

T.C.
BEYKENT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME YÖNETİMİ ANABİLİM DALI
FİNANS BİLİM DALI

**TÜRKİYEDE'Kİ BİREYSEL EMEKLİLİK ŞİRKETLERİNİN
FON PERFORMANSLARININ ÖLÇÜLMESİ**

Yüksek Lisans Tezi

Tezi Hazırlayan:

Levent AYDIN

İSTANBUL, 2018

T.C.
BEYKENT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME YÖNETİMİ ANABİLİM DALI
FİNANS BİLİM DALI

**TÜRKİYEDE'Kİ BİREYSEL EMEKLİLİK ŞİRKETLERİNİN
FON PERFORMANSLARININ ÖLÇÜLMESİ**

Yüksek Lisans Tezi

Tezi Hazırlayan:

Levent AYDIN

Öğrenci No:

165514814

Danışman:

Prof. Dr. Turgut ÖZKAN

İSTANBUL, 2018

YEMİN METNİ

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum “Türkiye’deki Bireysel Emeklilik Şirketlerinin Fon Performanslarının Ölçülmesi ” başlıklı bu çalışmanın, bilimsel ahlak ve geleneklere uygun şekilde tarafımdan yazıldığını, yararlandığım eserlerin tamamının kaynaklarda gösterildiğini ve çalışmamın içinde kullanıldıkları her yerde bunlara atıf yapıldığını belirtir ve bunu onurumla doğrularım.08.05.2018

Levent AYDIN



T.C.
BEYKENT ÜNİVERSİTESİ,
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜ
TEZLİ YÜKSEK LİSANS SINAV TUTANAĞI

08.05.2018

Enstitümüz *İşletme Yönetimi* Anabilim Dalı *Finans* Programı yüksek lisans öğrencilerinden 165514814 numaralı **Levent AYDIN**'ın "*Beykent Üniversitesi Lisansüstü Eğitim – Öğretim Yönetmeliği*"nin ilgili maddesine göre hazırlayarak, Enstitümüze teslim ettiği "*Türkiyede'ki Bireysel Emeklilik Şirketlerinin Fon Performanslarının Ölçülmesi*" konulu tezini, Yönetim Kurulumuzun 08.05.2018 tarih ve 2018/19 sayılı toplantısında seçilen ve Taksim Yerleşkesinde toplanan biz jüri üyeleri huzurunda, ilgili yönetmeliğin (c) bendi gereğince (60) dakika süre ile aday tarafından savunulmuş ve sonuçta adayın tezi hakkında ~~oyçokluğu/oybirliği~~ ile **Kabul/Red veya Düzeltme** kararı verilmiştir.

İşbu tutanak, 4 nüsha olarak hazırlanmış ve Enstitü Müdürlüğü'ne sunulmak üzere tarafımızdan düzenlenmiştir.



DANIŞMAN
Prof. Dr. Turgut ÖZKAN
(Beykent Üniversitesi)



ÜYE
Dr. Öğr. Üyesi Sıtkı SÖNMEZER
(Beykent Üniversitesi)



ÜYE
Doç. Dr. İlyas SÖZEN
(İstanbul Kayram MYO)

Adı ve Soyadı : Levent AYDIN
Danışmanı : Prof. Dr. Turgut ÖZKAN
Türü ve Tarihi :Yüksek Lisans, 2018
Alanı : Finans
Anahtar Kelimeler : Bireysel Emeklilik, Fon Performansı, Likidite, Sharpe, Treynor, Jensen

ÖZ

TÜRKİYE’DE BİREYSEL EMEKLİLİK ŞİRKETLERİNİN FON PERFORMANSLARININ ÖLÇÜLMESİ

Bu çalışmada, Türkiye’de faaliyet gösteren bireysel emeklilik şirketlerinin fon performanslarının ölçülmesi amaçlanmıştır. Çalışmada 01.01.2013 ve 31.12.2017 tarihleri arasında devamlı faaliyette bulunan, başka emeklilik yatırım fonu ile birleşmemiş ve devir alınmamış, tasfiye halinde bulunmayan 5 adet bireysel emeklilik şirketinin hisse fonu, altın fonu, standart fon, kamu dış borçlanma araçları fonu ve para piyasası fonları dahil edilmiştir. Bireysel emeklilik fonlarının performansı, standart sapmayı esas alan Sharpe ve sistematik riski esas alan Treynor ve Jensen performans endeksleri ile değerlendirilmiştir.

Çalışmamız sonucunda, üç emeklilik yatırım fonunun risk primlerinin pozitif değer taşıdığı, iki emeklilik yatırım fonunun ise negatif olduğu görülmektedir. Treynor endeksine göre en başarılı emeklilik yatırım fonunun Allianz Hayat ve Emeklilik olurken, Sharpe endeksine göre Garanti Emeklilik ve Jensen endeksine göre ise Vakıf Emeklilik olduğu görüldü. Bireysel emeklilik fon şirketlerinde Kamu Dış Borçlanma Araçları Fonu ve Altın fonu en iyi performansı gösteren fonlar olurken hisse fonu ve para piyasası fonu en kötü performansı gösteren fonlar olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca, fonların en iyi performansı gösterdiği yıllar 2014, 2015 ve 2016 yılları olurken, en kötü performansı gösterdiği yıllar 2013 ve 2015 yılları olmuştur.

