerekçelerle değişik yıllarda değişik gruplara borçlanma yoluyla emekli olabilme hakkı tanınmış, bu uygulama sistemin mali dengesinin kısa sürede bozulmasına yol açmıştır. Mali dengenin bozulmasına neden olan bir diğer uygulama, sosyal güvenlik fonlarının piyasa faiz oranının çok altında bir faiz oranı ile kamuya aktarılmasıdır(Kılıçdaroğlu,1999:21). Buna yönelik en çarpıcı uygulamalardan biri 1975 yılında yaşanmış, SSK fonlarının %56’sı enflasyon oranının %19,8 olduğu bir ortamda %11 faiz oranı üzerinden Devlet Yatırım Bankası(DYB)’na aktarılmış, DYB’nin kaynak ihtiyacının %33’ü bu fonlarla karşılanmıştır(Pınardağ,1998:46). Bu konuda çarpıcı örneklerden bir diğeri 1995 yılında yine SSK ile ilgili olarak yaşanmış, bu tarihte Bütçe Yasası’na konulan bir düzenleme ile SSK’nın gelirleri sıfır faizle Ziraat Bankası’nda vadesiz hesap olarak tutulmuştur(Kılıçdaroğlu,1999:21). Gelirlerinin bu şekilde değerlendirilmesi sonucu SSK’nın uğradığı zarar Hazine araştırmasına göre 25 milyar dolar civarındadır(Şentürk,2000:37).

Uygulanan bu yanlış politikalar neticesinde sosyal güvenlik kurumları 1990'lı yıllardan sonra sürekli açık vermeye başlamıştır. Dolayısıyla, pek çok gelişmiş ülkede tasarrufların birikmesine ve oluşan birikimin sermaye piyasalarına aktarılmasına aracılık eden kurumların başında yer alan sosyal güvenlik kurumları Türkiye'de bu tarihten sonra tam tersi bir işlevle oluşan tasarrufları emen bir yapıya dönüşmüştür. Daha önceki bölümde ifade edildiği üzere, 1994-2004 yılları arasında oluşan sosyal güvenlik açığı nedeniyle bütçeden bu üç kuruma aktarılan kaynakların hazine borçlanma faiz oranı üzerinden bugünkü değeri(2004 yılı sonu itibari ile) 455 milyar YTL'dir.

Bu üç kurumun Sosyal Güvenlik Kurumu çatısı altında birleştirilmesi, giderlerde bir ölçüde tasarruf sağlayabilmekle birlikte, sosyal güvenlik açığı radikal önlemler alınmadığı sürece uzun yıllar daha devan edecek gibi gözükmemektedir. Dolayısıyla, bu kurumların sermaye piyasasına kaynak aktarabilecek konuma gelmeleri kısa zamanda mümkün değildir. Uzun vadede bu kuruluşların açıklarının kapatılabilmesine yardımcı olacağı düşünülen özel emeklilik fonlarının bu işlevi ne ölçüde yerine getirebileceği henüz tam olarak belli değildir. Türkiye'deki bireysel emeklilik sisteminin gönüllülük esasına göre dizayn edilmesi, bu fonlardan özellikle sistemin ilk yıllarında daha ziyade üst ve üst-orta gelir grubunun faydalanacağını ortaya koymaktadır. Oysa Türkiye'deki sosyal güvenlik sisteminin temel sorunu kayıt dışı istihdamdır. Kayıt dışı istihdam ise daha ziyade alt gelir grubunda yoğunlaşmaktadır. Bu durumda özel emeklilik fonlarının sistemi kayıt altına almak suretiyle sosyal güvenlik açığını azaltabileceği ön görüşü doğru bir tahmin gibi gözükmemektedir.

Kaldı ki, özel emeklilik fonları tek başlarına bu açığı kapatmada yeterli de değildir. Zira, sosyal güvenlik açığının önemli bir nedeni sağlık harcamalarıdır. Türkiye'de emeklilik ve sağlık sigorta kesintilerinin tek kalemde yapılıyor olması, sistemi biraz daha karmaşıktırarak çözüm önerilerini zorlaştırmaktadır. Bu durumda sağlık sigortasına yönelik bir

düzenleme yapılmadan, emeklilik fonlarının bu anlamda kendilerinden beklenen işlevi tek başına yerine getirmesi mümkün değildir.

1.2.3. Hizmet Gören Kurumlar

Türkiye’de sermaye piyasasında hizmet gören kurum olarak faaliyet gösteren kuruluşlar; menkul kıymet borsası(İMKB), yatırım fonları ve yatırım ortaklıklarıdır.

1.2.3.1. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası(İMKB), ilk faaliyete başladığı 1986 yılından günümüze kadar olan süreçte oldukça önemli bir gelişim göstermiştir. İlk faaliyete başladığı yılda 80 olan halka açık şirket sayısı sürekli artarak 2005 yılında 306’ya, 938 milyon dolar olan piyasa kapitalizasyonu 162,8 milyar dolara, 13 milyon dolar olan yıllık işlem hacmi 201,7 milyar dolara çıkmıştır. İMKB’nin 1990-2004 dönemi için yıllık reel getiri ortalaması %22,4’dür. Yani bu dönemde İMKB, yatırımcısına reel anlamda oldukça önemli bir getiri sağlamıştır. İMKB’nin sağladığı bu yüksek reel getiri, diğer gelişmekte olan borsalarda olduğu gibi yabancı yatırımcıların ilgisini çekmiş, yabancı yatırımcılar portföy büyüklüklerini her geçen yıl artırmışlardır. 2005 yılı itibari ile kurumsal yabancı yatırımcıların toplam portföy içerisindeki ağırlığı %64,2’ye yükselmiştir(TSPAKB,2005). Bu verilerle İMKB, gelişmekte olan borsalar arasında önemli bir yere sahiptir.

1.2.3.1.1. Gelişmişlik Göstergelerine Göre Menkul Kıymet Borsalarının Sınıflandırılması ve İMKB’nin Dünya Borsaları Arasındaki Yeri

Menkul kıymet borsalarının sınıflandırılmasına yönelik olarak Uluslararası Finans Kurumu(IFC), piyasaları iki ana kategoriye ayırmaktadır; gelişmiş borsalar ve gelişmekte olan borsalar. IFC’ye göre yüksek gayri safi milli hasılaya sahip ekonomilerin borsaları “gelişmiş borsaları” oluştururken düşük ve orta ölçekte gayrisafi milli hasılaya sahip ekonomiler “gelişmekte

olan borsalar” olarak adlandırılmaktadır. Dolayısıyla, IFC’ye göre tüm geri kalmış ve geliştirmek olan ülkeler geliştirmek olan borsalar kapsamındadır (Dağlı,1996:19). Bu tanımlamaya göre GSMH’sı 9.656 dolardan yüksek olan ülke borsaları gelişmiş, bu rakamın altındaki ülke borsaları ise geliştirmek olan borsalar kategorisindedir(Karan-Karacabey,2003:87).

Bununla birlikte, borsaların gelişmişlik düzeyine yönelik olarak yapılan çalışmalarda tam bir kriter birlikteliğinin sağlandığını ifade etmek mümkün değildir. Ancak uluslar arası çalışmalarda genellikle piyasa kapitalizasyonu, PD/GSMH oranı, piyasaya kote olmuş şirket sayısı, işlem hacmi gibi temel göstergeler gelişmişlik göstergesi olarak kullanılabilmektedir(Karan-Karacabey,2003:88). Bunun yanında yerel ve kurumsal yatırımcı tabanı, türev piyasaların varlığı, borsada işlem gören menkul kıymet çeşitliliği, akışkanlık, yoğunlaşma, dışa açıklık derecesi, yeni ihraç miktarları, ortalama şirket büyüklükleri, teknolojik altyapı, borsanın kuruluş tarihi gibi kriterler de keza kullanılan ölçüler arasında yer alabilmektedir(Doğu,1996:3).

1.2.3.1.1.1. Piyasa Kapitalizasyonuna Göre Menkul Kıymet Borsaları

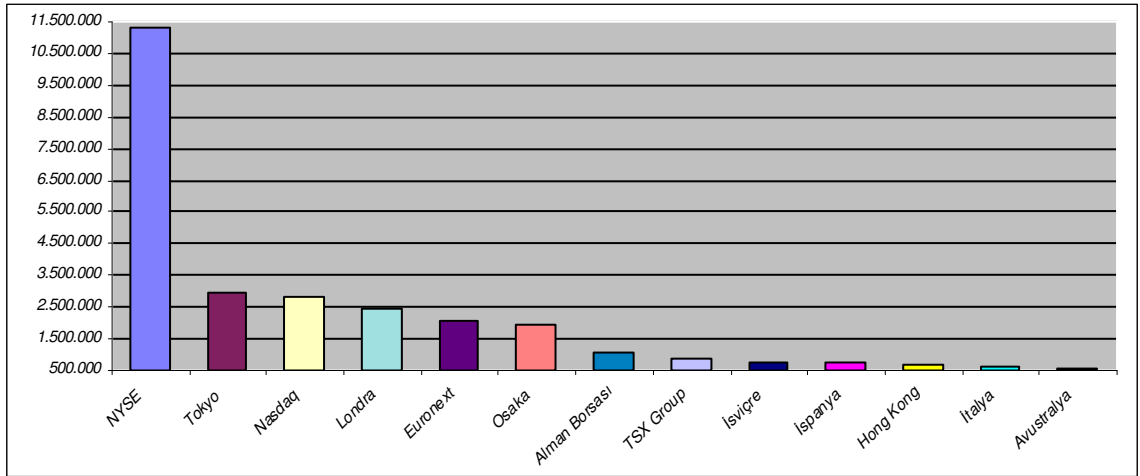
Bir şirketin piyasa kapitalizasyonu, o şirketin hisse senetlerinin borsada oluşan piyasa değerinin dolaşımdaki hisse senedi sayısı ile çarpılması suretiyle bulunan değerdir. Piyasanın toplam değerini veren piyasa kapitalizasyonu ise borsaya kote şirketlerin piyasa değerlerinin toplamından oluşur ve piyasaların büyüklüğünün bir ölçüsü olarak kullanılır(Doğu,1996:5).

Piyasa kapitalizasyonu rakamlarına göre dünya borsalarını;

- 500 milyar doların üzerindeki borsalar(Büyük Ölçekli Borsalar)
- 100-500 milyar dolar arasındaki borsalar(Orta Ölçekli Borsalar)
- 100 milyar doların altındaki borsalar(Küçük Ölçekli Borsalar)

şeklinde bir ayırımı tabi tutmak mümkündür. Bu ayırımı göre, 2003 yılı sonu verilerine göre İMKB, 100 milyar doların altında pazar kapitalizasyonuna sahip borsalar arasında yer almaktadır.

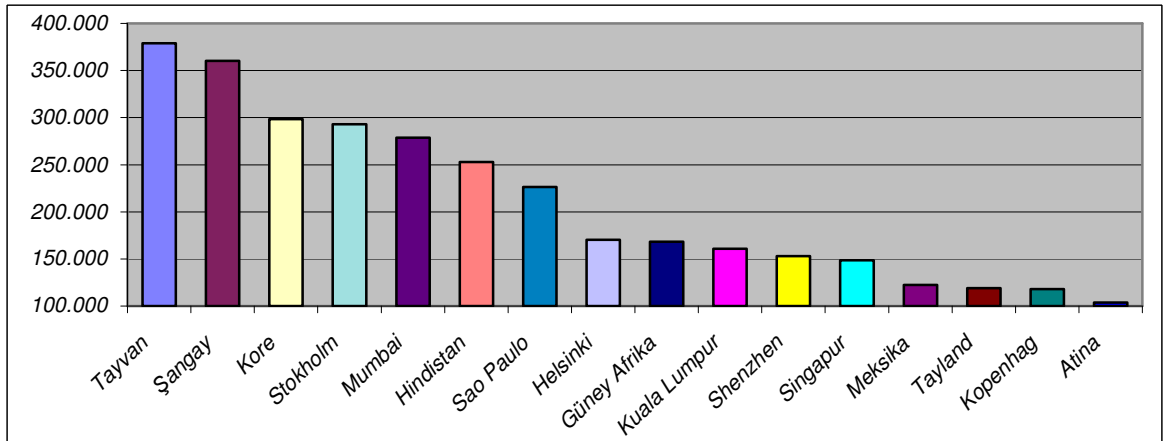
Grafik 2.5: Piyasa Kapitalizasyonu 500 Milyar Doların Üzerinde Olan Menkul Kıymet Borsaları(2003 Yılı Sonu;Milyon)



Kaynak : www.fibv.com/publications/25.04.2005.

Büyük ölçekli borsalar arasında en yüksek piyasa kapitalizasyonuna sahip olan borsa New York(NYSE) borsasıdır. Bu borsanın kapitalizasyon değeri 11 milyar doların üzerindedir. NYSE'yi sırasıyla Tokyo, Nasdaq ve Londra borsaları izlemektedir.

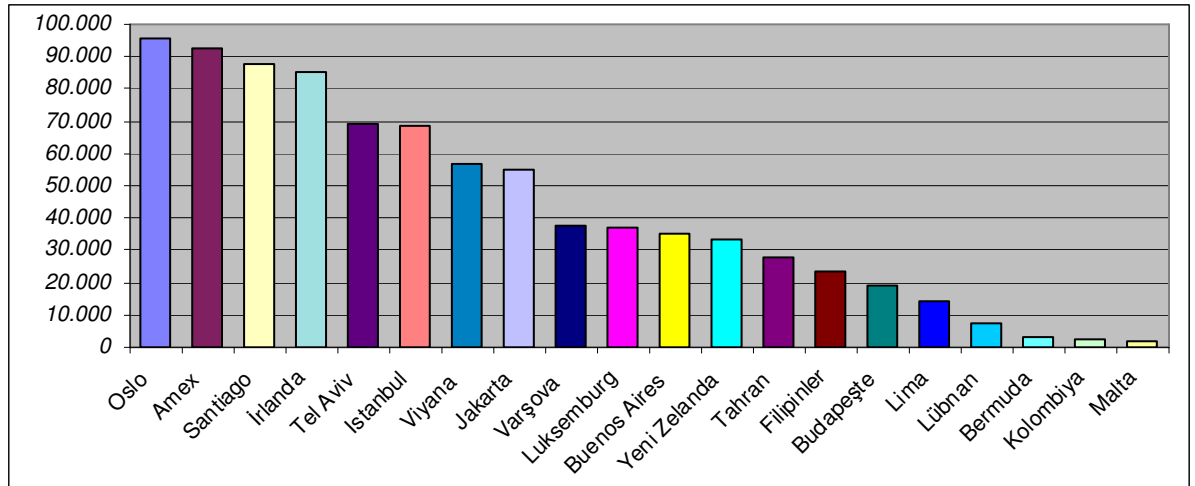
Grafik 2.6: Piyasa Kapitalizasyonu 100 – 500 Milyar Dolar Arası Olan Menkul Kıymet Borsaları(2003 Yılı Sonu;Milyon)



Kaynak : www.fibv.com/publications/25.04.2005.

Orta ölçekli borsalar içerisinde en yüksek piyasa kapitalizasyonuna sahip olan borsa Tayvan borsasıdır. Tayvan borsasını sırasıyla Şangay, Kore ve Stokholm borsaları takip etmektedir.

Grafik 2.7: Piyasa Kapitalizasyonu 100 Milyar Doların Altında Olan Menkul Kıymet Borsaları(2003 Yılı Sonu;Milyon)

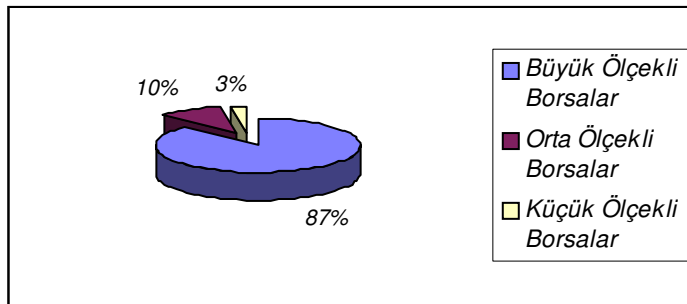


Kaynak : www.fibv.com/publications/25.04.2005.

Küçük ölçekli borsalar içerisinde piyasa kapitalizasyon değeri 100 milyara yaklaşan borsalar sırasıyla Oslo, Ameks, Santiago ve İrlanda borsalarıdır. Bu grupta yer alan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın 2003 yılı itibari ile kapitalizasyon değeri 69 milyar dolardır.

Dünya'da işlem gören menkul kıymet borsalarının kapitalizasyon değerlerine göre yapısı incelendiğinde, büyük ölçekli borsaların %87, orta ölçekli borsaların %10 ve küçük ölçekli borsaların %3'lük bir paya sahip olduğu görülür.

Şekil 2.1: Kapitalizasyon Değerlerine Göre Menkul Kıymet Borsalarının Yapısı (2003 Yılı Sonu)

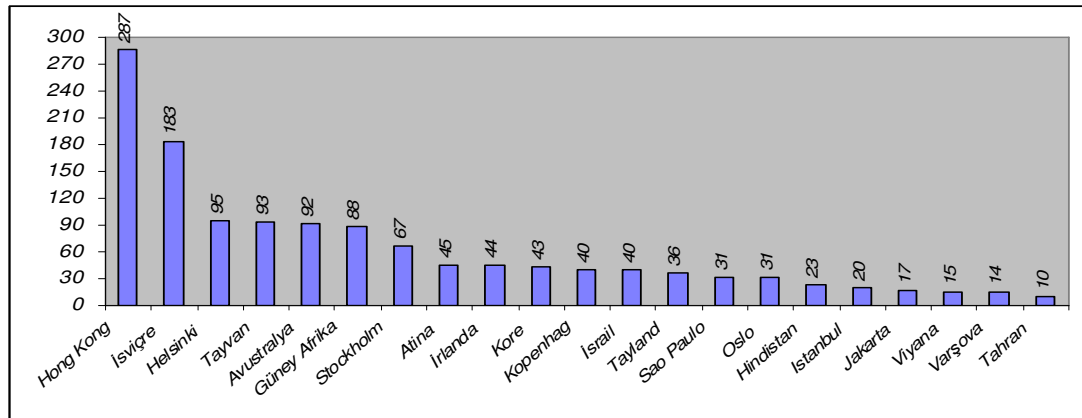


Kaynak : www.fibv.com/publications/25.04.2005.

1.2.3.1.1.2. PD/GSMH Oranına Göre Menkul Kıymet Borsaları

Borsaların gelişmişlik düzeyini gösteren diğer bir göstergesi PD/GSMH oranıdır. GSMH rakamları 100-500 milyar dolar arasında olan ülkeler için PD/GSMH oranları aşağıdaki grafikte ortaya konulmuştur. Grafikten de izlenebileceği üzere İMKB, PD/GSMH oranı %30'un altında olan ülkeler arasında yer almaktadır. Bu durum ülkenin sahip olduğu potansiyelin sermaye piyasalarında yeteri kadar kullanılmadığının bir göstergesidir. Zira, Türkiye'de menkul kıymet stokları içerisinde hisse senetlerinin payı yalnızca % 8,4'dür(TSPAKB,2004).

Grafik 2.8: 100-500 Milyar Dolar GSMH'ya Sahip Ülke Borsalarında PD/GSMH Oranları(% ,2002 yılı)



Kaynak: www.fibv.com/25.04.2005.

1.2.3.1.1.3. Piyasaya Kote Olmuş Şirket Sayısına Göre Menkul Kıymet Borsaları

Bir menkul kıymet borsasının durumunu gösteren kriterlerden bir tanesi de piyasadaki kote olmuş şirket sayısıdır. Tek başına yeterli bir göstergesi olmamakla birlikte, piyasaya kote olmuş şirket sayısının çokluğu, o ülkede tasarrufların önemli bir bölümünün sermaye piyasaları yoluyla özkaynak niteliğinde el değiştirmiş olduğunun önemli göstergelerinden biridir(Doğu,1996:8).

Bu anlamda, piyasaya kote olmuş şirket sayısını baz alan bir sınıflama yapıldığında, piyasaları;

- Şirket sayısı 1000'den fazla olan borsalar(Büyük Ölçekli Borsalar)
- Şirket sayısı 500-1000 arasında olan borsalar(Orta Ölçekli Borsalar)
- Şirket sayısı 500'den az olan borsalar(Küçük Ölçekli Borsalar)

şeklinde sınıflandırmak mümkündür.

Tablo 2.5: Halka Açık Şirket Sayılarına Göre Dünya Borsaları(2003 yılı)

Şirket Sayısı 1000'den fazla Olan Borsalar		Şirket Sayısı 500-1000 Arasında Olan Borsalar		Şirket Sayısı 500'den Az Olan Borsalar			
Borsa	Şirket	Borsa	Şirket	Borsa	Şirket	Borsa	Şirket
Mumbai	5.650	Hong Kong	978	Güney Afrika	451	Filipinler	234
TSX Group	3.791	Almanya	934	Sao Paulo	412	Lima	230
Nasdaq	3.649	Hindistan	916	İsviçre	398	Varşova	216
İspanya	3.015	Kuala Lumpur	861	Tayland	398	Oslo	203
Londra	2.824	Şangay	715	Jakarta	331	Kopenhag	201
NYSE	2.366	Kore	683	Atina	324	Yeni Zelenda	196
Tokyo	2.153	Tayvan	641	Tahran	307	Meksika	169
Euronext	1.484	İsrail	624	Stockholm	297	Helsinki	149
Avustralya	1.421	Amex	571	İtalya	295	Ljubljana	135
Osaka	1.312	Shenzhen	508	İstanbul	288	Viyana	129
		Singapur	501	Santiago	246	Buenos Aires	114
				Luksemburg	245	İrlanda	76
				Kolombiya	238	Bermuda	54

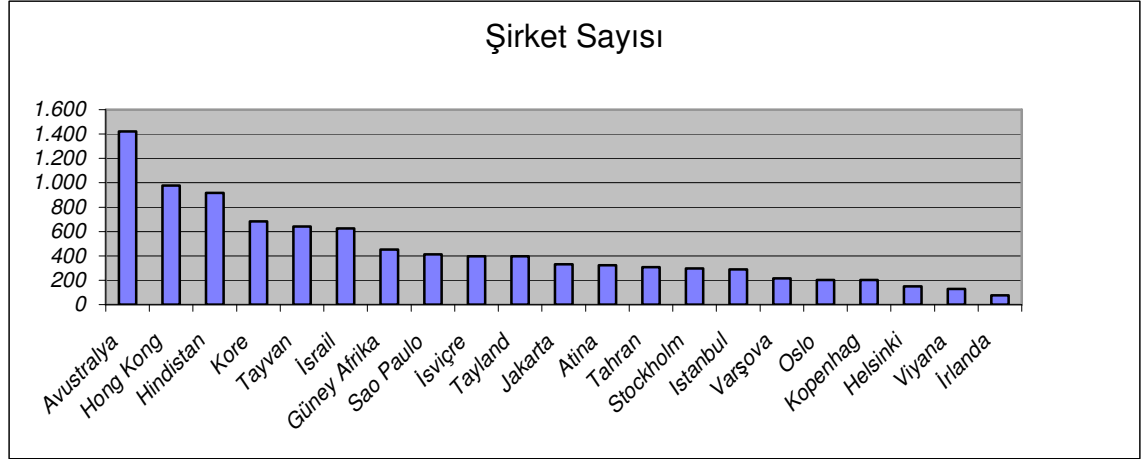
Kaynak: www.fibv.com/25.04.2005.

Büyük ölçekli borsalar içerisinde halka açık şirket sayısı en fazla olan borsa Mumbai Borsası'dır. Bu borsada halka açık 5.650 şirket bulunmaktadır. Mumbai Borsası'nı sırasıyla TSX Group(3.791), Nasdaq(3.649) ve İspanya(3.015) borsaları izlemektedir.

Orta ölçekli borsalar içerisinde Hong Kong Borsası(978) ilk sırayı alırken, bu borsayı sırasıyla Almanya(934) ve Hindistan(916) izlemektedir.

Küçük ölçekli borsalardan Güney Afrika Borsası'nda 451, Sao Paola'da 412, İsviçre'de 398 şirket vardır. Bu grupta yer alan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda ise şirket sayısı 288'dir.

Grafik 2.9: 100-500 Milyar Dolar GSMH'ya Sahip Ülke Borsalarındaki Şirket Sayıları(2003 yılı)



Kaynak: www.fibv.com/25.04.2005.

1.2.3.1.2. Özel Emeklilik Fonlarının Menkul Kıymet Borsası Üzerine Etkisi

Özel emeklilik fonlarının menkul kıymet borsaları üzerinde ne gibi etkiler yarattığı hala tartışılan bir konudur ve bu konuda yapılan çalışmalar farklı sonuçlar ortaya koymaktadır.

Emeklilik fonlarının yükümlülük vadesinin uzun ve ölçeğinin büyük olması nedeniyle özel emeklilik fonlarının gelişmiş olduğu ülkelerde, bu fonlar ile sermaye piyasası arasında karşılıklı bir etkileşimin olduğu ileri sürülmektedir. Bu görüş sahipleri, yatırım yaptıkları varlıklarda kısa değil uzun dönemde kazanç elde etme arayışında olan özel emeklilik fonlarının bu arayışlarına paralel olarak hisse senedi ve tahvil gibi yatırım araçlarına portföylerinde ağırlık verdiklerini, bu yatırım stratejisinin ise menkul kıymet borsalarının gelişmesine katkı sağladığını ileri sürmektedirler (Ergenekon,1998:105). Dünya Bankası, OECD gibi kuruluşlar tarafından yapılan ve özel emeklilik fonları ile sermaye piyasaları arasındaki ilişkiyi

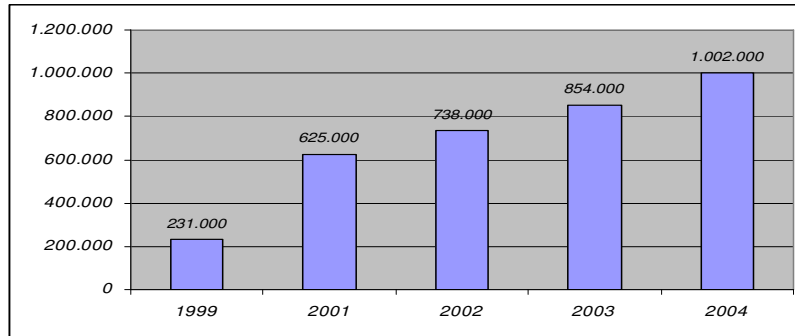
irdeleyen çalışmalar bu durumun gelişmekte olan piyasalar için de geçerli olduğunu ortaya koymaktadır. Yapılan çalışmalar, özel emeklilik fonlarının ilk kurulduğu yıllarda pek çok ülkenin menkul kıymet borsalarının oldukça yüksek getiriler sağladığını ortaya koymaktadır(JP Morgan,2001:4). Özellikle Dünya Bankası'nca hazırlanan ve en uzun dönemli istatistiki veriye sahip Şili için ortaya konulan çalışma, bu ülkede özel emeklilik fonları ile sermaye piyasası gelişimi arasında doğrudan bir ilişki olduğunu göstermektedir (Worldbank,1994).

Ancak, bu görüşe karşı olanlar da mevcuttur. Bu konuda Vittas(1992) tarafından yapılan çalışmada gelişmekte olan piyasalarda 1980'li yıllarda yaşanan üstün performansın tasarruf kuruluşlarına bağlanamayacağı, zira özel emeklilik fonlarının olmadığı pek çok ülkede de aynı performansın görüldüğü ifade edilmektedir. Yine Uthoff(1993) tarafından yapılan çalışmada da aynı dönemde tüm dünyada sağlanan yüksek ve istikrarlı büyüme oranları ile uluslar arası faiz oranlarının sağladığı arbitraj imkanının yarattığı sermaye akımları sonucu para birimlerinin değer kazanmasının sağlanan bu gelişmede etkili olduğu, bu nedenle emeklilik fonları ile sermaye piyasasının gelişimi arasında bir bağlantının olmadığı ifade edilmektedir(Singh,1998:59).

Bu tartışmalar ışığında özel emeklilik fonlarının menkul kıymet borsaları üzerine ne gibi bir etki yaratacağını tam olarak ortaya koymak mümkün değildir. Zira, bu konuyu etkileyen çok fazla değişken mevcuttur ve bu değişkenlerden hangisinin veya hangilerinin menkul kıymet borsalarının gelişiminde diğerlerinden daha baskın olduğunu ortaya koyacak yeterlilikte istatistiki çalışmalar henüz mevcut değildir. Ancak genel anlamda özel emeklilik fonlarının menkul kıymet borsaları üzerine etkisinin, o ülkedeki sermaye piyasasının gelişmişlik ve etkinlik düzeyine, ilgili mevzuata, fon yönetimini gerçekleştiren profesyonel kadroların mesleki yeterliliğine ve uygulanan vergi politikalarına bağlı olarak değişiklik gösterdiği kabul edilmektedir.

Özel emeklilik sisteminin Türkiye’de İMKB üzerine etkisini bu perspektifte ele almak gerekir. İMKB’nin dünya borsaları arasındaki yeri ve İMKB’ye ilişkin veriler, İMKB’nin gelişmeye son derece açık bir borsa olduğunu ortaya koymaktadır. İMKB’nin en temel problemlerinden bir tanesi kurumsal ve uzun vadeli yatırımcıların eksikliğidir. Sermaye piyasasında kurumsal yatırımcı olarak faaliyet gösteren yatırım fonları ve sigorta şirketleri, fonlarını hisse senedi piyasasında değil daha ziyade alternatif yatırım araçlarında değerlendirmekte, bunun sonucunda hisse senedi piyasasında spekülâtörlerin faaliyetleri yüksek fiyat oynaklıkları yaratmakta; spekülâtif hareketler ve yüksek fiyat oynaklığı küçük tasarrufçularda güven kaybına yol açarak bu kitlenin sistemden uzaklaşmasına neden olmaktadır(Yurdakul-Akçoraoğlu,2005:20). İMKB’de küçük yatırımcının en önemli göstergesi bakiyesiz hesap sayısıdır. Bu sayı 1999’da 231 bin iken 2001 yılında 625 bine(Karan-Karacabey,2003:98), 2003 Yılında 854 bine çıkmış, 2004 yılında ise bir milyonu geçmiştir(TSPAKB,2005).

Grafik 2.10: İMKB’deki Bakiyesiz Hesap Sayısı

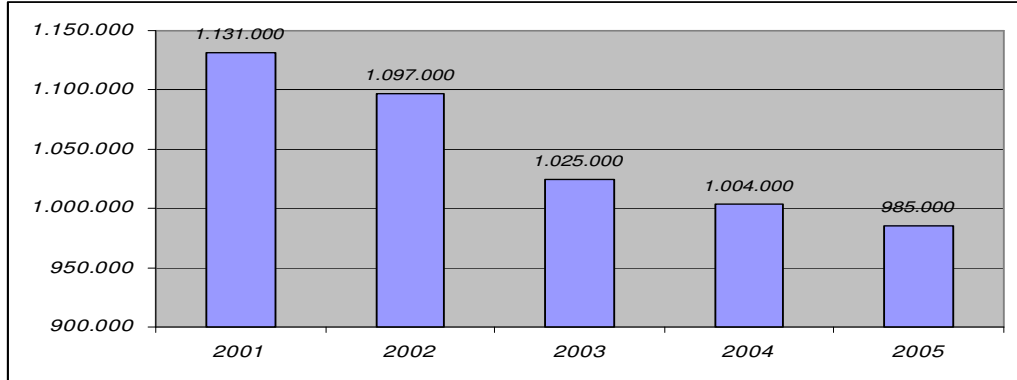


Bakiyeli hesap sayısında ise tam tersi bir durum söz konusudur. Bireysel yatırımcıların bakiyeli hesapları her yıl azalarak 2005 yılında 985.000 kişiye kadar gerilemiştir.

Özellikle küçük tasarruf sahibi olan yerli yatırımcının piyasadan büyük oranda çekilmesi sonucu, İMKB ağırlıklı olarak iç ve dış kurumsal yatırımcılara ve büyük tasarruf sahiplerine kalmıştır. Tabiri caizse borsa, bu yatırımcıların oyun alanı haline gelmiştir. 2005 yılı verilerine göre portföy

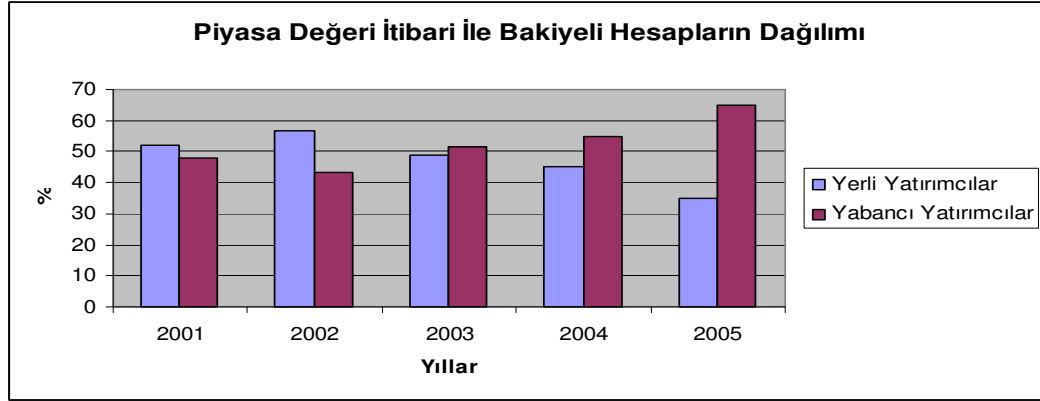
değeri 1 milyon YTL'nin üzerinde olan 3.166 yatırımcının toplam portföy değeri içerisindeki payı % 85 iken 1-50.000 YTL portföy büyüklüğü olan 836.172 yatırımcının toplam portföy değeri içerisindeki payı yalnızca % 5,2'dir(TSPAKB,2006).

Grafik 2.11: İMKB'deki Bakiyeli Hesap Sayıları



Diğer taraftan, toplam portföy değeri içerisinde yabancı kurumsal yatırımcıların payı % 64,4 iken yerli kurumsal yatırımcıların payı ise yalnızca % 9,5 civarındadır. İMKB'nin çok büyük oranda yabancı kurumsal yatırımcıların kontrolünde olduğunu ortaya koyan bu sonuç, aynı zamanda özel emeklilik fonlarının gelecek dönemlerde karşı karşıya kalacağı en önemli risk unsurunu oluşturmaktadır. Zira, kurumsal yatırımcı olarak faaliyet gösterecek olan bu fonlar, ellerindeki kaynakları değerlendirirken alıcı olarak piyasaya girecek ve kısıtlı olan yerli kurumsal yatırımcı tabanını genişletecektir. Bu durum, yabancı kurumsal yatırımcılara piyasadan çıkma fırsatı verecektir. Böyle bir durumda kısa vadede riskin özel emeklilik fonlarının üzerinde kalacağı ise aşikardır.

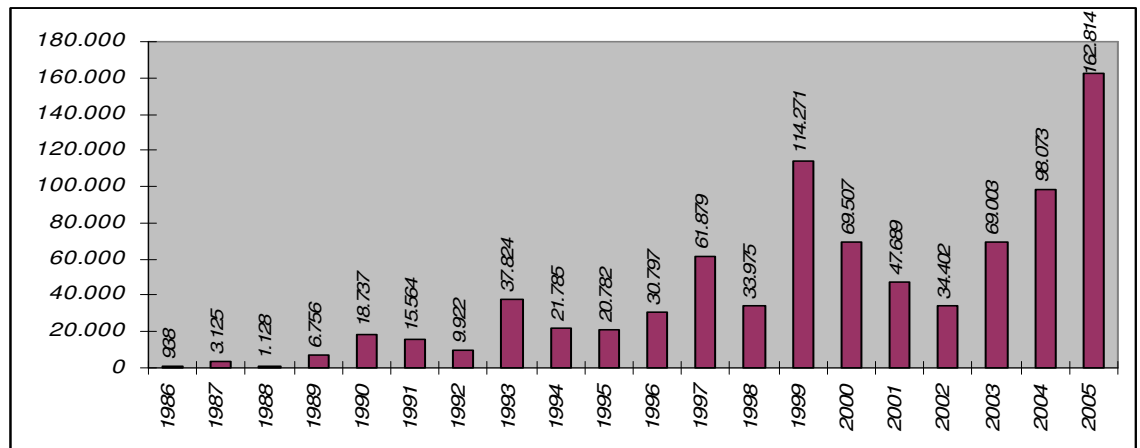
Grafik 2.12: Piyasa Değerleri İtibari İle Bakiyeli Hesapların Yerli-Yabancı Yatırımcılar Arasında Dağılımı



Kaynak: TSPAKB, Yıllık Bültenler.

Özel emeklilik fonlarının Türkiye’de faaliyete başlaması, İMKB’nin piyasa kapitalizasyonunun artmasına katkı sağlayacaktır. İMKB’nin ilk faaliyete başladığı yıllardan itibaren artan bir trende sahip olmakla birlikte dalgalı bir seyir izleyen piyasa kapitalizasyonu; 1999 yılında 115 milyar dolara ulaştıktan sonra azalmaya başlamış, 2002 yılında 35 milyar dolara kadar gerilemiştir. Bu yıldan sonra ise hızla artarak 2005 yılında 160 milyar doların üzerine çıkmıştır.

Grafik 2.13: Yıllar İtibari İle İMKB’nin Toplam Piyasa Kapitalizasyonu(Milyon \$)



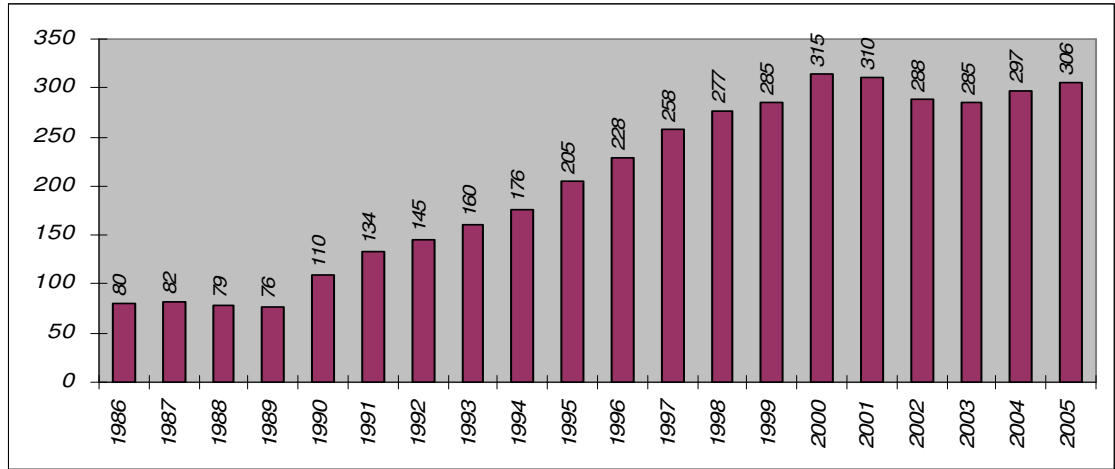
Kaynak: İMKB, Yıllık Bültenler.

Piyasa kapitalizasyonunda yaşanan bu hızlı artışta, Türkiye’de son dönemlerde sağlanan makro ekonomik istikrar ve uluslararası yatırım ortamının sağladığı uygun koşulların yanında özel emeklilik sisteminin

kurulmasının da katkısı vardır. Sermaye piyasaları beklentilerin satın alındığı piyasalardır. Sermaye piyasalarının en önemli oyuncularından biri olan özel emeklilik fonlarının sisteme katılması ile gelecek dönemlerde sermaye piyasalarına kaynak aktarılacağı beklentisi bulunmaktadır. Bunun yanında bir diğer beklenti, özel emeklilik sisteminin ilk kurulduğu yıllarda sermaye piyasalarının sağladığı yüksek getiri fırsatı beklentisidir. Bu beklentiler, özellikle büyük uluslar arası fonları önceden pozisyon almaya yöneltmekte, bu durum ise piyasa kapitalizasyonunun artmasına neden olmaktadır. Makro ekonomik göstergelerle desteklendiği sürece hemen hemen her ülkede bu süreç yaşanmaktadır. Özel emeklilik fonlarının sisteme katılması ile beklenti gerçeğe dönüşmekte, bu durum önceden pozisyon alan yatırımcılara sağladıkları karları realize etme fırsatı yaratmaktadır. Sonraki yıllarda bu fonların piyasa kapitalizasyonu üzerine etkisi, ulaşacakları aktif büyüklüğü, sermaye piyasalarında yeni beklentilerin oluşması, makro ekonomik istikrar, uluslararası yatırım ortamının koşulları gibi faktörlere bağlı olarak değişiklik göstermektedir.

Özel emeklilik fonları menkul kıymet borsalarında halka açık şirket sayısının artmasına da katkı sağlayacaktır. Halka açık şirket sayısı İMKB ilk kurulduğu tarihten itibaren sürekli artarak 2000 yılında 315'e ulaşmıştır. 2001 yılında Türkiye'de yaşanan ekonomik krizin şirketleri olumsuz manada etkilemesi neticesinde bazı firmalar piyasadan çekilmek zorunda kalmış ve İMKB'deki halka açık şirket sayısı 2003 yılında 285'e gerilemiştir. Bu yıldan sonra az da olsa artmaya başlayan bu sayı 2005 yılında 306'ya ulaşmıştır.

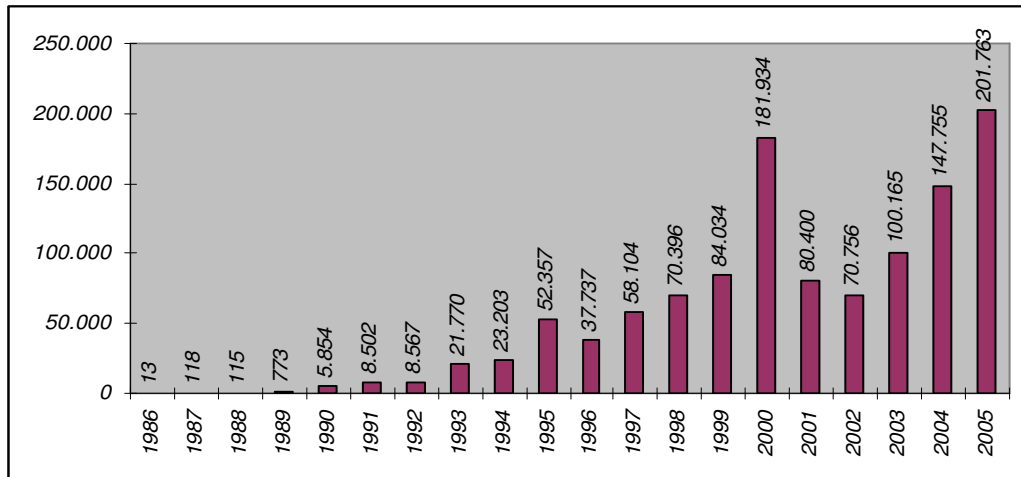
Grafik 2.14: Yıllar İtibari İle İMKB'deki Halka Açık Şirket Sayısı



Kaynak : İMKB, Yıllık Bültenler.

Özel emeklilik fonları, ellerindeki uzun vadeli fonlar aracılığı ile, halka açılmak isteyen firmalara talep yaratmak suretiyle şirketlerin halka açılmalarına destek olacaktır. Talep yetersizliği, firmaların halka açılmasının önündeki en önemli faktörlerden bir tanesidir. Dolayısıyla özel emeklilik fonları bu sorunun ortadan kalkmasına katkı sağlayacaktır.

Grafik 2.15: Yıllar İtibari İle İMKB'deki İşlem Hacmi (Milyon Dolar)



Kaynak : İMKB, Yıllık Bültenler.

Öte yandan, bireysel emeklilik fonlarının kurumsal yatırımcı olarak faaliyete başlamasının işlem hacmi üzerine de olumlu etkisi olacaktır. İMKB zaten kendi sınıfı içerisinde en yüksek işlem hacmine sahip borsalar arasında yer alır(Karan-Karacabey,2003:90). İMKB'deki işlem hacmi yıllar itibari ile

artan bir trend sergilemiş ve 2000 yılında 179,2 milyar dolara ulaşmıştır. 2001 yılında hızla düşen işlem hacmi 2002 yılından sonra yeniden artmaya başlamış, 2005 yılında en yüksek seviyesine ulaşarak 201,8 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

İşlem hacmine bağlı olarak özel emeklilik fonlarının piyasadaki davranış kalıbını değiştirme konusunda da önemli bir rol oynaması beklenmektedir. Zira İMKB’de var olan yüksek işlem hacmi, piyasada çok sayıda yatırımcının olmasından ziyade, hisse senetlerini elde tutma süresinin kısalığından kaynaklanmaktadır. Ülke ekonomisinin genel durumundan etkilenen yatırımcılar, borsayı uzun vadeli yatırım alanı olarak değil, kısa vadeli al-sat yaparak para kazanma alanına dönüştürmüştür. Bu durum, İMKB’nin likiditesini inanılmaz ölçülerde artırırken, aynı oranda fiyat değişkenliği(volatilité) ve risklerin de artmasına yol açmıştır. Bu yapının oluşmasında Türkiye’ye gelen yabancı yatırımcıların büyük payı vardır. Gelen yatırımcıların çoğunlunun yüksek risk almaya hazır ve spekülâtif işlemlere eğimli kişi ve kurumlar olması bu sonucun ortaya çıkmasına katkı sağlamıştır(Akyüz,2002:9). Özel emeklilik fonları, bu davranış kalıbının kırılarak İMKB’nin asıl işlevini yerine getiren bir borsa olmasına katkı sağlayacak en önemli kurumsal yapılardan biri olacaktır. Zira, bu fonlar özellikleri itibari ile yatırım planını kısa vadeli olarak değil uzun vadeli oluşturma avantajına sahiptir. Bu durum ise kuşkusuz piyasadaki volatilité üzerine yansıyan sonuçlar doğuracaktır.

Diğer ülke uygulamaları, sistemin ilk yıllarında menkul kıymet borsa getirilerinin oldukça yüksek olduğunu ortaya koymaktadır. Bu açıdan bakıldığında, İMKB’de de benzer durumun yaşanması kuvvetle muhtemeldir. Zaman geçtikçe, emeklilik şirketlerinin portföylerinde biriken fonların hacim olarak artması ile, piyasada derinlik sağlanacak ve volatilité giderek azalacaktır.

Bu konuda JPMorgan tarafından yapılan bir çalışma, yeni kurulan bireysel emeklilik sistemlerinde, bir taraftan emeklilik fonlarında biriken

fonların hızla arttığını diğer taraftan emeklilik fonu getirilerinin gelişmiş bir emeklilik sistemine sahip ülkelerden çok daha fazla olduğunu ortaya koymaktadır(Tablo 3.7).

Tablo 2.6: Bazı Ülkeler İçin Özel Emeklilik Fon Varlıkları ve Yıllık Ortalama Getiri Oranları(2000 yılı Sonu)

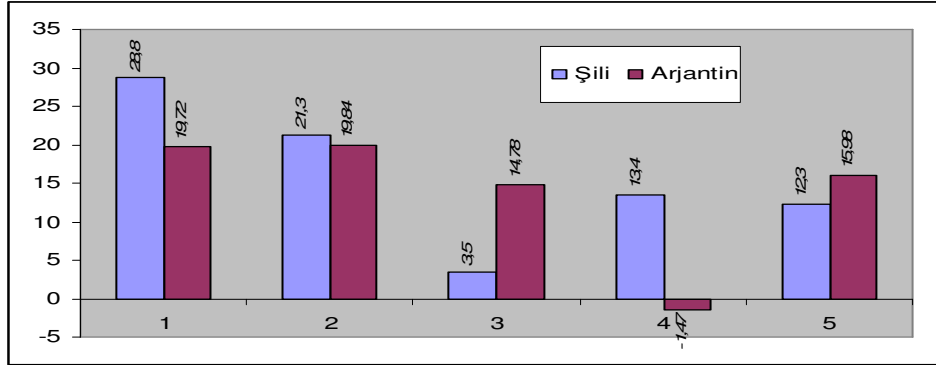
ÜLKELER		Toplam		Yıllık Getiri(%)
		Milyon Dolar	% GSMH	
Gelişmiş Sistemler	Brezilya	73,9	13,2	5,0
	Şili	35,9	51,3	6,7
Ort.Düz.Gelişmiş Sistemler	Arjantin	20,4	7,2	8,2
	Peru	3,0	5,5	16,0
Gelişmekte Olan Sistemler	Kolombiya	5,2	6,4	27,7
	Meksika	16,7	2,0	24,0
	Macaristan	1,4	3,1	26,8
	Polonya	2,4	2,0	116,7
Toplam		158,9	8,9	10,4

Kaynak: JP Morgan,2001:4.

Çalışmanın ortaya koyduğu bir gerçek özel emeklilik fonlarının gelişme düzeyi arttıkça yıllık getirilerinin azalmasıdır. Nitekim görüldüğü gibi, gelişmekte olan sistemler sınıflamasına tabi olan ülkeler için yıllık getiri oranı gelişmiş bir emeklilik sistemine sahip olan Brezilya ve Şili'nin çok üzerindedir.

Çalışmanın yapıldığı tarihte gelişmiş sistemler arasında nitelenen Şili ile orta düzeyde gelişmiş sistemler arasında nitelenen Arjantin'e ilişkin ilk bulgular bu sonucu destekleyen veriler ortaya koymaktadır. Zira sistemin ilk beş yılında Şili'deki emeklilik fonlarının ortalama getirisi %16 civarında gerçekleşmiş, zamanla bu oran azalmıştır(Shah,1997:10). Benzer bir sonuç Arjantin için de geçerlidir. Bu ülkede de emeklilik fonlarının ilk üç yıllık getirisi %20 civarında olmuş, sonraki yıllar azalmıştır(Rofman,2000). Her iki ülke için de dikkat çeken durum ilk iki-üç yıldan sonra getiride yaşanan önemli düşüşün ardından oranın yeniden artmasıdır.

Grafik 2.16: Şili ve Arjantin'de İlk Beş Yılda Fonların Getiri Oranları



Kaynak: Shah,1997:10, Rofman,2000.

1.2.3.2. Menkul Kıymet Yatırım Fonları

Sermaye piyasalarının global ölçekte iç içe geçmesine paralel olarak piyasaların gittikçe karmaşıklaşan yapısı ve artan ürün çeşidi bu piyasada yatırım yapmak isteyen bireysel yatırımcının işini bir hayli zorlaştırırken, kolektif yatırım kuruluşu olarak yatırım fonlarının ön plana çıkmasına neden olmuştur. Profesyonel olarak “portföy işletmeciliği” ile uğraşan bu fonlar, etkin olmayan piyasalarda bilgiye daha çabuk ulaşarak, ulaştıkları bilgiyi daha çabuk işleyerek ve çeşitlendirme yoluyla riski minimuma indirerek portföylerine maksimum getiriye kazandırmayı hedeflerler. Alanında eğitimli ve deneyimli kişileri istihdam eden bu kuruluşların bireysel yatırımcılara nazaran belirli bir risk düzeyinde daha yüksek getiri sağlayabilme yeteneğine sahip olması(Karacabey-Gökgöz,2005:4) yatırım fonu katılma belgelerinin yatırım aracı olarak ön plana çıkmasına neden olmuştur. Menkul kıymet piyasaları, nitelikleri itibarıyla belirli bir bilgi birikimini gerektiren teknik piyasalardır ve bu piyasada oluşan gelişmelerin yakından takip edilmesi gerekir. Doğal olarak bireylerin böylesi bir takibi düzenli olarak yapmaları ve bu piyasalarda oluşan gelişmelerin menkul kıymet fiyatlarına etkilerini tahmin edip ona göre zamanında tavır alabilmeleri zordur. Yatırım

fonları bu anlamda bireysel yatırımcılara önemli avantajlar sağlayan kurumsal yatırımcılar olarak ön plana çıkmıştır.

Öte yandan, sermaye piyasalarında var olan aşırı volatilité ve işlem maliyeti olmadan küçük tasarruflarla kolayca alınıp satılabilmesi gibi faktörler de yatırım fonlarının önem kazanmasında önemli bir role sahiptir. Bu avantajları yatırım fonlarının tüm dünyada sermaye piyasalarının en önemli kurumsal yatırımcılarından biri olmasına neden olmuştur. Özellikle gelişmiş sermaye piyasalarına sahip olan ülkelerde bu kuruluşlar;

- Yeni kurulan kamu kuruluşlarının ve belediyelerin ihraç ettikleri menkul kıymetlere yatırım yaparak bu kuruluşların finansmanına katkı sağlamak,

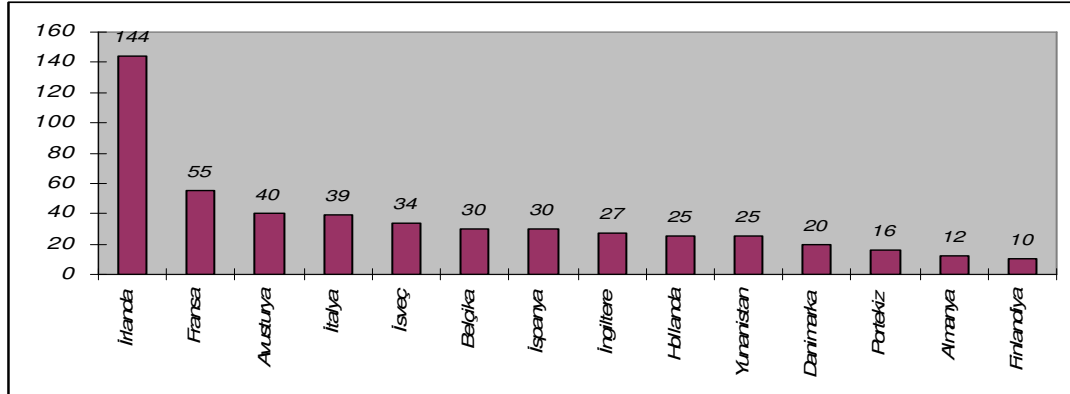
- Hazine bonoları ve devlet tahvillerine yatırım yaparak kamu açığının finansmanına yardımcı olmak,

- Portföyüne aldıkları ipoteğe dayalı menkul kıymetler ile konut piyasasında yeni kaynaklar yaratmak,

- Portföylerine yüksek getirili tahvil, bono almak suretiyle özel kesimin borçlanma maliyetini düşürmek gibi önemli işlevleri yerine getirmektedirler (Ünal,1995:50).

Sahip oldukları aktif büyüklükleri itibariyle yatırım fonları dünyadaki pek çok ülkede önemli bir hacme ulaşmıştır. Bu anlamda Avrupa Birliği'ne üye ülkeler incelendiğinde, bu kuruluşların GSMH'ya oranlanmış aktif büyüklüğü itibariyle en yüksek paya sahip olan ülkenin İrlanda olduğu dikkat çekmektedir. İrlanda'da yatırım fonlarının GSMH'ya oranı %144 gibi oldukça yüksek bir orandır. Bu durum, kurumsal yatırımcı olarak yatırım fonlarının İrlanda'da ön plana çıktığının bir göstergesidir. Bu ülkeyi sırasıyla Fransa(%55), Avusturya(%40) ve İtalya(%39) takip etmektedir.

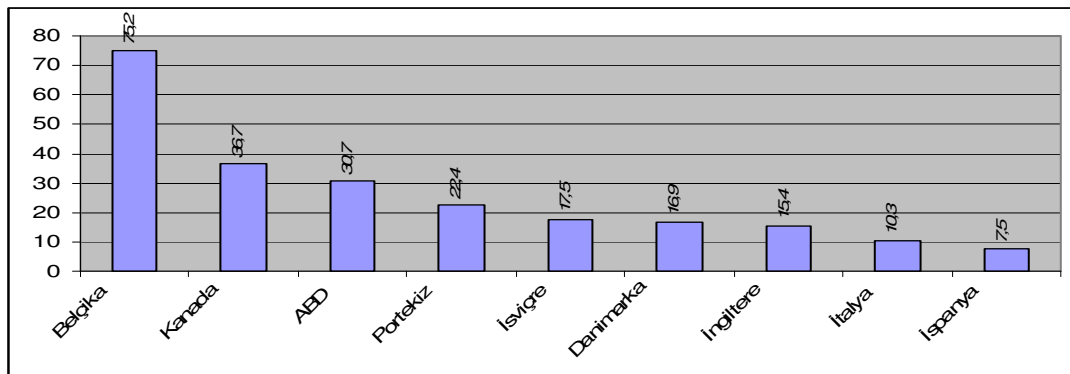
Grafik 2.17: AB Ülkelerinde Yatırım Fonlarının GSMH İçerisindeki Payı(%)



Kaynak: Davis,2002:21.

Diğer taraftan emeklilik fonlarının aktif dağılımları içerisinde de yatırım fonları bazı ülkelerde önemli bir paya sahiptir. Örneğin, OECD üyesi ülkelerden Belçika'da emeklilik fonlarının varlık dağılımları içerisinde yatırım fonlarının payı %75'lere kadar çıkmaktadır. Bu oran ABD için % 30,7, Danimarka için %16,9, İngiltere için % 15,4'dür. Finlandiya, Almanya, Hollanda, Norveç, Türkiye gibi ülkelerde ise emeklilik fonları yatırım fonu katılma belgelerine portföylerinde yer vermemişlerdir.

Grafik 2.18: OECD Üyesi Ülkelerde Emeklilik Fonlarının Portföy Yapıları İçerisinde Yatırım Fonu Katılma Belgelerinin Payı(2004 Yılı, %)

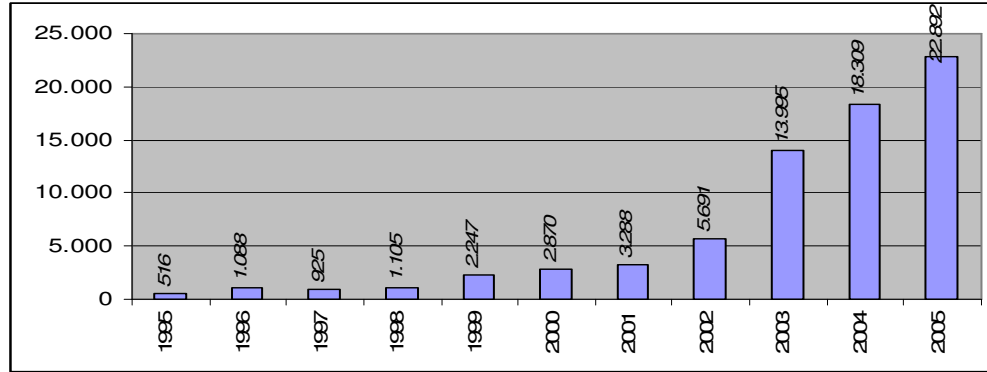


Kaynak: OECD, Global Pension Statistics, 2005.

Türkiye'de yatırım fonları bankalardan sonra en yüksek aktif büyüklüğüne sahip kurumsal yatırımcılardır. Bu özelliklerinden dolayı yatırım fonlarının kurumsal yatırımcılardan beklenen işlevleri yerine getirmeye en yakın kurumlar olduğu söylenebilir(Karan-Karacabey,2003:73). 2005 yılı

sonu verilerine göre 126'sı A tipi, 149'u B tipi olmak üzere sermaye piyasasında toplam 275 adet yatırım fonu faaliyet göstermektedir (TSPAKB,2006:52). Bu fonların aktif büyüklüğü son yıllarda hızla artarak 2005 yılında 29,4 milyar YTL'ye ulaşmıştır(BDDK, 2006:33).

Grafik 2.19: Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının Aktif Büyüklüğü(Milyon \$)



Kaynak : SPK,2005:42.

GSYİH'nın %6,3'üne denk gelen yatırım fonlarının aktif büyüklüğü benzer ülkelerle mukayese edildiğinde oldukça düşüktür. Ülkedeki kurumsal yatırımcı tabanının gelişmişlik göstergesi olarak kabul edilen bu oran, örneğin İspanya'da %29, İtalya'da %28, Yunanistan'da %15'dir. Bu ülkelerdeki yatırım fonlarının fon büyüklüğü ise İtalya'da 485 milyar dolar, İspanya'da 325 milyar dolardır. Yunanistan'da ise bu kuruluşların fon büyüklüğü 2005 yılında %27 oranında azalarak 33 milyar dolara gerilemiştir (TSPAKB,2005:38).

Türkiye'deki yatırım fonlarında ağırlık B tipi fonlardadır. 2005 yılı verilerine göre B tipi fonlar toplam yatırım fon portföyü içerisinde %92'lik bir paya sahiptir. Yıllar itibari ile portföy büyüklüklerini hızla artıran B tipi fonlar 2005 yılında 28.340 milyon YTL'lik bir portföy büyüklüğüne ulaşmışlardır. Ağırlıklı olarak hisse senetlerine yatırım yapan A tipi fonlar ise daha durağan bir gelişim göstermiştir. Bu fonların toplam portföy değeri 2005 yılı verilerine göre 1 milyar YTL civarındadır. Büyük oranda hisse senetlerinden oluşan bir portföy yapısına sahip olan bu fonların portföylerindeki diğer yatırım araçları ise kamu menkul kıymetleri ve ters

repo işlemleridir. 2005 yılı itibariyle A tipi yatırım fonlarının portföylerinde %70,44 oranında hisse senedi, %15,83 oranında kamu menkul kıymeti bulunmaktadır. Portföydeki ters repo işleminin payı ise %12,99'dur.

Tablo 2.7: A Tipi Yatırım Fonlarının Portföy Dağılımı(%)

Yıllar	Kamu Borçlanma Araçları	Yabancı Menkul Kıymetler	Ters Repo	Özel Sektör Tahvili	Hisse Senedi	Borsa Para Piyasası	Diğer	Toplam Değer (Milyon \$)
1995	63,69	0	0	0,11	36,20	0	0	73
1996	67,63	0	0	0	32,36	0	0,01	166
1997	17,20	0	43,54	0	39,08	0	0,19	338
1998	15,65	0,20	44,54	0	39,56	0	0,06	229
1999	13,74	0	30,84	0	55,40	0	0,02	522
2000	11,33	0,15	42,70	0	45,73	0	0,10	770
2001	15,78	0,01	22,44	0	61,77	0	0	393
2002	13,11	0,07	32,37	0	54,46	0	0	265
2003	17,57	0,12	18,36	0	63,95	0	0	552
2004	20,44	0,39	10,87	0	68,78	0,51	0	583
2005	15,83	0,54	12,29	0	70,44	0,88	0,20	770

Kaynak: SPK,2005:39.

B tipi fonlar ise portföylerinde daha çok kamu menkul kıymetlerine yer vermektedir. Bu durum piyasaya fon arz etme yeteneği en yüksek kurumsal yatırımcı konumunda olan yatırım fonlarının özel sektörden ziyade kamuya kaynak aktardığını göstermektedir. Yatırım stratejilerini optimal getiriye göre oluşturan bu kurumlar, bu strateji doğrultusunda kamu menkul kıymetlerine yatırım yapmayı uygun bulmaktadır. Zira, yapılan çalışmalar kamu menkul kıymetlerine yatırım yapan kurumsal yatırımcıların daha yüksek bir performansa sahip olduğunu ortaya koymaktadır(Karan-Karacabey,2003:75). Özellikle 1990'lı yıllardan sonra Türk sermaye piyasasında devlet iç borçlanma senetlerinin önemi hızla artmış ve bu menkul kıymetler yatırımcısına görece anlamda yüksek reel getiriler kazandırmıştır. B tipi fonların portföy yapıları içerisinde faiz oranlarına bağlı olarak zaman zaman repo işlemleri de önemli oranlarda pay alabilmektedir. Örneğin, 2000 yılında repo işlemlerinin portföydeki ağırlığı %86'ya kadar çıkmıştır. 2005 yılı verilerine göre bu fonların portföylerindeki kamu menkul kıymetlerinin payı %72,26, repo işlemlerinin

payı %26,53'dür. Görüldüğü gibi portföyün nerdeyse tamamı bu iki yatırım alternatifinde değerlendirilmiştir.

Tablo 2.8: B Tipi Yatırım Fonlarının Portföy Dağılımları

Yıllar	Kamu Borçlanma Araçları	Yabancı Menkul Kıymetler	Ters Repo	Özel Sektör Tahvili	Hisse Senedi	Borsa Para Piyasası	Diğer	Toplam Değeri (Milyon \$)
1995	95,66	3,81	0,00	0,02	0,36	0,00	0,15	433
1996	97,23	1,68	0,00	0,08	0,95	0,00	0,06	930
1997	27,66	4,65	63,79	0,00	1,34	0,00	2,56	587
1998	40,14	0,32	59,09	0,00	0,33	0,00	0,13	876
1999	29,72	0,21	68,92	0,00	0,88	0,00	0,28	1.725
2000	13,24	0,20	86,36	0,00	0,17	0,00	0,04	2.100
2001	35,27	0,12	64,50	0,00	0,05	0,00	0,06	2.895
2002	51,04	0,10	48,81	0,00	0,03	0,00	0,02	5.426
2003	68,90	0,09	30,97	0,00	0,04	0,00	0,00	13.442
2004	68,71	0,00	28,32	0,00	0,06	2,91	0,00	17.726
2005	72,26	0,01	26,53	0,00	0,05	1,15	0,00	21.120

Kaynak: SPK,2005:42.

Özel emeklilik fonlarının yatırım yapabilecekleri alanlar içerisinde yatırım fonu katılıma belgeleri de bulunmaktadır. Bu fonlar aktiflerinin en fazla %10'unu yatırım fonu katılıma belgelerine yatırabilirler. Her bir yatırım fonuna yapılacak yatırım tutarı ise maksimum %2'dir. Ancak kendileri de esasında yatırım fonu olan emeklilik fonlarının portföylerine yatırım fonu katılıma belgelerini dahil etmeleri düşük bir olasılıktır. Dolayısıyla özel emeklilik fonlarının talep yaratmak suretiyle yatırım fonlarına kaynak aktarması mümkün gözükmemektedir.

Yatırım fonlarının temel yatırımcıları daha ziyade bireysel yatırımcılardır. Bu yatırımcılar, bankalar tarafından kurulan yatırım fonlarının katılım belgelerini bankamatik kartları ile kolayca alıp satabilmektedir. Özel emeklilik fonlarının yatırım fonları üzerine etkisi daha ziyade bireysel tasarrufların akış yönünü etkilemek şeklinde mümkün olabilecektir. Bireysel tasarrufların gönüllü tasarruflarını emeklilik fonlarında değerlendirmeleri durumunda doğal olarak yatırım fonu katılıma belgelerine olan bireysel talepte bir azalama olacaktır. Son yıllarda ekonomide yaşanan istikrar ortamının enflasyon ve buna bağlı olarak faiz

oranlarını aşağı yönlü etkilemesi, paranın zamandan kaynaklanan değer düşüklüğünü bir ölçüde azaltmıştır. Enflasyonist dönemlerde paranın zaman değerindeki aylık düşüşler nedeniyle bireyler kısa vadede bile ellerindeki nakitin değer kaybını telafi edebilmek amacıyla özellikle B tipi yatırım fonlarının katılma belgelerine yatırım yapmayı tercih etmişlerdir. Devletin uzun yıllar kamu menkul kıymetlerine ödediği yüksek reel faiz de bu durumu etkilemiştir. Yatırım fonlarının B tipi ağırlıklı olması bu durumun bir sonucudur. İleriki yıllarda enflasyonun ve buna bağlı olarak faiz oranlarının düşeceği varsayımından hareketle, özel emeklilik sisteminin başarılı olması durumunda bireylerin gönüllü tasarruflarını özel emeklilik fonlarında değerlendirmeleri kuvvetle muhtemeldir. Böyle bir durumda bireyler, emeklilik dönemlerini güvence altına aldıkları düşüncesiyle tasarruf konusunda eskisi kadar gönüllü olmayacaktır. Günlük anlamda önemli olmayan getiriler nedeniyle de katılma belgelerine olan talepte önemli oranda azalma yaşanabilecektir.

1.2.3.3. Yatırım Ortaklıkları

Yatırım ortaklıkları; sermaye piyasası araçları ile ulusal ve uluslar arası borsalarda veya borsa dışı organize piyasalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler portföylerini işletmek amacıyla anonim şirket olarak kurulan ortaklıklar şeklinde tanımlanmaktadır(Konuralp,2001:43).

Ödünç para verme işleriyle, mevduat toplamayla, sınai ve zirai faaliyetlerle uğraşamayan, imtiyazlı hisse senedi ve 360 gün ve daha uzun vadeli borçlanma senedi ihraç edemeyen bu ortaklıkların portföy işletmeciliği faaliyetlerinde bulunabilmeleri için SPK'ya başvurmaları ve yetki belgesi almaları zorunludur(Şakar,1997:94).

Türkiye'de faaliyet alanlarına göre yatırım ortaklıkları; "menkul kıymet yatırım ortaklıkları", "gayrimenkul yatırım ortaklıkları" ve "risk sermayesi yatırım ortaklıkları" olarak üç ana başlıkta faaliyet göstermektedir.

1.2.3.3.1. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları

Türk Sermaye Piyasası'nda 1991 yılından beri faaliyet gösteren menkul kıymet yatırım ortaklıkları, menkul kıymetlerden oluşan portföy işletmeciliği yapan Anonim şirket statüsündeki kuruluşlardır. Bu kuruluşların temel amacı diğer kurumsal yatırımcılarda olduğu gibi, küçük tasarrufların bir araya toplanmasına aracılık ederek oluşacak büyük çaplı portföyü, portföy yönetim ilkeleri çerçevesinde verimli şekilde işletmektir. Menkul kıymet yatırım ortaklıkları Türkiye'de uzun zamandan beri faaliyette bulunmalarına rağmen, sermaye piyasasında oldukça küçük ölçekli olarak faaliyetlerine devam etmektedir. 2005 yılı sonu verilerine göre 192,3 milyon YTL tutarında çıkarılmış sermayesi, 445,9 milyon YTL piyasa değeri ve 482,2 milyon YTL net aktif değeri bulunan 25 Adet A tipi, bir adet de B tipi yatırım ortaklığı faaliyet göstermektedir (SPK, 2005:44-45). Yatırım ortaklıklarının portföylerinin %53,4'ünü hisse senedi, %31,5'ünü devlet tahvili ve hazine bonosu, % 12,9'unu ters repo işlemleri oluşturmaktadır.

Menkul kıymet yatırım ortaklıkları, riskten kaçınan bireysel yatırımcıların doğrudan yatırım yapamadıkları durumlarda yatırım ortaklıklarının pay senetlerini satın almak suretiyle, yatırım ortaklıklarının portföylerinde tuttıkları menkul kıymetlerin sahibi olarak dolaylı yatırım yapmalarına ve gelir elde etmelerine olanak veren kuruluşlardır. Bu kuruluşlar, bir taraftan portföy işletmeciliği ile uğraşırken diğer taraftan firmaların halka arzında aracılık işlevini de yerine getirmektedir. Dolayısıyla, menkul kıymet yatırım ortaklıkları, özellikle menkul kıymet piyasası endeksinin artış potansiyelinin olduğu ve büyük çaplı halka arz işlemlerine aracılık edilen dönemlerde yatırımcısına önemli kazanımlar sağlayabilmekte; bu dönemlerde bu kuruluşlar ön plana çıkmaktadır.

Özel emeklilik fonlarının kurumsal yatırımcı olarak sermaye piyasasında faaliyet göstermesi, sermaye piyasasının gelişimine katkı sağlayacaktır. Bu durumda, halka açılmak suretiyle yatırımcılarının finansmanında kaynak sağlamak isteyen firma sayısında bir artış

beklenmektedir. Böyle bir gelişmenin sonucunda ise bu işleme aracılık eden menkul kıymet yatırım ortaklıkları ön plana çıkacak; bu husus, özel emeklilik fonlarının sisteme yapabileceği en önemli katkı olacaktır. Öte yandan, özel emeklilik fonlarının, menkul kıymet yatırım ortaklıklarının hisse senetlerine portföylerinde yer vermesi, bu sektörde yaşanabilecek aşırı fiyat dalgalanmalarının azalmasına neden olacak, bu durum ise sektörün güven kazanmasına yol açacaktır.

1.2.3.3.2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarından oluşan portföyü işleten ve gayrimenkule dayalı projelere yatırım yapan sermaye piyasası kurumlarıdır (Şakar,1997:97). Gayrimenkul piyasasında yatırımcıların bireysel tasarrufları ile yüksek getiri sağlayabilecek bir gayrimenkul yatırımı yapabilmeleri çoğu kez mümkün olmamaktadır. Bu durum özellikle sermaye piyasaları gelişmiş ülkelerde sermaye piyasaları ile gayrimenkul piyasalarının bir araya gelmesine ve gayrimenkule dayalı portföy işleten finansal kurumların ortaya çıkmasına neden olmuştur. Dolayısıyla, yatırımcıların bu piyasada faaliyet gösteren kurumların ihraç edeceği menkul kıymetler aracılığı ile bu piyasaya yatırım yapmalarına olanak sağlanmıştır.

Sermaye piyasası yoluyla gayrimenkul piyasasına kaynak aktarmak genelde üç şekilde mümkündür. Bunlar; “gayrimenkul sertifikaları”, “gayrimenkul yatırım fonları” ve “gayrimenkul yatırım ortaklıkları”dır. Türkiye’de gayrimenkul sertifikaları, ancak konut yapımı açısından söz konusudur. Gayrimenkul yatırım fonları ile ilgili düzenleme ise henüz Sermaye Piyasası Kurulu’nca çıkarılmamıştır(İAV,1999:49). Dolayısıyla, günümüzde sermaye piyasasında gayrimenkule dayalı projelere kaynak aktarmanın yegane yöntemi olarak gayrimenkul yatırım ortaklıkları ön plana çıkmaktadır. Bu kuruluşlar yatırımcılarına, kendi tasarrufları ile ulaşamayacakları gayrimenkullerin rantlarına ulaşma imkanı veren vergi avantajlı bir portföy işletmeciliği hizmeti sağlamaktadır (TUNCEL,1997:141).

Gelişmiş sermaye piyasalarında uzun yıllardan beri faaliyette bulunan gayrimenkul yatırım ortaklıkları Türkiye’de 1996 yılında sermaye piyasasındaki yerini almıştır. Aradan geçen on yıllık sürede GYO’ları özellikle finansman kaynaklarının kısıtlı olduğu gayrimenkul sektörüne kurumsal sermayenin girebilmesine ve büyük nitelikli projelerin hayata geçirilebilmesine olanak sağlamıştır. Hisselerinin en az % 49’u halka açık olan GYO’ları, gayrimenkul yatırımlarının en temel dezavantajı olan likidite problemini ortadan kaldırarak ve aynı zamanda bireysel ve kurumsal yatırımcıların tasarruflarını ortak bir havuzda bir araya getirerek yüksek gelir elde edebilecek büyük gayrimenkul projelerinin gerçekleştirilmesini mümkün kılmıştır.

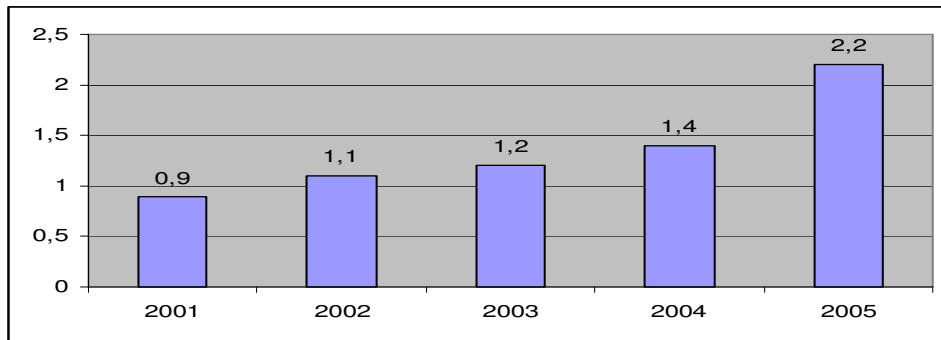
2005 yılı itibari ile Türkiye’de on adet GMYO faaliyetine devam etmektedir. Bu kuruluşların toplam net aktif değeri 2.209 milyon YTL, buna karşın piyasa değeri 2.489 milyon YTL’dir. İMKB’ye kote olan bu ortaklıkların portföylerinin %84,9’unu gayrimenkul yatırımları, %16,4’ünü ise para ve sermaye piyasası araçları oluşturmaktadır(SPK,2005:45).

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının aktif büyüklüğü son dönemlerde önemli bir artış göstermesine rağmen halen GSMH içerisinde önemli bir paya ulaşamamıştır. 2005 yılında bu kuruluşların aktif büyüklüğü 2,2 milyar YTL olup bu tutar GSMH içerisinde %0,5’e karşılık gelmektedir. Gayrimenkul sektörünün toplam yatırımlar içerisinde %35’lik bir paya sahip olduğu tahmin edilmektedir(Milliyet Gazetesi,2000:8). Bu konuda Morgan Stanley tarafından 2000 yılında yapılan bir araştırmanın sonucuna göre Türkiye’de yatırım yapan 15 milyon ailenin 5 milyonunun gayrimenkule yatırım yaptığı ifade edilmiştir. Toplam yatırımlar içerisinde bu denli önemli bir paya sahip olan gayrimenkul piyasasından gayrimenkul yatırım ortaklıklarının yeterli oranda pay aldığını ifade etmek mümkün değildir. Ancak önümüzdeki dönemlerde bu kuruluşların daha önemli bir hacimsel büyüklüğe ulaşmaları olasıdır. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları sermaye piyasalarına ve genel ekonomiye önemli katkı sağlayacak işlevlere sahiptir. Bu işlevler;

- Büyük altyapı yatırımlarının finansmanına olanak sağlamak,
 - Atıl gayrimenkullerin değerlendirilmesini sağlamak,
 - Konut sektörünün gelişimine katkıda bulunmak,
 - Sermaye piyasasına yeni yatırımcı kazandırmak,
 - Gayrimenkul piyasasında kurumsal yatırımcı tabanı oluşturmak
 - Gayrimenkul sektörünün kurumsallaşmasına katkı sağlamak
- şeklinde ifade edilebilir(Aras,2000:76).

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının gelişmesi ile bu kurumlar kendilerinden beklenen işlevlerin yerine getirilmesinde daha aktif rol oynayacaklardır.

Grafik 2.20: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Aktif Büyüklüğü(Milyar YTL)



Kaynak: BDDK,2006:33.

Özel emeklilik fonlarının hacimsel olarak yeterli büyüklüğe ulaşması durumunda, gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ve dolayısıyla gayrimenkul piyasasına önemli oranlarda katkı sağlaması mümkün olacaktır.

Bu kuruluşlar, gayrimenkul piyasasında yer alan finansal kurumların ihraç edeceği menkul kıymetlere talep yaratarak bir taraftan bu piyasanın fonlanmasına ve bu sayede gelişmesine katkı sağlarken diğer taraftan gayrimenkul piyasasına yönelik olarak ihraç edilecek finansal araçların çeşitlendirilmesi ve yeni finansal enstrümanların sisteme katılmasına da katkı sağlayacaktır. Böylelikle bu kurumların, gerek sermaye piyasasında gerekse genel ekonomide kendilerinden beklenen işlevlerin yerine getirilmesi daha kolaylaşacaktır.

Diğer taraftan, Türkiye’de son dönemlerde sağlanan ekonomik istikrar neticesinde gündeme gelen ipotekli gayrimenkul finansmanı(mortgage) konusunda özel emeklilik fonları önemli bir rol üstlenebilir. Sermaye piyasalarında gerekli düzenlemelerin yapılması ile özel emeklilik fonlarında biriken fonların bir kısmı bu alanda değerlendirilebilir. Fonların bu amaç doğrultusunda kullanılmasının en doğru yollarından biri ise, aracı olarak GMYO’nın kullanılmasıdır. Dünya uygulamalarında birincil gayrimenkul finansman kuruluşlarından biri olan GMYO’larının(Yalçiner,2006:53) ipotekli finansman sisteminde yer almasını sağlayacak düzenlemeler yapılması durumunda, özel emeklilik fonlarının bu amaçla ihraç edilecek menkul kıymetlere talep yaratması sağlanabilir. Bu durum bir taraftan genel ekonomi açısından son derece önemli olan gayrimenkul piyasasının canlanmasına yardımcı olurken, aynı zamanda emeklilik fonlarının amaçları doğrultusunda uzun vadeli yatırım yapmalarına da aracılık etmiş olacaktır. Ayrıca, mevcut sistemde daha ziyade bankaların aracılık edeceği anlaşılan uygulamaya emeklilik fonlarının girmesi ile bu alana aktarılabilecek banka kaynaklarının kredi şeklinde piyasaya yönlendirilmesi mümkün olacaktır. Fonların piyasaya kanallandırılması, uzun süredir banka kredilerini tek finansman şekli olarak kullanan küçük ve orta ölçekli işletmeler açısından önemli bir gelişme olacak, bu durum ise ekonomik canlanmayı olumlu anlamda etkileyecektir. Böylesi bir gelişmenin gayrimenkul yatırım ortaklıklarını kısa sürede önemli kurumsal yatırımcılardan biri haline getireceği aşıkardır.

Bu anlamda uluslararası uygulamalara göz atıldığında özellikle Şili’de konut finansman tahvillerinin özel emeklilik fon portföylerinde önemli oranlarda yer aldığı görülmektedir. Bu ülkede özel emeklilik fon portföylerindeki konut finansman tahvilleri yıllar itibari ile hızla artarak 1997 yılında 10 milyar doların üzerine çıkmıştır. 2000 yılı verilerine göre bu tutar 9,1 milyar dolardır(Walker-Lefort,2001:58). OECD ülkelerinde ise 2004 yılı verilerine göre portföylerinde en fazla gayrimenkule dayalı menkul kıymet bulunduran ülke İsviçre’dir(%12,3). Bu ülkeyi sırasıyla Portekiz(%10,8),

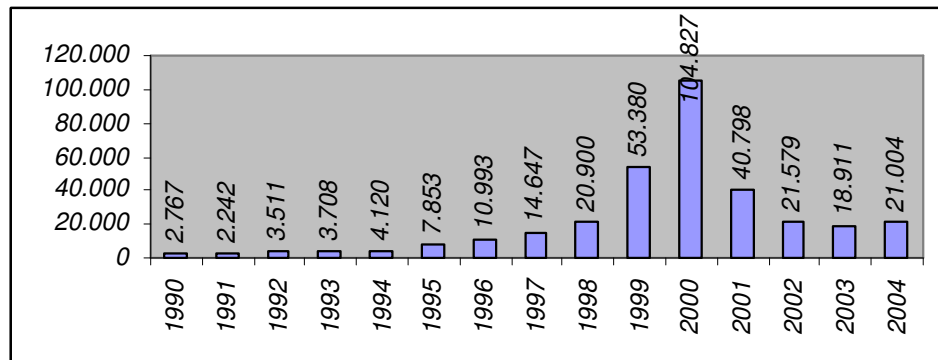
Finlandiya(%9,6) ve İtalya(%9,2) takip etmektedir(www.oecd.org/ dataoecd/14.12.2005).

1.2.3.3.3. Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları

Risk sermayesi finansman modeli, özgün bir fikre sahip olup yeterli sermayesi olmayan girişimcilere veya küçük ölçekli işletmelere öz sermaye veya öz sermaye benzeri finansal destek sağlayarak veya yönetsel katkı vererek bu ekonomik birimlerin fikirlerini ekonomik bir değere dönüştürme işlevini yerine getiren bir finansman yöntemidir(Tuncel,1996:3).

ABD’de doğan bu finansman modeli, özellikle ileri teknoloji kullanımı gerektiren şirketlerde hızlı ve ekonomik büyüme, uluslararası rekabet sağlama gibi konularda son derece etkin sonuçlar ortaya çıkarmıştır. Dünyanın en önemli bilişim şirketleri arasında yer alan Microsoft, Apple, Compaq ve Intel gibi firmalar, ilk gelişim süreçlerinde risk sermayedarları tarafından desteklenen firmalardan yalnızca bir kaçıdır(Arlington,2000:2). Risk sermayesinin ilk uygulandığı ülke olan ABD, aynı zamanda bu modelden en fazla yararlanan ülkedir. Bu ülkede 1970 yılından 2003 yılına kadar 26.494 firmaya risk sermayesi yatırımı olarak 338,5 milyar dolar yatırım yapılmıştır. 1990 yılından sonra sürekli artan risk sermayesi yatırımları 2000 yılında yaklaşık 105 milyar dolara ulaşmış, bu yıldan sonra yatırımlar büyük oranda azalmıştır. 2004 yılında gerçekleştirilen risk sermayesi yatırım tutarı 21 milyar dolardır(Adıgüzel,2006:108).

Grafik 2.21: ABD’de Risk Sermayesi Yatırımları



Kaynak: Adıgüzel,2006:108.

Risk sermayesi finansman modeli Avrupa ülkelerinde de etkin kullanılan bir finansman yöntemidir. Avrupa'da en yüksek risk sermayesi yatırımı gerçekleştirilen ülke İngiltere'dir. 1999 yılı verilerine göre Avrupa'da gerçekleştirilen risk sermayesi yatırımlarının % 46'sı İngiltere'de yapılmıştır. İkinci sırada %13 ile Almanya, üçüncü sırada ise % 11 ile Fransa bulunmaktadır.

2004 yılında Avrupa ülkelerinde risk sermayesi kapsamında gerçekleştirilen yatırım tutarı 36,9 milyar Euro'dur. 2000-2004 dönemini kapsayan 5 yılda yapılan risk sermayesi yatırımı ise 153 milyar Euro'ya ulaşmıştır(Adıgüzel,2006:108).

Risk sermayesi finansman modelinin batı ülkelerinde hızlı bir gelişim göstermesinin başlıca nedenleri; geleneksel mal ve hizmet üreten işletmelere yapılan yatırımların çekiciliğini (karlılığını) kaybetmesi, yeni yaratılan ürün, hizmet ya da teknolojilerin varlığı, sermaye piyasalarının gelişimi, risk sermayesi yatırımlarına sağlanan vergisel teşvikler ve hızla artan teknolojik gelişmeler olarak ifade edilebilir(Yılgör,1996:87).

Tablo 2.9: Ülkeler Bazında Avrupa'daki Risk Sermayesi Yatırımları

Ülkeler	1988	1999	Değişim/(%)
İngiltere	7.105	11.501	61,9
Almanya	1.948	3.159	62,2
Fransa	1.777	2.817	58,5
İtalya	933	1.779	90,7
Hollanda	1.059	1.710	61,5
İsveç	203	1.277	529,1
İspanya	363	723	99,2
Belçika	259	673	159,8
İsviçre	115	440	104,7
Norveç	165	265	60,6
Finlandiya	189	249	31,7
Portekiz	50	119	138
Danimarka	40	116	190
İrlanda	64	105	64,1
Avusturya	50	89	78
Yunanistan	20	71	255
İzlanda	22	29	9,1

Kaynak: İşeri, 2001:37.

Türkiye’de küçük ve orta ölçekli işletmelere finansal destek sağlamaya yönelik risk sermayesi sisteminin oluşturulmasına yönelik ilk uygulamalar 1984 yılında Geliştirme ve Destekleme Fonu’nun oluşturulması ile başlamış, bunu Teşebbüs Destekleme Ajansı’nın kurulması izlemiştir(Aypek,1998:113).

Risk sermayesi yatırımlarına sermaye piyasası kapsamında kaynak aktarımına olanak sağlayan risk sermayesi yatırım ortaklıklarının oluşturulmasına yönelik ilk uygulamalar ise SPK tarafından Temmuz 1993 tarihinde yayımlanarak yürürlüğe giren tebliğ ile başlamıştır. SPK, 6 Kasım 1998’de risk sermayesi yatırımını ve risk sermayesi yatırım ortaklığını tanımlayan, risk sermayesi yatırım ortaklıklarının işleyiş ilkelerini belirleyen ikinci bir tebliğ yayımlamıştır(Aypek,1998:118).

SPK’nın yayımladığı ilk tebliğin ardından Türkiye’deki ilk risk sermayesi yatırım ortaklığı Nisan 1996’da kurularak faaliyete başlamıştır. 2006 yılı itibari ile Türkiye’de iki adet risk sermayesi yatırım ortaklığı bulunmaktadır. Bu ortaklıkların portföy değeri ise yalnızca 69,5 milyon dolardır(SPK,2005:45).

Risk sermayesi finansman modelinin Türkiye’de yeterince başarılı olamamasının temel nedeni, bu modelin başarısı için gerekli koşulların Türkiye’de oluşmamasıdır. Başarılı sonuçlar veren ülke uygulamalarında modelin başarısı başlıca şu faktörlere dayandırılmaktadır(İşeri,2001:34);

- Girişimciye karşı yaklaşım, başarı kadar başarısızlık karşısında da toleranslı olma,
- Etkin hisse senedi piyasasının varlığı,
- KOBİ’ler için sermaye piyasaları imkanlarının varlığı ve yatırımdan çıkış olanakları,
- Devletin vergi politikaları,
- Eğitimli ve tecrübeli risk sermayedarları,
- Değişkenlik göstermeyen politik çevre,
- Riski göze alan ve sabırlı yatırımcılar.

Bu faktörler arasında yer alan KOBİ'lere yönelik sermaye piyasası imkanlarının var olmayışı, Türkiye'de risk sermayesi modelinin başarılı olamamasının en temel nedenlerinden biridir. Türkiye'de özel sektörün sermaye piyasasından aldığı pay zaten çok düşüktür ve bu imkandan daha ziyade büyük ölçekli işletmeler yararlanmaktadır. Oysa risk sermayesinin başarısı için daha küçük ölçekli firmaların da kote olabileceği pazarlara ihtiyaç vardır. Her ne kadar İMKB bünyesinde bulunan "Yeni Şirketler Pazarı"nın oluşturulma gerekçelerinden biri bu tür yatırımların önünün açılmasına katkı sağlamak olsa da, sonraki yıllarda bu uygulamanın etkin sonuçlar doğurmadığı görülmüştür. Bu konuya yönelik olarak gerçekleştirilecek mevzuat çalışmaları bu kuruluşların önünün açılmasına çok büyük katkı sağlayacaktır.

Bireysel emeklilik fonları, bir taraftan menkul kıymet çeşitlendirilmesine olanak sağlayarak KOBİ'lerin yararlanabileceği bölgesel pazarların oluşturulmasına katkı sağlarken, diğer taraftan bu kuruluşların gelişimine yardımcı olabilecek diğer koşulların hayata geçirilmesine katkı sağlayabilecek kuruluşlardır. Bu fonların risk sermayesi yatırımlarına destek sağlayabilmeleri amacıyla fon varlıklarının maksimum % 5'inin Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları tarafından ihraç edilecek para ve sermaye piyasası araçlarına yatırabilmesine olanak sağlanmıştır. Oldukça sınırlı sayılabilecek bu oran bile risk sermayesi yatırımlarına önemli miktarlarda kaynak aktarılmasına imkan sağlayacak yeterliliktedir. Zira, emeklilik fonlarının ellerindeki aktiflerin hacim olarak artması ile bu oranın miktarsal karşılığı büyüyecektir. Bu durum, oldukça küçük ölçekli olan risk sermayesi yatırım ortaklıklarının gerek nicelik ve gerekse nitelik olarak büyümesine katkı sağlayacaktır.

Diğer taraftan özel emeklilik fonları, tüm dünyada risk sermayesi yatırımlarının en önemli fon kaynakları arasında yer alır. Özellikle ABD'de emeklilik fonları, risk sermayesi yatırımlarının en önemli finansal kaynağı durumundadır(Tuncel,1996:16). Avrupa ülkelerinde ise risk sermayesi yatırımları daha ziyade bankalar aracılığı ile finanse edilmekle birlikte(%29),

emeklilik fonları da oldukça önemli oranlarda(%19) bu kuruluşlara finansal kaynak sağlamaktadır(İşeri,2001:50). Gelecek süreçte benzer durumun Türkiye için de geçerli olabileceği ve emeklilik fonları aracılığı ile risk sermayesi yatırımlarının ciddi rakamlara ulaşacağı öngörülebilir bir gelişmedir.

1.2.2.4. Aracı Kurumlar

Özel emeklilik fonlarının sermaye piyasalarına büyük miktarda ve uzun vadeli fon sağlaması nedeniyle sermaye piyasasında derinliğin ve işlem hacminin artacağı, buna karşılık fiyat oynaklığının azalacağı kabul edilmektedir. Bu görüşe göre özel emeklilik fonları, sahip oldukları özellikler gereği sermaye piyasasının daha stabil hale gelmesine katkı sağlayarak piyasanın güvenilirliğini artıracaktır. Oluşan güven ortamı bir taraftan halka açılmak isteyen işletmeleri cesaretlendirirken, diğer taraftan sermaye piyasasında yatırım yapmak isteyen bireysel yatırımcıları da sisteme çekecektir. Önceki bölümlerde ifade edildiği üzere, sermaye piyasasının aşırı volatil yapısı nedeniyle bireysel yatırımcılar her geçen yıl sermaye piyasalarına olan güvenlerini kaybetmekte, bunun sonucunda sistemdeki bireysel yatırımcı sayısı yıldan yıla azalmaktadır. Oluşan bu güven kaybının geri kazanılması durumunda bireysel yatırımcıların yeniden sermaye piyasasına dönmesi sağlanabilir. Sermaye piyasasında işlem yapan yatırımcı sayısının artması, tasarrufların sermaye piyasasına kanallandırılmasına aracılık eden aracı kurumların nicelik ve nitelik anlamında önemli kazanımlar elde etmesine katkı sağlayacaktır.

Aracı kurumlara yönelik olarak veri zarflama analizi kullanılarak yapılan bir çalışmada Türkiye’de aracı kurum sayısının fazla olduğu sonucuna ulaşılmıştır(Karan-Karacabey,2003:72). Bu fazlalığın temelinde iki faktör önemli rol oynar. Bu faktörler bakiyeli hesap sayısı ve işlem miktarıdır(Karan-Karacabey,2003:70). Aracı kurumlar, ağırlıklı olarak özel sektör menkul kıymetleri işlemlerine aracılık etmektedir. Bu piyasadaki işlem miktarının düşük olması ve yukarıda sözü edilen güven nedeniyle bireysel

yatırımcı sayısının her geçen gün azalması bu sonucun ortaya çıkmasının en temel nedenleridir. Dolayısıyla, özel emeklilik fonlarının sisteme girmesi, bu iki faktör üzerinde pozitif bir etki bırakarak, bu sonucun değişmesine katkı sağlayabilir.

Diğer taraftan, özel emeklilik fonlarının piyasaya fon sağlaması, özel işletmelerin sermaye piyasasından daha fazla yararlanmasına yol açabilecek bir gelişmedir. Bu durum bir taraftan yeni işletmelerin halka açılmasına yol açarken diğer taraftan firmaların halka açıklık oranlarının da artmasına yardımcı olacaktır. Her iki durumda da aracı kuruluşlar bundan olumlu etkilenecek, bu kuruluşların işlem yoğunluğu artacaktır.

Özel emeklilik fonlarının sermaye piyasalarında menkul kıymet çeşitlendirmesine katkı sağladığı bilinmektedir(Vittas,1999:5). Çeşitlendirilen menkul kıymet portföyü, daha fazla bireysel yatırımcının sermaye piyasalarına ilgi göstermesine neden olacaktır. Bu durumda aracı kurumlar bir taraftan bu yatırımcıların işlemlerinde aracılık hizmeti sağlarken, diğer taraftan çeşitlendirilme nedeniyle daha karmaşık hale gelen piyasa hakkında da yatırımcılarına teknik bilgi aktaracaklardır. Zira, aracı kurumlar müşterisi olan bireysel yatırımcılara yatırım danışmanlığı hizmeti de vermektedir. Ancak, aracı kurumlarda çalışan personelin eğitim yetersizliği, bu kurumlara yönelik olarak getirilen önemli bir eleştiri konusudur(Karan-Karacabey,2003:72). Özel emeklilik fonlarının sisteme dinamizm kazandırması, bu sorunun giderilmesine de olumlu katkı sağlayacaktır.

2. Özel Emeklilik Fonlarının Sermaye Piyasası Araçları Üzerine Etkisi

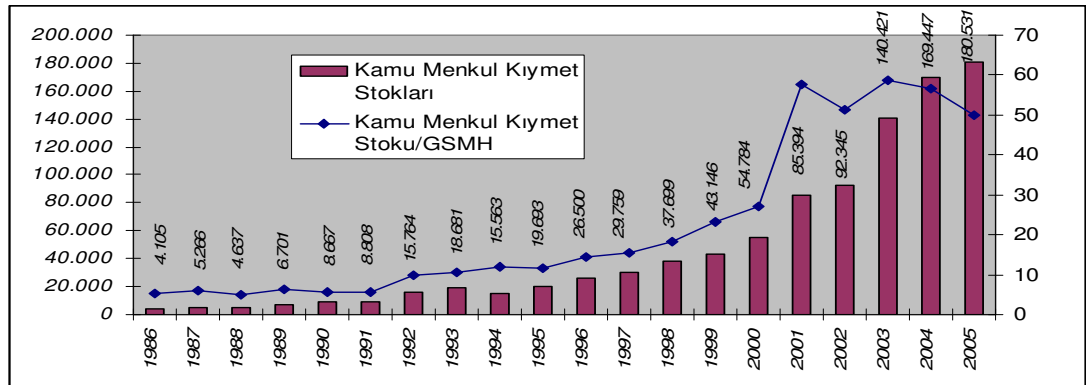
2.1. Kamu Sektörü Menkul Kıymetleri

Kamu kesimi menkul kıymetleri; devlet tahvili, hazine bonosu, gelir ortaklığı senetleri, dövizde endeksli senetler ve özelleştirme tahvillerinden oluşan, devletin finansal piyasadan fon talebini gerçekleştiren finansal

araçlardır. Bu finansal araçlardan en önemlileri devlet tahvili ve hazine bonosudur.

Türk sermaye piyasası incelendiğinde, sermaye piyasasından asıl yararlanan kesimin kamu kesimi olduğu, kamunun devlet tahvili ve hazine bonusu ihraç etmek suretiyle ihtiyaç duyduğu fonları sermaye piyasasından sağladığı görülür. Türkiye’de 1980’li yıllardan itibaren artan kamu açıklarının finansmanında borçlanmanın tercih edilmesi kamu menkul kıymet stoklarının hızla artmasına neden olmuştur. 1986 yılının sonunda 4,1 milyar dolar düzeyinde olan kamu menkul kıymet stokları 1990’lı yılların başından itibaren hızla artmaya başlamıştır. Kamu menkul kıymetlerinin lehine bir “crowding out” etkisinin yaşanmasına ve fonların büyük bir kısmının kamu kesimi tarafından kullanılmasına yol açan bu sürecin sonunda kamu menkul kıymet stokları 2005 yılında 180,5 milyar dolara yükselmiştir. Aynı şekilde, kamu menkul kıymet stoklarının GSMH’ya oranı 1986 yılında %5,4 iken hızla artarak 2003 yılında %58,7’ye ulaştıktan sonra azalmaya başlamış, 2005 yılında % 50 olarak gerçekleşmiştir.

Grafik 2.22: Kamu Menkul Kıymet Stokları



Kaynak: SPK,2005:24.

1986-2003 döneminde Türkiye’de sermaye piyasasında 591,6 katrilyon TL. kaynak yaratılmış, bu kaynağın 581 katrilyonu kamu sektörü tarafından devlet tahvili ve hazine bonusu ihraç etmek suretiyle kullanılmıştır.

Bu iki kamu menkul kıymeti, toplam menkul kıymet stoğu içerisinde 2005 yılı itibarıyla %88,8'lik bir paya sahiptir(SPK,2005:24).

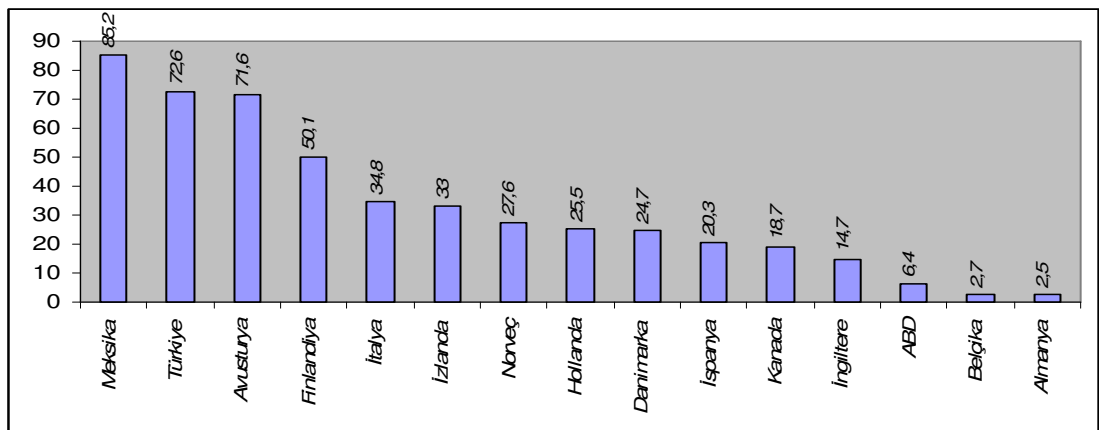
2.1.1. Devlet Tahvili

Devlet tahvili, devletin finansman ihtiyacını karşılamak amacıyla ihraç ettiği uzun vadeli ve sabit getirili menkul kıymetlerdir.

Özel emeklilik fonlarını ihdas eden birçok ülkede, kamu otoriteleri bu kuruluşların kaynaklarının kamu iç borçlanma senetlerine kanalize olmasını istemektedir. Farklı nedenlere dayanan bu istek nedeniyledir ki, bir çok ülkede diğer yatırım araçlarının portföy içerisindeki ağırlığı daha dar bir bantta tutulurken, kamu menkul kıymetleri daha yüksek bir limit aralığına sahiptir. Bu nedenle pek çok ülkede özel emeklilik fon varlıklarının portföyündeki kamu menkul kıymetleri çok büyük oranlardadır. Bu oran genel anlamda gelişmekte olan ülkelerde daha yüksektir.

Bu anlamda, OECD üyesi ülkelerdeki emeklilik fonlarının yapıları incelendiğinde; portföyünde en yüksek kamu menkul kıymeti bulunduran ülkenin Meksika(%85) olduğu görülür. OECD ülkelerinin bazıları için bu oran; Avusturya'da %72, Finlandiya'da %50, İtalya'da %35, Norveç'de %28 iken ABD'de %6,4, Belçika'da % 2,7 ve Almanya'da %2,5'dur.

Grafik 2.23:OECD Ülkelerinde Emeklilik Fonlarının Varlıkları İçerisinde Kamu Menkul Kıymetlerinin Payı(%,2004)

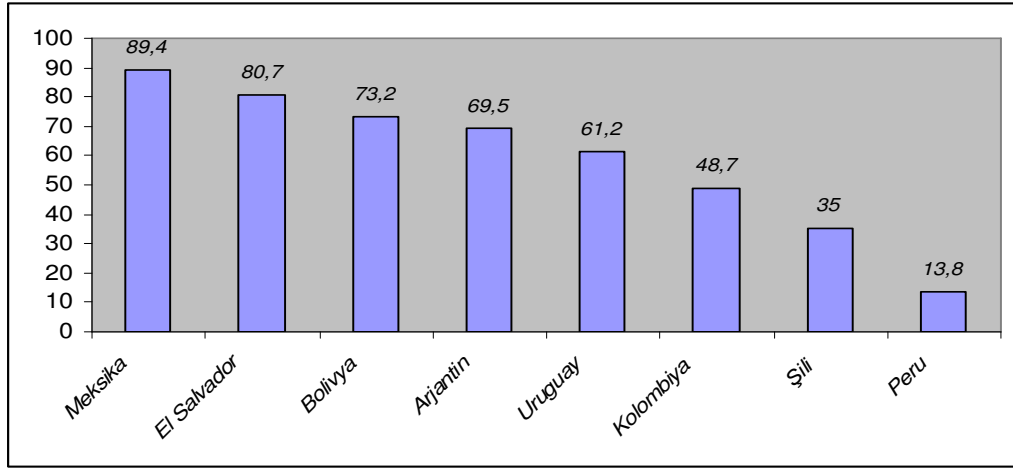


Kaynak: OECD Global Pension Statistisc,2005.

2003 yılında oluşturulan Türkiye'deki özel emeklilik fonlarının portföylerinde bulundurduğu kamu menkul kıymetlerinin oranı %73'dür.

Bu oran genel olarak Latin Amerika ülkelerinde daha yüksektir. Bu ülkeler, portföylerinin çok büyük bir bölümünü kamu menkul kıymetlerinde değerlendirmektedirler. Ülkeler bazında kamu menkul kıymetlerinin portföydeki ağırlığı 2001 yılı itibari ile Meksika'da %89 Arjantin'de %70, Uruguay'da %61, Şili'de %35'dir.

Grafik 2.24: Latin Amerika Ülkelerinde Emeklilik Fonlarının Varlıkları İçerisinde Kamu Menkul Kıymetlerinin Payı (% , 2001)



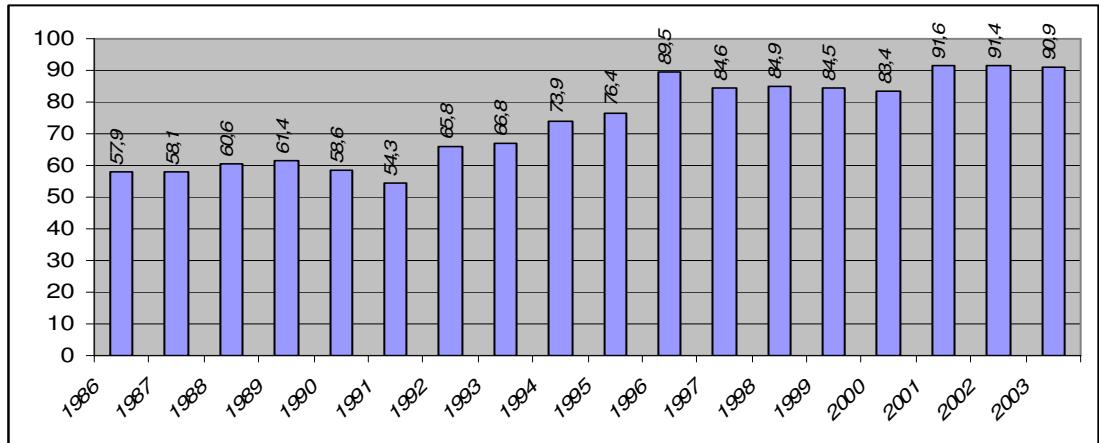
Kaynak: Ferranti vd,2002.

Latin Amerika ülkelerinde ağırlığın kamu menkul kıymetlerine verilmesi bazı ülkelerde zorunlu nedenlere dayanırken bazı ülkelerde portföy yöneticilerinin risk karşındaki tercihlerinin sonucudur. Örneğin; Bolivia, Uruguay gibi Latin Amerika ülkelerinde, geçiş maliyetlerinin finansmanını sağlayabilmek amacıyla özel emeklilik fonlarındaki birikimlerin kamu menkul kıymetlerinde değerlendirilmesini sağlayacak düzenlemeler yapılmıştır (Davis,1998:24). Benzer uygulama daha düşük oranlarda olmak üzere diğerleri için de geçerlidir. Ancak bazı ülkelerde kamu kağıtlarının toplam içerisindeki oranı belirlenen rakamların oldukça üzerindedir. Örneğin; Meksika'da kamu menkul kıymetlerine yatırılması zorunlu oran minimum %65

olmasına rağmen, 2001 yılı verilerine göre fonların yaklaşık %90'ı kamu menkul kıymetlerinde değerlendirilmiştir. Benzer bir durum Arjantin için de geçerlidir. Bu ülkede kamu menkul kıymetlerine yatırılması zorunlu olan alt limit %50 olmasına rağmen, fonların %70'inin kamu menkul kıymetlerine yatırıldığı görülmektedir.

Aynı durum Türkiye için de söz konusudur. Türkiye'de kamu menkul kıymetlerine yatırılması zorunlu alt limit %40'dır. (%20 Devlet tahvili, %20 hazine bonosu). Ancak 2004 yılı verilerine göre Türkiye'deki özel emeklilik fonları, mevcut fonlarının %72,6'sını kamu menkul kıymetlerinde değerlendirmiştir.

Grafik 2.25: Menkul Kıymet Stoklarında Kamunun Payı



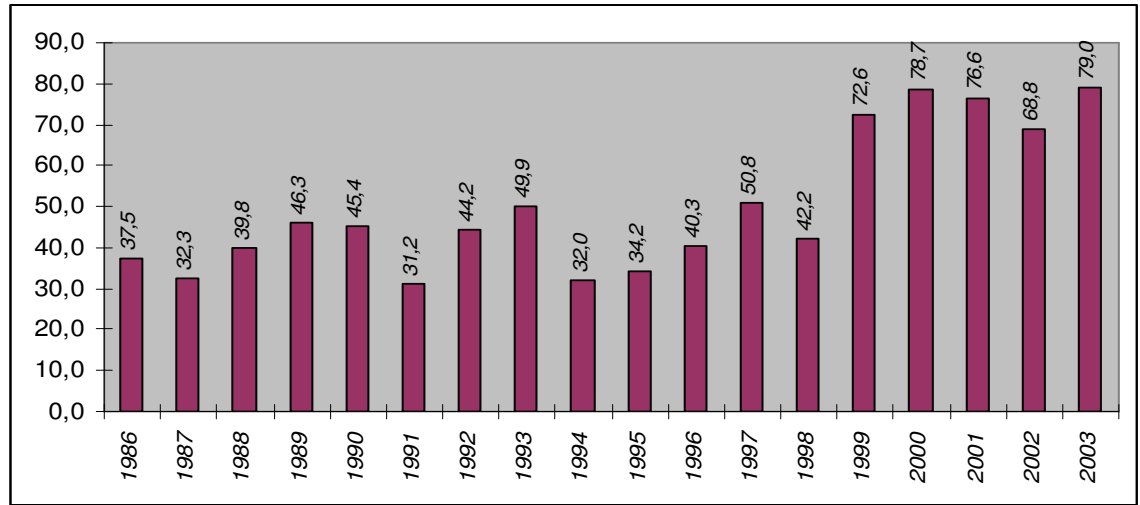
Kaynak: HM, SPK.

Türkiye'de özel emeklilik fonlarının portföylerinde bu denli yüksek oranda kamu menkul kıymeti bulundurmaları, piyasanın doğasına uygun bir hareket tarzıdır. Zira sermaye piyasasında kamu menkul kıymetlerinin ağırlığı %90 civarındadır. Özel sektörün son dönemlerde sermaye piyasasında kullandığı tek yatırım aracı olan hisse senetlerinin payı ise ancak %10 kadardır.

Devletin piyasadan fon temininde kullandığı en önemli araç hiç kuşkusuz devlet tahvilidir. Devlet tahvili, 1986 yılından beri, istisnai dönemler hariç, piyasadaki ağırlığı en yüksek yatırım aracıdır ve devlet, 1986-2003

döneminde piyasada yaratılan kaynakların %65'ini tahvil ihracı yoluyla sağlamıştır. Yıllar itibari ile devlet tahvili ihraçlarının toplam menkul kıymetler içerisindeki payı incelendiğinde, en fazla oransal artışın 1999 yılında olduğu; bir önceki yıl % 42,2 olan oranın 1999 yılında yüzde 72'lik artışla %72,6'ya yükseldiği görülmektedir.

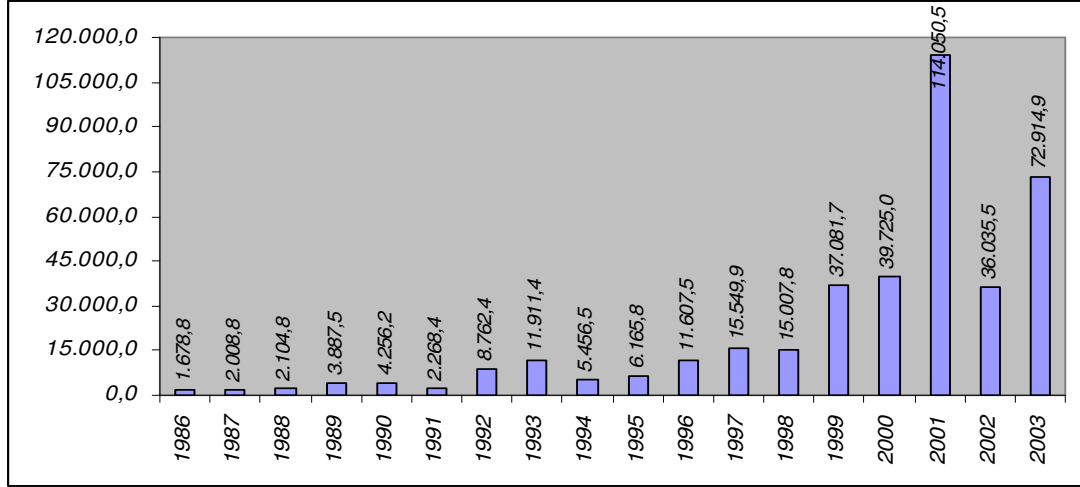
Grafik 2.26: Yıllar İtibari İle Devlet Tahvillerinin Toplam Menkul Kıymet Stokları İçerisindeki Payı



Kaynak: HM,SPK.

Miktar olarak bakıldığında ise en yüksek artış 2001 yılında gerçekleşmiştir. Bu yılda Türkiye’de yaşanan mali krizin neticesinde ortaya çıkan bankacılık krizi dolayısıyla bankacılık sektörü yeniden yapılandırılmış; bu aşamada devlet, gerek kamu bankalarının görev zararları ve gerekse de özel bankaların açıkları nedeniyle ortaya çıkan sermaye yetersizliğini büyük ölçüde devlet tahvili ihraç ederek kapatma yoluna gitmiştir. Bunun sonucunda devlet tahvili ihracı 2000 yılında 39,7 milyar dolardan 2001 yılında 114 milyar dolara yükselmiştir. 2002 yılında bir önceki yıl seviyesine inen ihraç tutarı 2003 yılında yeniden artarak 73 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

Grafik 2.27: Yıllar İtibari İle Devlet Tahvili İhraçları(Milyon \$)*



Kaynak: www.hazine.gov.tr / 17.05.2005.

* Grafikteki değerler, Hazine Müsteşarlığı verileri dönem sonu kurları üzerinden dolara çevrilerek bulunmuştur.

Türkiye’de özel emeklilik fonlarının hedeflenen büyüklüğe ulaşması durumunda fon portföyünden kamu menkul kıymetlerine plasman yapılması, ileriki dönemlerde faiz oranlarının düşmesine katkı sağlayacaktır. Zira, bugün için devlet, piyasanın en iyi müşterisi durumundadır. Devletin yüksek borç birikimi nedeniyle piyasadan fon talebinde bulunması faiz oranları üzerinde yukarı yönlü bir baskı oluşturmaktadır. Son dönemlerde sağlanan ekonomik istikrar ve buna paralel olarak kamu borcunun GSMH içerisindeki payının azalması, ileriki dönemlerde piyasadaki faiz oranı üzerindeki baskının azalması sonucunu doğuracaktır. Özel emeklilik fonlarında biriken tasarrufların hacim olarak artması ve piyasayı etkileyebilecek boyuta ulaşması neticesinde bu süreç olumlu manada hızlanacaktır.

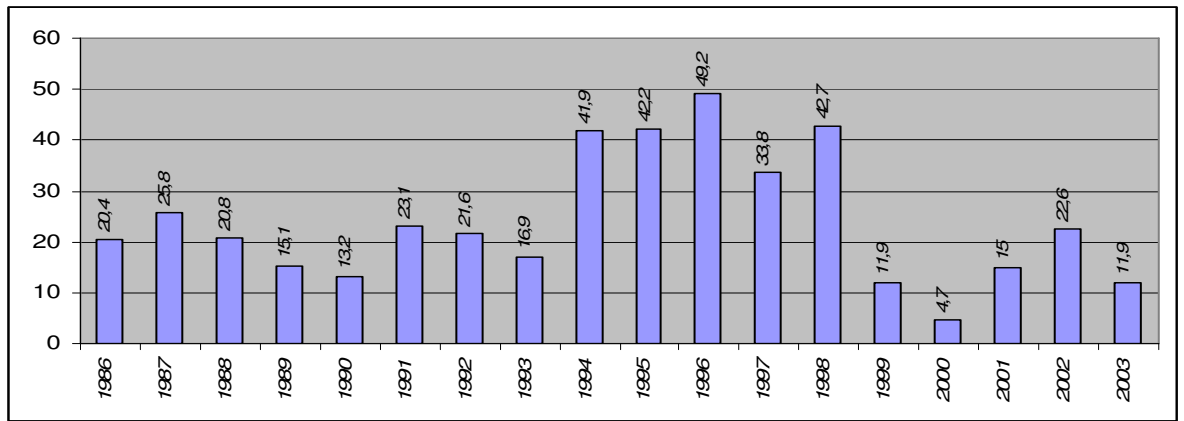
Özel emeklilik fonlarının devlet tahvilleri üzerine olabilecek bir diğer etkisi vade yapısı üzerine olacaktır. Türkiye’de makro ekonomik koşullar nedeniyle devlet tahvilleri bazı dönemlerde zorunlu nedenlerle olması gerekenden çok kısa vadelerle ihraç edilmiştir. Bu durum, yine kamunun faiz yükü üzerinde olumsuz etkiler yaratmıştır. Özel emeklilik fonlarının gerekli hacim büyüklüğüne ulaşması ile kamunun daha uzun vadelerle tahvil ihracını gerçekleştirmesi sağlanacaktır. Zira, özel emeklilik fonları sabırlı sermaye olarak nitelendirilen, uzun vadeli perspektife sahip yatırım kuruluşlarıdır.

Ancak şunu da ifade etmekte fayda vardır. Tahviller, enflasyonun yüksek, döviz fiyatlarının istikrarsız olduğu ülkelerde oldukça riskli yatırım araçlarıdır. Uzun vadede bu yatırım araçlarından beklenen faydanın sağlanması, faiz oranlarının tahvil faiz oranlarının altına inmesi durumunda mümkün olacak, aksi bir durum emeklilik fonlarının reel anlamda kayba uğramalarına yol açacaktır.

2.1.2. Hazine Bonosu

Hazine bonosu, kamu kesiminin kısa vadeli finansman gereksinimini karşılamak amacıyla hazine tarafından ihraç edilen menkul kıymetlerdir. Türkiye’de kamu kesiminin mali dengelerindeki bozukluklar dolayısıyla çok sık başvurulanan bir finansman aracı haline gelen hazine bonoları, aynı zamanda hacim olarak mali varlık stokunun önemli bir bölümünü oluşturmaktadır.

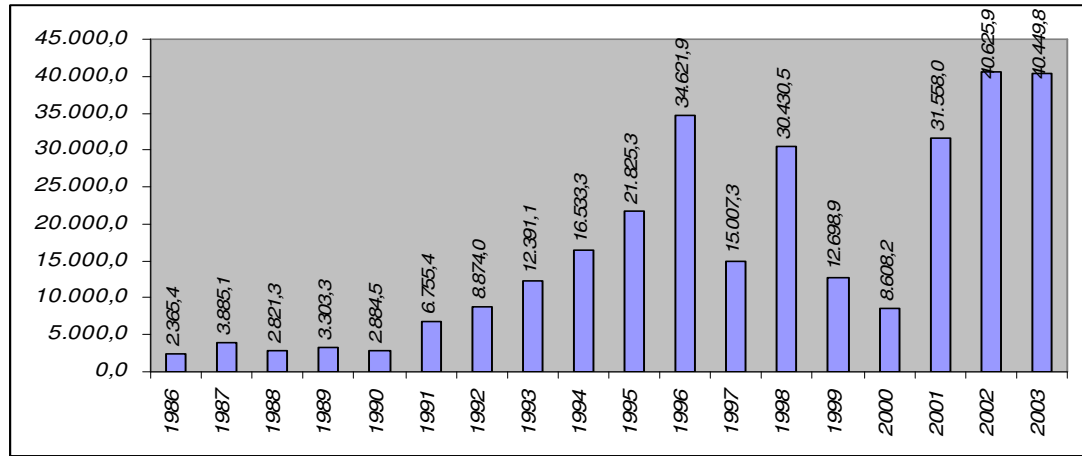
Grafik 2.28: Hazine Bonosunun Menkul Kıymet Stoğu İçindeki Payı



Kaynak: www.hazine.gov.tr / 17.05.2005

Devlet, kısa vadeli finansman ihtiyacını karşılayabilmek amacıyla 1986-2003 yılları arasında 199 katrilyonluk hazine bonosu ihraç etmiş, yaratılan kaynakların %34’ünü bu yolla toplamıştır.

Grafik 2.29: Hazine Bonosu İhraçları(Milyon \$) *



Kaynak: www.hazine.gov.tr / 17.05.2005

* Grafikteki değerler, Hazine Müsteşarlığı verileri dönem sonu kurları üzerinden dolara çevrilerek bulunmuştur.

Özel emeklilik fonlarının hazine bonolarına etkisi, devlet tahvili ile eşdeğer olacaktır. Bu kurumların piyasaya girmesi faiz oranları üzerinde azaltıcı yönde bir etki yaratacak, bu durum hazinenin daha uygun koşullarda kısa vadeli fon ihtiyacını karşılamasına katkı sağlayacaktır.

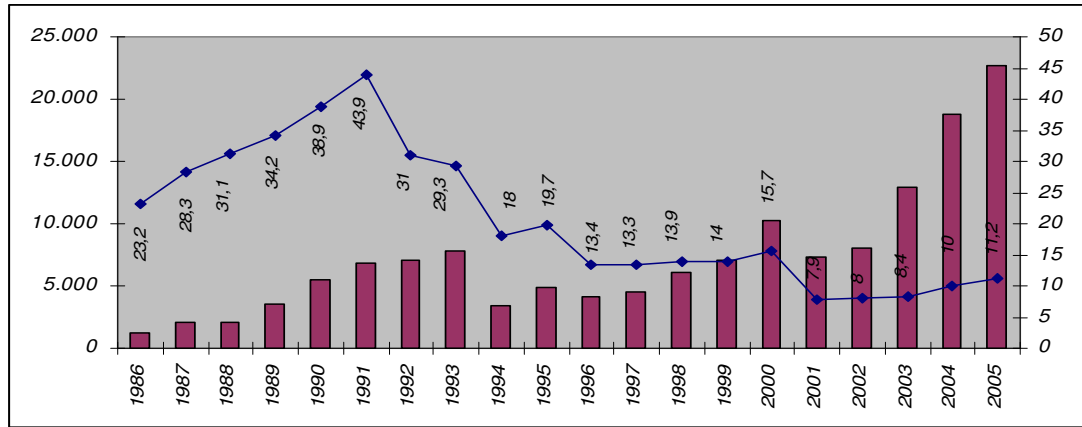
Emeklilik fonları açısından ise, kısa vadeli olan ve riski bulunmayan bu yatırım araçları, fonların özellikle faiz oranlarının reel olarak yüksek olduğu dönemlerde yatırım yapabileceği önemli bir alternatif olacaktır. Bu durum emeklilik fonlarının kümülatif getirisine olumlu katkı sağlayacaktır.

2.2. Özel Sektör Menkul Kıymetleri

Türkiye’de 1980’li yıllarda sermaye piyasasının faaliyete geçmesi ile özel sektör işletmeleri menkul kıymet ihracı yoluyla kaynak ihtiyaçlarını sermaye piyasasından karşılamaya başlamıştır. Özellikle İMKB’nin faaliyete başladığı ilk yıllarda yoğun olarak gerçekleştirilen özel sektör menkul kıymet ihraçları neticesinde menkul kıymet stokları 1986 yılında 1,2 milyar dolardan 1993 yılında 7,7 milyar dolara çıkmıştır. 1986 yılından 1991 yılına kadar özel sektör menkul kıymet stoklarının artış hızının kamu menkul kıymet stoklarından fazla olması nedeniyle, söz konusu yıla kadar toplam menkul kıymet stokları içerisinde özel sektör menkul stoklarının payı sürekli artarak

1986 yılındaki %23,2 seviyesinden 1991 yılında %43,9'a yükselmiştir. Ancak 1991 yılından sonra kamu menkul kıymet stoklarının artış hızının yükselmesi, buna karşın özel sektör menkul kıymet stoklarında 1998 yılına kadar genel olarak gözlenen düşüş, özel sektör menkul kıymet stoklarının payında önemli bir gerilemeye neden olmuştur. 2005 yılı sonu itibariyle toplam stok içerisinde %11,2 paya sahip olan özel sektör menkul kıymetlerinin tamamını hisse senetleri oluşturmaktadır.

Grafik 2.30: Özel Sektör Menkul Kıymet Stokları(Milyon \$) ve Toplam İçerisindeki Payı(%)



Kaynak: SPK,2005:24.

Özel sektör işletmelerinin sermaye piyasasından kaynak temininde kullandıkları en önemli araç hisse senetleridir. Dönemler itibari ile hisse senetlerinin yanında tahviller, varlığa dayalı menkul kıymetler, finansman bonoları ve banka bonusu veya banka garantili bonolar da kullanılmakla birlikte bu yatırım araçlarının ihracı uzun soluklu olmamıştır. İşletmeler 1997 yılından beri finansman bonusu, 1998 yılından beri tahvil ve varlığa dayalı menkul kıymet ihracı gerçekleştirmemişlerdir. Bu dönemlerde zaman zaman banka bonusu ve banka garantili bonolar kullanılmakla birlikte tercih edilen tek yatırım aracı hisse senedi olmuştur.

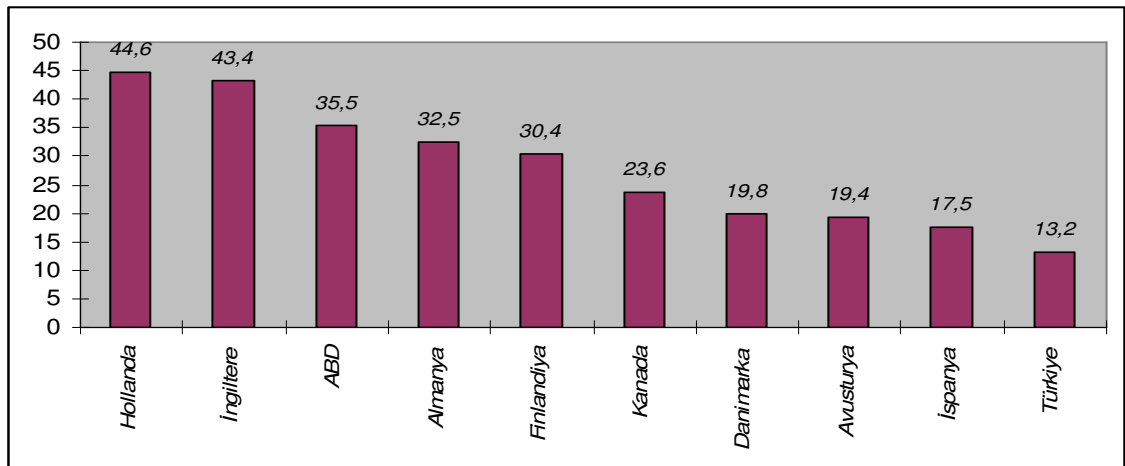
2.2.1. Hisse Senetleri

Hisse senetleri, sermaye piyasalarında uzun vadeli yatırım stratejisine sahip olan özel emeklilik fonlarının portföyleri içerisinde en önemli yatırım

araçlarından biridir. Daha önce de ifade edildiği üzere, yatırım yaptıkları varlıklarda uzun dönemde getiri maksimizasyonu arayışında olmaları nedeniyle emeklilik fonları “sabırlı sermaye” olarak tanımlanmaktadır. Uzun vadede alternatif yatırım araçları içerisinde en yüksek getiri sağlama potansiyeline sahip yatırım araçlarının başında ise hisse senetleri gelmektedir. Kısa vadeli spekülatif yatırımlarda risk-getiri profili yüksek olan hisse senetlerinin, uzun vadede yüksek getiri düzeyini korumasına karşın risk düzeyinin gerilemesi, emeklilik fonları açısından hisse senetlerini cazip kılmaktadır.

Uluslar arası alanda özel emeklilik fonlarının varlık yapıları içerisinde hisse senetlerinin payı incelendiğinde, özellikle OECD ülkelerinde hisse senedi yatırımlarının önemli boyutlarda olduğu görülmektedir. 2004 yılı itibari ile bazı OECD ülkelerinde özel emeklilik fonlarının yatırım araçları içerisinde hisse senetlerinin payı oransal olarak; Hollanda’da % 43,4, ABD’de %35,5, Almanya’da %32,2, Finlandiya’da %30,4’dür.

Grafik 2.31: Bazı OECD Ülkelerinde Emeklilik Fonlarının Varlık Yapıları İçerisinde Hisse Senetlerinin Payı(%,2004 Yılı)

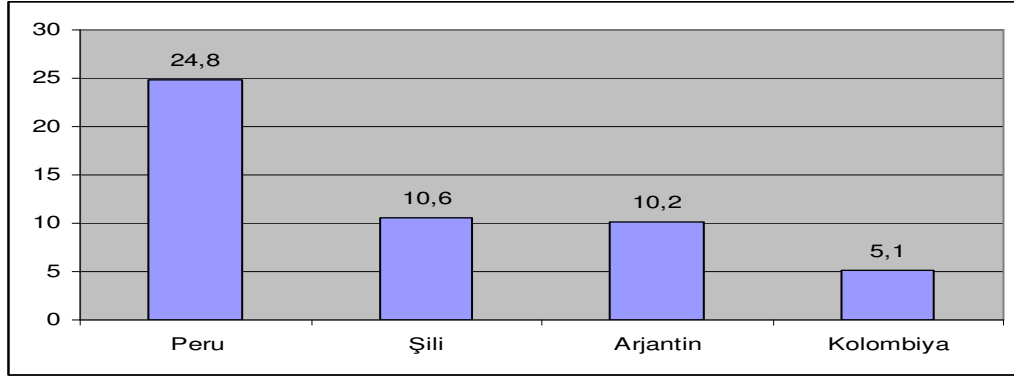


Kaynak: OECD Global Pension Statistics, 2005. www.oecd.org.

Latin Amerika ülkelerinde ise hisse senetlerine nispeten daha düşük oranlarda yatırım yapılmaktadır. Bu ülkelerde hisse senetlerinin portföy içerisindeki ağırlığı Peru’da % 24,80, Şili’de % 10,60, Arjantin’de % 10,20 ve

Kolombiya'da % 5,10'dur. Diğer Latin Amerika ülkelerinde ise hisse senetleri yatırımı bulunmamaktadır(Ferranti ve diğerleri, 2002).

Grafik 2.32: Latin Amerika Ülkelerinde Hisse Senedi Yatırımlarının Emeklilik Fon Yatırımları İçerisindeki Payı (% , 2001 Yılı)



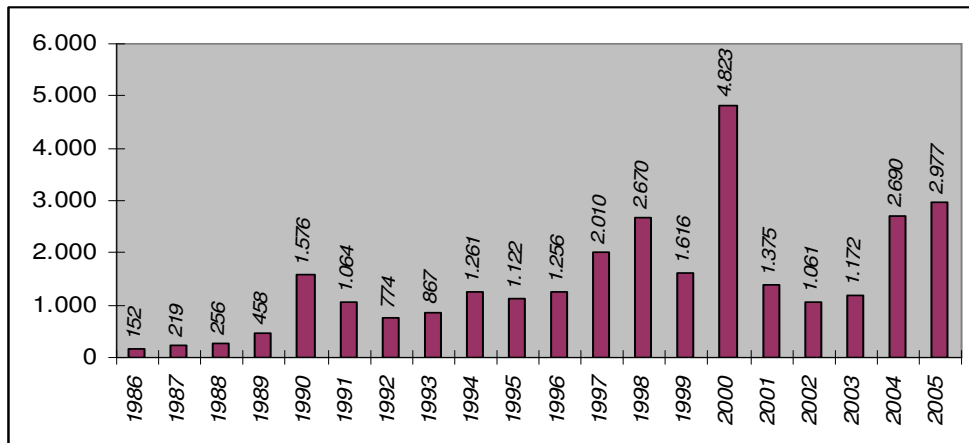
Emeklilik fonlarının hisse senetlerine yapacakları plasmanlar üzerinde yasal sınırlamalar önemli rol oynamaktadır. Bu anlamda pek çok ülkede hisse senetlerinin portföy içindeki ağırlığı konusunda yasal sınırlamalar mevcuttur. Hisse senetlerinin riskli bir yatırım aracı olması nedeniyle, özel emeklilik fonlarına mevzuatlarında yer veren ülkelerin bir çoğu, emeklilik tasarruflarını yüksek risk yoğunlaşmasından korumak amacıyla hisse senetlerine yatırımı belirli sınırlar dahilinde indirmişlerdir. Bu sınırlar OECD ülkelerinden Danimarka'da %40,Avusturya'da %50, Belçika'da %65 iken(Yermo,2000:18), Latin Amerika ülkelerinden Peru'da %30, Arjantin'de %35, Şili'de %40 olarak uygulanmaktadır(Palacious-Rofman,2001:26).

Özel emeklilik fonlarının hisse senetlerine yapacakları yatırımın tutarı, bu sınırlamalar çerçevesinde portföy yöneticisinin risk algılamasına bağlıdır. Genel olarak, emeklilik fonlarının reel yükümlülükleri gereği hisse senedi, gayrimenkul gibi uzun vadede reel getirisi yüksek olan menkul kıymetlere yatırım yapmaları, nakit ve sabit getirili menkul kıymetlere ise hisse senedi piyasasındaki gelişmeler paralelinde yalnızca kısa vadeli olarak portföylerinde yer vermeleri gerektiği ifade edilmektedir(Hager,1989:5). Bunun yanında, hisse senedi yatırımlarında dikkate alınması gereken bir

diğer husus, fonun vade yapısıdır. Dünya uygulamaları incelendiğinde genel olarak çalışanların yaş ortalamasının düşük olduğu emeklilik fonlarında hisse senetleri ve gayrimenkul gibi uzun vadeli kıymetlere, üyelerin emeklilik döneminin yaklaştığı, yaş ortalaması yüksek fonlarda ise daha likit menkul kıymetlere ağırlık verildiği görülmektedir(Buzlupınar,1996:42).

Bu anlamda Türkiye’de henüz yeni faaliyete başlayan özel emeklilik fonlarının, önümüzdeki süreçte varlıklarının önemli bir bölümünü hisse senetlerine plase etmesi beklenmektedir. Kısa vadede kamu menkul kıymetlerine yapılan yatırımın fon performansını artırıcı yöndeki etkisi fonların ağırlıklı olarak kamu menkul kıymetlerine yönelmesine neden olmakla birlikte uzun vadeli getiri beklentisi nedeniyle emeklilik fonlarının ileriki yıllarda hisse senetlerine daha yoğun yatırım yapacağı düşünülmektedir. Bu düşünce, kamunun kaynak gereksiniminin ileriki dönemlerde azalacağı ve bunun sonucunda reel faiz oranlarının düşeceği varsayımına dayanmaktadır. Böyle bir durumda ise yatırım alternatifleri arasında kaçınılmaz olarak hisse senetleri ön plana çıkacaktır.

Grafik 2.33: Firmaların Hisse Senedi İhraçları (ABD\$)



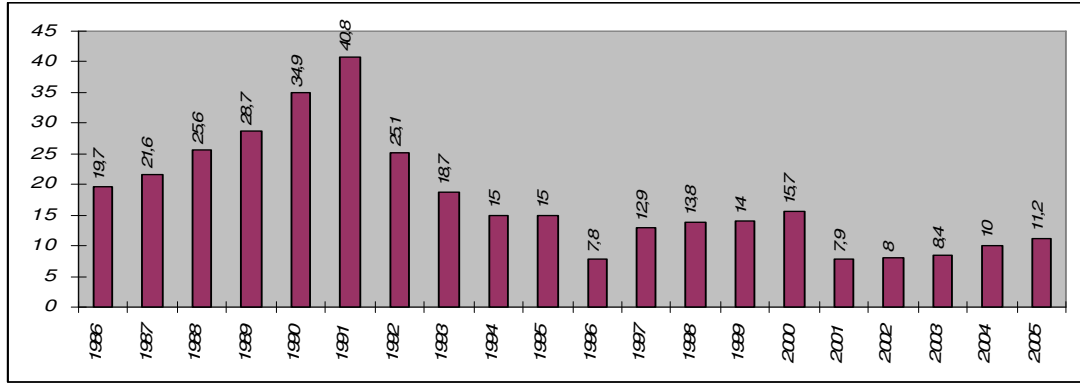
Kaynak: SPK, Yıllık Bültenler.

Türkiye’de borsada işlem gören firmalarının sermaye piyasasından kaynak sağlamada en çok başvurdukları yöntem hisse senedi ihracı olmakla birlikte, hisse senetlerinin toplam menkul kıymetler içerisindeki payı oldukça

düşüktür. IMKB'nin ilk faaliyete başladığı tarihten günümüze kadar borsada işlem gören firmalar 29,4 milyar dolarlık hisse senedi ihracı gerçekleştirmiştir. Yıllar itibari ile en çok halka arz 2000 yılında yapılmıştır.

Hisse senetlerinin toplam menkul kıymetler içerisindeki payı incelendiğinde, özellikle IMKB'nin ilk kurulduğu yıllarda hisse senetlerinin menkul kıymet stokları içerisinde önemli oranda pay aldığı görülmektedir. 1986 yılından sonra menkul kıymet stokları içerisinde hisse senetlerinin payı her geç en yıl artarak 1991 yılında % 40,8'e kadar yükselmiş, bu tarihten sonra ise azalmaya başlamıştır. Özellikle 2001 yılında yaşanan kriz hisse senetlerinin menkul kıymet stokları içerisindeki payının çok büyük oranda düşmesine neden olmuş; 2000 yılında, % 15,7 olan stoklar içerisindeki hisse senetlerinin payı 2001 yılında % 7,9'a düşmüştür. Sonraki yıllarda yavaş da olsa artış trendine giren bu oran 2005 yılı itibari ile %11,2'ye çıkmıştır.

Grafik 2.34: Hisse Senetlerinin Menkul Kıymet Stokları İçerisindeki Payı



Kaynak: HM, www.hazine.gov.tr.
SPK, 2005:24.

Bu rakamlar, Türkiye'de firmaların halka açılma konusunda son derece isteksiz davrandığını ortaya koymaktadır. Gerçekten de firmalar halka açılma yerine, yüksek kredi maliyetlerine rağmen banka kredilerine yönelmektedirler. Bu durumun en önemli nedenlerinden biri Türkiye'deki firmaların genellikle küçük ve orta ölçekli aile işletmeleri olmasıdır (Yurdakul-Akçoraoğlu, 2005:20). Diğer bir neden firma ortaklarının sahiplik haklarından fedakarlık etmek istememeleridir. Ortaklar, firmalar karlı çalıştığı sürece bu karı halka açılma

yoluyla elden çıkarmayı arzulamamakta, ancak işler iyi gitmediğinde halka açılarak sermaye sağlamak yoluyla kendi durumlarını kurtarmakta ve yükü yeni ortakların sırtına yüklemektedir(Karan-Karacabey, 2003;86). Üçüncü bir neden ise halka açılma işlemlerindeki bürokratik sürecin yoğunluğu ve işlem süresinin uzunluğudur.

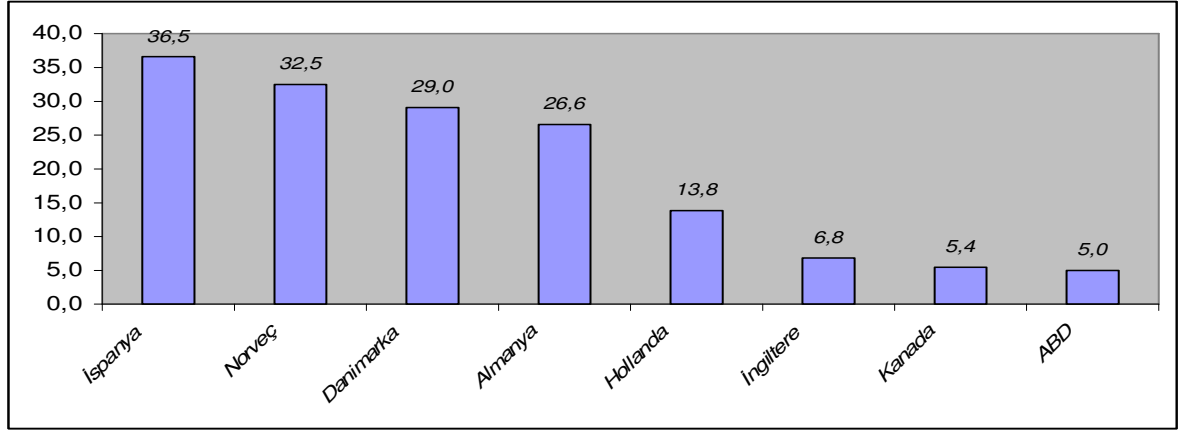
Özel emeklilik fonlarının sisteme girmesiyle, kurumsal yatırımcı tabanı genişleyecek, bu durum hisse senedi piyasasının daha sağlıklı bir ortamda faaliyet göstermesine katkı sağlayacaktır. Oluşan bu ortam, yeni firmaların halka açılma yoluyla kaynak sağlama ve sermaye piyasasına dahil olma imkanını değerlendirmelerine neden olabilecek, piyasada işlem gören firma sayısı artış gösterecektir.

Diğer taraftan, bu fonların sisteme girmesi, özellikle ellerindeki fonların önemli hacimlere ulaştığı ileriki yıllarda, sermaye piyasasındaki aşırı volatilitiyi ortadan kaldıracak bir sürece katkı sağlayacaktır. Bunun neticesinde ise, bireysel yatırımcıların tekrar sermaye piyasasına girmesi sağlanabilecektir. Zira, hisse senedi piyasasında yaşanan aşırı oynaklık nedeniyle, yüksek getiri beklentisiyle piyasaya giren ancak zarar eden pek çok bireysel yatırımcı piyasadan çekilmiştir.

2.2.2. Şirket Tahvilleri

Şirketlerin uzun vadeli finansman ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla ihraç ettikleri tahviller özellikle OECD ülkelerindeki özel emeklilik fonlarının portföy yapıları içerisinde önemli bir paya sahiptir. 2004 yılı verilerine göre, özel emeklilik fonları İspanya'da %36,4, Norveç'te %32,5, Danimarka'da %29 ve Almanya'da %26,6 oranında portföylerinde şirket tahvili bulundurmaktadır.

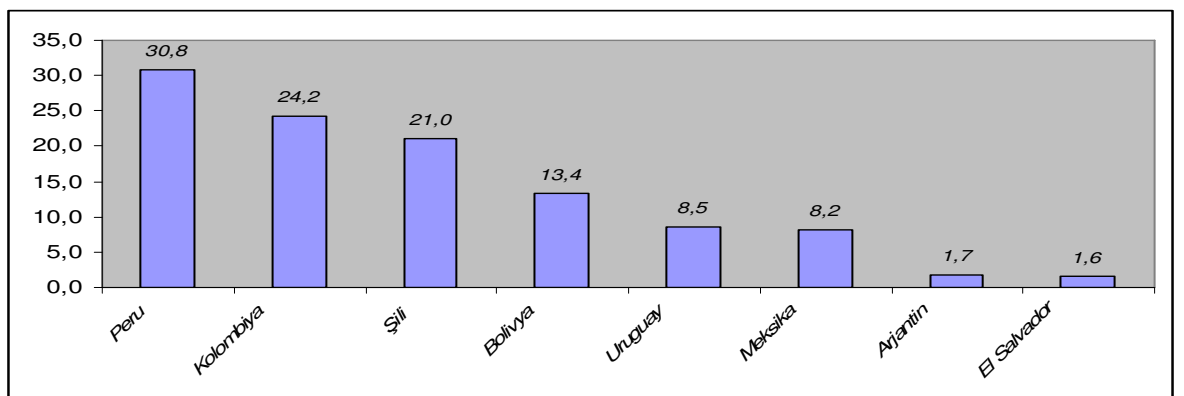
Grafik 2.35: Bazı DECD Ülkelerinde Emeklilik Fonlarının Varlık Yapıları İçerisinde Şirket Tahvillerinin Payı (% , 2004 Yılı)



Kaynak: OECD Global Pension Statistics, 2005. www.oecd.org

Şirket tahvilleri, Latin Amerika ülkelerindeki özel emeklilik fonlarının da önemli yatırım araçlarından birini oluşturmaktadır. Şirket tahvillerine portföyünde en çok yer veren özel emeklilik fonları Peru(%30.80), Kolombiya(%24.20) ve Şili'dir(%21)(Ferranti ve Diğerleri, 2002).

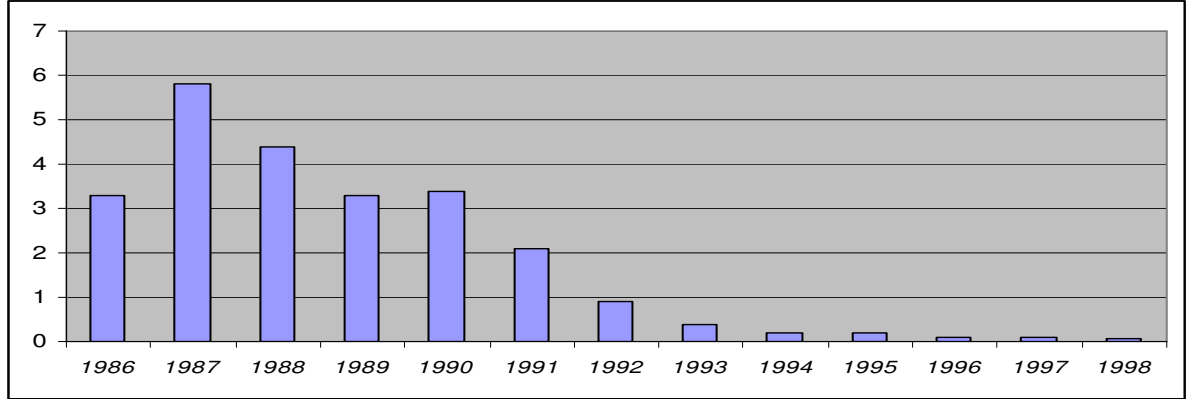
Grafik 2.36: Latin Amerika Ülkelerinde Emeklilik Fonlarının Varlık Yapıları İçerisinde Şirket Tahvillerinin Payı (% , 2001 Yılı)



Kaynak: Ferranti ve Diğerleri, 2002.

Türkiye'de özel sektör firmaları, tahvil ihracı yoluyla 1986-1998 döneminde toplam 11,9 milyar YTL'lik kaynak sağlamışlardır. Ancak Dönemler itibari ile şirket tahvillerinin menkul kıymet stokları içerisindeki payı oldukça küçük oranlarda kalmıştır.

Grafik 2.37: Yıllar İtibari ile Şirket Tahvil İhraçlarının Menkul Kıymet Stokları İçerisindeki Payı

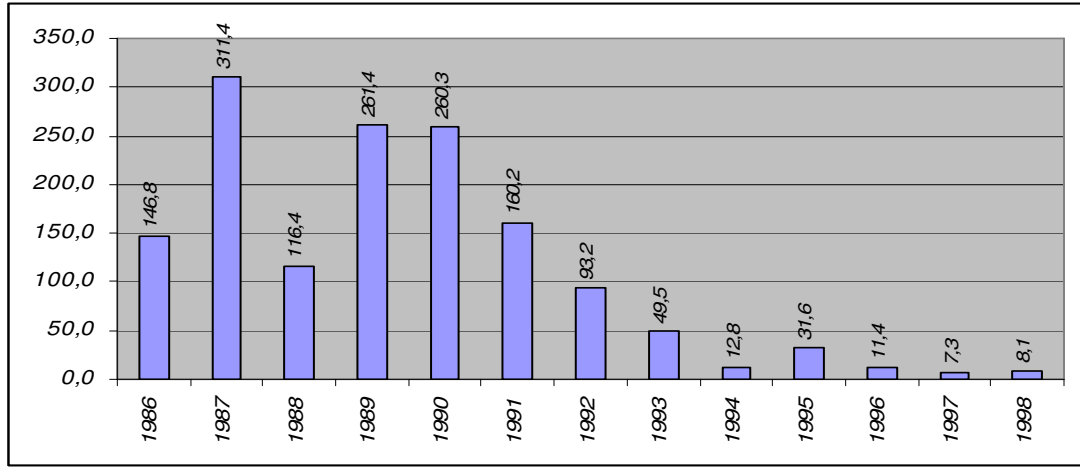


Kaynak: HM, www.hazine.gov.tr.

Tahvil ihraçları, IMKB'nin faaliyete başladığı ilk yıllarda nispeten yüksek oranlarda yapılmasına rağmen, yıllar geçtikçe azalmış ve 1998 yılından sonra hiç tahvil ihracı yapılmamıştır. Yani 1998 yılından sonra özel sektör firmaları finansman gereksinimlerini tahvil ihraç ederek karşılama yolunu tercih etmemişlerdir. Yapılan çalışmalar bu durumun;

- Kamu sektörünün son yıllardaki yoğun borçlanmasına neden olan ekonomik ortam,
- Talep yetersizliği,
- Maliyet artışına neden olan vergi ve diğer yükler.
- Sermaye Piyasası Kurulu'na yapılan başvurudan, tahvilin ihracına kadar olan sürenin uzunluğu ve prosedürün yoğunluğu
- Kredi derecelendirme kuruluşlarının eksikliği gibi nedenlere dayandığını ortaya koymaktadır(TBB, 2004).

Grafik 2.38: Yıllar İtibari İle Özel Sektör tahvil İhraçları(Milyon \$)*



Kaynak: www.hazine.gov.tr / 17.05.2005

* Grafikteki değerler, Hazine Müsteşarlığı verileri dönem sonu kurları üzerinden dolara çevrilerek bulunmuştur.

Özel emeklilik fonlarının faaliyete geçmesi ile, özel sektör firmalarının tahvil ihracı yoluyla kaynak ihtiyaçlarını karşılama alternatifini yeniden gündeme getirmeleri olasılığı yüksektir. Zira, sistemin özellikle ilerleyen yıllarında, emeklilik fonlarının alternatif araçların çeşitlendirilmesi yönünde sistem üstünde baskı yaratmasının yanında bu fonlar ihraç edilecek şirket tahvillerine talep yaratarak firmaları bu yönde teşvik edeceklerdir. Bu sayede, özel emeklilik fonları özel sektör firmalarının uzun vadeli yatırımları için uygun kaynak bulmalarına imkan yaratarak, yatırımların canlanmasına katkı sağlayacaklardır.

2.2.3. Diğer Menkul Kıymetler

Özel sektörün hisse senedi ve tahvilin haricinde sermaye piyasalarından fon temin etmesini sağlayan diğer menkul kıymetlerin bazıları, finansman bonusu, banka bonusu ve banka garantili bonolar, varlığa dayalı menkul kıymetler(VDMK) ve kar- zarar ortaklığı belgesi(KZOB)'dir.

Dönem dönem firmaların kaynak ihtiyacını karşılamak amacıyla ihraç ettikleri bu menkul kıymetler, ihraçların ancak çok küçük bir bölümünü oluşturmuş; firmalar kaynak ihtiyaçlarını bu menkul kıymetler yoluyla

sağlama yolunu tercih etmemişlerdir. Bunda, makro ekonomik dengelerin bozuk olmasına dayalı olarak faizlerin aşırı yüksekliği ile birlikte bu enstrümanların kısa vadeli finansman için pahalı bir seçenek haline gelmesinin payı büyüktür. Bu durumun bir diğer nedeni ise bu menkul kıymetlerin, yüksek getiri sunan ve devlet güvencesini haiz kamu menkul kıymetleri ile rekabet edememesidir.

Tablo 2.10: Toplam Menkul Kıymet İhraçları İçerisinde Diğer Menkul Kıymetlerin Payı

Yılar	F.Bonosu	VDMK	BB/BGB	Toplam Menkul Kıymet İhracı
1986			60	3.330
1988	271		238	10.015
1990	215		330	26.315
1991	667		726	52.436
1992	1.006	14.480	770	173.273
1993	1.205	52.756	2.387	418.002
1994	156	42.299	2.024	927.326
1995	1.533	113.928	1.300	1.835.480
1996	2.880	41.628	2.362	5.120.194
1997	2.200	23.000	9.934	6.602.322
1998		11.000		14.964.678
1999				27.565.276
2000			12.471	35.488.990
2001			147.696	211.445.429
2002			83.613	126.984.055
2003				159.987.980
Toplam	10.654	299.091	264.085	591.630.493

Kaynak: www.hazine.gov.tr/ 17.05.2005.

Firmaların ihraç ettiği bu menkul kıymetler içerisinde en çok ilgiyi özellikle ihracına izin verildiği ilk yıllarda VDMK çekmiş ve oldukça önemli miktarlarda VDMK ihracı gerçekleştirilmiştir. Ancak bu menkul kıymetlerin önemi de zamanla azalmaya başlamıştır. Son olarak 1998 tarihinde firmaların kaynak ihtiyacını karşılamak için ihraç edilen VDMK'ler bu tarihten sonra ihraç edilmemiştir. Küçük miktarlarda, fakat uzun yıllar ihraç edilen finansman bonosu ihracı da 1997 yılından sonra gerçekleştirilmemiştir. Banka bonoları ve banka garantili bonolar ise bu grubun içerisinde en uzun yıllar ihraç edilen menkul kıymetlerdir.

Özel firmaların yeniden finansman bonosu, VDMK gibi menkul kıymet ihraç etmeye başlamaları için ekonomik konjonktürün uygun olması ve menkul kıymet ihraç işlemlerindeki bürokrasinin azaltılması gerekir. Uzun süreden beri tahvil ihracının bile gerçekleşmediği bir ortamda firmaların finansman bonosu veya varlığa dayalı menkul kıymet ihraç etmelerini beklemek realist bir yaklaşım olmayacaktır. Dolayısıyla, firmaların kaynak ihtiyaçlarını uzun bir süre daha büyük ölçüde banka kredileri ile karşılama yoluna gidecekleri anlaşılmaktadır.

Özel emeklilik fonları, faaliyet gösterdikleri piyasalarda menkul kıymetlerde çeşitlilik yaratan kurumsal yatırımcıların başında gelmektedir(Vittas,1999:6). Portföy riskini minimuma indirebilmek amacıyla piyasada yatırım yapılabilecek enstrümanların sayısını artırmayı amaçlayan emeklilik fonları, bunun için talep yaratılabilecek finansal araçların piyasada bulunmasını tetiklerler. Daha ziyade özel işletmelerin menkul kıymetlerine dayalı olan çeşitlendirme çalışmaları neticesinde daha önce ihraç edilen bono ve varlığa dayalı menkul kıymet gibi finansal enstrümanların yeniden gündeme gelmesi sağlanabilir. Bunun yanında daha önce ihraç edilmeyen menkul kıymetlerin de sisteme kazandırılması söz konusudur. Bu kapsamda endeks fonlar, türev ürünler ve yatırımcıları piyasadaki çöküşlerden koruyan sentetik ürünler emeklilik fonlarının faaliyet gösterdikleri ülkelerde en sık kazandırdıkları yenilikler olmuştur(Vittas,1999:6).

3. Özel Emeklilik Fonlarının Sermaye Piyasası Üzerine Diğer Etkileri

3.1. Özel Emeklilik Fonlarının Tasarruflar Üzerine Etkisi

Tasarruf, gelirin tüketilmeyen kısmı olarak tanımlanır. Gelir elde eden ekonomik birimler, elde ettikleri bu gelirin bir kısmını tüketimleri için kullanırken, bir kısmını gelecekte daha iyi bir hayat standardı sağlamak amacıyla tasarruf ederler. Oluşan bu tasarruflar, doğrudan yatırım şeklinde

değerlendirilebileceği gibi finansal araçlar vasıtası ile finansal yatırım şeklinde de değerlendirilebilir.

Finansal yatırım şeklinde değerlendirilmek istenen tasarruflar, bir finansal varlık alımı için ya bireyler tarafından doğrudan ya da sigorta şirketleri, emeklilik fonları, ticari bankalar ve yatırım ortaklıkları gibi aracı kuruluşlar aracılığıyla dolaylı olarak sermaye piyasasına aktarılır. Tasarrufların sermaye piyasasına girişi, firmalar ve devlet tarafından yeni çıkarılmış finansal varlıkların satın alınması şeklinde olabileceği gibi önceden çıkarılmış finansal varlıkların satın alınması şeklinde de olabilir(Kargı,1998:43).

Kurumsal yatırımcı olarak emeklilik fonlarının piyasaya girmesinin bireysel ve toplam tasarruf oranları üzerinde ne gibi etkiler yaratacağı konusunda literatürde farklı görüşler mevcuttur ve net bir görüş ortaya konulamamıştır. Bu konuda ileri sürülen görüşlerden birine göre yalnızca fonlama esasına göre işleyen emeklilik sistemlerinin toplam tasarrufları artırma özelliği bulunmaktadır (Soydemir,1989:8). Ancak başka bir görüş, fonlama esaslı emeklilik sistemlerinin aslında toplam tasarrufları artırmadığını, toplam tasarruflardaki artışın fonlama esaslı emeklilik sistemlerinden değil, sağlanan mali tutarlılıktan kaynaklandığını ileri sürmektedir(Willmore,1998:3).

Benzer tartışma özel emeklilik fonlarının bireysel tasarruflar üzerindeki etkisi konusunda da söz konusudur. Ülke ekonomilerinde sermaye arzı açısından son derece önemli olan bireysel tasarrufları özel emeklilik fonlarının ne yönde etkileyeceği tam olarak ortaya konulamasa da, bu konuda yapılan çalışmalar eğilimin pozitif yönde olduğu şeklindedir. Konu ile ilgili ABD'de yapılmış bir çalışma, bu ülkede her bir dolarlık emeklilik tasarrufunun gönüllü tasarrufları 65 cent azalttığını ortaya koymuştur(Pesando,1992:127). Feldstein(1974) tarafından zaman serileri kullanılarak yapılan bu çalışmanın ardından yine Feldstein(1996) tarafından benzer metodoloji kullanılarak yapılan diğer bir çalışmada da benzer sonuçlar

elde edilmiştir(%60)(Engen-Gale,2000:110). Bu sonuç, özel emekliliğin ABD’de gönüllü bireysel tasarrufları %65 oranında azalttığını fakat toplam bireysel tasarrufların %35 arttığını ortaya koymaktadır.

Özel emeklilik fonlarının gönüllü tasarruflar üzerine etkisini araştıran bir diğer çalışma Schmidh-Habbel tarafından gerçekleştirilmiştir. Schmidh-Habbel (1998), yaptıkları ekonometrik çalışmanın sonucunda hazırladıkları 19 raporda özel emeklilik fonlarının gönüllü tasarruflar üzerine etkisini ortaya koymaya çalışmışlardır. Bu çalışma sonucu; 8 raporda gönüllü tasarrufların azaldığı, 3 raporda arttığı, 8 raporda ise değişmediği sonucuna varmışlardır(Walker- Lefort,2001:10).

Özel emekliliğin toplam tasarruf oranları üzerindeki etkisi ise uygulanan modele ve ülkenin ekonomik yapısına bağlı olarak farklılıklar göstermektedir. Geçiş maliyetinin olup olmaması, varsa bu maliyetin karşılanma biçimi, uygulanan modelin gönüllü veya zorunlu olması, marjinal tasarruf oranlarının gruplar arası dağılımı gibi faktörler, emeklilik fonlarının toplam tasarruflar üzerindeki etkisini belirlemektedir(Walker- Lefort,2001:10). Ancak bu konuda yapılan çalışmalar, özel emeklilik fonlarının ulusal tasarruflar üzerinde pozitif bir etkisinin olduğunu ortaya koymaktadır. Örneğin, İsviçre’de zorunluluk esasına dayalı mesleki emeklilik fonlarına olanak sağlandıktan sonra ulusal tasarruf oranının GSMH içerisindeki payı %6’dan %8,5’a yükselmiştir(James,1997:10). Romanya’da sisteme özel emeklilik fonları dahil edildikten sonra ilk beş yıl ulusal tasarruf oranında bir değişim yaşanmamış, fakat beşinci yılın sonunda ulusal tasarruflar artmaya başlamıştır(Menil-Sheshinski,2000:95).

Benzer bir gelişme Şili’de yaşanmış, ulusal tasarruf oranı özel emeklilik fonlarının yürürlüğe girdiği ilk yıllarda azalmasına rağmen sonraki yıllarda yükselmiştir. Bu ülkede 1972 yılında %12 civarında olan ulusal tasarruf oranları, devletin emeklilik sisteminden tamamen çekilmesinden sonra 1982-1985 yılları arasında %3.6’ya düşmüştür. Bu durumun iki temel nedeni vardır; Birincisi, hükümetin oluşan maliyeti karşılayabilmek amacıyla

piyasadan borçlanması, ikincisi ise, ülkenin içinde bulunduğu resesyon sürecidir. 1986-1989 yıllarında yeniden artmaya başlayan ve %13,6'ya çıkan ulusal tasarruf oranı sonraki dönemlerde de artmaya devam etmiş ve 1990-1992 döneminde % 18'e, 1995-1996 döneminde ise %28 seviyelerine ulaşmıştır(Engen-Gale,2000:131). Bu konuda Rondonelli(1996) tarafından yapılan regresyon analizinde reform öncesi dönemde(1976-80) %16,7 olan ulusal tasarruf oranının reform sonrası dönemde(1990-94) %26,6'ya yükseldiği ve bu artışın üçte ikilik kısmının emeklilik tasarruf hesaplarından kaynaklandığı ortaya konulmuştur(James,1997:10).

Şili'deki ulusal tasarruf oranlarının böylesi bir artış göstermesinde emeklilik sisteminin özelleştirilmesinin yanında başka faktörler de rol oynamıştır. Bu faktörlerden birincisi, hükümetin yaptığı bir dizi reform sonucu ülkenin büyüme oranının ve buna bağlı olarak ülkedeki tasarruf oranlarının artmasıdır. İkincisi, dolaylı olarak özelleştirmenin finansal piyasalar üzerinde yarattığı olumlu etkidir. Emeklilik şirketlerinin finansal piyasalarda yer alması ile piyasalar gelişmiş, piyasalardaki derinlik artmış, bu ise tasarrufların artmasına yol açmıştır. Ulusal tasarruf oranının artmasının belki de en önemli bir diğer nedeni ise kamu tasarruflarının artmasıdır. Yeni sistemde sosyal güvenlik açığının ortadan kalkmasıyla kamu, tasarrufları tüketen değil, tasarruf eden bir yapıya kavuşmuştur(Engen-Gale,2000:132).

Bu uluslararası değerlendirmeler ışığında özel emeklilik fonlarının Türkiye'deki tasarruflar üzerinde nasıl bir etki yapacağı konusu ele alındığında, bireysel ve ulusal tasarruf oranlarında özellikle ilk yıllarda önemli bir değişimin yaşanmayacağı sonucuna rahatlıkla varılabilir. Bunun iki temel gerekçesi vardır. Birincisi, Şili ve İsviçre'deki uygulamalar incelendiğinde sistemin zorunluluk esasına göre oluşturulduğu görülür. Türkiye'deki sistem ise gönüllülük esasına göre oluşturulmuştur. Gelir dağılımındaki bozukluk, Türkiye'de bu alanda önceki dönemlerde yaşanan kötü tecrübeler, ülkenin yaşadığı ekonomik sürecin sonucu olarak Türk insanının uzun vadeli yatırım araçlarına karşı henüz güven tesis edememesi gibi faktörler nedeniyle

sisteme ne oranda bir katılımın olacağı henüz tam olarak hesap edilememektedir. İkinci gerekçe tasarrufların dağılımı ile ilgilidir. Tasarrufların kimler tarafından yaratıldığı ve kimler tarafından kullanıldığı son derece önemlidir. Bir ülkedeki yurt içi tasarruflar; hane halkı, işletmeler ve kamunun yaptığı tasarruflardan oluşurken bu tasarrufların tüketilmesinde de yine aynı ekonomik birimler söz konusudur.

Tablo 2.11: Yurt İçi Tasarruflar ve Tasarruf Dengesi(GSMH'ya Oranı, %)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Yurt İçi Tasarruflar	23,1	19,8	18,1	17,4	19	19,3	20,3	20,4
Kamu	-1,9	-6,4	-5,2	-9,9	-6,2	-5,4	-1,3	2,6
Özel	25	26,2	23,3	27,3	25,3	24,8	21,6	17,8
Tasarruf Dengesi	-0,8	-2,8	-6,5	1,3	-2,6	-5	-5,4	-7,2
Kamu	-8,5	-13	-12	-15,3	-13	-9,9	-6,7	-2,8
Özel	7,7	9,8	5,7	16,7	9,9	4,9	1,3	-4,4
Dış Kaynak	0,8	2,8	6,5	-1,3	2,6	5	5,4	7,2

Kaynak: TBB, Yıllık Raporlar.

Bu anlamda Türkiye'deki tasarruflar incelendiğinde hane halkı ve işletme tasarruflarından oluşan özel kesim tasarruflarının oldukça yüksek, kamu tasarruflarının ise genelde negatif olduğu görülür. 1998-2005 yılları arasında yurt içi tasarrufların ve tasarruf dengesinin GSMH'ya oranı yukarıdaki tabloda görülmektedir.

1998-2005 yıllarını kapsayan dönemde Türkiye'deki yurt içi tasarruflar ortalama %20 civarında gerçekleşmiştir. Bu dönemde özel tasarruflar 2001 yılında %27,3 olarak gerçekleştiikten sonra azalmaya başlamış, 2005 yılında %17,8'e kadar gerilemiştir. Kamu tasarrufları ise 2001 yılında en yüksek negatif değerine ulaştıktan sonra artmaya başlamış, 2005 yılında pozitif tasarruf gerçekleşmiştir.

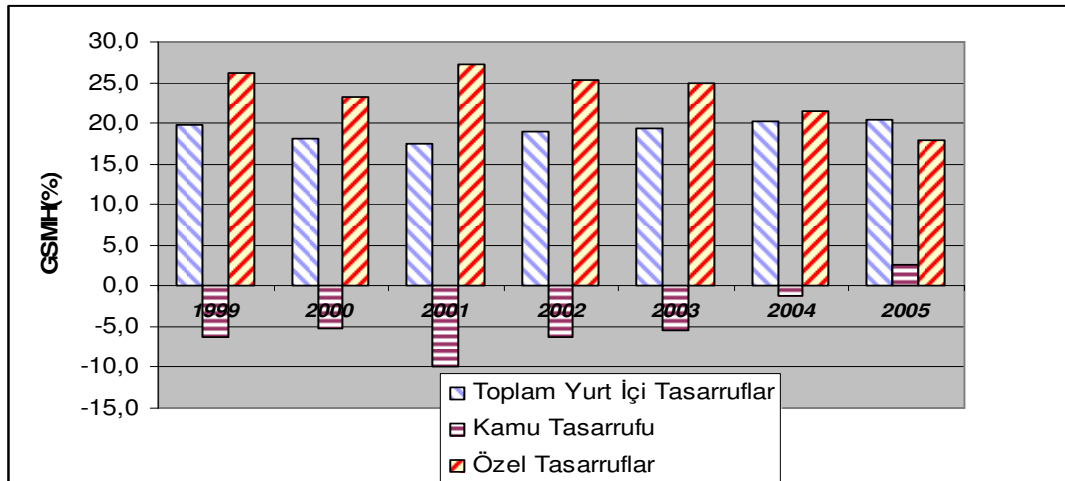
Tasarruf ile yatırım arasındaki fark olan tasarruf dengesi incelendiğinde, aynı yıllar için kamu tasarruf dengesinin sürekli negatif değer üretmesine karşılık, özel tasarruf dengesinin 2004 yılına kadar sürekli pozitif

olduğu görülmektedir. Bu durum özel yatırımların özel tasarrufların altında kaldığını ortaya koyar. 2005 yılında ise özel tasarruf dengesi bu dönem içerisinde ilk kez negatif olarak gerçekleşmiş, yatırımlar tasarruf oranının üzerine çıkmıştır. Uzun yıllar devam eden negatif kamu tasarruflarının üzerine kamu yatırımları da ilave edildiğinden oldukça yüksek gerçekleşen kamu tasarruf dengesi son yıllarda gittikçe azalarak 2005 yılında GSMH'nin %2,8'ine kadar gerilemiştir.

Kamu ve özel tasarruf-yatırım dengesinin toplamı olan toplam denge 2001 yılı hariç sürekli açık vermiştir. Son yıllarda sürekli artarak 2005 yılında GSMH'nin %7,2'sine ulaşan bu açık dış kaynakla finanse edilmek zorunda kalmıştır. 2001 yılında sağlanan pozitif denge, özel tasarruf dengesinin kamu tasarruf dengesinin üzerinde gerçekleşmesinden kaynaklanmıştır.

Yurt içi tasarruf dağılımını aşağıdaki grafikte daha net bir şekilde görmek mümkündür.

Grafik 2.39: Son Beş Yılda Sektörler İtibarı İle Yurt İçi Tasarrufların GSMH'ya Oranı



Kaynak: TBB, Yıllık Raporlar.

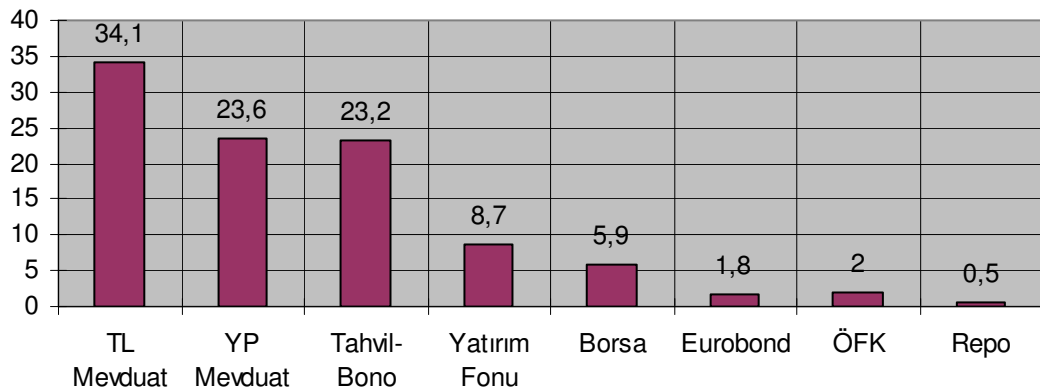
Grafiğin de ortaya koyduğu gibi kamu tasarruflarının negatif olması sonucu toplam tasarruflar özel tasarrufların altındır. Başka bir ifade ile, kamunun gelirinin üzerinde harcama yapması nedeniyle oluşan açık özel tasarruflarla kapatılmaktadır. Bu durum ise, toplam tasarruf oranının özel

tasarruf oranının altında kalmasına neden olmaktadır. 2005 yılında kamu tasarruf oranının pozitif olarak gerçekleşmesi, toplam tasarrufların özel tasarrufların üzerinde çıkmasını sağlamıştır.

Yurt içi tasarruflar yatırım aracı bazında incelendiğinde tasarrufların büyük bir kısmının mevduat şeklinde tutulduğu görülür. Şubat 2005 tarihi itibari ile Türkiye'deki toplam tasarruf tutarı 302 milyar YTL'dir. Bu tasarrufların %72,2'si TL tasarrufu, %27,8'i ise yabancı para tasarrufudur. Mevduatın toplam tasarruf içerisindeki oranı %57,7 iken bunu sırasıyla Tahvil-Bono (%23,2), yatırım fonları(%8,7) ve borsa(%5,9) takip etmektedir.

Toplam tasarrufların yatırım aracı bazında dağılımı aşağıdaki grafikte ortaya konulmuştur.

Grafik 2.40: Türkiye'deki Toplam Tasarrufların Dağılımı(%)

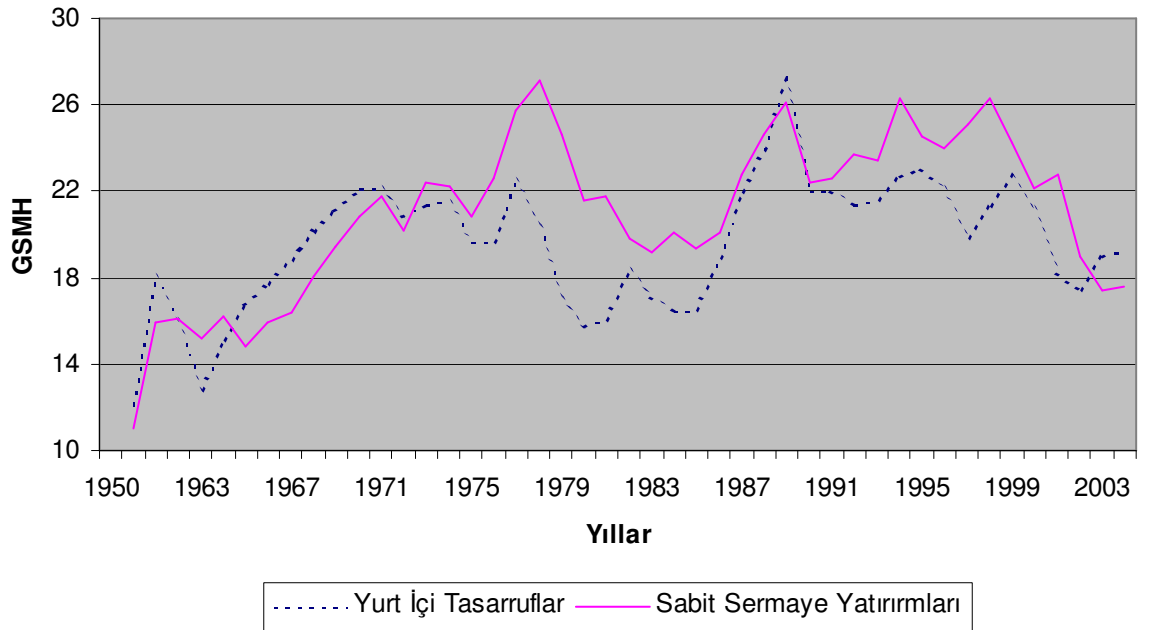


Kaynak: Güngör URAS, Milliyet Gazetesi, 31 Mart 2005.

Bir ülkedeki yurt içi tasarruf ve sabit sermaye yatırımlarının GSMH'ya oranı o ülkenin dış finansmana bağımlılığı açısından son derece önemlidir. Türkiye'de 1950 yılından sonra bu iki kalemin GSMH içindeki payı incelendiğinde çok büyük oranda sabit sermaye yatırımlarının yurt içi tasarruflarının üzerinde olduğu görülür(Grafik 3.2). Bu durum, ülkenin ekonomik kalkınmasında önemli bir role sahip olan sabit sermaye yatırımlarının finansmanını sağlamak için yurt içi tasarrufların yetmediğini, oluşan açığın finansmanında dış kaynağa başvurulduğunu ortaya koyar.

Açığın dış finansmanla kapatılması ise dış borç stokunun artması sonucunu doğurmaktadır.

Grafik 2.41: Türkiye’de Yurt İçi Tasarruf ve Sabit Sermaye Yatırımlarının GSMH’ya Oranı



Bu ortamda Türkiye’deki toplam tasarrufların artması birinci derecede kamu tasarruf dengesinin negatiften pozitifte dönmesi ile mümkündür. Ancak kamunun yüksek borçlanma gereksiniminin kısa vadede giderilmesi pek mümkün gözükmemektedir. Uygulanan politikalarla ekonomik istikrar son dönemlerde sağlanmakla birlikte, özellikle sosyal güvenlik açığının her geçen gün büyüyerek artması, kamunun tasarruf dengesinin en azından bir süre daha negatif olacağını ortaya koymaktadır. Diğer taraftan, özel emeklilik fonlarına sağlanan vergi teşvikleri, özellikle ilk yıllarda kamunun vergi gelirlerinin azalması sonucunu da beraberinde getirecektir. Bu durum, kamu tasarruflarının daha da azalabileceği anlamına gelir. Böyle bir ortamda özel emeklilik fonlarının toplam tasarruflar üzerindeki etkisi, bireysel tasarruflarda meydana gelecek net artışın, emeklilik primlerinin vergi dışı kalması nedeniyle kamu tasarruflarında oluşacak azalışın farkına bağlı olacaktır(Pesando,1992:127).

Bireysel tasarruf oranlarının artması ise, daha ziyade gelir artışına bağlıdır. Kişisel geliri artırmadan bireysel tasarruf oranlarında bir artış beklemek pek gerçekçi bir yaklaşım değildir. Tasarruflar konusunda Türkiye genelinde 1996 yılında yapılan bir çalışma, bireysel tasarrufların gelir artışı ile doğru orantılı olduğunu ortaya koymuştur(Eser,1999:20). Yapılan çalışma, gelir artışının bireysel tasarrufları artırdığını, bireylerin ortalama tasarruf oranının ise %36 olduğu sonucuna varmıştır.

Özel emeklilik fonlarının sisteme girmesi ile kısa vadede ekonomideki tasarruf oranı değişmese de tasarrufların kompozisyonunda bir değişme olması beklenebilir. Zira emeklilik fonları, uzun vadeli yatırımların finansmanında ideal kuruluşlardır. Bu kuruluşların, finansmandaki vade yapısını uzatacağı, bu durumun ise ekonomiyi olumlu etkileyeceği düşünülmektedir(Vittas,1999:2).

3.2. Özel Emeklilik Fonlarının Kurumsal Yatırımlara Etkisi

Kurumsal yatırımcılar, tasarruf sahiplerinden topladıkları fonları, nihai fon kullanıcılarına aktaran kuruluşlar olarak tanımlanabilir (Soydemir,1996: 205). Sermaye piyasasına sunulan fonların kaynağını daha ziyade bireysel tasarruflar oluşturmakla birlikte(Kargı,1998:43), sermaye piyasası gelişmiş olan ekonomilerde piyasaya giren tasarrufların çoğu bireysel tasarruflar değil kurumsal tasarruflardır. Sigorta ve reasürans şirketleri, yatırım fonları, yatırım ortaklıkları, aracı kurumlar, şirketler, sosyal güvenlik kuruluşları, vakıflar ve bankalar gibi kurumsal yatırımcılar çeşitli kaynaklardan topladıkları büyük miktarlardaki fonları, uzman kadrolar yönetiminde getiri ve risk beklentilerine göre sermaye piyasası araçlarına plase ederek sermaye piyasalarına büyük miktartlı ve istikrarlı uzun vadeli fon sunmaktadırlar. Böylece kurumsal yatırımcılar ekonomide kaynak dağılımını ve sermaye piyasalarının gelişmesini önemli boyutlarda etkileyebilmektedir(Erdoğan-Özer,1998:4).

Kurumsal yatırımcıların önem kazanmasının en temel nedeni sermaye piyasalarının mükemmel olmayan işleyişidir. Mükemmel bir piyasada; bütün

gerekli bilgiler serbestçe elde edilebilir. İşlem gören bütün menkul kıymetler işlem maliyeti olmadan istenilen miktar ve hacimde alınıp satılabilir. Gerçekte ise piyasaların mükemmel olmamaları nedeniyle ortaya çıkan aksaklıklar kurumsal yatırımcılar ile en aza indirgenmeye çalışılmıştır (Karacabey-Gökgöz,2005:4). Zira kurumsal yatırımcıların sermaye piyasasında yer alan bireysel yatırımcılara nazaran, sahip oldukları özellikler gereği bazı avantajları vardır. Öncelikle, bilgi edinme, derleme-toparlama, düzenleme ve değerlendirme konularında kurumsal yatırımcılar bireysel yatırımcılara göre daha avantajlıdır. Bu durum portföy yönetimi anlamında kurumsal yatırımcıları daha avantajlı hale getirmektedir. İkinci olarak, kurumsal yatırımcıların işlem maliyetleri, sahip oldukları fonların büyüklükleri nedeniyle bireysel yatırımcılara nazaran genellikle daha düşüktür. Üçüncü olarak, yönettikleri portföylerin büyüklükleri nedeniyle kurumsal yatırımcıların spesifik ya da genel anlamda yatırım fırsatlarını çoğaltabilmek, ölçek bakımından daha büyük, daha uzun vadeli ve daha çeşitli alanlara yatırım yapabilmek gibi üstünlükleri vardır(Sement,2000:65).

Diğer taraftan, kurumsal yatırımcı olarak özel emeklilik fonları sahip oldukları uzun vade kompozisyonu itibari ile diğer yatırımcılardan bir noktada ayrılırlar. Bu kuruluşlar, çeşitli yaptırımlar taşıyan bir emeklilik planı çerçevesinde fon katılımcılarının dönemsel olarak yapacakları belirli tutar veya orandaki katkıların, kişilerin emeklilik döneminden önce çekilememesi veya erken çekişlerin vergilendirme yoluyla caydırılması nedeniyle oldukça uzun bir vade yapısına sahiptirler. Sisteme iş hayatının başında giren bir çalışan, ortalama 30-40 yıl gibi uzun bir zaman dilimi boyunca düzenli olarak prim ödemekte, oluşan birikim yaklaşık 15-20 yıl süren bir emeklilik dönemi içerisinde düzenli aylıklar halinde çekilebilmektedir(Ergenekon,1998:104). Bu durum emeklilik fonlarının yatırım stratejilerinde uzun vadede yüksek kazanç elde etme arayışında olmalarına olanak sağlamaktadır. Dolayısıyla, böyle bir strateji beraberinde kaliteli bir risk yönetimi ile profesyonel bir portföy yönetimini getirmekte, bu husus, uzun vadede makroekonomik açıdan

ekonomik büyümeyi ve ulusal tasarrufları artırıcı bir etki yaratmaktadır (Cansızlar,2001).

Günümüzde gelişmiş ülkelerin yanı sıra, sosyal güvenlik sistemlerine özel emeklilik fonlarını katmış ülkelerin bir çoğunda bu fonlar, yatırım fonları ve sigorta şirketleri ile birlikte ülkelerin en önemli kurumsal yatırımcıları arasında yer almaktadır.

Avrupa Birliği ülkelerinde 2000 yılı verilerine göre kurumsal sermayenin toplam tutarı 11 trilyon Euro civarındadır ve kurumlar bu sermaye üzerinden ortalama her yıl 40 milyar Euro gelir elde etmektedirler. Emeklilik fonları, sigorta şirketleri ve yatırım fonlarından oluşan bu sektörde yer alan firmaların GSMH içerisindeki payları sırasıyla %30, %50 ve %40'dır (Davis,2002:4). En gelişmiş sermaye piyasasına sahip olan ABD'de ise aynı yıl 7,7 trilyon dolar civarında bir kurumsal sermaye birikimi söz konusudur. Bu sermaye birikiminin yaklaşık 3,3 trilyon doları emeklilik fonları varlıkları iken özel emeklilik fonlarının toplam varlıklar içerisindeki payı % 11,4'dür (www.federalreserve.gov/23.05.2002).

Ülkeler itibari ile AB'de kurumsal varlıkların GSMH içerisindeki payları aşağıdaki tabloda ortaya konulmuştur.

Tablo 2.12: AB Ülkelerinde Kurumsal Varlıkların GSMH İçindeki Payları(%)

Ülkeler	Emeklilik Fonları	Yatırım Fonları	Sigorta Şirketleri	Toplam
Almanya	16	12	43	71
Avusturya	12	40	24	76
Belçika	6	30	42	78
Danimarka	24	20	78	122
Finlandiya	9	10	57	76
Fransa	7	55	61	123
Hollanda	111	25	65	201
İngiltere	81	27	107	215
İrlanda	51	144	45	240
İspanya	7	30	13	50
İsveç	57	34	90	181
İtalya	3	39	21	63
Portekiz	12	16	20	48
Yunanistan	4	25	1	30

Kaynak : Davis,2002:21.

Emeklilik fonlarının GSMH içindeki payı itibari ile Hollanda, İngiltere, İsveç ve İrlanda dikkat çeken ülkelerdir. Bu ülkelerden İrlanda hariç diğerleri aynı zamanda son derece gelişmiş bir sigorta sistemine de sahiptir. Avrupa ülkelerinin büyük çoğunluğu, Anglo-Sakson yaklaşımı olarak adlandırılan, gelişmiş sermaye piyasalarının ekonomik gelişmenin ana direğini oluşturacağına inanan bir anlayışla, kaynaklarını sermaye piyasalarının gelişmesine ayırırken, diğer bir kısmı, özellikle kıta avrupalı ülkeleri bu anlayışı benimsememişlerdir. Anglo-Sakson yaklaşımını benimseyen ülkeler, bu anlayış doğrultusunda özellikle emeklilik ve sigorta fonlarını sermaye piyasalarına yönlendirerek, hem sermaye piyasalarının kurumsallaşmasını sağlamışlar hem de bu kurumların varlıklarında hızlı bir artış sağlayarak GSMH içerisinde önemli bir paya ulaşmalarına neden olmuşlardır.

Türkiye’de ise temel fonksiyonları sermaye piyasasına uzun vadeli kaynak aktarımı ve sermaye piyasasının gelişimine katkıda bulunmak olan kurumsal yatırımcıların, bu fonksiyonlarını yerine getirmede başarılı olduğunu söylemek mümkün değildir. Yatırım fonları, yatırım ortaklıkları, sigorta şirketleri ve bireysel emeklilik şirketlerinden oluşan kurumsal yatırımcıların aktif büyüklüğü 2005 yılı sonu verilerine göre 34,7 milyar dolara (BDDK,2006: 33), GSMH içerisindeki payı %9,5’a ulaşmasına rağmen AB ülkeleri ile mukayese edildiğinde bu oran oldukça düşük kalmaktadır.

Tablo 2.13: Türkiye’deki Kurumsal Yatırımcıların Aktif Büyüklüğü (Milyar \$)

	2001	2002	2003	2004	2005
Yatırım Fonları	3,3	5,7	14,3	18,2	21,9
Yatırım Ortaklıkları	0,7	0,7	1,0	1,3	2,0
Sigorta Şirketleri	3,0	3,3	3,1	4,2	6,5
Emeklilik Şirketleri			2,4	3,1	4,3
Aktif/GSMH	5,7	5,8	8,1	8,4	9,5

Kaynak: BDDK,2006:33.

Bu durumun temelde iki nedeni vardır. Birincisi, Türkiye’de ticari bankaların hemen her alanda olduğu gibi sermaye piyasasında sağladığı üstünlüktür. Ticaret bankaları sermaye piyasasının en önemli kurumları arasında yer almalarının yanında aynı zamanda işletmelerin de en önemli

finansal kaynağı durumundadır(Karacabey,Gökgöz,2005:5). İkincisi, sermaye piyasasında kamunun ağırlığıdır. Kamu, sermaye piyasasında ihraç edilen menkul kıymetlerin %90'ına yakın bölümünü ihraç ederek piyasada oluşan fonları toplamaktadır. Bu ihraçlarda en önemli yatırımcılar ise yine ticaret bankalarıdır.

Bu tablo bankalar dışında sermaye piyasasında faaliyet gösteren kurumsal yatırımcıların gelişimini engellemiştir. Bununla birlikte, bu kuruluşlar içerisinde en büyük hacme ulaşanlar yatırım fonları olmuştur; bu fonların aktif büyüklüğü 2005 yılında 21,9 milyar dolara ulaşmıştır. Yatırım fonlarının yanında gelişime en açık kuruluşlar emeklilik şirketleridir. Bu kuruluşlar henüz yeni kurulmuş olmalarına rağmen çok kısa sürede önemli bir fon büyüklüğüne ulaşmıştır(4,3 milyar dolar). Çok yakın bir gelecekte bu kuruluşların aktif büyüklüğünün 14 milyar dolara ulaşması beklenmektedir. Orta ve uzun vadede ise özel emeklilik fonları Türkiye'deki en önemli kurumsal yatırımcılar olacaklardır.

3.3. Özel Emeklilik Fonlarının Özelleştirme Sürecine Etkisi

Pek çok gelişmekte olan ülkede olduğu gibi, Türkiye'de de yeterli sermaye stokunun oluşmaması nedeniyle büyük çaplı yatırım projeleri, zamanında devlet tarafından gerçekleştirilmiştir. Son yıllarda tüm dünyada liberal akımın güçlenmesi, kamu yönetimindeki işletmelerin yoğun politik müdahalelere maruz kalması, gerçekleştirilmesi gereken yatırımların kaynak yetersizliği nedeniyle gerçekleştirilememesi, özelleştirmenin işletmelerin üretkenliğini ve verimliliğini artıracığına inanılması, kamunun kaynak açığını kapatmak gibi nedenlerle kamu yönetimindeki işletmelerin özelleştirilmesi yoluna başvurulmaktadır. Bu amaçla, bu kuruluşların öz sermayelerini temsil eden menkul kıymetler bazen doğrudan halka arz edilerek, bazı durumlarda "blok satış" yöntemiyle yerli veya yabancı yatırımcılara satılmaktadır.

Özel emeklilik fonları bu kuruluşların özelleştirilmesi sürecinde ihraç edilen menkul kıymetlerine önemli ölçüde yatırım yapma potansiyeline sahip

kuruluşlardır. Sisteme düzenli olarak akan prim gelirleri ve mevcut yatırım getirileri bu fonların kısa sürede büyük hacimlere ulaşmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla, özellikle yeterli sermaye birikiminin oluşmadığı ülkelerde bu fonların yarattığı kapitalizasyon büyük önem taşır.

Türkiye’de son dönemlerde gerçekleştirilen özelleştirmelerde OYAK’ın ERDEMİR’i satın alması bunun en güzel örneğidir. OYAK, bazı ayrıcalıklara sahip olmakla birlikte temelde bir emeklilik fonudur. Bu kuruluş, üyelerinden topladığı fonlarla Türkiye’de sermaye birikimine önemli oranda katkı sağlamış, bankacılıktan sigortacılığa, çimentodan demir-çeliğe pek çok alanda yatırımları olan büyük bir grup haline gelmiştir.

Özel emeklilik fonlarının özelleştirme kapsamındaki şirketlerin hisse senetlerini satın alması, bu kapsamdaki şirketlere yerel talep yaratma açısından son derece önemlidir. Bu kuruluşların özelleştirme konusunda bir diğer faydası, özelleştirilecek şirketlerin optimal değerlerinde satılmalarına yardımcı olmalarıdır. Özel emeklilik fonları, özelleştirme kapsamındaki firmalarla ilgili ayrıntılı değerlendirme raporları hazırlayarak bu kuruluşların gerçek değerlerinin tespiti konusunda katkı sağlamaktadır. Ayrıca, bu kuruluşların potansiyel alıcı olarak sistemde bulunması, arz fiyatının optimuma yakın olmasına da yardımcı olur.

Diğer taraftan, özel emeklilik fonlarının gelecekte büyük getiri sağlayacağı düşünülen özelleştirme kapsamındaki işletmelere yatırım yapması, hem emeklilik tasarruflarının kısa sürede fonlanmasını sağlayacak, hem de uzun vadede fon performansı üzerinde önemli oranlarda pozitif katkı oluşturacaktır. Bu durum, fon üyelerinin fon bünyesinde kalmasını sağlayarak, emeklilik fonunun uzun vadeli nakit akışını düzenlemesine yardımcı olacaktır.

Bununla birlikte, Türkiye’deki özel emeklilik fonlarının özelleştirme kapsamındaki şirketlere talep yaratma aşamasında uymaları gereken bazı

yatırım kısıtları mevcuttur. Sistemin güvenilirliği açısından yasal olarak getirilen bu kısıtlar gereği emeklilik fonları;

- Fon varlıklarının %10'undan fazlasını bir ihraççının para ve sermaye piyasası araçlarına yatıramazlar. Ayrıca, fonun % 5'inden fazla yatırım yaptığı şirketlerin para ve sermaye piyasası araçlarının toplam tutarı fon varlıklarının % 40'ını aşamaz.

- Tek başına hiçbir ortaklıkta sermayenin ya da tüm oy haklarının % 5 veya daha fazlasına sahip olamazlar.

Bu kısıtlar, özelleştirme kapsamındaki firmaların “blok satış” yöntemi ile satılması durumunda emeklilik fonlarının sistemi etkileme gücünün düşük olacağını ortaya koymaktadır. Bu durumda özel emeklilik fonları, ihaleye katılan gruplar içerisinde yer almak suretiyle belirlenen limitler çerçevesinde özelleştirmelere kaynak aktarabilecektir. Özelleştirmenin doğrudan halka arz yoluyla gerçekleştirilmesi durumunda ise, yine belirlenen limitler dahilinde talep yaratılması mümkün olacaktır. Yatırımın beklenen getirisinin yüksek olması durumunda sistemdeki emeklilik fonlarının çoğunluğu halka arz edilen hisse senetlerine talep yaratacaktır. Dolayısıyla, özel emeklilik fonlarının kümülatif olarak önemli oranda kaynağı özelleştirilecek şirketlerin menkul kıymetlerine aktarmaları ve bu şekilde özelleştirmeye katkı sağlamaları mümkün olacaktır.

4. Özel Emeklilik Fonlarının Fon Biriktirme Kapasitesi

Özel emeklilik fonları, uygulandıkları ülkelerde önemli tutarlarda fon biriktirme kapasitesine sahip kuruluşlardır. Bu kuruluşların fon biriktirme kapasitesi uygulamanın başarısı ile doğru orantılıdır. Sistemin başarısı ise en genel anlamda üye sayısı ve getiri oranına bağlıdır. Dolayısıyla üye sayısının çok, getiri oranının yüksek olması bu fonların önemli tutar ve oranlarda fon biriktirmesine yol açacak, aksi durumda biriktirilen fon sınırlı olacaktır.

Emeklilik fonlarında katılımcı sayısı modelin uygulanış şekline bağlı olarak değişiklik gösterir. Katılımın zorunlu olduğu ülkelerde üye sayısı doğal olarak yüksek olacak, gönüllü katılıma dayalı sistemlerde ise katılım; sistemin sunacağı imkanlara, bireylerin sisteme duyacakları güvene, sağlanan teşviklere, bireylerin gelir seviyesine, tasarruf alışkanlığına, alternatif yatırım araçlarının getirilerine bağlı olarak değişiklik gösterecektir.

Zorunlu katılımın söz konusu olduğu ülkelerden biri olan Şili’de sistemin ilk yıllarında yüksek katılım ve sağlanan yüksek reel getiriler neticesinde emeklilik fonları ilk beş yılın sonunda 22 milyar dolarlık aktif büyüklüğüne ulaşmıştır. GSMH’nın %49,3’üne karşılık gelen bu rakam(Palacious-Miralles,2000:51) özel emeklilik fonlarının Şili’de çok önemli miktarlarda fon biriktirdiğini ortaya koymaktadır. Kısmen gönüllü katılımın söz konusu olduğu Arjantin’de ise sistemin yürürlüğe girmesi ile 3,4 milyon kişi sisteme katılmış, ilk beş yılın sonunda bu sayı 7,8 milyon kişiye çıkmıştır(Rofman,2000). Ancak sisteme düzenli prim yatıran kişi sayısı başlangıçta 2 milyon kişi olarak gerçekleşmiş, bu sayı 5 yıl sonra 3,48 milyona yükselmiştir. Bunun sonucu olarak Arjantin’de özel emeklilik fonları beş yıl sonunda GSMH’nın %3,25’i oranında 10 milyar dolarlık aktif büyüklüğüne ulaşmışlardır (Palacious-Miralles,2000:51).

Türkiye’de “gönüllülük” esasına göre işleyen bireysel emeklilik fonlarından oluşan özel emeklilik sistemi 27 Ekim 2003 tarihinde faaliyete başlamıştır. Aradan geçen iki yılın ardından 2005 yılı sonu verilerine göre 714 bin kişi sisteme üye olmuş, aidat yatıran 592 bin kişi ile(www.egm.org.tr/ 24.01.2006) sistem 4,3 milyar dolarlık aktif büyüklüğüne ulaşmıştır(BDDK,2006:33).

Özel emeklilik fonlarının Türkiye’de oluşturulma aşamasında bu kuruluşların faaliyete geçmesi ile ilk aşamada GSMH’nın %5-10’u düzeyinde bir birikim yaratılması hedeflenmiştir. Sistemin ilk uygulama verileri bu hedefin ilk 10 yılda gerçekleştirilebileceğini ortaya koymaktadır. Fonların üye sayısındaki aylık ortalama büyüme oranının(g) %1, getiri oranlarının(i)

%0,83-1,67 arasında olması durumunda fonların ulaşabileceği aktif büyüklükleri aşağıdaki tabloda ortaya konulmuştur.

Tablo 2.14: Özel Emeklilik Fonlarının Aktif Büyüklüğü Projeksiyonu(Milyon YTL)

Dönem(Ay)	g= 0,01				
	i=(%)				
	0,83	1,17	1,33	1,5	1,67
12	7.951	8.239	8.379	8.531	8.685
24	10.648	11.372	11.734	12.133	12.546
36	13.863	15.215	15.909	16.685	17.504
48	17.681	19.905	21.074	22.404	23.830
60	22.199	25.604	27.436	29.552	31.862
72	27.528	32.500	35.237	38.451	42.014
84	33.796	40.819	44.771	49.485	54.796
96	41.150	50.820	56.385	63.122	70.840
108	49.758	62.813	70.490	79.930	90.917
120	59.812	77.158	87.580	100.592	115.979

Tablodaki rakamlar büyüyen anüite formülü kullanılarak hesaplanmıştır. Buna göre büyüyen anüitenin değeri;

$$A = a * \frac{(1+g)^n - (1+i)^n}{(g-i)^n} \quad \text{olarak hesaplanabilir.}$$

Burada; i; dönemsel getiri oranı

g; üye sayısındaki dönemsel büyüme oranı

n; vade

a; aidat tutarı olarak ifade edilmiştir.

2005 yılı verilerine göre sözleşme sayısı ve sözleşme büyüklüğü rakamları aşağıdaki gibi gerçekleşmiştir;

<u>Sözleşme</u>	<u>Sözleşme</u>	<u>Alınan</u>
<u>Sayısı</u>	<u>Büyükülüğü(YTL)</u>	<u>Değer(YTL)</u>
114.275	1-50	50
31.815	51-100	75
156.748	101-200	150
81.839	201-300	250
207.527	301 +	350

Tablodaki değerlerin hesaplanmasında Sözleşme büyüklüğü olarak başlangıç değeri 50 YTL olarak kabul edilmiş, 50-300 YTL arasındaki sözleşme büyüklüğünün ortalaması alınmış, 300 YTL üzeri sözleşme büyüklüğü için ise 350 YTL baz alınmıştır. Bu veriler doğrultusunda üye sayısının aylık %1 artacağı kabul edildiğinde, fonların ortalama getirisinin aylık % 0,83 olması durumunda aktif büyüklüğü 10 yıl sonra 59,8 milyar YTL'ye ulaşacaktır. Aynı kabuller altında getiri oranının % 1,67 olması durumunda ise 10 yıl sonraki aktif büyüklüğü 116 milyar YTL civarında olacaktır²⁰.

DPT tarafından hazırlanan IX. Kalkınma Planı öngörülerine göre Türkiye ekonomisinin 2007-2013 döneminde yıllık %7 büyüyeceği varsayılmaktadır (DPT,2006:62). Buna göre; 2006 yılı GSYİH rakamı öngörüsü olan 551,8 milyar YTL üzerinden hesaplandığında 2013 yılında GSYİH'nın cari fiyatlarla 1.145,5 Milyar YTL'ye çıkması hedeflenmektedir(DPT,2006:63). Enflasyon oranı ihmal edildiğinde bu rakam 886 milyar YTL'ye karşılık gelmektedir.

$$GSYİH_{2013} = GSYİH_{2006} * (1+0,07)^7 = 886.070 \text{ Milyar YTL}$$

²⁰ Hesaplama;

- 10 yıl boyunca sistemden emeklilik ödemesinin olmayacağı,
- Büyümenin sözleşme büyüklükleri arasında aynı oranda olacağı varsayılmış, enflasyon oranı ve yönetim gider kesintisi ihmal edilmiştir.

Bu durumda örneğin % 1,67 getiri oranı ve %1 büyüme oranı üzerinden 2013 yılında bireysel emeklilik fonlarının ulaşabileceği fon büyüklüğünün GSYİH'ya oranı(A) yaklaşık %8 olacaktır.

$$A_{2013} = 70.840 / 886.070 = 0,08$$

Öte yandan özel emeklilik fonlarının sermaye piyasalarını etkileyebilmesi için ulaşması gereken fon büyüklüğü GSMH'nın %20'si olarak kabul edilmektedir. Yukarıdaki veriler doğrultusunda özel emeklilik fonlarının GSMH'nın %20'sine ulaşması 10 yıldan daha uzun bir zaman dilimini gerektirmektedir. Bu durumda süreyi kısaltabilmek için ya sistemdeki üye sayısındaki artış oranının veya getiri oranının yükseltilmesi gerekir. Yukarıdaki denklem paralelinde, örneğin, dönemsel getiri oranının %2, üye sayısındaki dönemsel büyüme oranının % 3,125 olması durumunda 2013 yılında bireysel emeklilik fonları sermaye piyasalarını etkileyebilecek büyüklüğe ulaşabilecektir. Bu durumda fonların aktif büyüklüğü 176.614 milyar YTL'ye ve GSMH'nın %20'sine karşılık gelecektir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

BİR ÖZEL EMEKLİLİK FON MODELİ

1. Kavramsal Çerçeve

Türk sermaye piyasalarına yeni katılan kurumsal yatırımcılar olan özel emeklilik fonlarının kendilerinden beklenen fonksiyonları yerine getirmede çok büyük sorumlulukları vardır. Uzun vadeli tasarruf yapma alışkanlığının bulunmadığı, üstelik geçmişte benzer bir deneyimde başarısız sonuçlar doğurmuş bir platformda bu kuruluşların başarısı, ellerindeki fonları sermaye piyasasında etkin bir şekilde kullanarak sağlayacakları getirinin yüksekliği ile doğru orantılı olacaktır. Kaldı ki, Türkiye'deki sistemde, dünyadaki diğer pek çok ülkede olduğu gibi, sistem katılımcılarına yılda bir kez bağlı oldukları emeklilik fonunu değiştirebilme hakkı verilmiştir. Bu uygulama bile, tek başına emeklilik fonlarını getiri rekabetine sokarak, her bir emeklilik fonunun mümkün olan maksimum getiriye sağlayacak şekilde yatırım alternatifleri oluşturmasını zorunlu kılmaktadır.

Finans literatüründe eldeki kaynakların portföy ilkeleri çerçevesinde maksimum getiriye sağlayacak şekilde sermaye piyasası araçlarına yatırılmasında pek çok yöntemden yararlanılmaktadır. Özellikle hisse senetlerinden oluşan portföyler için, Markowitz tarafından geliştirilen "Etkin Portföy Kuramı", Arbitraj Fiyatlama Modeli, Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli, Portföy Oluşturmada Süre(Duration) Yaklaşımı gibi yöntemler bu alanda kullanılan modellerden bazılarıdır.

Bu çalışmada Bireysel Emeklilik Sistemi'nde tanımlanmış bulunan fon türlerinden "karma fon" baz alınarak, portföy yönetim ilkeleri doğrultusunda ve Bireysel Emeklilik Sistemi yasal çerçevesinde ortaya konulan kısıtlar dikkate alınarak bir model oluşturulmaya çalışılacaktır.

Bu amaçla, "karma fon"ların portföylerine dahil edebilecekleri yatırım araçları ve kısıtlar paralelinde öncelikle bir doğrusal programlama modeli

kurulacak; bu şekilde oluşturulacak portföyde getiri maksimizasyonu için hangi yatırım araçlarının ne oranda bulundurulması gerektiği sorusu cevaplanmış olacaktır.

Doğrusal programlama modelinden elde edilen sonuçlar paralelinde, ikinci aşamada portföydeki hisse senetleri için Markowitz tarafından geliştirilen standart karesel programlama şeklindeki ortalama varyans modeli baz alınarak optimal portföyün oluşturulmasına çalışılacaktır.

Markowitz modeli, etkin sınır üzerinde yer alan portföy bileşenlerinin, alınmak istenen riske göre seçilebildiği bir modeldir. Bu nedenle, yatırımcıların risk profilleri, portföy bileşenlerinin belirleyicisi konumundadır. Dolayısıyla, modele göre etkin sınır oluşturulduktan sonra farklı risk bileşenlerinde portföylerin neler olduğu ifade edilecektir.

1.1. Doğrusal Programlama

Doğrusal programlama, belirli bir amacı gerçekleştirmek için sınırlı kaynakların etkin kullanımını ve çeşitli seçenekler arasında en uygun dağılımın sağlayan matematiksel bir yöntemdir(Sarıaslan,2000:56). Başka bir ifade ile doğrusal programlama, değişkenlere ve kısıtlayıcılara bağlı kalarak amaca en iyi ulaşma tekniği veya verilen optimallik ölçütüne bağlı kalarak kısıt kaynakların optimal şekilde dağıtımını içeren deterministik matematiksel bir teknik şeklinde de tanımlanabilir(Öztürk,2002:23).

Kısıtlı kaynakların faktörler arasında dağıtılması, işletmelerin en yaygın karar verme sorunlarından biridir. Kaynak dağılım problemleri, en basit günlük iş planlama problemlerinden, birkaç yıllık sermaye bütçeleme problemlerine kadar uzanır(Öztürk,2002:23). İşletme yöneticileri, kısıt kaynak olan sermaye, işgücü, teknoloji, hammadde gibi kaynaklarla elde edilebilecek en iyi çıktıyı sağlamaya çalışırlar. Sağlanmaya çalışılan çıktının ölçüsü ise çoğu zaman kar, maliyet, pazar payı, satışlar veya yatırımın geri dönme süresi şeklinde somut olarak ortaya konulabilen ölçülerdir. Elde edilmek istenen bu çıktı, karar değişkenlerinin matematiksel ifadesi olarak amaç

fonksiyonunu oluşturur. Mevcut kaynak miktarları da matematiksel olarak ifade edilir ve olası çözümlerin derecesini sınırlayan kısıtları oluşturur(Serper,1982:5).

Doğrusal programlama modeli ilk olarak 1950'lerden önce George B. Dantzing tarafından tasarlanmış ve ABD Hava Kuvvetleri'nde uygulanmıştır. Ancak, modelin yaygın kullanımı bilgisayar teknolojisinin ortaya çıkmasından sonra başlayabilmiştir(Swanson,1987:1). Zira doğrusal programlama modeli, büyük miktarlarda kısıtlılıklara sahip olabilmektedir ve bu kısıtlılıklardan oluşan bir modelin çözümü bilgisayar olmadan hiç de kolay olmamaktadır.

Bilgisayar teknolojisinde yaşanan gelişmeler ve bilgisayarın pek çok alanda kullanılmaya başlanmasıyla, doğrusal programlama modelinin kullanım alanları gelişmiştir. Günümüzde finansman problemlerinin yanı sıra kaynak dağılım problemleri, planlama ve programlama problemleri, ulaştırma problemleri, tahsis problemleri ve yiyecek/diyet problemleri alanlarında model yaygın olarak kullanılmaktadır(Gaither,1990:214).

Bir modele doğrusal programlamanın uygulanabilmesi için analiz edilecek olan problemin bazı varsayımlara sahip olması gerekir. Bu varsayımlar gerçekleşmedikçe programlama amaca uygun sonuç vermez. Doğrusal programlama yönteminin dayandığı varsayımları aşağıdaki şekilde ifade etmek mümkündür(Tatar,1993:25).

- Amaç fonksiyonu ve kısıtlayıcı şartlar doğru tanımlanmalıdır. Amacın kar maksimizasyonu mu yoksa maliyet minimizasyonu mu olduğu açıkça belirtilmelidir.

- Değişkenler kantitatif(sayısal) olmalıdır. Doğrusal programlama kantitatif olmayan değişkenler için kullanılmaz.

- Değişkenler kendi aralarında ilişkili olmalıdır.

- Kullanılacak kaynaklar sınırlı olmalıdır.

- Değişkenler arasında kurulan ilişkiler doğrusal olmalıdır.

- Değişkenler arasında alternatif seçim olanağı olmalıdır.

- Doğrusal programlamanın uygulanacağı problem kısa dönemli olmalıdır.
- Bağımlı değişkenlerin sıfır ya da pozitif olması gerekir.

1.1.1. Doğrusal Programlama Modelinin Unsurları Ve Modelin Matematiksel İfadesi

Bir doğrusal programlama modelinin teorik yapısında esas olarak üç etkenin göz önünde bulundurulması gerekir. Bu etkenler; amaç fonksiyonu, kısıtlayıcı koşullar ve pozitiflik koşuludur(Esin,2003:26).

Amaç Fonksiyonu; ileri sürülen alternatiflerin sonuçlarını ölçen matematiksel bir ifadedir. Amaç fonksiyonu kar maksimizasyonu yada maliyet minimizasyonu şeklinde olur. Amaç fonksiyonu Z, kontrol edilebilir değişkenler X_j ($j = 1, 2, \dots, n$) ve sabit katsayılar(birim başına kar ya da maliyet katsayıları) C_j ($j = 1, 2, \dots, n$) olmak üzere;

$$Z = \sum_{j=1}^n C_j * X_j$$

Bu amaç fonksiyonunun açık yazılımı ise şöyledir;

$$Z = C_1 X_1 + C_2 X_2 + \dots + C_n X_n$$

Kısıtlayıcı Fonksiyonlar; İşletmeler, faaliyetlerini bir takım kısıtlayıcı fonksiyonlar altında sürdürürler. Finansman, zaman sınırlılığı, makinelerin kapasite kullanımları, iş gücü gibi koşullar bu kısıtlayıcılara örnek olarak verilebilir. a_{ij} ve b_i 'ler sabit katsayılar olmak üzere standart maksimizasyon problemlerinde kısıtlayıcılar;

$$\sum_{j=1}^n a_{ij} X_j \leq b_i \quad ; \quad i=1, 2, 3, \dots, m$$

Standart minimizasyon probleminde kısıtlayıcılar ise;

$$\sum_{j=1}^n a_{i,j} \geq b_i \quad ; \quad i=1,2,3,\dots,m$$

biçiminde ifade edilir.

Standart doğrusal programlama problemlerinde “ $\geq$ ” ya da “ $\leq$ ” işaretinin yanında “=” işareti hem maksimizasyon problemlerinde hem de minimizasyon problemlerinde kullanılabilir(Sarıaslan,2000:61).

Pozitif Kısıtlama; Doğrusal programlama modelleri gerçek işletme problemlerine uygulanır. Bu nedenle değişkenlerin negatif olması mümkün değildir. Başka bir ifade ile negatif üretim veya negatif maliyet olmayacağından karar değişkenlerinin negatif olması düşünülemez. Bu durum matematiksel olarak;

$$X_j \geq 0, \quad (j= 1,2,3,\dots,n) \text{ biçiminde ifade edilir.}$$

Yukarıdaki açıklamalar doğrultusunda bir doğrusal programlama probleminin genel yapısı;

1. Kar maksimizasyonunda amaç fonksiyonu;

$$Z_{\max} = \sum_{j=1}^n C_j * X_j \quad ; \quad j=1,2,3,\dots,n$$

Kısıtlayıcılar;

$$\sum_{j=1}^n a_{ij} X_j \leq b_i \quad ; \quad i= 1,2,3,\dots,m, \quad j=1,2,3,\dots,n$$

Pozitif kısıtlama;

$$X_j \geq 0 \quad ; \quad j=1,2,\dots,n$$

2. Maliyet minimizasyonunda amaç fonksiyonu;

$$Z_{\max} = \sum_{j=1}^n C_j * X_j \quad ; \quad j= 1,2,\dots,n$$

Kısıtlayıcılar;

$$\sum_{j=1}^n a_{ij} X_j \geq b_i \quad ; \quad i= 1,2,3,\dots,m \quad , \quad j= 1,2,3,\dots,n$$

Pozitif kısıtlama;

$$X_j \geq 0 \quad ; \quad j= 1,2,3,\dots,n$$

biçiminde gösterilir.

Matematiksel olarak yukarıdaki şekilde ifade edilebilen bir doğrusal programlama modeli, daha açık bir şekilde aşağıdaki gibi de gösterilebilir.

$$Z_{\max} = C_1 X_1 + C_2 X_2 + \dots + C_n X_n$$

Kısıtlayıcılar;

$$a_{11} X_{11} + a_{12} X_{12} + \dots + a_{1n} X_{1n} \leq b_1$$

$$a_{21} X_{21} + a_{22} X_{22} + \dots + a_{2n} X_{2n} = b_2$$

.....

.....

$$a_{m1} X_{m1} + a_{m2} X_{m2} + \dots + a_{mn} X_{mn} \geq b_m$$

Pozitif Kısıtlama;

$$X_1 \geq 0 \quad , \quad X_2 \geq 0 \quad , \quad \dots \quad , \quad X_n \geq 0$$

Kar maksimizasyonu olan bu modelde kısıtlayıcı eşitsizliklerin sağ tarafındaki “ $\leq$ ” işareti yerine “ $\geq$ ” işareti konulmak suretiyle maliyet minimizasyonunun matematiksel modeli elde edilmiş olur.

1.1.2. Özel Emeklilik Fonlarına Yönelik Doğrusal Programlama Modelinin Oluşturulması

Doğrusal programlama modeli, bireysel emeklilik sisteminde yer alan fon türlerinden “karma fon” türü baz alınarak oluşturulmuştur. Bu fon türünün baz alınmasının temel nedeni, geniş bir yatırım aracı portföyü oluşturmaya izin vermesidir. Özel emeklilik fonlarının yatırım yapabilecekleri varlıklar SPK tarafından hazırlanan ve 28 Şubat 2002 tarihli Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren “**Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik**”in 5. Maddesinde açık olarak ifade edilmiştir. Yönetmeliğe göre emeklilik fonlarının yatırım yapabilecekleri yatırım araçları şu şekilde belirlenmiştir;

- Nakit, vadeli ve vadesiz mevduat,
- Ters repo dahil borçlanma araçları ile hisse senetleri,
- Kıymetli madenler ve gayrimenkula dayalı varlıklar,
- Repo işlemleri,
- Vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri,
- Borsa para piyasası işlemleri,
- Yatırım fonu katılma belgeleri,
- SPK’nca uygun görülen ve kamuya ilan edilen diğer para ve sermaye piyasası araçları.

Yukarıdaki yatırım araçları göz önünde bulundurularak doğrusal programlama modelinde yatırım araçları olarak kullanılacak değişkenler aşağıdaki şekilde ifade edilmiştir;

X_1 = Hazine Bonosu

X_2 = Devlet Tahvili

X_3 = IMKB 100

X_4 = Repo

X_5 = 1 Aylık Mevduat

X_6 = 3 Aylık Mevduat

$X_7 = 1$ Yıllık Mevduat

$X_8 = 1$ Aylık Döviz Tevdiat Hesabı(DTH)

$X_9 = 3$ Aylık DTH

$X_{10} = 1$ Yıllık DTH

$X_{11} = \text{Altın}$

$X_{12} = \text{ABD Doları}$

1.1.2.1. Modelde Baz Alınacak Değişkenler ve Katsayıları

Doğrusal programlama modeli kurulurken modelde kullanılacak değişkenler yukarıda ifade edilen yatırım araçları olacaktır. Modelde kullanılan değişkenlerin katsayıları ise 1990-2005 yılları arasında her bir değişkenin ortalama yıllık reel getirileridir(Ek Tablo 4). Ek Tablo 4'deki veriler Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği(TSPAKB) tarafından yayımlanan yıllık faaliyet raporlarından yararlanılarak hazırlanmıştır.

1.1.2.1.1. Hazine Bonosu

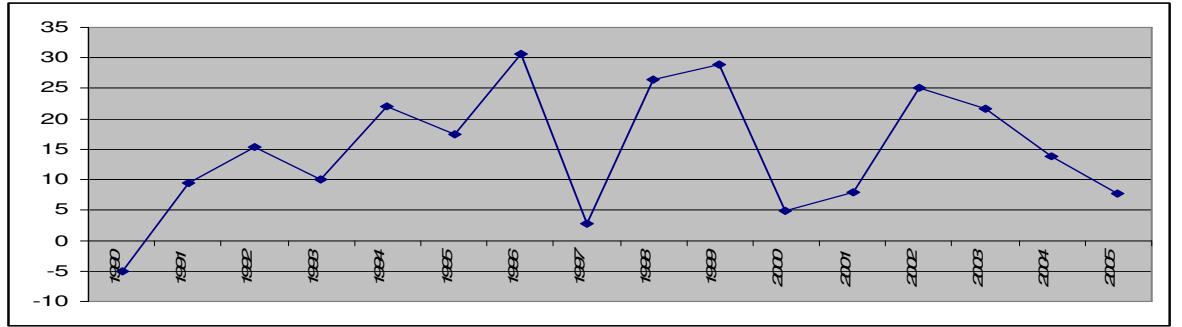
Türkiye’de kamunun borçlanma gereksiniminin yüksekliği nedeniyle hazinenin en sık başvurduğu yollardan biri hazine bonosu ihraç ederek kaynak gereksinimini karşılamaktır. Hazinenin talep yaratarak piyasadan yüklü miktarlarda kaynak tedarik etmesi, piyasa faiz oranlarının reel anlamda yüksek olmasının en temel nedenlerinden biridir. Son yıllarda süreklilik arz eden bu durum nedeniyledir ki Türkiye’de hazine bonoları, yatırımcılar için oldukça cazip yatırım alternatiflerinin başında yer almaktadır.

Hazine bonolarının 1990 yılı sonrası yatırımcısına sağladığı reel getiriler aşağıda grafikte ortaya konulmuştur.

Grafiğin de ortaya koyduğu gibi, hazine bonosu, 1990 yılı hariç yatırımcısına sürekli pozitif reel getiri sağlamıştır. Son yıllarda ekonomide sağlanan istikrarın sonucu hazine bonosunun reel getirisi azalmaya başlamıştır. Buna rağmen, 2005 yılında hazine bonosu reel anlamda %7,7’lik bir getiri sağlamıştır ki bu oran oldukça önemli bir getiri anlamına

gelmektedir. 1990-2005 yılları arasında hazine bonosunun sağladığı yıllık ortalama reel getiri ise %14,93'dür.

Grafik 3.1: Yatırım Aracı Olarak Hazine Bonosunun Yıllar İtibari İle Reel Getirisi

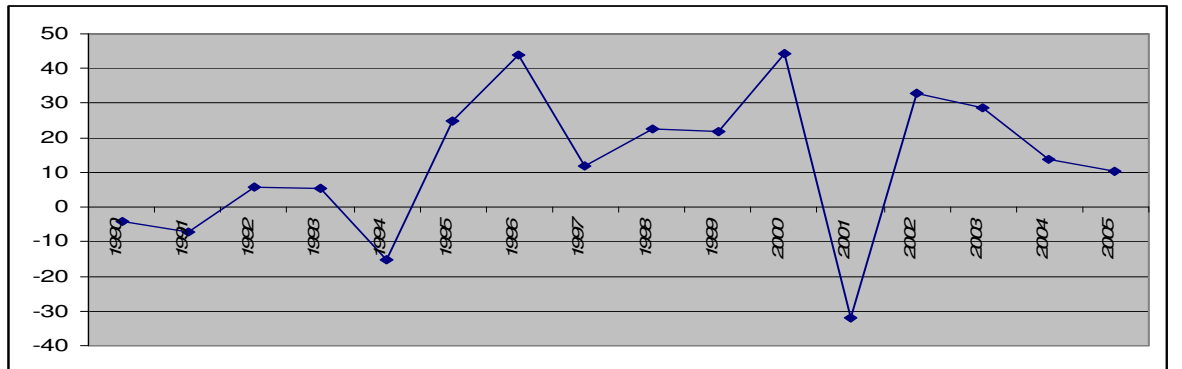


1.1.2.1.2. Devlet Tahvili

Kamunun uzun vadeli kaynak sağlamada kullandığı enstrüman olan devlet tahvili, gerek ihraç hacmi ve gerekse de yatırımcılara sağladığı yüksek reel getiri açısından Türkiye’de sermaye piyasasının en önemli yatırım aracı konumundadır. Yukarıda da ifade edildiği üzere kamunun kaynak ihtiyacının yüksekliği nedeniyle borçlanma faiz oranlarının yüksek seyretmesi, yıllardır devlet tahvili faiz oranlarının yüksek reel getiriler sağlamasına yol açmıştır.

1990 yılı sonrası devlet tahvilinin sağladığı reel getiriler yıllar itibari ile aşağıdaki grafikte verilmiştir.

Grafik 3.2: Yatırım Aracı Olarak Devlet Tahvili’nin Yıllar İtibari İle Reel Getirisi



Tablodaki veriler, (1990,1991 yılları hariç), devlet tahvillerinin kriz dönemleri haricinde yatırımcısına oldukça önemli oranlarda reel getiriler sağladığını ortaya koymaktadır. 1994 ve 2001 yılında Türkiye’de yaşanan ekonomik kriz yıllarında devlet tahvilleri reel anlamda yatırımcısına kaybettirmiştir. Bu durumun temel nedeni, uzun vadeli olması nedeniyle bu yatırım aracının esneklikten yoksun olmasıdır. Ancak, gerek 1994 krizinde ve gerekse de 2001 krizinden sonraki yılda devlet tahvilleri alternatif yatırım araçlarına kıyasla yatırımcısına reel anlamda en yüksek getiriyi kazandıran yatırım alternatifi olarak ön plana çıkmıştır.

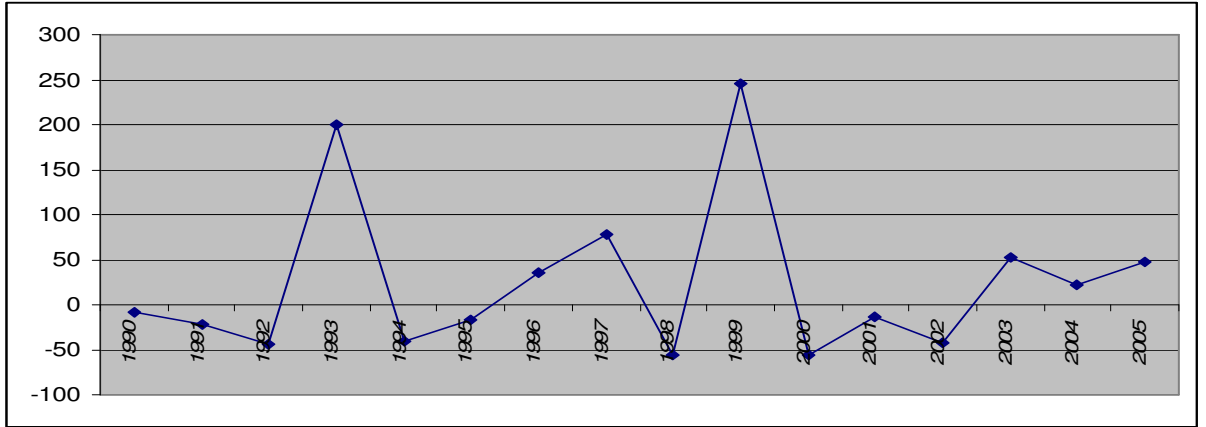
Son yıllarda sağlanan ekonomik istikrar ortamı, hazine bonosunda olduğu gibi devlet tahvillerinin de reel getirilerinin giderek azalmasına yol açmıştır. Buna rağmen 2005 yılında devlet tahvilinin sağladığı %10,2’lik reel getiri rakamı yatırımcılar açısından oldukça önemli sayılacak bir orandır. 1990-2005 döneminde ise devlet tahvilinin sağladığı yıllık ortalama getiri %12,97’dir.

1.1.2.1.3. Hisse Senetleri

Yatırım araçları içerisinde en risklisi olan hisse senetleri, İMKB’nin faaliyete başladığı 1986 yılından itibaren yatırımcısına önemli getiriler sağlamıştır. Hisse senetlerinin volatil yapısı, yıllar itibari ile sağladığı getirilerde önemli farklılıkların ortaya çıkmasına yol açmıştır. Aşağıdaki grafikte 1990-2005 yılları arasında İMKB 100 Endeksinin reel getirisi verilmiştir.

Grafiğin de ortaya koyduğu üzere, hisse senetleri 1993 ve 1999 yıllarında %200’ün üzerinde bir reel getiri sağlamıştır ki bu oranda bir getirinin diğer yatırım araçlarından sağlanması mümkün değildir. Elbette, riskin yüksek olması nedeniyle bu yıllardaki yüksek kazancın yanında bazı yıllarda da reel anlamda yüksek kayıplar söz konusu olmuştur. Ancak, 1990-2005 yılı dönemi alındığında İMKB 100 endeksinin yıllık ortalama %23,98 gibi çok önemli bir getiri sağladığı görülmektedir.

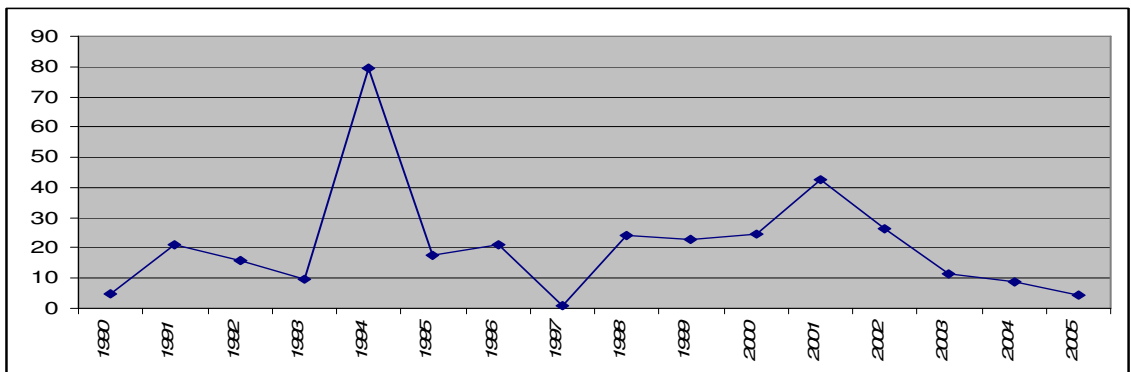
Grafik 3.3: IMKB 100 Endeksinin Yıllar İtibari İle Reel Getirisi



1.1.2.1.4. Repo

Repo, yatırımcılara ellerindeki nakiti kısa vadede değerlendirme fırsatı veren önemli bir yatırım alternatifidir. Özellikle kriz dönemlerinde, ortaya çıkan kısa vadeli yüksek faizler bu yatırım alternatifinin reel olarak önemli getiriler sağlamasına neden olmaktadır. Nitekim, Türkiye’de 1994 yılında yaşanan kriz döneminde aynı yıl en yüksek reel getiri repoda gerçekleşmiştir (%79,5). Keza, 2001 yılında yaşanan krizde de, repo yatırımcısına oldukça önemli reel getiri sağlamıştır(%42,62). Özellikle 1998-2002 yılları arasında oldukça yüksek oranlarda reel getiri sağlayan reponun son dönemlerde sağladığı reel getirilerde biz düşüş yaşanmıştır. Buna rağmen 1990-2005 yılları arasında reponun, reel anlamda yıllık ortalama %21 gibi oldukça önemli oranda bir getiri sağladığı görülmektedir.

Grafik 3.4: Yatırım Aracı Olarak Reponun Yıllar İtibari İle Reel Getirisi

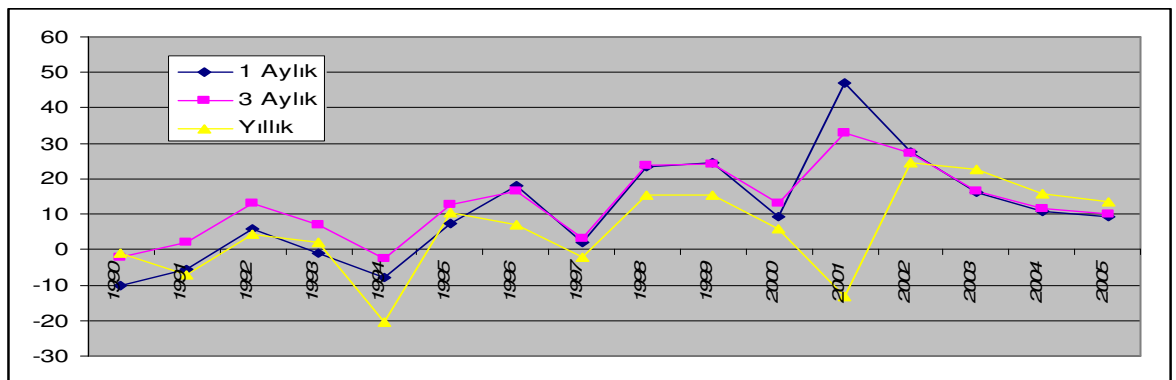


1.1.2.1.5. Mevduat

Türkiye’de yatırımcıların önemli bir kısmının tercih ettiği yatırım alternatiflerinden biri de mevduattır. Şubat 2005 verilerine göre Türkiye’deki tasarrufların % 34,1’lik kısmı TL, %23,6’sı Döviz Tevdiat Hesabı şeklinde bankalarda mevduat olarak tutulmaktadır(Uras,2005).

Yatırım alternatifi olarak TL mevduat, çoğunlukla yatırımcıya pozitif reel getiri sağlayan bir yatırım alternatifi olmakla birlikte bazı dönemlerde negatif reel getiri sağladığı da görülmektedir. Özellikle kriz dönemlerinde faiz oranlarında meydana gelen yüksek oranlı artışlar ve artan enflasyon nedeniyle yıllık mevduatın reel getirisi önemli oranda azalmaktadır. Üç aylık ve özellikle aylık mevduatın artan faiz oranlarına duyarlılığı daha yüksek olduğu için bu iki alternatifte reel getiri yıllık mevduatlara nazaran daha az hissedilmekte ve hatta aylık mevduatlarda bu durum reel getiri üzerinde pozitif etki bile yapabilmektedir. Nitekim 2001 yılı krizinde yıllık mevduat reel olarak %13,39 kayba uğrarken, aylık mevduatın reel getirisi %47,19 olmuştur.

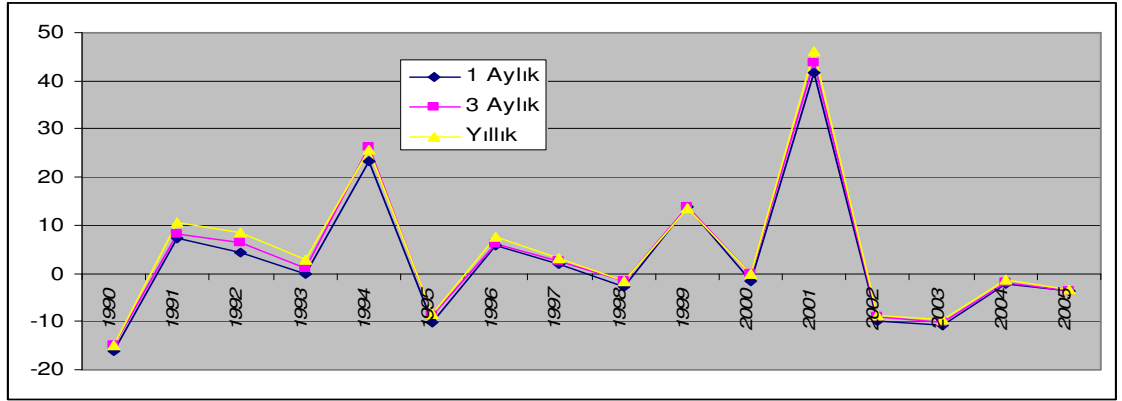
Grafik 3.5: Yatırım Aracı Olarak Mevduatın Yıllar İtibari İle Reel Getirisi



1990-2005 yılları arasında mevduatın ortalama yıllık reel getirileri incelendiğinde; yıllık mevduatta %5,78, üç aylık mevduatta %13,10, aylık mevduatta ise %11,06’lık reel getiri sağlandığı görülmektedir.

Döviz Tevdiat Hesapları ise TL mevduata nazaran daha volatil bir yapı arz etmektedir. Bu hesaplar özellikle kriz yıllarında yatırımcısına yüksek reel getiri sağlamakta, diğer yıllar nispeten düşük ya da negatif reel getiri söz konusu olmaktadır. Nitekim 2001 yılı krizinden sonra 2002-2005 yılları arasında DTH'lerinin sürekli negatif reel getiri sağladığı aşağıdaki grafikte görülmektedir. 1990-2005 yılları arasında ise bu yatırım alternatifi aylık bazda %2,56, üç aylık bazda %3,64, yıllık bazda ise %4,39 yıllık ortalama reel getiri sağlamıştır.

Grafik 3.6: Yatırım Aracı Olarak Döviz Tevdiat Hesaplarının Yıllar İtibari İle Reel Getirisi



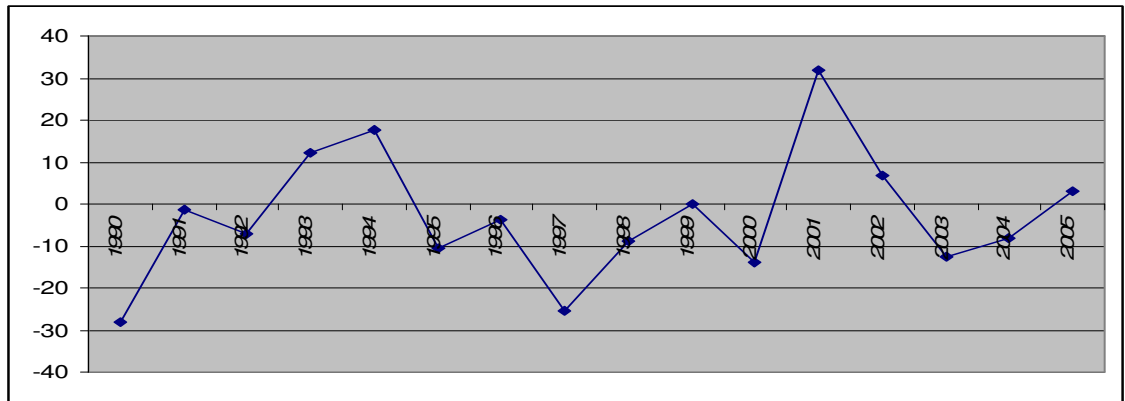
1.1.2.1.6. Altın

Emeklilik fonlarının yatırım yapabileceği alternatiflerden birisi de altındır. Yalnız emeklilik fonları altına direkt yatırım yapmak yerine altına dayalı olarak yayımlanacak sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilmektedir. Son dönemlerde altın piyasasına yönelik olarak geliştirilen altın sertifikası gibi alternatif yatırım araçları nedeniyle bu fonların altına dayalı yatırım alternatifleri oluşturabilmeleri mümkün olacaktır. Bu nedenle altın, yatırım alternatifi olarak modele dahil edilmiştir.

1990-2005 yılları arasında altının sağladığı getiriler incelendiğinde özellikle kriz dönemlerinin dışında genellikle görece düşük reel getirinin ya da reel anlamda kaybın söz konusu olduğu görülmektedir. Ancak, kriz yıllarında altın, yatırımcılara reel anlamda oldukça yüksek getiri sağlamıştır.

Fakat bu dönemdeki getiri rakamları incelendiğinde, altının yıllık ortalama %3'lük bir reel kayba yol açtığı görülmektedir. Dolayısıyla uzun vadeli projeksiyonlarda altın yatırımı getiri anlamında portföye olumlu katkı yapamayabilir.

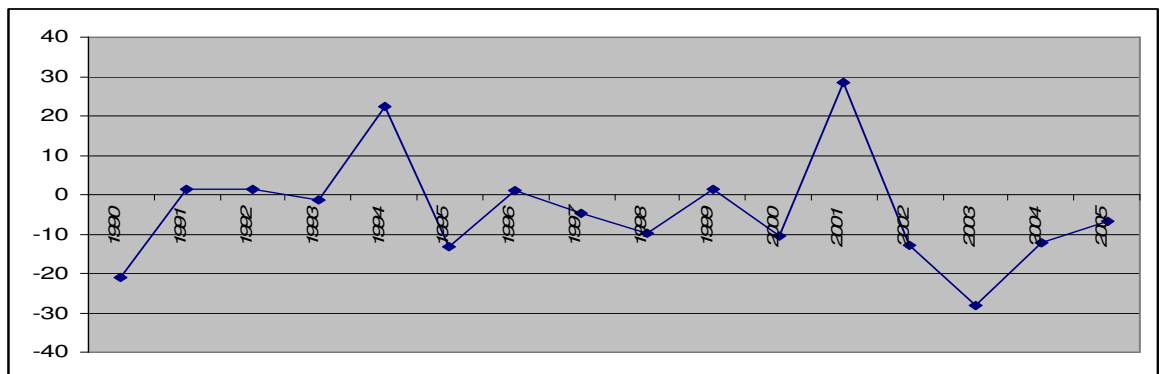
Grafik 3.7: Yatırım Aracı Olarak Altının Yıllar İtibari İle Reel Getirisi



1.1.2.1.7. Döviz

Döviz yatırımı, kriz dönemleri dışında reel olarak genelde negatif getiri sağlamasına rağmen Türkiye'de özellikle enflasyon dönemlerinde önemli bir yatırım aracı olma özelliğini korumuştur. 1990-2005 dönemi verileri incelendiğinde 1994 ve 2001 yılı krizleri dışında dövizin genellikle reel anlamda negatif getiri sağladığı görülmektedir. Fakat, özellikle kriz dönemlerinde döviz önemli reel getiriler sağlama potansiyeline sahip yatırım aracı olarak modele dahil edilmiştir.

Grafik 3.8: ABD Dolarının Yıllar İtibari İle Reel Getirisi



Modele dahil edilecek döviz konusunda farklı alternatifler uygulamak mümkün olmakla birlikte, bu çalışmada yalnızca ABD Doları alınmıştır. Bunun bir nedeni, pariteden kaynaklanan koşullar dışında döviz fiyatlarının bir birine yakın sonuçlar vermesidir. Diğer bir neden ise Euro'nun Dolar'a göre kısa bir veri aralığına sahip olmasıdır.

1.1.3. Doğrusal Programlama Modelinde Amaç Fonksiyonu

1990-2005 yılları arasında yatırım araçlarının yıllık ortalama reel getirileri değişkenlerin katsayıları olarak alındığında özel emeklilik fonlarına yönelik olarak yatırım araçlarından oluşturulacak bir portföyde maksimum getiriyi verecek doğrusal programlama modelinin amaç fonksiyonu aşağıdaki gibi olacaktır.

$$Z_{\max.} = 0,149X_1 + 0,130X_2 + 0,240X_3 + 0,210X_4 + 0,110X_5 + 0,131X_6 + 0,058X_7 + 0,026X_8 + 0,036X_9 + 0,044X_{10} - 0,030X_{11} - 0,040X_{12}$$

1.1.4. Doğrusal Programlama Modelinde Kısıtlayıcılar

Modelin kısıtlayıcıları, SPK Tebliği'nin 21. maddesinde belirtilen portföy sınırlamaları dikkate alınarak oluşturulmuştur. Tebliğin 21. maddesine göre portföy sınırlamaları aşağıdaki şekilde ifade edilmiştir;

- Fon varlıklarının %10'undan fazlası bir ihraçcının para ve sermaye piyasası araçlarına yatırılmaz. Ayrıca, fonun %5'inden fazla yatırım yaptığı ortaklıkların para ve sermaye piyasası araçlarının toplam tutarı fon varlıklarının %40'ını aşamaz. Ancak devlet iç borçlanma senetleri için bu bentteki sınırlamalar uygulanmaz.

- Fon portföyüne borsada işlem gören para ve sermaye piyasası araçlarının alınması esastır. Ancak borsada işlem görmesi koşuluyla, yapılan ilk ihraçlardan da para ve sermaye piyasası aracı alınabilir.

- Fon, tek başına hiçbir ortaklıkta sermayenin ya da tüm oy haklarının %5'ine veya daha fazlasına, bir şirketin kurucusu olduğu fonlar ise toplu olarak, hiçbir ortaklıkta sermayenin ya da tüm oy haklarının %20'sinden fazlasına sahip olamaz.

- Fon varlıklarının en fazla %5'i risk sermayesi yatırım ortaklıkları tarafından ihraç edilen para ve sermaye piyasası araçlarına yatırılabilir. Risk sermayesi yatırım ortaklıklarına yapılacak yatırımlarda (c) bendindeki sınırlamalar dikkate alınmaz.

- Fon portföyüne şirketin ve portföy yöneticisinin para ve sermaye piyasası araçları satın alınamaz.

- Şirketin ve portföy yöneticisinin;

- 1) Sermayesinin %10'undan fazlasına sahip olan hissedarlarının,
- 2) Yönetim kurulu başkan ve üyelerinin,
- 3) Genel müdür ve genel müdür yardımcılarının,

ayrı ayrı ya da birlikte sermayesinin %20'sinden fazlasına sahip oldukları ortaklıklar ile şirketin ve portföy yöneticisinin doğrudan ve dolaylı iştiraklerince çıkarılmış para ve sermaye piyasası araçlarının toplamı, fon varlıklarının %20'sini aşamaz.

- Fon varlıklarının en fazla %20'si bir topluluğun para ve sermaye piyasası araçlarına yatırılabilir. Topluluk, hukuksal yönden birbirinden bağımsız olmakla birlikte sermaye, yönetim ve denetim açısından birbirleriyle ilişkili, faaliyet konuları yönünden aynı sektöre bağlı olsun veya olmasın, organizasyon ve finansman konularının bir ana ortaklık çatısı altında tek merkezden koordine edildiği ana ve bağlı ortaklıklar bütünüdür.

- Fon varlıklarının en fazla %20'si Borsa Para Piyasası'nda değerlendirilebilir.

- Fon varlıklarının en fazla %10'u yatırım fonu katılma belgelerine yatırılmak suretiyle değerlendirilebilir. Ancak, her bir yatırım fonuna yapılan yatırım tutarı, fon varlıklarının %2'sini geçemez.

- Fon varlıklarının en fazla %10'u bankalar nezdinde açtırılacak mevduat hesaplarında değerlendirilebilir. Ancak her bir bankada değerlendirilebilecek tutar fon varlıklarının %2'sini aşamaz.

- Fonlar, hisse senetlerini satın aldıkları ortaklıkların herhangi bir şekilde yönetimlerine katılma amacı güdemezler ve yönetimde temsil edilemezler.

Bu sınırlamalar dikkate alınarak oluşturulan doğrusal programlama modelinin kısıtlayıcıları aşağıdaki şekilde ifade edilmiştir.

Kısıtlayıcılar;

$$X_1 \geq 0,20$$

$$X_2 \geq 0,20$$

$$X_3 \geq 0,20$$

$$X_4 \leq 0,10$$

$$X_5 \leq 0,10$$

$$X_6 \leq 0,10$$

$$X_7 \leq 0,10$$

$$X_8 \leq 0,10$$

$$X_9 \leq 0,10$$

$$X_{10} \leq 0,10$$

$$X_{11} \leq 0,10$$

$$X_{12} \leq 0,10$$

$$X_1 + X_2 + X_3 \geq 0,80$$

$$X_5 + X_6 + X_7 \leq 0,10$$

$$X_8 + X_9 + X_{10} \leq 0,10$$

$$X_4 + X_5 + X_6 + X_7 + X_8 + X_9 + X_{10} + X_{11} + X_{12} \leq 0,20$$

Pozitiflik Koşulu;

$$X_1, X_2, X_3, X_4, X_5, X_6, X_7, X_8, X_9, X_{10}, X_{11}, X_{12} > 0$$

1.1.5. Doğrusal Programlama Modelinin Kurulması

Amaç fonksiyonu ve kısıtları yukarıda ifade edilen doğrusal programlama modelinin toplu gösterimi aşağıdaki gibi olacaktır.

Amaç Fonksiyonu;

$$Z_{\max.} = 0,149X_1 + 0,130X_2 + 0,240X_3 + 0,210X_4 + 0,110X_5 + 0,131X_6 + 0,058X_7 + 0,026X_8 + 0,036X_9 + 0,044X_{10} - 0,030X_{11} - 0,040X_{12}$$

Kısıtlayıcılar;

$$X_1 \geq 0,20$$

$$X_2 \geq 0,20$$

$$X_3 \geq 0,20$$

$$X_4 \leq 0,10$$

$$X_5 \leq 0,10$$

$$X_6 \leq 0,10$$

$$X_7 \leq 0,10$$

$$X_8 \leq 0,10$$

$$X_9 \leq 0,10$$

$$X_{10} \leq 0,10$$

$$X_{11} \leq 0,10$$

$$X_{12} \leq 0,10$$

$$X_1 + X_2 + X_3 \geq 0,80$$

$$X_5 + X_6 + X_7 \leq 0,10$$

$$X_8 + X_9 + X_{10} \leq 0,10$$

$$X_4 + X_5 + X_6 + X_7 + X_8 + X_9 + X_{10} + X_{11} + X_{12} \leq 0,20$$

Pozitiflik Koşulu;

$$X_1, X_2, X_3, X_4, X_5, X_6, X_7, X_8, X_9, X_{10}, X_{11}, X_{12} > 0$$

Şekil 3.2: Doğrusal Programlama Modelinin Çözüm Sonuçları

Linear and Integer Programming								
File Format Results Utilities Window Help								
Combined Report for LP Sample Problem								
	Decision Variable	Solution Value	Unit Cost or Profit c(j)	Total Contribution	Reduced Cost	Basis Status	Allowable Min. c(j)	Allowable Max. c(j)
1	X1	0.2000	0.1490	0.0298	0	basic	-M	0.2400
2	X2	0.2000	0.1300	0.0260	0	basic	-M	0.2400
3	X3	0.4000	0.2400	0.0960	0	basic	0.1490	M
4	X4	0.1000	0.2100	0.0210	0	basic	0.0440	M
5	X5	0	0.1100	0	0	basic	0.0580	0.1310
6	X6	0.1000	0.1310	0.0131	0	basic	0.1100	M
7	X7	0	0.0580	0	-0.0520	at bound	-M	0.1100
8	X8	0	0.0260	0	-0.0180	at bound	-M	0.0440
9	X9	0	0.0360	0	-0.0080	at bound	-M	0.0440
10	X10	0	0.0440	0	0	basic	0.0360	0.1100
11	X11	0	-0.0300	0	-0.0740	at bound	-M	0.0440
12	X12	0	-0.0400	0	-0.0840	at bound	-M	0.0440
	Objective Function	(Max.) =		0.1859				
	Constraint	Left Hand Side	Direction	Right Hand Side	Slack or Surplus	Shadow Price	Allowable Min. RHS	Allowable Max. RHS
1	C1	0.2000	>=	0.2000	0	-0.0910	0	0.4000
2	C2	0.2000	>=	0.2000	0	-0.1100	0	0.4000
3	C3	0.4000	>=	0.2000	0.2000	0	-M	0.4000
4	C4	0.1000	<=	0.1000	0	0.1660	0	0.1000
5	C5	0	<=	0.1000	0.1000	0	0	M
6	C6	0.1000	<=	0.1000	0	0.0210	0	0.1000
7	C7	0	<=	0.1000	0.1000	0	0	M
8	C8	0	<=	0.1000	0.1000	0	0	M
9	C9	0	<=	0.1000	0.1000	0	0	M
10	C10	0	<=	0.1000	0.1000	0	0	M
11	C11	0	<=	0.1000	0.1000	0	0	M
12	C12	0	<=	0.1000	0.1000	0	0	M
13	C13	0.8000	=	0.8000	0	0.2400	0.6000	M
14	C14	0.1000	<=	0.1000	0	0.0660	0.1000	0.1000
15	C15	0	<=	0.1000	0.1000	0	0	M
16	C16	0.2000	<=	0.2000	0	0.0440	0.2000	0.3000

Başka bir ifade ile getiri maksimizasyonu amaçlayan modelin optimum çözümü portföye %20 oranında Hazine Bonosu, %20 oranında Devlet Tahvili, % 40 oranında İMKB 100 endeksindeki hisse senetleri, %10 oranında repo ve %10 oranında 3 aylık mevduat dahil edilmesiyle sağlanmaktadır.

Oluşturulan modelin sonucunda elde edilen çözüm kümesinden oluşan portföyün getirisi ise yıllık bazda % 18,59 olarak bulunmuştur.

1.2. Ortalama Varyans Modeli

Ortalama varyans modeli, 1950'li yıllarda H. Markowitz tarafından geliştirilen ve modern portföy teorisinin miladı olarak kabul edilen portföy oluşturma modelidir. Markowitz, kendisinden önce portföy oluşturma modeli

olarak kullanılan geleneksel yaklaşım modelinde menkul kıymetler arası ilişkiye dikkat edilmeden aşırı çeşitlendirme yoluyla portföy riskinin azaltılmaya çalışılması yerine, ortalama-varyans modeliyle portföy seçimi yapılmasının daha doğru bir yaklaşım olacağını ortaya koymuştur.

Markowitz'e göre, yatırımcılar genellikle tek bir menkul değere yatırım yapmak yerine, birikimlerini birden çok menkul değere yatırarak portföy oluştururlar. Dolayısıyla, yatırımcılar için önemli olan yaptığı çeşitlendirmenin doğru olup olmadığı ve portföyün beklenen getiri oranı ve riskinin nasıl ölçüleceğidir. Markowitz, belirsizliğin yatırım konusunun en göze çarpan özelliği olduğunu belirterek, yatırım analistinden bir kahin olmasının beklenmemesi gerektiğini, ondan beklenenin mevcut ortamda, eldeki bilgilerle en doğru seçimi yapması olduğunu ileri sürmektedir(Kocaman, 1995:43). Markowitz'e göre, bir yatırım portföyünü oluşturan menkul kıymetlerin getirileri arasındaki ilişkilerin araştırılması ve getiriler arasındaki tam pozitif korelasyon bulunmayan menkul kıymetlerin bir portföyde bulunması ile belirlenen getiride bir düşme olmaksızın sistematik olmayan riski azaltmak mümkündür(Bolak,1994:195).

Markowitz ve sonradan Markowitz'e destek veren diğer bilim adamları, piyasayı etkileyen binlerce faktör olduğunu, bu faktörlerin hisse senetlerinin piyasa fiyatına yansıdığını, bu nedenle herhangi bir model ya da strateji oluşturarak menkul kıymet fiyatlarının önceden bilinemeyeceğini (Karan,2001:129), bunun yerine portföy çeşitlendirmesine giderek, birikimleri çeşitli menkul değerler arasında optimal bir şekilde bölüştürmenin, başka bir ifade ile belirli bir karlılık düzeyinde riski minimum kılacak ya da belirli bir risk seviyesinde karlılığı en yüksek seviyeye çıkaracak şekilde portföy oluşturmanın daha doğru bir yaklaşım olacağını ileri sürmektedirler. Markowitz'e göre çeşitliliğin üstünlüğünü ifade etmeyen bir davranış kuralı, hem bir hipotez olarak hem de bir kural olarak reddedilmeli (Markowitz,1952:452), çeşitlendirme, hisse senetlerinin getirileri arasındaki korelasyona dayanmalıdır(Strong,2000:135).

Markowitz'in çalışması portföy yönetimine çeşitli katkılar sağlamıştır(Yalçiner ve diğ.,2004:2). Bu katkıların birincisi, aynı getiriyi sağlayan portföylerden riski düşük olan portföyün, aynı risk düzeyindeki portföylerden de getirisi en yüksek portföyün tercih edilmesi gereğidir. Yatırımcı en yüksek beklenen getiri ve en düşük risk düzeyini gösteren etkin sınır üzerinde kendi risk düzeyine göre bir portföy bileşimi oluşturabilmektedir. İkincisi, uygun bir çeşitlendirme ile portföyün riski portföyü oluşturan menkul kıymetlerin riskinden daha düşük olabilmekte, hatta risk yok edilebilmektedir. Bu nedenledir ki birbirleriyle yüksek korelasyon içinde bulunan menkul kıymetlerin portföye konulmasından kaçınılmaktadır. Menkul kıymetler arası ilişkiye dikkat edildiği takdirde portföyün sistematik olmayan riski azaltılabilmekte, hatta sıfırlanabilmektedir. İki orijinal portföy eşit varyansa sahipse, meydana gelen birleşik portföyün varyansı orijinal portföyün her birisinin varyansından muhtemelen küçük olmaktadır. Üçüncüsü, Kuadratik Programlama yoluyla her risk düzeyinde maksimum getiri sağlayan portföy bileşimleri etkin sınır ile ortaya konulabilmektedir. Etkin sınır üzerindeki portföyler belli bir risk düzeyinde en yüksek beklenen getiriye sahip portföyler olduğundan, etkin sınır üzerindeki hangi portföyün seçileceği yatırımcının riske karşı tutumuna, bir diğer ifadeyle fayda fonksiyonuna göre değişecektir. Bir başka ifade ile portföy sahibinin özellikleri ve beklentileri dikkate alınarak arzuladığı risk düzeyindeki getirisini maksimum yapan bir portföy bileşimi oluşturmak mümkündür.

Sonraki dönemlerde çeşitli bilim adamları Markowitz'in ortalama-varyans modelinden hareketle portföy seçim modelini geliştirilmeye çalışmışlardır. Tobin(1958), Sharpe(1964) ve Lintner(1965) yatırımcının riskli varlıklardan oluşan portföyün yüzdesine karar vermesini, borç alma-ödünç verme durumunu, kısa vadeli satışlar, işlem maliyetleri ve vergiler gibi gerçek hayat kısıtlamalarını modele adapte etmişlerdir. Brennan (1971) ödünç alma ve verme oranları konusunu, Turnbull (1977) kişisel vergilendirme, belirsiz enflasyon ve piyasa dışı varlıklar konusunda çalışmışlardır. Levy (1983) ve

Schnabel'de (1984) kısa vadeli satış problemiyle ilgilenmişlerdir(Atan,2005: 2-3).

Menkul kıymet sayısındaki artışın, optimal portföylerin beklenen getirisi ve varyansının belirlenmesinde neden olduğu zorluklar da Sharpe'in (1963) geliştirdiği Tek İndeks Modeli ve Perold'ın(1984) Çoklu Endeks Modelleri ile aşılmıştır. Ortalama - varyans modeli üzerindeki çalışmalar modelin hem matematiksel, hem de mantıksal bir uzantısı olan Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modelini (SVFM) ortaya çıkarmıştır. Sharpe (1964), Lintner (1965) ve Mossin (1966) Markowitz'in etkin sınırından hareketle risksiz bir finansal varlığı modele ilave etmişlerdir(Atan,2005:3).

1.2.1. Ortalama Varyans Modeline Göre Optimal Portföy Oluşturulması

Doğrusal programlama modelinden elde edilen sonuçlar, maksimum getiriyi sağlayacak portföy bileşenlerinde %40 oranında İMKB 100 Endeksinde yer alan hisse senetlerinin bulunması gerekliliği sonucunu ortaya koymaktadır.

Bu amaçla minimum risk ile en az endeks getirisine eşit ya da endeksin getirisinden daha fazla getiriye sahip optimal portföyün oluşturulması amacıyla 2006 yılı aylık verileri kullanılarak İMKB 100 Endeksinde yer alan hisse senetleri için optimal portföy oluşturulmaya çalışılmıştır.

Çalışmada kullanılan 2006 yılı aylık verileri Finnet veri tabanından elde edilmiştir. İMKB 100 içerisinde yer alan hisse senetleri ise İMKB'nin yayımlamış olduğu üçer aylık dönemler dikkate alınarak oluşturulmuş, dört çeyrek denemde de İMKB 100 endeksinde yer alan 84 adet hisse senedi modele dahil edilmiştir. Dönemler itibari ile endeks dışı kalan hisse senetleri analiz dışında bırakılmıştır.

Markowitz tarafından geliştirilen standart karesel programlama şeklindeki ortalama-varyans modeli, yatırımcı tarafından hedeflenen beklenen getiri düzeyine eşit getiriyi en az risk ile sağlayan portföyü bulmaya

çalışır. Aşağıda çalışmada kullanılan Markowitz standart ortalama-varyans modelinin karesel programlama formunda ifadesi (1) nolu denklemde tanımlanmıştır.

$$\text{Amaç Fonksiyonu :} \quad \text{Min} \sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N x_i x_j \text{COV}_{ij} \quad (1)$$

$$\text{Kısıtlayıcı Koşullar :} \quad \sum_{i=1}^{N-1} w_i G_i = G_N$$

$$\sum_{i=1}^{N-1} x_i = 1$$

$$0 \leq x_i \leq 1, i = 1, \dots, (n-1)$$

Amaç fonksiyonunda;

N : Mevcut finansal varlık sayısı,

x_i, x_j : Her menkul kıymetin portföy içerisindeki oranı,

w_i : Karar değişkenleri, i. finansal varlığın portföy içindeki oranı, ($i = 1, \dots, N$)

G_i : i. Finansal varlığın beklenen getirisi,

G_N : Karşılaştırılacak varlığın (endeksin) beklenen getirisidir.

1.2.2. Modelin Çözümlemesi

Modelin çözümümlenmesi aşamasında öncelikle İMKB 100 endeksi ile eşit risk-getiri yapısına sahip olan portföylerin belirlenmesi gerekir. Bu amaçla ilk aşamada İMKB 100 endeksinde yer alıp modele dahil edilen hisse senetlerinin 2006 yılı aylık verileri dikkate alınarak ortalama getirileri

hesaplanmıştır. Getiri hesaplamasında $y_{jt} = \frac{P_{j,t+1} - P_{jt}}{P_{jt}}$ eşitliğinden

faaydalanılmıştır. Ayrıca hisse senetlerinin portföy içerisindeki payları toplamı

$\sum_{j=1}^N x_j = 1$ olarak dikkate alınmış, böylelikle 84 adet hisse senedinin aylık

ortalama getiri değerleri elde edilmiştir. Elde edilen aylık getiriler aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 3.1: IMKB 100 Endeksi Hisselerine İlişkin Ocak - Aralık 2006 Dönemi Ortalama Getiri Değerleri

AEFES	-0,01	DGZTE	-2,85	IHLAS	-5,04	SAHOL	2,00
AGYO	-2,14	DOAS	0,05	ISCTR	-2,96	SISE	0,94
AKBNK	-0,75	DOHOL	1,37	ISFIN	-0,86	SKBNK	1,18
AKCNS	2,54	DOKTS	7,69	ISGYO	-0,08	TATKS	0,70
AKENR	-1,83	DYHOL	-0,05	IZMDC	8,36	TCELL	1,42
AKGRT	1,41	ECILC	2,80	KARSN	-6,17	TEBNK	1,57
AKSA	0,84	ECYAP	-1,26	KARTN	-1,70	TEKST	-1,45
ALARK	-3,48	ECZYT	1,08	KCHOL	0,21	THYAO	-2,78
ANHYT	1,11	ENKAI	4,99	KOZAD	11,21	TOASO	5,71
ANSGR	-0,86	EREGL	1,08	KRDMD	-0,99	TRCAS	4,45
ARCLK	-0,67	FENER	0,85	MIGRS	4,28	TRKCM	-0,50
ASELS	-1,22	FINBN	2,80	MMART	-2,98	TSKB	-0,53
AYEN	-1,78	FORTS	-1,08	MRDIN	2,28	TTRAK	5,46
AYGAZ	-2,47	FROTO	1,21	NETAS	-2,12	TUPRS	0,29
BAGFS	-4,30	GARAN	-0,24	NTHOL	7,61	UCAK	-0,81
BEKO	-3,12	GLYHO	-1,97	NTTUR	2,51	ULKER	-2,04
BOLUC	-0,11	GOLDS	-0,03	OTKAR	4,19	UZEL	0,72
BOYNR	-1,62	GOLTS	2,94	PETKM	-3,95	VAKBN	-0,25
CIMSA	1,08	GRGYO	-1,00	PNSUT	0,79	VESTL	-3,06
DENIZ	3,47	GSDHO	-3,65	PRKTE	0,62	YAZIC	0,38
DEVA	4,76	HURGZ	-1,84	PTOFS	-1,63	YKBNK	0,12

Markowitz standart karesel programlama modeli ile portföy oluşturulabilmesi amacıyla Microsoft Excel içerisinde yer alan ÇÖZÜCÜ eklentisi kullanılmıştır. Modelde her inceleme dönemi için ayrı ayrı oluşturulan Excel dosyasına örnek olarak aylık getiriler, modelin amaç fonksiyonunun katsayılarını oluşturan varyans-kovaryans matrisi ve modeli aşağıdaki Şekil'de gösterilmiştir.

Şekil 3.3: Microsoft Excel’de Oluşturulan Karesel Programlama Modeli ve Parametre Değerleri

	B	C	D	...	...	CG	CH	CI
	AYLIK GETİRİ TALOSU (Ocak 2006 - Aralık 2006 Arası)							
	<i>Dönem</i>	AEFES	AGYO	...	...	YAZIC	YKBNK	İMKB 100
2	1 Ocak – 31 Ocak 2006	23.13	20.59	...	...	9.52	16.67	12.10
3	1 Şubat- 28 Şubat 2006	2.23	11.02	...	...	13.61	5.48	5.44
.	.	.	.	.	.	.	.	.
.	.	.	.	.	.	.	.	.
11	1 Ekim- 31 Ekim 2006	8.84	1.27	...	...	0.00	-1.22	9.90
12	1 Kasım- 30 Kasım 2006	6.33	-6.92	...	...	2.01	6.12	-5.95
13	1 Aralık- 29 Aralık 2006	3.55	-3.92	...	...	7.10	-2.88	2.49
14	Ortalama Getiri	-0.01	-2.14	...	...	0.38	0.12	-0,417
	VARYANS - KOVARYANS MATRİSİ							
		AEFES	AGYO	...	...	YAZIC	YKBNK	İMKB 100
19	AEFES	93.86	70.95	...	...	53.70	54.13	11.04
20	AGYO	70.95	256.33	...	...	107.28	156.19	6.97
.	.	.	.	.	.	.	.	.
.	.	.	.	.	.	.	.	.
101	YAZIC	53.70	107.28	...	...	86.42	71.34	12.80
102	YKBNK	54.13	156.19	...	...	71.34	122.10	6.91
103	İMKB 100	13.51	7.41	...	...	12.80	6.91	13.27
106	Portföyün Ağırlıkları	%3,42	%1,70	...	...	%0,54	%1,24	
107								
108	Kısıtlar	0,10						
110	Top. Portföy Ağırlığı	1,00						
111								
112	Portföyün Getirisi	-0.417						
113	Hedeflenen Getiri	-0.417						
114								
115	Portföyün Varyansı	61.150						
116	Standart Sapması	7.84						

Markowitz standart karesel programlama modeli ile ilgili Microsoft Excel 2003 alan tanımlamaları ve modelin çözümünde kullanılan formüller Tablo 3.2’de tanımlanmıştır.

Tablo 3.2: Markowitz Karesel Programlama Modeli ile İlgili Microsoft Excel Alan Tanımlamaları ve Modelin Çözümünde Kullanılan Formüller

Tanım Aralığı	Açıklaması	Formülü
C2 : CH2	Ortalama Getiriler	= ORTALAMA (C2 : C13) Yukarıdaki Formül (C14:CH14) aralığına kopyalanmıştır.
C19 : CH102	Varyans – Kovaryans Matrisi	= KOVARYANS (\$C\$2 : \$C\$13 ; C2 : C13) Yukarıdaki Formül (C19 : CH102) aralığına kopyalanmıştır.
C106 : CH106	Karar Değişkenleri, Finansal Varlıkların Portföy içindeki Payları	
C108	Kısıtlar	
C110	Portföy Ağırlıklarının Toplamı	= TOPLA(C106:CH106)
C112	Portföyün Getirisi	= TOPLA.ÇARPIM (C14: CH14)
C113	Hedeflenen Getiri	30.12.2006 – 31.12.2006 Dönemleri Arasında İMKB 100 Endeksinin Değişimi (getirisi)
C115	Portföyün Varyansı	= TOPLA.ÇARPIM (DÇARP (C14 : CH14 ; C19 : CH102) ; C14 : CH14)
C116	Portföyün Standart Sapması	= KAREKÖK (C115)

Markowitz karesel programlama modeli ile ilgili Microsoft Excel ÇÖZÜCÜ eklentisinin çözüm parametreleri Tablo 3.3.'de tanımlanmıştır.

Tablo 3.3: Markowitz Standart Karesel Programlama Modeli ile İlgili Microsoft Excel ÇÖZÜCÜ Eklentisinin Çözüm Parametreleri

Amaç Fonksiyonu	Karar Değişkenleri	Kısıtlayıcı Koşullar
Min \$C\$113	\$C\$106:\$CH\$106	\$C\$108 = 100 \$C\$105 : \$CH\$105 >= 0 \$C\$110 = \$C\$111

Bireysel emeklilik fonlarının, oluşturacakları portföyde bir hisse senedine yatırım yapabileceği üst limit yasal olarak sınırlanmıştır. Buna göre, emeklilik fonları fon varlıklarının en fazla %10'unu bir hisse senedine yatırabilmektedir. Dolayısıyla oluşturulacak portföy içerisinde bu kısıtın dikkate alınması zorunludur. Bu amaçla, portföy sınırlamaları içerisinde bu durum dikkate alınmış; portföy içerisinde % 40 olan hisse senedi oranına göre bir hisse senedinin maksimum oranı %25 ile sınırlandırılmıştır.

Böylelikle her bir hisse senedinin portföyde maksimum %10 oranında yer alması sağlanmıştır.

Markowitz standart karesel programlama modeli şeklinde ifade edilen modelin çözümlenmesi neticesinde İMKB 100 endeksi ile aynı risk ve getiri düzeyine sahip portföyler elde edilmiştir. Aylık dönemler itibariyle portföylerin risk-getiri profilleri aşağıdaki tabloda ortaya konulmuştur.

Tablo 3.4 : İMKB 100 Endeksinden Oluşturulan Portföylerin Risk-Getiri Profili

Portföyler	Getiri Artış %	Hedeflenen Getiri	Portföyün Varyansı
Portföy 1	Aynı	-0,417	61,150
Portföy 2	Aynı	-0,417	26,793
Portföy 3	Aynı	-0,417	2,033
Portföy 4	%1	1,000	0,844
Portföy 5	%2	2,000	0,688
Portföy 6	%3	3,000	0,876
Portföy 7	%4	4,000	1,463
Portföy 8	%5	5,000	1,467
Portföy 9	%6	6,000	2,397
Portföy 10	%7	7,000	5,100
Portföy 11	%8	8,000	16,405
Portföy 12	%8,716	8,716	107,445

Tablodan da görülebildiği üzere, portföy 1(P_1), portföy 2(P_2) ve portföy 3(P_3) endeksle aynı getiriye sahip, fakat risk kombinasyonları farklı olan portföyleri göstermektedir. P_1 , endeksle aynı risk ve getiriye sahip olan portföyü; P_2 , portföyle aynı getiriye ve maksimum riske sahip portföyü; P_3 ise endeksle aynı getiriye, fakat minimum riske sahip portföyleri ifade etmektedir.

Mevcut pazar endeksinin dağılımını oluşturan portföyü gösteren P_1 , endeks getirisine ve endeks riskine eşit portföyü ortaya koymaktadır. İMKB 100 Endeksi 2006 yılında -% 0,417 getiri elde etmiştir. Dolayısıyla endeksle aynı oranda getiriyi sağlayacak portföyün beklenen aylık ortalama getirisi -0,417, beklenen getirinin varyansı ise 61,150'dir. Modelin çözümlenmesinde endeksle aynı getiri ve maksimum riske sahip portföyün varyansı 26,793 olarak bulunmuştur. Dolayısıyla, verilen kısıtlar çerçevesinde varyansı

26,793'ün üzerinde olan P_1 portföyü için uygun çözüm kümesi oluşturulamamıştır.

Endeksle eşit getiri sağlayan fakat en yüksek risk seviyesine sahip portföy olan P_2 , 75 farklı hisse senedinden oluşmaktadır ve portföyün riski 26,793'dür.

Tablo 3.5: Endeksle Aynı Getiriye ve Maksimum Riske Sahip Portföy Bileşenleri ve Portföy İçerisindeki Ağırlıkları(%)

FENER	24,73	SAHOL	1,01	ARCLK	0,65	AEFES	0,48	GSDHO	0,20
KARTN	24,68	GARAN	1,00	FORTS	0,65	MRDIN	0,47	FROTO	0,18
GRGYO	4,24	TTRAK	1,00	ISGYO	0,64	DOHOL	0,47	KRDMD	0,15
IHLAS	3,30	KCHOL	1,00	DGZTE	0,63	AGYO	0,46	MMART	0,15
PETKM	2,55	TSKB	0,96	DYHOL	0,62	GOLTS	0,45	VESTL	0,13
PRKTE	1,49	CIMSA	0,91	SISE	0,61	ULKER	0,40	ECZYT	0,12
TEBNK	1,44	UCAK	0,90	ECYAP	0,59	AYGAZ	0,36	DENIZ	0,08
DOAS	1,33	GOLDS	0,86	ASELS	0,58	BAGFS	0,36	AKSA	0,07
SKBNK	1,31	VAKBN	0,78	TEKST	0,56	HURGZ	0,34	THYAO	0,06
AKCNS	1,30	UZEL	0,76	TRKCM	0,55	BEKO	0,33	IZMDC	0,04
TUPRS	1,27	PNSUT	0,72	AYEN	0,54	BOLUC	0,27	AKBNK	0,03
ISFIN	1,24	TOASO	0,67	ISCTR	0,52	GLYHO	0,23	OTKAR	0,02
ANSGR	1,19	MIGRS	0,67	NETAS	0,51	AKENR	0,23	KARSN	0,01
ANHYT	1,10	YAZIC	0,67	YKBNK	0,49	PTOFS	0,22	EREGL	0,005
AKGRT	1,09	BOYNR	0,66	ECILC	0,49	ALARK	0,22	TATKS	0,003

Oluşan portföyde dikkat çeken durum, portföyde sektörel yoğunlaşmanın söz konusu olmamasıdır. Portföy içerisinde FENER(%24,73) ve KARTN(%24,68) maksimum limite yakın oranlarda yer almıştır. Diğer hisse senetleri ise oldukça küçük sayılabilecek oranlarda portföyde yer almaktadır ve genele yaygın bir çözümleme kümesi ortaya çıkmıştır.

Endeksle aynı getiriye sahip olup riski en düşük olan portföy seçeneğini ortaya koyan P_3 portföyünde yer alacak hisse senedi sayısı 12'dir. Endeksin getirisine eşit fakat minimal riske sahip bir portföy oluşturulmak istendiğinde oluşturulacak portföyün bileşenleri aşağıda tabloda verilmiştir. Oluşturulan bu portföyün varyansı ise 2,033 olarak hesaplanmıştır.

Tablo 3.6: Endeks Getirisi ve Minimum Riske Göre Oluşturulan Portföyün Bileşenleri

FENER	25,00	IHLAS	13,79	NTHOL	4,59	DOKTS	0,39
KARTN	25,00	NTTUR	4,94	PETKM	2,50	DENİZ	0,16
TATKS	17,65	GRGYO	4,73	TUPRS	1,25	CIMSA	0,09 ⁽⁻³⁾

P₄ portföyünde beklenen getirinin %1 olması durumunda portföy getirisi ve riski ortaya konulmuştur. P₅-P₁₂ arasındaki portföyler, beklenen yıllık getirinin %1 artırılması durumundaki portföy bileşenlerini ortaya koymaktadır(Tablo 3.7).

Oluşan portföylerde dikkat edilecek nokta; portföy riskinin belirli bir hedeflenen getiri düzeyine kadar getiri artışından daha düşük oranda artış gösterdiğidir. Belirli bir noktadan sonra ise tam tersi bir durum yaşanmakta, beklenen getirideki 1 birimlik artış portföy riskini getiri artışından daha yüksek oranda artırmaktadır. Bu durum, belirli bir noktadan sonra portföy riskinin getiri ile doğru orantılı olarak arttığını göstermektedir. Hedeflenen getiri seviyesinin %1 olduğu P₄'ün varyansı 0,844'dür. Beklenen getiri artışı % 2'ye çıktığında portföy riski azalmakta(0,688), bu noktadan sonra getiri artışına bağlı olarak risk başlangıçta düşük oranlı artış göstermekte, getiri artırılmaya devam edildiğinde riskdeki artış oranı giderek yükselmektedir. Beklenen getiri % 2'den % 50 oranında artırılarak % 3'e çıkartıldığında portföy riski % 27 oranında artmakta; portföy riskinin artış oranı % 5'lik beklenen getiri seviyesinden sonra giderek artan oranda yükselmektedir. Bu durumda, alınmak istenen risk seviyesine göre uygun portföy seçiminde yatırımcı açısından P₈ tercih edilebilir optimal bir portföyü ortaya koymaktadır.

Tablo 3.7: Aylık Getirilerine Göre İMKB 100 Endeksinden Elde Edilen Portföy Bileşenleri ve Portföy Ağırlıkları (%)

Portföyler ve Hisse Senetlerinin Portföydeki Ağırlıkları(%)																			
Portföy 4		Portföy 5		Portföy 6		Portföy 7			Portföy 8		Portföy 9		Portföy 10		Portföy 11		Portföy 12		
FENER	25,00	FENER	25,00	FENER	25,00	DOKTS	23,42	TCELL	0,67	DOKTS	25,00	DOKTS	25,00	DOKTS	25,00	DOKTS	25,00	DOKTS	25,00
KARTN	25,00	KARTN	24,17	DOKTS	21,22	FENER	22,98	PNSUT	0,52	FINBN	19,34	ENKAI	20,38	ENKAI	20,00	IZMDC	25,00	IZMDC	25,00
TATKS	16,05	DOKTS	14,04	KARTN	13,77	IZMDC	9,18	MIGRS	0,41	IZMDC	10,94	FINBN	16,05	IZMDC	17,83	KOZAD	20,84	KOZAD	25,00
NTHOL	7,02	TRCAS	8,13	GRGYO	8,37	FINBN	6,33	TATKS	0,35	ENKAI	10,90	IZMDC	12,98	TOASO	13,21	ENKAI	12,13	NTHOL	25,00
DOKTS	6,26	GRGYO	7,41	FINBN	7,21	DEVA	6,12	TUPRS	0,33	FENER	7,86	KOZAD	7,85	KOZAD	9,90	TOASO	10,37		
GRGYO	5,10	NTHOL	4,00	IZMDC	6,47	KARTN	5,95	AKSA	0,25	EREGL	5,76	GOLTS	4,54	DEVA	6,75	NTHOL	4,88		
TUPRS	4,99	DEVA	3,78	EREGL	5,65	GRGYO	5,64	YKBNK	0,23	KOZAD	4,42	DEVA	4,48	NTHOL	4,18	DEVA	1,79		
TCELL	3,31	EREGL	3,15	NTHOL	3,98	EREGL	4,28	OTKAR	0,20	DEVA	3,15	NTHOL	3,23	FINBN	3,14				
DEVA	1,95	FINBN	3,06	DEVA	3,42	NTHOL	3,98	BOLUC	0,18	TUPRS	3,07	PNSUT	2,84						
PETKM	1,93	TCELL	2,96	TRCAS	2,74	TRCAS	2,51	ANHYT	0,17	TCELL	2,96	TCELL	2,13						
NTTUR	1,74	AKSA	1,68	ENKAI	1,56	KOZAD	2,02	AKBNK	0,14	NTHOL	2,95	TUPRS	0,50						
AKSA	1,65	ENKAI	1,42	AKSA	0,57	ENKAI	1,98	SAHOL	0,10	PNSUT	1,95								
AGYO	0,09 ⁻³	IZMDC	1,19	TCELL	0,04	TOASO	1,22	DOHOL	0,10	AKSA	1,70								
AEFES	0,07 ⁻³	AEFES	0,07 ⁻³			GOLTS	0,74	AGYO	0,002										

Ayrıca, ortaya çıkan tablo, çeşitlendirme ile portföy riski arasında doğrusal bir ilişkinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. P_2 ve P_3 portföyleri karşılaştırıldığında portföy çeşitlendirmesinin riski azaltmadığı görülmektedir.

P_2 - P_{12} arasındaki portföy bileşenleri incelendiğinde, hisse senetlerinin genellikle risk ve getiriden bağımsız olarak portföylerde yer aldığı sonucuna ulaşılmıştır. Ancak, DOKTS, İZMDC ve KOZAD gibi hisse senetleri getiriye duyarlı olarak portföye dahil olmakta, getiri artışına bağlı olarak bu hisse senetlerinin portföydeki ağırlıkları artmaktadır.

1.3. Model Sonuçlarının İrdelenmesi

Özel emeklilik fonlarına yönelik olarak, fon türlerinden “karma fon” baz alınarak bir fon modeli ortaya konulmaya çalışılmıştır. Çalışmada yasal kısıtlar çerçevesinde karma fonun yatırım alternatifleri arasında yer alan yatırım araçlarının ortalama getirilerinden hareketle öncelikle bir doğrusal programlama modeli oluşturulmuştur. Doğrusal programlama modeline esas teşkil eden değişkenlerin katsayıları, 1990-2005 yılları arası dönemde yatırım araçlarının yıllık reel getiri oranlarıdır. Amaç fonksiyonu getiri maksimizasyonu şeklinde tanımlanan ve kısıtları yasal çerçeve içerisinde oluşturulan doğrusal programlama modelinin çözümünde, getiri maksimizasyonunu sağlayacak yatırım portföyünün; % 20 hazine bonosu, % 20 devlet tahvili, % 40 hisse senedi, % 10 repo ve % 10 üç aylık mevduattan oluşması gerektiği sonucuna ulaşılmıştır. Başka bir ifade ile, oluşan portföyün % 60'lık kısmı sabit getirili menkul kıymetlerden, % 40'lık kısmı ise değişken getirili hisse senetlerinden oluşmaktadır. Bu şekilde oluşturulan portföyün yıllık reel getirisi ise %18,89 olarak hesaplanmıştır.

Modele dahil edilen hisse senetleri, İMKB 100 Endeksi içerisindeki hisse senetleridir. Dolayısıyla doğrusal programlama modelinde İMKB 100 Endeksinin 1990-2005 yılları arasındaki yıllık ortalama reel getirisi dikkate alınmıştır.

Doğrusal programlama modelinin çözümlenmesinin ardından, çözüm içerisinde yer alan % 40'lık hisse senedi için optimal portföyler oluşturulmaya çalışılmıştır. Bunun için 2006 yılı verileri kullanılmıştır. 2006 yılının dört çeyreğinde de İMKB 100 Endeksi içerisinde yer alan 84 adet hisse senedinin aylık ortalama getirilerinden hareketle, öncelikle endeksin getirisine sahip portföyün riski ortaya konulmuştur. Markowitz'in ortalama varyans modeline göre Microsoft Excel içerisinde yer alan ÇÖZÜCÜ eklentisi kullanılarak elde edilen portföyün(P_1) riski, modelin çözüm kümesini oluşturabilecek risk ölçütünün üzerinde olduğu için optimal çözüm kümesine ulaşılamamıştır.

Endeks kadar getiriye, fakat maksimum riske sahip portföyü ortaya koyan P_2 , 75 adet hisse senedinden oluşmaktadır ve portföyün varyansı 26,793 olarak hesaplanmıştır.

Endeksin getirisine eşit, fakat minimum riske sahip portföyü ortaya koyan P_3 ise 12 adet hisse senedinden(FENER(%25), KARTN(%25), TATKS(%17,65), İHLAS(%13,79), NTTUR(%4,94), GRGYO(%4,73), NTHOL(% 4,59), PETKM(% 2,50), TUPRS(%1,25), DOKTS(%0,39), DENİZ(%0,16), ve CİMSA(%0,00009)) oluşmaktadır ve portföyün varyansı 2,033 olarak hesaplanmıştır.

Aylık beklenen getirinin % 1-% 8,716 arasında olduğu portföylerin bileşenleri ve riskleri P_4 - P_{12} arasındaki portföylerde ortaya konulmuştur.

Bu portföylerde dikkat çeken hususlardan biri, portföylerin genele yaygın oluşudur. Başka bir ifade ile oluşan portföylerde sektörel yoğunlaşma görülmemektedir.

Ayrıca, oluşan portföylerde ortaya çıkan tablo, çeşitlendirme ile portföy riski arasında doğrusal bir ilişkinin olmadığını ortaya koymaktadır.

Başka bir husus, oluşan portföy bileşenleri incelendiğinde hisse senetlerinin genellikle risk ve getiriden bağımsız olarak portföylerde yer aldığının görülmesidir. Ancak, bunun yanında getiriye duyarlı olarak

portföyde yer alan hisse senetleri de mevcuttur. DOKTS, IZMDC, KOZAD gibi hisse senetleri getiriye bağılı olarak portföyde yer almakta ve getiri artışına paralel olarak portföydeki ağırlıkları artmaktadır.

Portföylerin risk ve getirileri arasında (istisnai P_5 portföyü hariç) genelde doğrusal bir ilişki söz konusudur. Portföy riski belirli bir getiri seviyesine kadar getiri artışından az artmakta, bu noktadan sonra ise getiri artışına nazaran portföy riski giderek artan oranda yükselmektedir. Bu durumun istisnası beklenen getirinin % 2 olarak kabul edildiği P_5 portföyüdür. P_5 portföyünün riski, beklenen getirinin % 1 olduğu P_4 portföyünün riskinden daha düşüktür ve yalnızca bu iki portföyde çeşitlendirme yoluyla riskin azaltılması sonucuna ulaşılabilir. Böyle bir durumda iki portföy arasında tercih yapacak yatırımcının P_5 portföyünü tercih etmesi daha rasyonel bir davranış olacaktır. Zira P_5 , P_4 'e nazaran daha düşük bir riskle daha yüksek bir getiri fırsatını ortaya koymaktadır.

Oluşturulan portföyler içerisinde optimal olabilecek portföy alternatifi P_8 portföyüdür. Zira, beklenen getirinin % 5 olduğu bu portföyden sonraki getiri oranlarında portföy riski artan oranlı bir yükselme göstermektedir.

Burada ifade edilmesi gereken önemli bir husus, portföyde yer alan hisse senetlerinin portföydeki ağırlıklarının 1'e eşit olmasıdır. Ancak İMKB'nin ağırlığı portföy içerisinde % 40 olduğu için bileşenlerin bu paralelde değerlendirilmesi gerekir. Bu durumda, örneğin hisse senetlerinden % 5 yıllık getiri hedefleyen bir yatırımcının portföyü ve yatırım araçlarının portföydeki ağırlıkları aşağıdaki gibi olacaktır.

Tablo 3.8: Model Sonucu Oluşan Portföyün Bileşenleri ve Yatırım Araçlarının Portföy İçerisindeki Ağırlıkları

Yatırım Araçları	Portföy İçerisindeki Ağırlığı(%)
Hazine Bonosu	20
Devlet Tahvili	20
3 Aylık Mevduat	10
Repo	10
IMKB 100	40
- DOKTS	10,00
- FINBN	7,74
- IZMDC	4,38
- ENKAI	4,36
- FENER	3,14
- EREGL	2,30
- KOZAD	1,77
- DEVA	1,26
- TUPRS	1,23
- TCELL	1,18
- NTHOL	1,18
- PNSUT	0,78
- AKSA	0,68

SONUÇ

Özel emeklilik fonları, çalışanların çalışma dönemlerindeki gelirlerinden tasarruf ederek, emeklilik dönemlerinde daha iyi bir hayat standardı sürdürebilmelerine olanak sağlayan, koşulları önceden belirlenmiş bir emeklilik planı çerçevesinde yapılan katkıların birey adına açılacak bir hesapta toplanarak, profesyonel portföy ilkeleri doğrultusunda yatırıma yöneltildiği kurumsal yapılar olarak tanımlanmaktadır.

Uygulandığı ülkelerde “mesleki emeklilik fonları” ve bireysel emeklilik fonları” şeklinde iki farklı versiyonu bulunan bu fonlardan mesleki emeklilik fonları, genellikle bir mesleğin icrasına bağlı olarak oluşturulan, yalnızca meslek çalışanlarının katılabildikleri özel yönetimli emeklilik fonlarıdır. Bireysel emeklilik fonları ise herhangi bir mesleğin icrasına bağlı olmadan, fiili haklarını kullanma ehliyetine sahip herkesin katılabileceği özel yönetimli kurumsal yapılardır. Her katılımcının bir bireysel hesabının olduğu ve fon durumunun bu hesaptan takip edildiği bu fonlar, tasarruf imkanı bulunan bireylere emeklilik dönemlerinde daha iyi bir hayat standardı sağlama olanağı vermektedir.

Sosyal güvenlik sisteminin emeklilik ayağında yer alan özel emeklilik fonları, ilk uygulamaları 1800’lü yılların ortalarına dayanan, 1940’lı yıllardan beri sanayileşmiş ülkelerde, 1980’li yıllardan beri ise diğer gelişmekte olan ülkelerde yoğun olarak uygulanmaya başlanan kurumsal yapılardır. Bu fonların bilinen ilk uygulamaları Almanya’da ortaya çıkmış, bunu başta ABD’de demir yolu şirketleri olmak üzere farklı sektörler ve ülkeler takip etmiştir. Sonraki dönemlerde bu kuruluşlar, gelişmiş OECD ülkelerinin sosyal güvenlik sistemlerinde, daha ziyade mesleki emeklilik fonu şeklinde kendilerine yer bulabilmeyi başarmışlardır.

İkinci Dünya Savaşı’nın ardından, özellikle gelişmiş ülke halkları açısından sosyal güvenlik sistemi, refah devletinin sembolü haline gelmiştir. Bununla birlikte aynı dönemde hayat standartlarının iyileşmesi, sağlanan tıbbi

gelişmeler neticesinde insan ömrünün uzaması ve doğum oranının azalması gibi faktörler gelişmiş ülkelerin demografik yapısının hızla değişmesine yol açmıştır. Değişen bu yapı, sosyal güvenlik sisteminde aktif/pasif oranının bozulması sonucunu doğurmuş, bunun neticesinde geçmişte kurulan koşullarla sosyal güvenlik sisteminin sürdürülebilme olanağı ortadan kalkmıştır.

Bu durumu önceden görerek sosyal güvenlik krizinin yaklaşmakta olduğunu öngören ülkeler gerekli tedbirleri zamanında alarak sosyal güvenlik sistemlerini değiştirmiş, böylelikle değişimden dolayı ortaya çıkan finansal yükü geniş bir zaman dilimine yaymayı başarmışlardır. Buna karşılık, bu durumu zamanında farkına varamayan ülkelerde sosyal güvenlik sistemleri krize sürüklenmiş, alınması gereken tedbirler ağırlaşmış ve yükün sosyal taraflarca ne oranda paylaşılacağı tartışmaları toplumsal huzursuzluğu artırmıştır.

Gelişmiş ülkelerde demografik yapıdan kaynaklanan değişim neticesinde sosyal güvenlik sistemleri finansal krize girerken, nispeten genç bir nüfusa sahip olan gelişmekte olan ülkelerin sosyal güvenlik sistemleri de benzer şekilde krize girmiştir. Ancak bu ülkelerdeki sosyal güvenlik sistemlerinin krize sürüklenmesi demografik yapının değişmesinden değil, tamamen aktüeryal ilkelere aykırı uygulamalardan kaynaklanmıştır.

Gelişmekte olan ülkelerin büyük bir bölümünde, sosyal güvenlik sisteminde aktüeryal dengenin önemi yasa yapıcılar ve uygulayıcılar tarafından anlaşılamamış; politik müdahaleler sistemin dengesini güçlendirmek yerine bozucu yönde olmuş, emeklilik maaşları primlerle karşılanamayacak derecede artırılmış, fonlar verimsiz, düşük getirili kamu projeleri ve sosyal güvenliğin sağlık sigortası branşının finansmanında kullanılarak enflasyonist ortamda eritilmiş, bürokrasinin etkili konumundaki nüfuz sahibi kesimlere toplumun genelinden daha kolay ve daha yüksek düzeyde sosyal güvenceler sağlanmış, kayıtdışı ekonomide çalışan geniş kitleler nedeniyle sosyal güvenlik kapsamı artırılmamış, emekli olmak için

rasyonel bir yaş haddi yerine belirli bir süre çalışmak yeterli görülmüştür. Tüm bu uygulamaların neticesinde tüm dünyada sosyal güvenlik sistemleri çok büyük bir finansal krize sürüklenmişlerdir.

Gerekçesi her ne olursa olsun, krize giren sosyal güvenlik sistemleri ülkeleri mecburi olarak önlem almaya yöneltmiştir. Alınan önlemler, emeklilik yaşı ve primlerin yükseltilmesi, emekli aylıklarının azaltılması, ayrıcalıklı uygulamaların kaldırılması, erken emekli olma koşullarının zorlaştırılması, emeklilik maaşlarının endekslenmesi, yüksek emeklilik maaşlarının yüksek oranda vergilendirilmesi gibi parametrik tedbirler yanında, mevcut sistemi destekleyen, ilave bir emeklilik geliriye olanak sağlayan kuruluşların sisteme dahil edilmesi şeklinde olmuştur. Bu anlamda ilk uygulamalar OECD ülkelerinin bazılarında 1940'lı yılların sonlarında başlamış ve bu ülkeler daha ziyade mesleki emeklilik fonu şeklinde bu fonları mevzuatlarına dahil etmiştir.

Gelişmekte olan ülkelerdeki uygulamalar ise 1980'li yıllarda Şili tarafından uygulanan modelin başarılı sonuçlar vermesi neticesinde takip eden yıllarda diğer ülkelerce de uygulanmaya başlanmıştır. Ancak bir farkla ki bu ülkelerdeki uygulamalar OECD ülkelerindeki uygulamaların aksine daha ziyade bireysel emeklilik fonları şeklinde gündeme gelmiştir.

Gelişmekte olan ülkeler arasında en çarpıcı uygulama Şili tarafından gerçekleştirilmiştir. Sosyal güvenlik sistemindeki krizin derinleşmesi neticesinde Şili, son derece radikal bir kararla Jose Pinera önderliğinde kamu emeklilik fonlarını tamamen sistemden kaldırıp yerlerine özel emeklilik fonlarını getiren bir reform çalışması başlatmıştır. Uygulandığı dönemde GSYİH'nın % 5'i oranında bütçe fazlası veren bir ekonomiye sahip olan Şili'deki uygulamada mevcut sistemin tamamen değiştirilmesi sonucu ortaya çıkan geçiş maliyeti, devletin uzun vadeli tahvil ihraç etmesi yoluyla aşmaya çalışılmış(Fisunoğlu,1998:141) ve sistem mümkün olan en az hasarla reforma tabi tutulmuştur. Şili'nin uyguladığı bu modelin zamanla son derece başarılı sonuçlar vermesi, diğer ülkelerin de modeli incelemeleri sonucunu doğurmuş, aynısı olmamakla birlikte benzer modeller başta Latin Amerika

olmak üzere dünyanın diğer ülkelerinde de uygulama alanı bulmuştur. OECD, Dünya Bankası gibi kurumların da destek verdiği modelleme çalışmaları sonucu 2003 yılı verilerine göre bu fonlara mevzuatlarında yer veren ülkelerin sayısı 30'a ulaşmıştır.

Günümüzde 15 trilyon dolar civarındaki varlık düzeyleri ile global sermaye piyasalarının önemli kurumsal yatırımcılarından biri haline gelen özel emeklilik fonlarının temel amacı, esasında çalışan ve sisteme katkı sağlayan kitlelere emeklilik döneminde daha yüksek bir hayat standardı sağlamaktır. Ancak, bu kuruluşların ulaştıkları varlık seviyesi, bu kuruluşlara daha farklı makroekonomik fonksiyonlar yüklenmesine neden olmuştur. Özel emeklilik fonlarının olağan portföy yatırımlarını gerçekleştirmeleri sırasında ortaya çıkan bu makroekonomik fonksiyonlar başlıca üç alanda toplanmaktadır;

- Yeni finansal kurumların ve sermaye piyasasının gelişmesine katkıda bulunmak,
- Uzun vadeli tasarruf düzeyini artırmak ve artan tasarrufların özel sektör tarafından verimli alanlara yönlendirilmesi sürecini etkinleştirmek,
- Özelleştirme sürecini etkinleştirerek piyasa ekonomisinin gelişimini hızlandırmak.

Özel emeklilik fonları bir taraftan asli fonksiyonunu yerine getirirken, diğer taraftan kendisinden beklenen diğer fonksiyonları da yerine getirmek gibi bir misyonun altında kalmıştır.

Emeklilik planları, emeklilik fonlarının uygulanmasına aracılık eden yazılı anlaşmalar şeklinde tanımlanabilir. Bu bağlamda, emeklilik planı türleri aynı zamanda emeklilik fonları sınıflaması anlamına da gelmektedir. Literatürde ise emeklilik planlarının sınıflandırılmasında bir kavram birliği oluşmamış; sınıflandırma farklı kaynaklarda çok farklı şekillerde yapılmıştır. Bazı kaynaklarda, emeklilik planları fonksiyonel açıdan emeklilik planları ve

kaynağı açısından emeklilik planları şeklinde incelenirken başka bir sınıflamada çok daha farklı bir tanımlama yapılabilmektedir. Bu çalışmada emeklilik planları, belirlilik esasına göre ve yönetim yapısına göre emeklilik planları şeklinde ikili bir ayırma gidilerek ele alınmıştır. Belirlilik esasına göre emeklilik planları, katkısı belirlenmiş emeklilik planları ve getirisi belirlenmiş emeklilik planları şeklinde incelenirken, yönetim yapısına göre emeklilik planları da kamu emeklilik planları ve özel emeklilik planları şeklinde ikili bir ayırma tabi tutulmuş, özel emeklilik planları kendi içerisinde mesleki emeklilik planları ve bireysel emeklilik planları şeklinde sınıflandırılmıştır. Bu tür bir ayırımın gerek dünya uygulamaları incelemesinde gerekse Türkiye'deki uygulamada daha doğru olacağı düşünülmektedir.

Türkiye'de uygulamaya konulan özel emeklilik modeli, gönüllü katılıma dayalı bireysel emeklilik şeklindedir. Genç bir nüfusa sahip olan Türkiye'de, uygulanan yanlış politikalar, emeklilik hizmeti sağlayan kuruluşların aktüeryal yapılarının bozulmasına neden olmuş ve sistem 1990'lı yılların başından itibaren finansal açık vermeye başlamıştır. 1996 yılında Hazine Müsteşarlığı koordinatörlüğünde Uluslar arası Çalışma Örgütü(ILO) tarafından yapılan bir çalışmada, mevcut yapının devam etmesi durumunda emeklilik kuruluşlarının finansal açığının 2050 yılında GSMH'nin %14'üne ulaşacağı öngörülmüş ve sistemin reforma tabi tutulması gerekliliği üzerinde durulmuştur. Sonraki yıllarda, bu kuruluşların finansal açığının giderek artması, reform ihtiyacını zorunlu kılmış; bu amaçla bir taraftan emekli olma koşullarını yeniden düzenleyen yasal düzenlemeler yapılırken diğer taraftan özel emeklilik fonlarının sisteme katılması konusunda gerekli çalışmalar yapılmaya başlanmıştır.

Bu çalışmalar kapsamında ILO tarafından hazırlanan raporda üzerinde durulan dört farklı alternatiften Türkiye'nin koşullarına en uygun olduğuna kanaat getirilen; mevcut sistemin devamı ve bunun yanında mevcut sistemin destekleyicisi olan gönüllü katılıma dayalı bir sistem seçeneğinin uygulanmasına karar verilmiştir.

Yasal alt yapı hazırlıklarının tamamlanması neticesinde konu TBMM gündemine taşınmış ve “Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu” 28 Mart 2001 tarihinde TBMM’de kabul edilmiş, 7 Nisan 2001 tarihinde Resmi Gazetede yayımlanmış ve 7 Ekim 2001 tarihinde yürürlüğe girmiştir. Böylelikle sosyal güvenliğin üç ayağı da Türkiye’de yürürlüğe sokulmuştur. Türkiye’de üç ayaklı sosyal güvenlik yapısının ilk ayağını kamu sosyal güvenlik kurumları sağlarken, ikinci ayakta yer alan mesleki emeklilik fonları, nispeten OYAK ve geçici 20.Madde Sandıkları sayesinde mevcut bulunmaktadır. Zira bu kuruluşlardan OYAK, ordu mensuplarına emeklilik hizmeti sağlarken 20.Madde Sandıkları, banka ve sigorta sektörü çalışanlarına bu hizmeti sağlamak amacıyla oluşturulmuştur. Bu kuruluşlardan OYAK, aynı zamanda özel emeklilik planlarının Türkiye’deki ilk uygulaması olma özelliğine sahiptir.

Bireysel emeklilik sisteminin uygulanmaya başlanmasıyla ilk planda GSMH’nın %5-10’u arasında bir fonun oluşturulması hedeflenmektedir. Bunun sağlanabilmesi için sisteme vergisel teşvikler sağlanmıştır. Bu amaçla, bir taraftan ücretlilerde yıllık ücretin, serbest meslek mensuplarında yıllık gelirin %10’unu ve asgari ücretin yıllık tutarını aşmamak üzere ödenen katkı paylarının gelir vergisi matrahından indirilebilmesine olanak sağlanırken, diğer taraftan emeklilik yatırım fonlarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançları kurumlar vergisinden istisna tutulmuştur.

Özel emeklilik fonlarının mikro ve makro bazda kendilerinden beklenen fonksiyonları yerine getirebilmesi, uygulandıkları ülkelerde bir takım koşulların mevcudiyetine bağlıdır. Bu koşullar, en genel anlamda istikrarlı bir ekonomik ortam, bu fonları kurup uygulayabilecek kararlı bir yönetim, taahhütlerini yerine getirebilecek güçte, etkin çalışan bir bankacılık ve sigorta sektörü, iyi düzenlenmiş bir yasal çerçeve, etkili denetim(Karan-Karacabey,2003:13) ve iyi oluşturulmuş ve etkin bir sermaye piyasası olarak ifade edilmektedir. Bu koşullara sahip olan ekonomilerde özel emeklilik fonlarının başarılı olacağı inancı hakimdir. Bu nedenle özel emeklilik fonlarını

sosyal güvenlik sistemlerine katmayı düşünen ülkeler bir taraftan da bu koşulları sağlayabilmek için çalışmaktadırlar. Bu durum ise doğal olarak ekonominin belirli bir disiplin içerisine girmesine yol açmaktadır.

Özel emeklilik fonlarının başarılı olabilmesinin ön koşullarından biri olan bankacılık ve sigortacılık sektörünün gelişmişliğini artırabilmek amacıyla, bu fonları uygulayan ülkelerin en sık başvurdukları yöntem, adı geçen sektörlerle yabancı sermaye çekmektir. Sistemin başarısı için gerekli olan ekonomik istikrar ortamının sağlanması, büyük hacimli yabancı finans kuruluşlarının bu iki sektöre ilgi göstermesini tetiklemektedir. Bu sonuçta, gelişmekte olan ülkelerin sunduğu daha yüksek getiri fırsatlarının yanında, özel emeklilik fonlarının sermaye piyasasının gelişimine katkı sağlamasının da büyük payı vardır. Bankacılık ve sigortacılık sektörüne yönelen yabancı sermaye girişi, bir taraftan bu sektörlerin gelişmesine katkı sağlarken, diğer taraftan ekonomik istikrar üzerinde de etkili olmakta; bu durum emeklilik sisteminin başarı şansını daha fazla artırmaktadır.

Kurumsal yatırımcı olarak özel emeklilik fonlarının bireysel ve toplumsal tasarruflar üzerinde nasıl bir etkisinin olduğu konusu tartışmalı bir konudur. Bu konuda yapılan çalışmalardan bir kısmı özel emeklilik fonlarının toplumsal tasarrufları olumlu yönde etkilediğini ifade ederken, bazıları ise bir etkisinin olmadığını ileri sürmektedir. Esasında, özel emeklilik fonlarının ulusal tasarruflar üzerine etkisi, bu fonların uygulandığı ülkelerin sistem kurallarına göre farklılık arz etmektedir. Geçiş maliyetinin olup olmaması, varsa bu maliyetin karşılanma biçimi, uygulanan modelin gönüllü veya zorunlu olması, marjinal tasarruf oranlarının gruplar arası dağılımı gibi faktörler emeklilik fonlarının toplam tasarruflar üzerindeki etkisini belirlemektedir(Walker-Lefort,2001:10). Örneğin, sisteme katılımın gönüllü olduğu ülkelerde bireyler, gelir seviyesinin düşüklüğü, ilave tasarrufa ihtiyaç duymama, uzun vadeli tasarruf kültürünün olmaması veya emeklilik döneminde yeterli emeklilik gelirine sahip olma düşüncesi gibi nedenlerle sisteme katılmak konusunda isteksiz davranabilmektedirler. Bu durum bireysel tasarrufları artırmadığı gibi

ulusal tasarrufları da etkilememektedir. Sisteme katılımın zorunlu olduğu ülkelerde ise sistemde biriken zorunlu tasarruflar bir sermaye birikimi yaratmakla birlikte, bu uygulamada ulusal tasarrufların artması ancak gönüllü tasarruf oranının üzerinde bir tasarruf yapılması durumunda mümkündür. Böyle bir durumda, bireyler sisteme yaptıkları katılımı tasarruf açısından yeterli görüp, ilave bir tasarruf yapmak konusunda isteksiz davranabileceklerinden, doğal olarak ulusal tasarrufların artması da mümkün olmayacaktır. Dolayısıyla, toplumsal tasarrufların artmasını isteyen ülkelerin, gönüllü tasarrufları artırma yönünde önlemler alması zorunludur. Bu önlemlerden en önemlisi kuşkusuz sağlanan vergisel teşviklerdir.

Özel emeklilik fonlarının ülkeler bazında tasarruflar üzerine etkisini ortaya koyan ilk çalışmalardan biri ABD’de yapılmıştır. 1974 yılında Fildstein tarafından zaman serileri kullanılarak yapılan bu çalışma ABD’de özel emeklilik fonlarının gönüllü bireysel tasarrufları %65 oranında azalttığını, ancak toplam tasarrufların %35 oranında arttığını ortaya koymuştur (Pesando,1992:127). Aynı araştırmacı tarafından benzer metodoloji kullanılarak 1996 yılında yapılan bir diğer çalışmada da benzer sonuçlara ulaşılmıştır(Engen-Gale,2000:110).

Bu konuda yapılan diğer çalışmalar, İsviçre(James,1997), Romanya(Menil-Sheshinski,2000) ve Şili(Engen-Gale,2000) gibi ülkelerde özel emeklilik fonlarının ulusal tasarrufları artırdığını ortaya koymaktadır.

Gönüllü katılımın esas alındığı, geçiş maliyetinin olmadığı Türkiye’de ise bu kuruluşların toplam tasarruflar üzerine yaratacağı etki sistemin başarısı ile doğru orantılı olacaktır. Türkiye’de bireyler ve özel kuruluşların tasarruflarından oluşan özel tasarruflar nispeten yüksek sayılabilecek düzeydedir. Tasarruflara yönelik temel problem, kamunun tasarruf dengesinin negatif olmasıdır. Bunun sonucu olarak Türkiye’deki ulusal tasarruflar düşük oranlarda kalmakta, oluşan tasarruf-yatırım açığı dış finansmanla karşılanma yoluna gidilmektedir. Kamu tasarruflarının artması sonucu kamu tasarruf dengesinin pozitif çıkması, Türkiye’de ulusal

tasarrufları artıracaktır. Özel emeklilik fonları, oluşmasına katkı sağladığı ekonomik istikrar neticesinde azalan enflasyon ve buna bağlı olarak düşen faiz oranları nedeniyle kamunun finansman yükünün azalmasına aracılık etmekte, bu durum kamu tasarruf açığının azalmasına katkı sağlamaktadır.

Öte yandan, özel emeklilik fonlarının, emeklilik dönemlerinde çalışanlara katkı sağlayabilmesi, yatırım stratejisi ile de doğrudan ilişkilidir. Yatırım stratejisi ise -destek alabilmekle birlikte- bireyin kendisi tarafından oluşturulmaktadır. Doğru yatırım stratejisini seçemeyen bireyler, nispeten düşük bir getiriye sahip olabilmekte ve hatta bazı durumlarda ana paralarının bile erimesi söz konusu olabilmektedir. Diğer seçeneklere göre daha riskli bir yatırım aracı olan hisse senetleri ağırlıklı portföyü tercih edenlerin karşılaşacağı bu risk daha az riskli yatırım tercihlerinde azalmaktadır. Riskin minimum olarak kabul edildiği kamu kağıtlarını tercih edenler için ise böyle bir durumla karşılaşma ihtimalleri yok denecek kadar azdır. Bu riskleri mümkün olduğunca minimuma indirebilmek amacıyla, pek çok ülke yatırım portföylerini çeşitlendirmek ve üyelere bu fonları belirli aralıklarla değiştirebilme olanağı sağlamak yoluna gitmiştir. Bu şekilde üyeler, yatırım tercihlerini hiçbir maliyete katlanmadan değiştirebilmekte, ve duruma uygun yatırım alternatiflerinin seçimi konusunda daha rahat hareket edebilmektedirler.

Türkiye’de oluşturulan bireysel emeklilik sisteminde de aynı yöntem benimsenmiştir. Bireyleri sisteme dahil edebilmek ve sistemin kısa sürede kendisinden beklenen fonksiyonları yerine getirebilecek büyüklüğe ulaşabilmesini sağlayabilmek amacıyla üyelere yılda bir kez üye oldukları emeklilik fonunu, yılda bir kez bağlı oldukları emeklilik planını değiştirebilme hakkı sağlanmıştır. Sistemin başarılı olabilmesinin temel koşullarından biri olarak kabul edilen vergisel teşvikler konusunda da Türkiye’de yeterli katkının sağlandığı düşünülmektedir. Nitekim, bu fonlara ödenen aidatlar, kaynağı ne olursa olsun yıllık asgari ücret tavanını aşmamak koşuluyla % 15 oranında GV’den istisna tutulmuştur. %15’lik bu teşvik, enflasyonun %10’un altına

indiği bu günlerde oldukça önemli bir katkı anlamına gelmektedir. Özel emeklilik fonlarının başarılı olduğu ülkelerde yapılan çalışmalar, bu başarının en önemli nedenlerinden birinin sağlanan vergi teşvikleri olduğunu ortaya koymaktadır. Dolayısıyla, Türkiye’de de sağlanan bu teşviklerin sistemin geleceğine olumlu katkı sağlayacağı bir gerçektir.

Türkiye’de sistemin başarılı sonuçlar vermesi belenmekle birlikte, sistemin karşı karşıya kaldığı problemler de mevcuttur. Bu problemlerin en önemlilerinden biri Türk halkının sisteme bakışıdır. Özellikle 1990’lı yılların başlarında yaşanan hayat sigortaları tecrübesinin Türk halkı üzerinde bıraktığı kötü izlenim, halkın bu tür fonlara bakış açısını olumsuz anlamda etkilemektedir. Öte yandan, devlet sorumluluğunda olan “zorunlu tasarruf hesapları”, “konut edindirme fonu” gibi başlangıçta büyük umutlarla başlanan uygulamaların zamanla hüsrana dönüşmesi de bir taraftan halkın bu duygusunu pekiştirirken diğer taraftan “devlet güvencesine” olan inancı sarsmıştır.

Bu olumsuzlukları aşmanın yolu, sistemin doğru kampanyalarla halka iyi anlatılmasıdır. Böylece halkın sisteme bakışı olumlu anlamda değişebilecek ve sistemin gelecekte başarılı sonuçlar vermesi sağlanabilecektir. Ancak bunun kolay sağlanabilecek bir gelişme olmadığını da ifade etmek gerekir.

Sistemin Türkiye’de başarısını etkileyebilecek başka bir durum, Türkiye’deki gelir dağılımının bozukluğudur. Dünya uygulamaları şunu göstermiştir ki, eğer özel emeklilik fonlarına katılım zorunlu tutulmamışsa, bu tür fonlardan daha ziyade orta ve üst gelir grupları yararlanmaktadır. Nitekim, Türkiye’deki ilk uygulamalar bu kanıyı desteklemektedir. 2005 yılı verilerine göre Türkiye’de imzalanan yaklaşık 715 bin sözleşme içerisinde sözleşme büyüklüğü aylık 300 YTL’nin üzerinde olan kişi sayısı %29 ile en büyük payı almaktadır. Bakiyeli hesaplara oranlandığında bu oran %35’e karşılık gelmektedir. %17 oranındaki “sıfır” bakiyeli hesaplar dikkate alınmadığında sözleşme büyüklüğü 200 YTL’nin üzerinde olanların oranı ise % 50 civarındadır. Bu sonuç, Türkiye’deki sistemin de daha ziyade üst-üst orta

gelir grubuna hitap ettiğini ortaya koymaktadır. Türkiye açısından ise sorun bu gruptakilerin sayısal olarak oldukça düşük olmasıdır. 2003 yılında faaliyete başlayan bireysel emeklilik fonları, sistemin ilk yıllarında potansiyel müşterilerin büyük bölümüne ulaşmış durumdadır. Dolayısıyla bundan sonraki süreçte sistemin büyüyebilmesi alt-orta gelir grubunun sisteme çekilebilmesi ile mümkün olabilecektir.

Sistemin başarısını etkileyebilecek bir diğer değişken, Türk insanının uzun vadeli yatırım konusundaki düşüncesidir. Bugüne kadarki deneyimler, bu konuda Türkiye'deki uygulamaların çok da başarılı olamadığını ortaya koymaktadır. Türk insanına uzun vadeli düşünebilme ve yatırım kararı verebilme alışkanlığı kazandırılmadan bu sisteme geçilmiş olması, sistemin başarısını ciddi oranda etkileyebilecek bir durumdur.

Ayrıca, özel emeklilik fonlarına üye olan katılımcıların aidatlarının düzenli yatırılma oranı da sistemin başarısını doğrudan etkileyecek değişkenlerden biridir. Bu konuda özellikle bireysel emeklilik fonlarının ağırlıklı olduğu Latin Amerika ülkelerindeki veriler, önemli oranda katılımcının düzenli ödeme yapmadığını ortaya koymaktadır. Örneğin, sisteme düzenli aidat yatıranların oranı(1999 yılı verilerine göre) Meksika'da %61, Uruguay'da %56, Peru'da %44, Arjantin, Şili ve Kolombiya'da %40 civarındadır(Kay-Kritzer,2001:50). Aidatların düzenli yatma oranının düşük olması kuşkusuz Türkiye'deki sistemin başarısına da olumsuz etki yapacaktır. Bunun için, gerek kanun yapıcılar gerekse de emeklilik şirketleri tarafından bu konuya ilişkin önlemlerin alınması ve uygulamanın bu paralelde gerçekleştirilmesi zaruridir.

Bir başka önemli husus üyelerden yapılan kesintilerdir. Türkiye'de emeklilik şirketleri katılımcılarından "giriş aidatı", "yönetim gider kesintisi" ve "fon işletim gideri" adı altında komisyon almaktadır. Yasaya göre katılımcılardan yapılacak kesintilerde üst limit; giriş aidatında bir defaya mahsus aylık asgari ücretin brüt tutarı, yönetim gider kesintisinde yapılan katkı üzerinden %8, fon işletim gideri olarak fonun net varlık değeri üzerinden

günlük yüz binde on olarak belirlenmiştir. Emeklilik şirketleri bu oranları limitleri aşmayacak şekilde diledikleri gibi belirleme hakkına sahiptir. Fakat sistemdeki ilk uygulamalar oranların üst limitlere yakın belirlendiğini ortaya koymaktadır. Bu durum, özellikle sistemin başarısı açısından oldukça önemli olan ilk yıllarda büyük bir riski de beraberinde getirmektedir. Zira sistemin ilk yıllarında herhangi bir nedenle yatırım fonunu değiştirmek isteyen katılımcıların, mevcut oranlara göre ana parasını bile transfer edememesi söz konusu olabilir. Bu durumun kamuoyuna yansması, daha önce ifade edildiği üzere var olan kuşkuların yeniden gündeme gelmesine yol açacak ve sistemin başarısı doğal olarak bundan olumsuz etkilenecektir. Böyle bir durumun sistemin geleceğini olumsuz etkileyeceği ise aşîkardır.

Diğer taraftan, yüksek işletim giderleri tüm dünyada emeklilik fonları açısından önemli bir handikaptır. Özellikle gönüllü katılıma dayalı bireysel emeklilik fonlarının uygulandığı ülkelerde sistemin ilk yıllarında tanıtım amaçlı gerçekleştirilen yüksek reklam harcamaları nedeniyle önemli oranlarda idari gider kesintisi yapılmaktadır. Sistemin ileriki yıllarında reklamın amacı değişmekle birlikte ağırlığı değişmemektedir. Zira, bu aşamada emeklilik fonları yeni üye imkanı azaldığı için yapılacak reklamlarla diğer emeklilik şirketlerinden üye transferini amaçlamaktadır. Bunun sonucunda yapılan reklam harcamaları idari gider oranının azalmasına mani olmaktadır. Bunun en çarpıcı örneği Arjantin'de yaşanmış, yüksek idari giderler nedeniyle bir çok emeklilik şirketi piyasadan çekilmek zorunda kalmıştır. Sistemin devamlılığını tehlikeye düşüren bu uygulama neticesinde emeklilik fonlarının üyelerden gerçekleştirdikleri yönetim gideri kesintisi yapılan katkıların % 24'üne kadar çıkmıştır(Kay-Kritzer,2001:48). Durumun önemini kavrayan emeklilik fonları, diğer fonlardan üye transferini amaçlayan reklam çalışmalarını azaltma konusunda anlaşmaya vararak sorunu çözüme kavuşturmuşlardır.

Bu handikapı ortadan kaldırabilmek amacını güden diğer bir uygulama ise İsveç tarafından gerçekleştirilmiştir. İsveç, yoğun şekilde bilgisayar teknolojisine dayalı, mümkün olduğunca düşük idari gideri olan bir model

geliştirerek yönetim giderlerini minimuma indirmeyi ve bu şekilde üyelerin getirilerini yükseltmeyi amaçlamıştır.

Özel emeklilik fonları açısından uzun vadede tüm dünya için geçerli olan riskler de mevcuttur. Bu sistemin başarısı, bugünkü koşulların devam etmesi ile doğru orantılıdır. Koşulların değişmesi durumunda sistemin nasıl sonuçlar doğuracağı tam olarak bilinmemekle birlikte bu konuda Arjantin’de 2001 krizinde yaşanan örnek, fikir vermesi açısından son derece önemlidir. Arjantin ekonomisi 2001 yılında krize yakalandığında, Arjantin hükümetinin ilk aldığı kararlardan biri özel emeklilik fon varlıklarına el koymak olmuştur. Bu konuda diğer ülkelerden bir veya birkaçında ileriki yıllarda yaşanacak benzer gelişmeler, sistemin geleceğine ciddi oranlarda zarar verebilir.

Özel emeklilik fonlarının sermaye piyasaları üzerine ne gibi etkilerinin olacağı tam olarak ortaya konulamamıştır(Vittas, 2002:1). Ancak, bu fonların uzun vadeli sermaye oluşturmada başarılı sonuçlara ulaşması, bu konuda bir ön fikir vermektedir. Yapılan çalışmalar, sistemin kurulduğu ülkelerde özellikle ilk yıllarda başarılı sonuçlar verdiğini ortaya koymaktadır. Sermaye piyasalarının “geleceği satın almak” ilkesinden yola çıkarak bu durumun gelecekte piyasalarda olumlu sonuçlar doğuracağı beklenebilir. Oluşan sermayenin büyüklüğü ve bu sermayenin yatırım araçları arasındaki dağılımı, sistemin başarısı açısından son derece önemlidir. Gerekli büyüklüğe ulaşamayan fonların, piyasaları etkileme gücü olamayacağı gibi başarılı olma şansı da bulunmamaktadır. Bu konuda dikkate alınması gerekli olan diğer bir husus uluslararası büyük fonların stratejileridir. Bu fonlar, özel emeklilik fonlarının uygulamaya konulacağı piyasalarda önceden pozisyon alarak getirilerini maksimuma çıkarmaya ve nihai aşamada ellerindeki finansal araçları sisteme girmeye başlayan bu fonlara devretmeyi strateji olarak benimsemiş olabilirler. Bu durumda mevcut ülkedeki emeklilik fonlarından özellikle hisse ağırlıklı fonlar kısa vadede zarar edeceklerdir. Bu durumun varlığı mevcut sistemin uzun vadede başarısı üzerinde kuşku ortaya çıkmasına neden olacaktır.

Tüm bu olumsuzluklarına rağmen, makroekonomik ortamla desteklenen özel emeklilik fonlarının gelecekte bireylere emeklilik dönemlerinin finansmanında olumlu katkı sağlaması beklenmektedir. Zira, 2000'li yıllarda % 7 civarında olan 60 yaş ve üstü nüfus oranının 2030 yılında % 16'ya, 2050 yılında ise %23'e çıkacağı öngörülmektedir. Bu öngörüler doğrultusunda mevcut haliyle sıkıntı içerisinde olan kamu emeklilik sisteminin gelecekte emeklilere mevcut hayat standartlarını devam ettirebilme konusunda yeterli katkıyı sağlayamayacağı açıktır. Dolayısıyla, bireysel emeklilik fonlarının başarılı olması bir taraftan bireylerin emeklilik dönmlerinde daha iyi bir hayat standardı sağlamalarına olanak sağlarken diğer taraftan kamunun emeklilik sistemindeki yükünün hafiflemesine yardımcı olacaktır. Böylece, bu fonlar asli amaçlarını gerçekleştirmiş olacaklardır.

Diğer taraftan özel yönetimli fonların, birikimlere daha yüksek getiri sağlama olanağına sahip olduğu da kabul edilen bir gerçektir. Bu konuda Shipman(1995) tarafından ABD'de yapılan bir çalışma, bu fonların kamu emeklilik planlarının çok üzerinde bir emeklilik ikramiyesi yaratabildiğini ortaya koymuştur. Shipman, yaptığı çalışmada 1970 yılında sigortalı olmuş bir çalışanın maaşından yapılan kesintilerin, kamu yönetimindeki emeklilik programı yerine özel fonlara yatırılması durumunda kişinin emekli olduğunda eline geçecek emeklilik gelirinin kamudan alacağı emeklilik gelirinin altı katı olacağı sonucuna ulaşmıştır(Shipman,1995:10).

Türkiye'de uygulanan OYAK modeli de bu kadar yüksek olmamakla birlikte, bu sonucu destekler niteliktedir. Nitekim aslında özel emeklilik fonlarının Türkiye'deki ilk uygulamaları sayılan OYAK'ın, emekli olduklarında üyelerine ödediği rakamlar, kamu emeklilik fonunun çoğunlukla üzerinde olmaktadır.

Bu sonuçlar, Türkiye'de oluşturulan Bireysel Emeklilik Sistemi'nin sağlıklı bir şekilde yürütülmesi durumunda, mikro düzeyde ek tasarruf yeteneğine sahip bireylere etkin ve güvenilir bir kurumsal tasarruf olanağı

sunarak bu kesimin daha rahat bir emeklilik dönemi geçirmesine imkan sağlayacağını, makro düzeyde ise ulusal tasarrufların artması, sermaye piyasalarında derinliğin ve etkinliğin artması, kaynak dağılımının düzenlenmesi gibi sonuçlar doğurarak makro ekonomik verilere olumlu anlamda etki yapacağını ortaya koymaktadır.

Bireysel emeklilik fonlarının kendilerinden beklenen fonksiyonları yerine getirebilmesi ve başarısı, öncelikle üyelerine sağlayacağı getiri ile doğru orantılı olacaktır. Türkiye'nin ekonomik göstergeleri, uzun yıllardan beri bazı yatırım araçlarının reel anlamda oldukça yüksek getiriler sağladığını ortaya koymaktadır. Dolayısıyla, aynı koşulların devam edeceği varsayımından hareketle bu fonların katılımcılarına önemli oranlarda reel getiriler sağlayabileceği düşünülmektedir. Bu anlamda 1990-2005 dönemi bazı yatırım araçlarının yıllık ortalama reel getirileri baz alınarak, özel emeklilik fonlarına yönelik bir fon modeli oluşturulmaya çalışılmıştır.

Modelin birinci aşamasında oluşturulan doğrusal programlama modeline göre, uzun vadeli reel getirilerden hareketle kar maksimizasyonu hedefleyen amaç fonksiyonunu sağlayan portföy; %20 hazine bonosu, %20 devlet tahvili, %40 İMKB 100 endeksi hisse senetleri, %10 repo ve %10 3 aylık mevduattan oluşmalıdır. Bu yatırım araçlarından oluşan portföyün yıllık ortalama reel getirisi ise %18,59 olarak hesaplanmıştır.

Oluşan portföy, %60 sabit getirili menkul kıymetlerden, %40 değişken getirili hisse senetlerinden oluşmaktadır.

Modelin ikinci aşamasında; portföyde yer alan hisse senetlerine yönelik olarak Markowitz tarafından geliştirilen ortalama varyans modeline göre bir portföy oluşturulmaya çalışılmıştır. Modelde İMKB 100 Endeksi baz alınmış, 2006 yılının her çeyreğinde İMKB 100 listesinde yer alan 84 adet hisse senedinin aylık ortalama getirileri kullanılarak optimal portföyler oluşturulmuştur. Model sonucuna göre endeksle aynı risk ve getiriye sahip portföyde ağırlıkları değişen 83 adet hisse senedi bulunmaktadır. Bu durum,

İMKB 100 içerisinde yer alıp modelde kullanılan hisse senetlerinin genelde endeksle aynı yönde hareket ettiğinin bir göstergesidir.

Öte yandan, oluşturulan portföyler İMKB 100 içerisinde sektörel yoğunlaşmanın olmadığını, genele yaygın portföyler ortaya çıktığını göstermiştir.

Oluşturulan model sonucuna göre hazine bonusu, devlet tahvili, İMKB 100, repo ve 3 aylık mevduattan oluşacak bir portföyün getiriye maksimumlaştıracağı görülmekle birlikte, Türkiye'deki yatırım ortamı dönem dönem yatırımcılara cazip fırsatlar sağlamaktadır. Bu fırsatların değerlendirilmesi suretiyle portföy getirisinin daha fazla artırılması mümkündür. Örneğin, 1990-2005 dönemi verileri, ekonomik kriz dönemlerinde repo, döviz ve döviz tevdiat hesaplarının yüksek getiriler sağladığını, buna karşılık devlet tahvilinin aynı dönemde reel anlamda kaybettirdiğini göstermektedir. Kriz sonrası dönemde ise en yüksek reel getiriye devlet tahvili sağlarken; repo, döviz ve döviz tevdiat hesaplarının reel getirileri azalmaktadır. Dolayısıyla, yasal sınırların izin verdiği ölçüde ileride ortaya çıkabilecek dalgalanmalarda bu paralelde yaşanacak portföy değişimleri, emeklilik fonlarının reel getirileri üzerinde olumlu sonuçlar doğuracaktır. Bu durum ise hem sistemin başarısı üzerinde olumlu bir etki yaratacak, hem de sistem katılımcılarının emeklilikte daha yüksek bir getiri elde etmesine neden olacaktır.

KAYNAKÇA

- ADIGÜZEL, Muhittin : Türkiye Kalkınma Bankası ve Kalkınma Odaklı Kalkınma Bankacılığı, Ankara, 2006.
- AKBULAK, Sevinç : “Sosyal Güvenlik Sisteminde Yaşanan Sorunlar ve Alınması Gereken Önlemler”, Sosyal Güvenlik Kurumlarının Kaynak Sorunları ve Çözüm Önerileri, Maliye Hesap Uzmanları Vakfı Yayını, Yayın No:17, Ankara, 2004.
- AKBULAK, Yavuz
- AKSOY, Ahmet : Menkul Kıymet Yatırımlarının Analizi, Ankara, 1988.
- AKYÜZ, Abdullah : “Türk Sermaye Piyasaları: İlk 20 Yılın Özet Bilançosu”, **İktisat İşletme ve Finans**, Aralık 2002.
- ALLEN, Everett T. : Pension Planning, Eighth Edition, United States, 1997.
- MELONE, Joseph J.
- ROSEMBLOM, Jerry S.
- VANDERHEI, Jack L
- ALLIER, Max – : Personal Pension Plans and Stock Market Volatility, working paper, The World Bank, October 2000, www.worldbank.org/ 26.04.2002.
- VİTTAS, Dimitri
- ALPER, Yusuf : “Sosyal Güvenlikte Yeni Bir Adım: Bireysel Emeklilik”, **Çimento İşveren Dergisi**, Sayı:2, Mart 2002.
- ALTAN, Mikail : “Sosyal Güvenlik Kuruluşlarımızın Özel Sigorta Şirketleriyle Entegrasyonu Temelinde Bir Özelleştirme Modeli”, **Reasürör**, Sayı:42, Ekim 2001.
- ASLANLAR, İsmail
- AL-YOUSİF, Yousif Khalifa : “Financial development and economic growth another look at the evidence from

- developing contries”, **Review of Financial Economics**, December, 2002.
- ARAS, Güler : “Türk Sermaye Piyasasında Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Üzerine Bir Değerlendirme”, **İktisat Dergisi**, Sayı:400, Nisan 2000.
- ARICI, Kadir : Sosyal Güvenlik Dersleri, Ankara, 1999.
- ARICI, Kadir : “Sosyal Güvenlik Sistemimiz İçin Yeni Bir Tecrübe: Özel Emeklilik Fonları”, İşveren, Sayı:3, Aralık 2001.
- ARLINGTON, V.A. : What is Venture Capital, USA, 2000.
- ATAN; Murat : “Kuadratik Programlama İle Portföy Optimizasyonu”, VII. Ulusal Ekonometri ve İstatistik Sempozyumu, İstanbul, 26-27 Mayıs 2005.
- AYDIN, Ufuk : Sosyal Güvenlik Sorunlarının Çözümünde Özel Sigortalar, Eskişehir, 1999.
- AYPEK, Nevzat : Sermaye Piyasası Aracı Olarak Risk Sermayesi ve Türk Sermaye Piyasasında Uygulanabilirliği, Ankara, 1998.
- BACOU-L-JENTJENS, Sabine : Pension Fund Systems in The World, Drestner Bank AG, Frankfurt, 2000.
- FACH, Dirk : [http://group-economics.dresdner-bank.com./](http://group-economics.dresdner-bank.com/)
- FİNKE, Renate
- STANOWSKY, Jorgen
- BATEMAN, Hazel : “Design and Management of Occopational Defined Contribution Pension Schemes: Lessons from the Adninistrative Cost Literature”, October 2001, www.oecd.org/ 26.04.2002.
- BDDK : Finansal Piyasalar Raporu, Sayı 1-2, Mart Haziran 2006.

- BLAKE, David : “Two Decades of Pension Reform in the UK; What are the Implications for Occupational Pension Schemes”, Employee Relations, Vol:22, No:3, 2000.
- BLOMMESTEIN, Hans : “Emeklilik Reformlarının Sermaye Piyasasına Etkileri”, **IMKB Dergisi**, Temmuz-Aralık 1998.
- BOLAK, Mehmet : Sermaye Piyasası, Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi, İstanbul, 1994.
- BÖRSCH-SUPAN, Axel : “Pension Reform in Germany: To Fund or Not To Fund”, OECD Private Pension Conference, No:3, 2000.
- BRONSON, Dorrance C. : Concepts of Actuarial Soundness in Pension Plans, First Printing, Pennsylvania, 1957.
- BUZLUPINAR, Elif : Emeklilik Fonları, Sermaye Piyasasına Kaynak Aktarımı, SPK Yayını, Yayın no:47, Ankara, 1996.
- CANSIZLAR, Doğan : “Bireysel Emeklilik Sistemi ve Sermaye Piyasaları”, **İşveren**, Aralık 2001.
- CHAND, Sheetal K. : Reform Options For Pay-As-You-Go Public Pension Systems, Working Paper, World Bank, September, 2000.
- JAEGER, Albert
- ÇABUK, Ali : Sosyal Politika ve Sosyal Güvenlik, Ankara, 1986.
- ÇANAKÇI, Halil İbrahim : “Emeklilik Fonları Piyasalara Uzun Vadeli Bir Fon Sağlayacaktır”, **İşveren**, Kasım 2003.
- ÇEBİ, Pınar : Private Pension Expansion in the EU: Obstacles and Opportunities, Milan, June 2004.
- THORNING, Margo
- DAĞALP, Namık : “Tasarrufların Bireysel Emeklilik Sistemine Yönelmesi Kalkınma Açısından Çok Önemlidir”, **İşveren**, Aralık 2001.

- DAĞLI, Hüseyin : “Türkiye’nin Risk ve Getiri Açısından Gelişen Hisse Senedi Piyasaları Arasındaki Yeri”, İktisat İşletme ve Finans, Kasım 1996.
- DAVIS, Philip E. : Pension Funds: Retirement- Income Security and Capital Markets, An International Perspective, 1995.
- DAVIS, E. Philip : The European Pension Management Industry, Londra, www.pensions-institute.org/ October 2002,
- DAVIS, E. Philip : “Regulation of Pension Fund Assets”, July 1998, www.oecd.org/ 21.12.2003.
- DAVIS, E.Philip : Portfolio Regulation of Life Insurance Companies and Pension Fund, Discussion Paper, www.pensions-institute.org, London, January 2001.
- DERELİOĞLU, Deniz : Türkiye’de Özel Emeklilik Fonu Uygulamaları, Ankara, Nisan 2001.
- Deutsch Bank : Pension Reform in the EU, November 2003, www.ssrn.com/ 24.12.2004.
- DİLNOT, Andrew : “Taxation and Private Pensions: Cost and Consequences”, Private Pensions And Public Policy, OECD Social Policy Studies, No:9, Paris, 1992.
- DİSNEY, Richard : OECD Public Pension Programmes in Crisis: An Evaluation of the Reform Options, working paper, August 1999, www.worldbank.org/ 25.04.2002.
- DISNEY, Richard : “Pension Reform and Saving in Britain”,
EMMERSON, Carl **Oxford Review of Economic Policy**, Volume
WAKEFIELD, Matthew 17, No: 1, 2001.
- DOĞU, Murat : Gelişen Hisse Senedi Piyasaları ve Türkiye,

- DOYLE, Suzanne
PIGGOT, John
DPT
DPT
DPT
DUVAL, Romain
EGEMEN, Meral Ak
ENGEN, Eric M.
Gale, William G.
ERCAN, Metin R.
GÖKÇE, Deniz R.
ERDOĞAN, Oral
ÖZER, Levent
ERGENEKON, Çağatay
ERGENEKON, Çağatay
- SPK Yayını, No:27, Ankara, 1996.
: Mandatory Annuity Design in Developing Economies, January 2001, working paper, www.worldbank.org/ 25.04.2002.
Sosyal Güvenlik Özel İhtisas Raporu, Ankara, 2001. www.dpt.gov.tr
: Ekonomik ve Sosyal Göstergeler(1950-2003), Ankara, 2004.
: Dokuzuncu Kalkınma Planı: 2007-2013, Ankara, 2006. www.dpt.gov.tr.
: “The Retirement Effects of Old-Age Pension and Early Retirement Schemes in OECD Countries”, Working Papers, OECD, November 2003, www.oecd.org/publications/ 26.11.2004.
: “Dünya’da ve Türkiye’de Bireysel Emeklilik Sistemleri”, **Tekstil İşveren**, Sayı 283, Temmuz 2003.
: Effects of Social Security Reform on Private and National Saving, OECD, 2000, www.oecd.org.
: “Sosyal Güvenlik Sistemlerinde Belirlenmiş Katkı Modeli: Tanım, Teori ve Bir Türkiye Uygulaması”, **İMKB Dergisi**, Temmuz-Aralık 1998.
: Sermaye Piyasasında Kurumsal Yatırımcılar, İstanbul, 1998.
: Emekliliğin Finansmanı, TÜGİAD Ekonomi Ödülleri Kitapları, İstanbul, 2000_(a).
: Global Uygulamalar Işığında Türkiye İçin Bir Özel Emeklilik Modeli Önerisi, TÜGİAD Yayını,

- İstanbul, 2001.
- ERGENEKON, Çağatay : “Vergilendirme Rejiminin Özel Emeklilik Fonlarının Gelişimi Üzerine Etkisi:Sermaye Piyasası’na Yansımalar”, IMKB Dergisi, Temmuz-Aralık 1998.
- ERGENEKON, Çağatay : Dünya’da Özel Emeklilik Fonları, Uygulamaları ve Ülkemiz İçin Öneriler, TÜGİAD Yayını, İstanbul, 2000^(b).
- ERGENEKON, Çağatay : “Sosyal Güvenlik Fonları ve Sermaye Piyasası”, İktisat Dergisi, Nisan 2000^(c).
- ERSAN, Gürbüz : Türkiye’de Sosyal Güvenlik, İstanbul, 1987.
- ERTUNA, İ. Özer : Türkiye’de Mali Piyasalar, İTO Yayını, İstanbul, 1987.
- ESER, Rüya : Hanehalkı Tasarruf ve Yatırım Eğilimleri Anketi Sonuçları 1996, SPK Yayını, Yayın No:133, Ankara, 1999.
- ESER, Rüya : “Sermaye Piyasasında Yaratılan Kaynaklar ve Dağılımı”, Türkiye’de Kaynak Aktarım Sürecinde Sermaye Piyasalarının Rolü: 1980 Sonrası Dönemin Bir Değerlendirilmesi, SPK Yayını, Yayın NO:17, Ankara, 1996.
- ESİN, Alptekin : Yöneylem Araştırmalarında Yararlanılan Karar Yöntemleri, Ankara, 2003.
- EZRA, D. Don : Understanding Pension Fund Finance and Investment, Toronto, 1979.
- FARREL, James C. : Portfolio Management, Mc.Graw Hill. Inc.,1997.
- FERRANTİ, David De : “The Future of Pension Reform in Latin America”, Finance And Development, September 2002, www.imf.org/26.07.2003.
- LEİPZİGER,Danny : “Emeklilik Ekonomisi:Dünyada ve Türkiye’de
- SRİVİNAS, P. S.
- FİSUNOĞLU, Mahir

- Sosyal Güvenlik Sistemleri; Özel Hayat Sigortacılığının Sistem İçerisindeki Konumu”, **Sigortacılık Sektörü Bilimsel Çalışma Yarışması**, Milli Reasürans Yayını,1998.
- FRIEDMAN, Milton : “Speaking The Truth About Social Security System”, Cato Institute, Briefing Papers,1999. www.ssrn.com/ 26.04.2002.
- GAITHER, Norman : Production and Operations Management; A problem Solving and Decision Making Approach, Orlando, 1990.
- GOLLIER, Jean- Jacques : “Private Pensions; Regulatory Issues”, Insurance And Private Pensions Compendium for Emerging Economies, OECD, 2000. www.oecd.org/ 25.04.2002.
- GRUSHKA, Carlos : “An Overview of the Pension Systems in Latin America”, Private Pension Conference, OECD, 2000.
- IMPAVIDO, Gregorio : On The Governance of Public Pension Fund Management, August 2002, www.worldbank.org.
- ISMMMO : Sosyal Güvenlik Sisteminde Sorunlar, Çözüm Önerileri ve Yeniden Yapılanma Raporu, İstanbul, Şubat 2003. www.ismmmo.org.tr/ 26.02.2004.
- İktisadi Araştırmalar Vakfı : Özel Emeklilik Planları, Seminer, İstanbul, 1999.
- İktisadi Araştırmalar Vakfı(İAV) : Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, İstanbul, 1999.
- İŞERİ, Müge : Risk Sermayesi Türkiye’deki Geleceği, İstanbul, 2001.
- JAMES, Estelle : Pension Reform: Is There An Efficiency-

- Equity Trade Off?, Working Paper, Worldbank,1997, www.worldbank.org.
- JAMES, Estelle : “Anuities Markets in Comperative
VİTTAS, Dimitri Perspective: Do Consumers Get Their
Money’s Worth?”, OECD Private Pension
Series, No: 3, 2000.
- KAHYA, Mehmet : “Sigorta Sektörünün Ekonomik Kalkınmadaki
Yeri ve Önemi İle Fon Yaratma İşlevi ve
Sermaye Piyasasındaki Etkinliği”, **İktisat
Dergisi**, Sayı:400, Nisan 2000.
- KANDEMİR, Ahmet : Dünya’da ve Türkiye’de Kalkınma Bankacılığı
ve Kalkınmanın Finansmanı, Türkiye Kalkınma
Bankası Yayını, Ankara, 2003.
- KARACABEY, Ali Argun : Emeklilik Fonlarının Portföy Analizi, Ankara,
GÖKGÖZ, Fazıl 2005.
- KARAN, Mehmet Baha : Türkiye’de Sermaye Piyasasının Mali Sistem
KARACABEY, Ali Argun İçindeki Yeri, Sorunları ve Geleceği, SPK
Yayını, Yayın no:140, Ankara, 2003.
- KARAN, Mehmet Baha : Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi, Ankara,
2001.
- KARGI, Nihal : Ekonomik Kalkınma, Tasarruf ve Sermaye
Piyasası İlişkileri; Türkiye Örneği, SPK Yayını,
Yayın No:115, Ankara, 1988.
- KAY, Stephen J. : “Social Security in Latin America:Recent
KRİTZER, Barbara E . Reform and Challenges”, **Economic Review,
Federal Reserve Bank of Atlanta**, 2001/1.
- KILIÇDAROĞLU,Kemal : “Gündemdeki Reform Sosyal Güvenlik”, **Mali
Çözüm**, Ankara, Haziran-Temmuz 1999.
- KOCAMAN, Berna : Yatırım Teorisinde Modern Gelişmeler ve
İMKB’de Bazı Değerlendirme ve Gözlemler,
İMKB Araştırma Yayını, No:5, İstanbul,1995.

- KONURALP, Gürel : Sermaye Piyasaları, Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi, İstanbul,2001.
- KÖSE, Ali : “Türk Sigorta Sektörünün Geleceği”, Finans Sisteminde Yeni Yönelimler, İstanbul, 2001.
- ŞİMŞEK, Necla : “Social Security Privatization: Different Context- Different Discourse”, Working Paper, 2001. www.ilo.org/ 24.12.2004.
- LİNDBECK,Assar : “The Gains from Pension Reform”, The Research Institute Of Industrial Economics, Working Paper, No:580, 2002.
- PERSSON, Mats
- MARKOWITZ, Harry : “Portfolio Selection”, Journal of Finance , Vol 7, No:1, March 1952. (Çeviren: Ahmet KANDEMİR, Finans Teorisi Temel Makaleleri, SPK Yayını, No:124, Ankara, 1998).
- MENİL, Georges De : “Romanias Pension System: From Crises to Reform”, OECD Private Pensions Conference, 2000.
- SHESHINSKI, Eytan
- MİTCHELL, Olivia S : Building an Environment for Pension Reform in Developing Countries, Philadelphia, USA, 1997. www.ssrn.com.
- MİTCHELL, Olivia S : “Social Security Reform in Latin America”, Federal Reserve Bank of St. Lois Review, Volume 80, Number 2, March/April 1998.
- MİTCHELL, Olivia S. : New Trends in Pension Benefit and Retirement Provisions, February 2000, Pension Research Council, Philadelphia, working paper, www.ssrn.com/ 25.04.2005.
- MORGAN, JP. : “Pension Reforms Altering Market Dynamics for Emerging Dept” Emerging Market Research, New York, 2001.

- OECD : Global Pension Statistics, www.oecd.org/ 27.06.2005.
- OECD : Private Pensions, OECD Classification and Glossary, 2005(a). www.oecd.org.
- ORHANER, Emine : “Türkiye’de Sosyal Güvenlik Kuruluşlarının Finansman Sıkıntısı”, **Verimlilik Dergisi**, Cilt 19, Sayı 1, 1990.
- ÖNAL, Yıldırım Beyazıt : Türkiye’de Bireysel Özel Emeklilik Sistemi, Adana, Nisan 2001.
- ÖZEREN, Suat : Social Security and Social Protection, DPT Yayını, Ankara, 1999.
- ÖZTÜRK, Ahmet : Yöneylem Araştırması, Bursa, 2002.
- PALACIOUS, Robert : International Patterns of Pension Provision, April 2000, www.worldbank.org/pension/25.04.2002.
- MIRALLES, Montserrat P.
- PALACIOUS, Robert, : Annuity Markets and Benefit Design in Multipillar Pension Schemes: Experience and Lessons from Four Latin American Countries, March 2001, www.worldbank.org/ 25.04.2002.
- ROFMAN, Rafael
- PESANDO, James E. : “The Economic Effects of Private Pensions”, Private Pensions And Public Policy, OECD Social Policy Studies, No:9, Paris, 1992.
- PESTIEAU, Pierre : “The Distribution of Private Pension Benefit: How far is it?”, **Private Pensions And Public Policy**, OECD Social Policy Studies, Paris 1992.
- PILCH, Micheal : Pension Schemes, England, 1979.
- WOOD, Victor
- PINARDAĞ, Fuat : “SSK Nasıl Çökertilmek İsteniyor”, **Teori Dergisi**, Mart 1998.
- QUEISSER, Monica : Pension Reform; Lessons from Latin

- America, OECD Development Center, Policy Brief, No:15, 1999.
- RASGELENER, Mehmet : “Emeklilik Programları ve Sosyal yardımlarda Reform”, **Hazine Dergisi**, Sosyal Güvenlik Özel Sayısı, Ağustos 1996.
- RICHARDSON, J.Henry : İktisadi ve Mali Yönüyle Sosyal Güvenlik, Çev.:Turan YAZGAN, İstanbul, 1970.
- ROBERTSON, Joe : “Recent Developments in the UK Pension Regulatory and Supervisory Sistem”, OECD Private Pension Conferance 2000, Private Pension Series, No:3, 2001.
- RODRÍGUEZ, L.Jacobo : “In Praise and Critism of Mexico’s Pension Reform”, www.cato.org, 07.01.2002.
- ROFMAN, Rafeal R : The Pension System in Arjantina Six Year After the Reform, Buenos Aires, June 2000, www.worldbank.org.
- Sabah Gazetesi : 29 Aralık 2004.
- SALİ, Ali Osman : Yaşlılık Sigortası Aktüer Hesapların Hukuksal Çerçevesi, SSK Yayını, No:476, 1988.
- SARIASLAN, Halil : Kaynak Dağılımında Doğrusal Programlama, Ankara, 2000.
- SARIKAMIŞ, Cevat : Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar, AYDIN, Nurhan Anadolu Üniversitesi Yayını, Yayın no:957, SEVİL, Güven Eskişehir, 2001.
- SAYGILI, Şeref : Türkiye Ekonomisinde Sermaye Birikimi, CİHAN, Cengiz Büyüme ve Verimlilik: 1972-2000, DPT Yayını, YURTOĞLU, Hasan Yayın No:2665, Ankara, 2002.
- SCHIEBER, Sylvester J. : “The İmpact of Aging Populations on Private Pension Funds”, International Pensions Seminer, England, June 2001, www.ssrn.com
- SCHIMMELPFENNING, Axel : Pension Reform, Private Saving, and The

- Current Account in a Small Open Economy, Working Paper, October, 2000. www.imf.org/ 25.04.2002.
- SEMENT, Serdar : “Kurumsal Yatırımcılar ve Emeklilik Fonları”, **İktisat Dergisi**, Nisan 2000.
- SERPER, Özer : Doğrusal Programlama, Bursa, 1982.
- SHAH, Hemant : Towards Better Regulation of Private Pension Funds, Working Paper, The World Bank, April 1997. www.worldbank.org.
- SHIPMAN, William G. : “Retiring With Dignity: Social Security versus Private Markets”, Cato Organization, Social Security Paper No:2, 1995. www.cato.org
- SINGH, Ajit : “Özel Emeklilik Reformu, Hisse Sermaye Piyasası, Sermaye Oluşumu ve Ekonomik Büyüme: Dünya Bankası’nın Önerilerine Eleştirel Bir Yaklaşım”, **İMKB Dergisi**, Temmuz-Aralık 1998.
- SİREL, Hülya : “Emeklilik Fonlarında Portföy Yönetimi ve Türkiye’deki Bazı Uygulamalar”, **İktisat Dergisi**, Nisan 2000.
- SOYDEMİR, Selim : Sosyal Güvenlik Kurumları ve Sermaye Piyasası, SPK Araştırma Raporu, Ankara, 1989.
- SOYDEMİR, Selim : “Kurumsal Yatırımcıların Fon Kaynakları ve Kullanım Yerleri(1981-1993)”, Türkiye’de Kaynak Aktarım Sürecinde Sermaye Piyasalarının Rolü: 1980 Sonrası Dönemin Bir Değerlendirilmesi, SPK Yayını, Yayın NO:17, Ankara, 1996.
- SPK : Yıllık Bülten(2005)
- SRIVINAS, P.S. : Regulating Private Pension Fund’s Structure, WHITEHOUSE, Edward

- YERMO, Juan : Performance and Investments: Cross-Country Evidence, July 2000, www.worldbank.org .
- STRONG, Robert : Portfolio Construction, Management and Protection, Second Edition, USA, 2000.
- SWANSON, Leonard W. : Linear Programming, Singapore, 1987.
- ŞAKAR, Ünal : Sermaye Piyasası, Eskişehir, 1997.
- ŞEN, Murat : Özel Emeklilik ve Türkiye İçin Sistem Önerisi, TÜGİAD Yayını, İstanbul, 2000.
- MEMİŞ, Tekin : “Özel Emeklilik Programları Tanım ve Türleri”, **Reasüror Dergisi**, Sayı:37, Temmuz 2000.
- TAHA, Hamdi A. : Yöneylem Araştırması, Çev: Ş. Alp BARAY, Şakir ESNAF, İstanbul, 2000.
- TATAR, Tefvik : Yatırımların Seçimi ve Değerlendirme Teknikleri, Ankara, 1993.
- TCMB : Finansal İstikrar Raporu(2005).
- T.C.Tarım ve Köy İşleri Bakanlığı : II. Tarım Şurası, VII. Komisyon Raporu, Ankara, 2004.
<http://tarimsurasi.tarim.gov.tr/PDFLER/VII.Komisyon.pdf>.
- TEMİR, Bahşayış : Sosyal Güvenlik Fonlarının Sermaye Piyasasındaki Rolü, Şili Örneği ve Türkiye’nin Mevcut Durumu, SPK Araştırma Raporu, Ankara, 1991.
- The Association of British Insurers(ABI) : “The Pension System in The United Kingdom”, www.abi.org.uk, 08.12.2002.
- THOMPSON, L.H. : Social Protection in Asia and the Pacific, Asian Development Bank, 2001, www.google.com/ 25.05.2003.
- TSPAKB : Türkiye Sermaye Piyasası(2001)
Türkiye Sermaye Piyasası (2002)

- Türkiye Sermaye Piyasası (2003)
Türkiye Sermaye Piyasası (2004)
Türkiye Sermaye Piyasası (2005)
- TSRSB : Yıllık Bülten(2004)
- TUNCEL, Kürşat : Risk Sermayesi Finansman Modeli, SPK Yayını No:37, Ankara, 1996.
- TUNCEL, Kürşat : Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları- Türkiye Uygulaması, SPK Yayını, Yayın No:105, Ankara, 1997.
- TÜGİAD : “2000’li yıllara Doğru Türkiye’nin Önde Gelen Sorunlarına Yaklaşımlar :Sosyal Güvenlik”, TÜGİAD Yayını, İstanbul, 1997.
- TÜSİAD : Emekli ve Mutlu, Türk Sosyal Güvenlik Sisteminin Sorunları, Çözüm Önerileri ve Özel Sigortacılık Girişimi, İstanbul, Ocak 1996.
- ULUSOY, Ahmet : “İsveç Özel Sosyal Güvenlik Modelinden Çıkarılabilecek Dersler”, **Reasürör**, Sayı:40, Nisan 2001.
- URAS, Güngör : “ Parası Olanlar Devlete Borç Vermeye Alıştı”, Milliyet Gazetesi, 31 Mart 2005.
- ÜNAL, Targan : Sigorta Sektörünün Ekonomik işlevi ve Fon Yaratma Kapasitesi, İTO Yayını, İstanbul, 1994.
- ÜNAL; Targan : Gelişen Borsalarda Kurumsal Yatırımcılar- Türkiye Örneği, İMKB Yayını, İstanbul, 1995.
- VAUGHAN, Emmett J : Fundamentals of Risk And Insurance, Second Edition, New York, 1978.
- ELLIOT, Curtis M. : Regulatory Controversies of Private Pension Funds, January 1998, www.worldbank.org.
- VİTTAS, Dimitri : Pension Reform and Capital Market Development: “Feasibility” and “İmpact”

- Preconditions, Working Paper, September 1999, www.worldbank.org/ 25.04.2002.
- WALKER, Eduardo : Pension Reform and Capital Markets: Are
LEFORT, Fernando There Any(Hard) Links?, December 2001, www.worldbank.org/ 25.04.2002.
- WHITEHOUSE, Edward : How Poor Are The Old? A Survey of
Evidence from 44 Countries, June 2000, Working Paper, www.worldbank.org./pensions/ 25.04.2002.
- WILLMORE, Larry : Public Versus Private Provision of Pensions”,
Discussing Paper, UN department of Economic and Sosial Affairs, December 1998, www.ssrn.com / 24.06.2002.
- WILLMORE, Lary : “Three Pilars of Pensions:Is there a need for
mandatory contributions”,**OECD Private Pension Conference**, 2000.
- World Bank : Averting The Old Age Crisis, Oxford
University Pres, New York, 1994.
- YALÇINER, Kürşat : İpotek Karşılığı Menkulleştirilmiş Krediler,
Ankara, 2006.
- YALÇINER, Kürşat : “Markowitz Karesel Programlama İle Portföy
ATAN, Murat Seçim Modelinin İMKB 100 Endeksine
BOZTOSUN, Derviş Uygulanması, Endeks İle Aynı Getiriye Sahip
Portföy Oluşturulması”, VIII. Ulusal Finans
Sempozyumu, İstanbul, 26-28 Ekim 2004.
- YERMO, Juan : Revised Taxonomy for Pension Plans,
Pension Funds and Pension Entities, October
2002, Working Paper, www.oecd.org/
21.12.2003.
- YERMO, Juan : “Investment Regulation of Insurance

- Companies and Pension Funds”, Insurance and Private Pension Compendium for Emerging Economies, OECD, 2000.
- YILGÖR, Ayşegül : “Risk Sermayesi ve Türkiye Açısından Önemi”, **Hazine Dergisi**, Ocak 1996.
- YURDAKUL, Funda : “Stok Returns, Macroeconomic Factors and Structural Breaks”, **Ekonomik Yaklaşım**, Sayı:55, Cilt 16, 2005.
- AKÇORAOĞLU, Alpaslan
- Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu, Resmi Gazete, 7 Nisan 2001.
 - Emeklilik Şirketleri Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik, Hazine Müsteşarlığı, Resmi Gazete, 28 Şubat 2002.
 - Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik, Sermaye Piyasası Kurulu, Resmi Gazete, 28 Şubat 2002.
- www.anadoluemeklilik.com.tr/21.04.2003
- www.bagkur.gov.tr
- www.belgenet.com/20.06.2003
- www.calisma.gov.tr/basimbulteni/2005/bulten/05.07.2005
- www.emekli.gov.tr/istatistic/11.05.2004
- www.fiap.cl/statistic/26.05.2005
- www.fibv.com/publications/25.04.2005
- www.hazine.gov.tr/24.05.2003
- www.hazine.gov.tr/hazineistatistikleri/17.05.2005
- www.imkb.gov.tr/26.05.2004
- www.isyatirim.com.tr/21.02.2003
- www.oecd.org/dataoecd/12.09.2005
- www.oecd.org/dataoecd/24.12.2004
- www.oyak.com.tr
- www.ssk.gov.tr/istatistik/19.04.2005
- www.tbb.org.tr/turkce/araştırmalar/tahvil-bono.doc/25.04.2004

www.tbb.org.tr/turkce/kitap2003/ekonomi.pdf/30.08.2004

www.worldbank.org/pensions/21.04.2003

www.tspakb.gov.tr.

www.oecd.org/21.12.2003.

www.oecd.org/dataoecd/14.12.2005.

www.oecd.org/24.06.2005.

www.ssk.gov.tr/istatistik/23.06.2005

www.hazine.gov.tr/23.06.2005

www.ssk.gov.tr/26.07.2005.

www.spk.gov.tr/24.01.2006.

www.egm.org.tr/26.05.2005.

www.federalreserve.gov/23.05.2002.

www.tsrsb.org/26.05.2005.

EKLER

Ek Tablo 1: Türkiye'deki Emeklilik Şirketlerinin Fon Tutarları

Fon Adı	Fon Tutarı
	(Trilyon TL)
AK EMEKLİLİK	
Para Piyasası- Likit Kamu Emeklilik Fonu	100
Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları	100
Büyüme Amaçlı Esnek Emeklilik Fonu	100
Gelir Amaçlı Uluslar arası Karma Emeklilik Fonu	50
İhtisaslaşmış İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu	50
Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları (USD) Fonu	100
Gelir Amaçlı Karma Borçlanma Araçları(Euro) Fonu	100
ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK	
Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları Emeklilik Fonu	1000
Para Piyasası- Likit Kamu Emeklilik Fonu	1000
Gelir Amaçlı Karma Borçlanma Araçları Emeklilik Fonu(USD)	1000
Gelir Amaçlı Karma Borçlanma Araçları Emeklilik Fonu(Euro)	1000
Büyüme Amaçlı Hisse Senedi Emeklilik Fonu	1000
Büyüme Amaçlı Uluslararası Karma Emeklilik Fonu	1000
Gelir Amaçlı Esnek Emeklilik Yatırım Fonu	1000
Esnek Emeklilik Yatırım Fonu	1000
Büyüme Amaçlı Esnek Emeklilik Fonu	1000
ANKARA EMEKLİLİK	
Gelir Amaçlı Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonu	100
Para Piyasası- Likit Kamu Emeklilik Fonu	100
Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu	100
Gelir Amaçlı Uluslararası Borçl. Araçları Emeklilik Yatırım Fonu	100
Dengeli Emeklilik Yatırım Fonu	100

BAŞAK EMEKLİLİK	
Kamu Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu	250
Kamu Borçlanma Araçları (Döviz)Emeklilik Yatırım Fonu	100
Esnek Emeklilik Yatırım Fonu	100
Likit Kamu Emeklilik Yatırım Fonu	100
Büyüme Amaçlı Hisse Senedi Emeklilik Fonu	100
COMMERCIAL EMEKLİLİK HAYAT VE EMEKLİLİK	
Kamu Likit Emeklilik Yatırım Fonu	600
Gelir Amaçlı Kamu Dış Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu	500
Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu	500
Dengeli Emeklilik Yatırım Fonu	300
Esnek Emeklilik Yatırım Fonu	300
Gelir Amaçlı Uluslararası Borçl. Araçları Emeklilik Yatırım Fonu	300
DOĞAN EMEKLİLİK	
Para Piyasası- Likit Kamu Emeklilik Fonu	300
Gelir Amaçlı Döviz Cinsinden Yatırım Araçları Emeklilik Fonu	300
Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları Emeklilik Fonu	400
Esnek Emeklilik Yatırım Fonu	150
İhtisaslaşmış İMKB Ulusal 30 Endeksi Emeklilik Fonu	150
Gelir Amaçlı Döviz Cins. Kamu Borçlanma Araçları Emeklilik Fonu	100
Para Piyasası Emanet Likit Karma Emeklilik Fonu	50
GARANTİ EMEKLİLİK	
Gelir Amaçlı Uluslararası Borçl. Araçları Emeklilik Yatırım Fonu	100
Likit Kamu Emeklilik Yatırım Fonu	100
Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu	100
Gelir Amaçlı Esnek Emeklilik Yatırım Fonu	100
Büyüme Amaçlı Hisse Senedi Emeklilik Fonu	100
Büyüme Amaçlı Esnek Emeklilik Fonu	100

KOÇ ALLIANZ HAYAT VE EMEKLİLİK	
Gelir Amaçlı Kamu Dış Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu	200
Büyüme Amaçlı Esnek Emeklilik Fonu	100
Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları Emeklilik Fonu	200
Para Piyasası Emanet Likit Kamu Emeklilik Fonu	100
Para Piyasası Likit Kamu Emeklilik Fonu	200
Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları (Döviz) Fonu	100
İhtisaslaşmış İMKB -Ulusal 30 Endeksi Emeklilik Fonu	100
Gelir Amaçlı Uluslararası Karma Emeklilik Fonu	100
OYAK EMEKLİLİK	
Likit Emeklilik Yatırım Fonu	100
Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları Emeklilik Fonu	250
Gelir Amaçlı Döviz Cinsinden Yatırım Araçları Emeklilik Fonu	65
Büyüme Amaçlı Karma Emeklilik Yatırım Fonu	30
Büyüme Amaçlı Hisse Senedi Emeklilik Fonu	20
VAKIF EMEKLİLİK	
Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu	200
Uluslararası Karma Emeklilik Fonu	100
Esnek Emeklilik Yatırım Fonu	100
Gelir Amaçlı Uluslararası Borçlanma Araçları Emeklilik Fonu	100
Gelir Amaçlı Türk Eurobond Emeklilik Fonu	200
Para Piyasası Likit Kamu Emeklilik Fonu	200
Büyüme Amaçlı Hisse Senedi Emeklilik Fonu	100

YAPI KREDİ EMEKLİLİK	
Para Piyasası Likit Kamu Emeklilik Fonu	200
Gelir Amaçlı Karma Dış Borçlanma Araçları Emeklilik Fonu	200
Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları Emeklilik Fonu	200
Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları (Döviz) Fonu	100
Büyüme Amaçlı Hisse Senedi Emeklilik Fonu	100
Esnek Emeklilik Yatırım Fonu	100
Gelir Amaçlı Uluslararası Karma Emeklilik Fonu	100
TOPLAM	18.865

Kaynak : www.hazine.gov.tr; milliyet gazetesi, 25 ekim 2003,s.8.

Ek Tablo 2: Latin Amerika Ülkelerinde Emeklilik Sistemlerinin Yapısı

Ülke	Şili	Peru	Arjantin	Kolombiya	Uruguay	Meksika
<u>Programın Yapısı</u>						
Birinci Ayak	Zorunlu Kamu	Zorunlu Kamu	Zorunlu Kamu	Zorunlu Kamu	Zorunlu Kamu	Zorunlu Kamu
İkinci Ayak	Özel	Opsiyonel	Opsiyonel	Opsiyonel	Opsiyonel	Özel
<u>Finansmanı</u>						
İşveren Katkısı(%)	0	0	0	10/7,5	0	0
Çalışan Katkısı(%)	10	11/10	11	3,5/2,5	0-7,5	6,5
Diğer Genel Gelirler	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
<u>Emeklilik Bilgileri</u>						
Emeklilik Yaşı(K/E)	65/60	65	65/60	62/57	60	65
1.Ayak: Ort. Ödeme	25 %	-	28 %	55 %	-	40 %
2.Ayak: Ödeme	PB/A	PB/A	PB/A	PB/A	A	PB/A
<u>Düzenleme Yapısı</u>						
Komisyon Düz.	Var	Yok	Yok	-	Yok	Yok
Uluslararası Yatırım.	Var	Var	Var	-	Yok	Var
Min. Getiri Garantisi	Var	Var	Var	-	Var	yok
<u>Geçiş Maliyetinin GSMH İçerisindeki Payı(%)</u>	100-80	27	-	87	-	80
<u>Sistem Performansı</u>						
Fon Hacmi(US\$)(10 ⁹)	28	0,9	4,5	0,5	0,025	3,9
Fon Hacmi(%GSMH)	41(1994)	1,5(1996)	0,7	-	-	-
Ort.Getiri Oranı(%)	12,5	15,5	19,9	15,5	-	-
Firma Sayısı	15	6	21	9	6	25
Üye Sayısı(Milyon)	5,5	1,5	5,5	2,1	0,5	11,2

Kaynak : Mitchell,1998:17.

Ek Tablo 3: Bazı OECD Ülkelerinde Mesleki Emeklilik Fonlarının Özellikleri

Ülke	Emeklilik Yaşı(E/K)	Mesleki Emeklilik Planları		
		Kapsamı(Çalışan Nüfusun %'si)	Emeklilik Geliri(Maksimum Yenileme Oranı)(2)	Finansmanı
ABD	(65/65)	Gönüllü(%55)	Maaşa Bağlı(%68)	Fonlama
Almanya	(65/65)	Gönüllü(%65)	Götürü veya maaşa bağlı(%66)	
Belçika	(65/60)	Gönüllü(%5)	Maaşa Bağlı(%60)	Fonlama
Danimarka	(67/67)	Zorunlu	Götürü(%68)	Fonlama
Finlandiya	(65/65)	Zorunlu(%10)	Maaşa Bağlı(%60)	İşçiler fonlama, çiftçi ve bireysel çalışanlar dağıtım
Fransa	(60/60)	Zorunlu(%80)	Maaşa Bağlı(%67)	EGO belirlenen min.getirinin altında olanlar için dağıtım,üstünde olanlar için fonlama
Hollanda	(65/65)	Gönüllü(%50)	Maaşa Bağlı(%61)	Fonlama
İngiltere	(65/60)	Gönüllü(%50-60)	Maaşa Bağlı(%68)	Fonlama
İspanya	(65/65)	Gönüllü(%3)	Götürü veya maaşa bağlı(%74)	Fonlama
İsveç	(65/65)	Zorunlu(%100)	Maaşa Bağlı(%65)	Fonlama
İtalya	(60/55)	Gönüllü(%5)	Maaşa Bağlı(%60)	Fonlama veya Dağıtım
Kanada	(65/65)	Gönüllü(%45)	Götürü veya Maaşa Bağlı(%70)	Fonlama
Norveç	(67/67)	Gönüllü(%25)	Maaşa Bağlı(%65)	Fonlama
Portekiz	(65/62)	Gönüllü	Maaşa Bağlı(%68)	Fonlama
Yunanistan	(65/60)	Gönüllü(%40)	Maaşa Bağlı(%67)	Dağıtım

1) Emekli aylığı/ Fiili çalışma aylığı oranı

2)Sosyal güvenliği de kapsayan ortalama yenileme oranı

EGO ; Emeklilik Getiri Oranı

Kaynak: Pastieau,1992:34-38.

Ek Tablo 4: 1990-2005 Yılları Arası Yatırım Araçlarının Reel Getirileri(%)

Yıllar	Repo	Devlet Tahvili	Hazine Bonosu	1 Aylık Mevduat	3 Aylık Mevduat	Yıllık Mevduat	1 Aylık DTH	3 Aylık DTH	Yıllık DTH	İMKB 100	Altın	ABD Doları
1990	5,00	-4,00	-5,00	-10,00	-2,00	-1,00	-16,00	-15,00	-15,00	-8,00	-28,00	-21,00
1991	20,95	-7,29	9,47	-5,56	2,04	-7,07	7,14	8,24	10,59	-21,74	-1,39	1,27
1992	15,75	5,62	15,38	5,88	13,00	4,35	4,44	6,52	8,51	-44,44	-7,04	1,25
1993	9,52	5,32	10,00	-1,11	7,08	2,08	0,00	1,02	2,94	200,00	12,12	-1,23
1994	79,50	-15,15	21,97	-7,87	-2,48	-20,41	23,40	26,26	25,71	-40,00	17,57	22,50
1995	17,65	25,00	17,39	7,32	12,71	10,26	-10,34	-8,80	-8,33	-16,67	-10,34	-13,27
1996	21,18	43,81	30,69	18,18	16,54	6,98	5,77	6,14	7,44	35,00	-3,85	1,18
1997	0,97	11,92	2,83	1,92	3,23	-2,17	1,82	2,48	3,08	77,78	-25,33	-4,65
1998	24,28	22,49	26,38	23,58	23,75	15,56	-2,68	-1,61	-1,49	-55,56	-8,93	-9,76
1999	23,02	21,74	28,97	24,43	24,24	15,38	13,76	13,93	13,64	245,31	0,00	1,35
2000	24,69	44,44	4,83	9,20	13,01	5,83	-1,61	0,00	0,00	-55,20	-13,73	-10,67
2001	42,62	-31,87	7,83	47,19	33,09	-13,39	41,80	43,88	46,00	-13,13	31,82	28,36
2002	26,44	32,66	25,00	27,48	27,30	24,55	-9,83	-9,00	-8,68	-41,86	6,90	-12,79
2003	11,60	28,80	21,70	16,00	16,50	22,50	-10,70	-10,30	-9,60	51,70	-12,40	-28,20
2004	8,60	13,80	13,80	10,90	11,70	15,80	-2,30	-2,00	-1,30	22,60	-8,30	-12,30
2005	4,20	10,20	7,70	9,40	9,90	13,30	-3,70	-3,60	-3,30	47,90	2,90	-6,80
Yıllık Ort.Getiri(%)	21,00	12,97	14,93	11,06	13,10	5,78	2,56	3,64	4,39	23,98	-3,00	-4,05

Kaynak: TSPAKB Yıllık Bültenler(2002,2003,2004,2005)

ÖZET

Özel emeklilik fonları, bireylere çalışma hayatlarında ilave tasarruf yaparak emeklilik dönemlerindeki hayat standardını artırma olanağı sağlayan kurumsal yapılardır. Ortaya çıkışı 1800'lü yılların sonuna dayanan, ancak asıl gündeme gelişi 1980'li yıllarda olan bu fonlar, mevcut sosyal güvenlik sistemleri krizde olan veya krize sürüklenen ülkeler açısından bir kurtuluş yolu olarak sosyal güvenlik sistemlerine dahil edilmiştir. Halen dünyadaki pek çok ülke bu kuruluşları sistemlerine katmak için çalışma içerisinde.

Gelişmiş OECD ülkelerinde yaşanan nüfusun ekonomiye olan maliyetini hafifletmek ve mevcut çalışanlarına gelecekte daha rahat bir emeklilik olanağı sağlamak amacını güden özel emeklilik fonu uygulamalarının gelişmekte olan ülkelerde uygulanmak istenmesinin temel nedeni ise daha farklıdır. Bazı ülkeler, tasarruf oranlarını artırıp sermaye piyasalarına daha fazla kaynak transferi sağlamayı ve böylelikle ekonomik kalkınmasına hız kazandırmayı amaçlarken bazı ülkeler mevcut kamu sosyal güvenlik sistemlerine yapılan politik müdahalelere son verebilmek amacını gütmektedir. Nedeni her ne olursa olsun, kabul edilen gerçek bu kuruluşların pek çok açıdan sisteme katkısının olacağıdır.

Özel emeklilik fonlarının çok farklı uygulama biçimleri mevcuttur. Bu fonları kendi sosyal güvenlik sistemine katma kararında olan ülkeler kendi koşullarına en uygun modeli uygulamak amacıyla yoğun çalışmalar yapmışlar ve yapmaktadırlar. Bazı ülkeler, kamu emeklilik planlarını sistemden tamamen çıkartıp, yerine özel emeklilik fonlarını koyarak, mevcut kamu yükümlülüklerini de bu kuruluşlara devrederken(Şili gibi), çoğunluğunda mevcut kamu emeklilik planlarını tamamlayıcı olarak özel emeklilik fonları sisteme dahil edilmektedir(peki çok Latin Amerika ve Asya ülkeleri). Türkiye'de ikinci alternatifi seçen ülkeler arasındadır.

Türkiye gibi sermaye piyasası henüz gelişim aşamasında olan ülkeler açısından özel emeklilik fonlarının kendilerinden beklenen faydaları sağlamaları bazı koşulların varlığına bağlıdır. Bu koşullar, istikrarlı bir ekonomi, sistemi kurmada ve uygulamada kararlı bir yönetim, taahhütlerini yerine getirebilecek güçte, etkin çalışan bir bankacılık ve sigorta sektörü ve iyi oluşturulmuş bir yasal çerçeve ve etkin denetim olarak sıralanabilir. Bu koşulların sağlanmasının özel emeklilik sisteminin başarılı olması için yeterli olacağı kabul edilmektedir. Kuşkusuz özel emeklilik fonlarının özellikle sermaye piyasalarının gelişimine yapacağı katkı için belirli bir sürenin geçmesi gereklidir. Sistemin düzenlenme biçimiyle doğrudan bağlantılı olan bu sürenin uzunluğu ülkeden ülkeye farklılık arz eder. Farklılık arz etmeyen durum şudur ki belirli bir sermaye birikimine ulaşmadan kurumsal yatırımcı olarak özel emeklilik fonlarının sermaye piyasalarını etkileyebilmesi ve bu piyasalarda derinlik yaratabilmesi mümkün değildir.

Özel emeklilik fonlarının uzun vadede nasıl sonuçlar doğuracağı tam olarak bilinemezse de şu ana kadarki uygulamalar bu kuruluşların başarılı olduklarını ortaya koymaktadır. Nitekim pek çok OECD ülkesinde ve Latin Amerika'daki uygulamalar bu sonucu destekler niteliktedir. Mevcut koşulların devam etmesi varsayımı altında gelecek dönemlerde de bu başarının devam edeceği öngörülmektedir.

ABSTRACT

Private pension funds, which facilitates to increase life standards of individuals in their retirement periods by making additional savings in their working lives, are institutional structures. The appearance of these funds, which was included into Social Security Systems in countries whose available Social Security Systems were in crisis or were dragged into crises as a solution alternative, were at the end of 1800's. However, they came into existence firstly in 1980's. Still, many countries in the world are hardly working to add these institutions into their systems.

The main reason of the application of the private pension fund, which aims at reducing the cost of aging population of developed OECD countries to economy and aims at ensuring more comfortable retirement facilities to their available employees in the future, is more different. While some countries ensure more source transfer to their capital market by increasing saving rates and thus aiming to accelerate economical development, some countries aim at finishing political interventions to available government social security systems. Whatever the reason is, the accepted truth is that in many aspects those institutions contribute much to the system.

Private pension funds have many different application forms. The countries, which are decided to add these funds into their social security systems, had made intense studies and still making intense study for the application of the most suitable model for their conditions. Some countries, by completely removing government pension plans, e-instead employing private pension funds, assign governmental obligations to those institutions(like Şili), and includes available in most government pension plans in private pension fund system as complimentary(many Latin America and Asia countries). Turkey is among the ones which chose the second alternative.

For countries, whose capital market is still in developing stage, like Turkey; satisfaction of the expected advantages of private pension funds depend on existence of certain conditions. Those conditions could be arranged in order as the following: a stable economy, a stable management installation and application of the system, an efficiently working banking and insurance sector, well formed legal frame and effective control. It is accepted that the ensuring of these conditions is enough for the success of private pension system. Certainly, certain period of time is needed for the contribution of private pension funds to development of capital market. The length of this period, which is directly dependent upon the coordination form of the system changes from country to country. The condition which doesn't presents disparities that it is impossible for private pension funds to influence the capital markets without reaching a specific capital accumulation and to deepen the markets.

Although it is not exactly known that how private pension funds result in the long-run, applications carried out up to now state the achievement of these institutions. In just the same way, applications carried out in many OECD countries and in Latin America support this result. Under the assumption that available conditions continue, it is foreseen that in the forthcoming periods the same achievement will also proceed.