Name and Surname : Levent AYDIN
Supervisor : Prof. Dr. Turgut ÖZKAN
Degree and Date : Master, 2018
Major : Financing
Key Words : Individual Pension, Fund Performance, Liquidity, Sharpe, Treynor, Jensen

ABSTRACT

INDIVIDUAL RETIREMENT OF COMPANIES IN TURKEY MEASURING PERFORMANCE

In this study, operating in Turkey aimed to measure the performance of private pension fund companies. Gold funds, standard funds, public external debt instruments funds and money market funds of 5 individual pension companies which have been operating continuously between 01.01.2013 and 31.12.2017 and not merged with other pension investment funds and not transferred and liquidated funds have been included. The performance of individual pension funds was assessed by the Sharpe based on standard deviation and the Treynor and Jensen performance indices based on the systematic risk.

As a result of our study, it is seen that the risk premiums of the three pension investment funds are positive and the two pension investment funds are negative. According to the Treynor index, the most successful pension investment fund is Allianz Life and Pension, while Sharpe Index is Garanti Pension and Jensen Index is Vakıf Emeklilik. In private pension fund companies, the Public External Debt Instruments Fund and the Gold Fund are the best performing funds, while the stock fund and the money market fund are the worst performers. In addition, the years in which funds are performing best are 2014, 2015, and 2016, while the worst performing years are 2013 and 2015.

İÇİNDEKİLER

ÖZ	i
ABSTRACT	ii
TABLOLAR LİSTESİ	v
ŞEKİLLER LİSTESİ	vi
KISALTMALAR	vii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

BİREYSEL EMEKLİLİK SİSTEMİ TEMEL KAVRAMLAR

1. BİREYSEL EMEKLİLİK SİSTEMİNE GENEL BAKIŞ	3
1.1. Bireysel Tasarruf Sistemin Amacı ve Kapsamı	4
1.2. Bireysel Emeklilik Sisteminin Doğuşu	5
1.2.1. Dünya’da Bireysel Emeklilik Sistemleri	5
1.2.2. Türkiye’de Bireysel Emeklilik Sistemi	7
1.2.3. Türkiye’de Bireysel Emeklilik Sisteminin Amacı ve Kapsamı	9
1.2.4. Türkiye’de Bireysel Emeklilik Sisteminin İşleyişi	10
1.3 Bireysel Emeklilik Sistemin Tarafları	13
1.4. Bireysel Emeklilik Sözleşmeleri	17

İKİNCİ BÖLÜM

BİREYSEL EMEKLİLİK ŞİRKETLERİ VE FONLARI

1. BİREYSEL EMEKLİLİK ŞİRKETLERİ	18
1.1. Bireysel Emeklilik Şirketlerinin Kuruluşu Teşkilat Yapısı	18
1.2. Bireysel Emeklilik Şirketlerinin Kontrolü	20
2. BİREYSEL EMEKLİLİK FONLARI	21
2.1. Gelir Amaçlı Bireysel Emeklilik Yatırım Fonları	21
2.2. Büyüme Amaçlı Fonlar	22
2.3. Kıymetli Maden Fonları	22
2.4. İhtisaslaşmış Fonlar	22
2.5. Para Piyasası Fonları	23
2.6. Diğer Fonlar	23

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

BİREYSEL EMEKLİLİK ŞİRKETLERİNDE PERFORMANS KAVRAMI VE BİREYSEL EMEKLİLİK FONLARININ ÜZERİNE YAPILAN ÇALIŞMALAR

1. PERFORMANS KAVRAMI	24
2. BİREYSEL EMEKLİLİK FONLARININ PERFORMANSININ DEĞERLENDİRİLMESİ	24
2.1. Emeklilik Fonlarında Performansının Değerlendirilmesinde Getiri ve Riskin Hesaplanması	24
2.1.1. Getirinin Hesaplanması	25
2.1.2. Riskin Hesaplanması	26
3. FON PERFORMANSLARININ DEĞERLENDİRME YÖNTEMLERİ	27
3.1. Sharpe Oranı	27
3.2. Treynor Endeksi	28
3.3. Jensen Ölçütü	29

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE BİREYSEL EMEKLİLİK FONLARININ PERFORMANSI

1. BİREYSEL EMEKLİLİK FONLARININ ÜZERİNE YAPILAN ÇALIŞMALAR	30
1.1. Türkiye’de Yapılan Çalışmalar	30
1.2. Dünya’da Yapılan Çalışmalar	31
2. BİREYSEL EMEKLİLİK ŞİRKETLERİNİN FON PERFORMANSLARI	33
2.1. Araştırmanın Modeli	33
2.2. Araştırmanın Metodolojisi	33
2.3. Araştırmanın Amacı	33
2.4. Araştırmanın Kapsamı	34
2.5. Araştırmanın Kısıtları	39
2.6. Araştırmanın Yöntemi	39
2.7. Araştırmanın Uygulaması	40
2.7.1. Problemin Belirlenmesi	40
2.7.2. Verilerin Toplanması	40
2.7.3. Analizin Bulguları	41
SONUÇ	51
KAYNAKÇA	53

TABLÖLAR LİSTESİ

Sayfa No

Tablo 1. Bazı Ülkelerde Bireysel Emeklilik Fonları Kuruluş Yılları	6
Tablo 2. OECD ülkelerinde resmi emeklilik yaşları (2012)	7
Tablo 3. 2013 ve 2014 Yılı Bireysel Emeklilik Şirketleri Katılımcı Sayıları ve Katılımcıların Toplam Fon Tutarları	35
Tablo 4. 2015, 2016, 2017 ve 2018 Yılı Bireysel Emeklilik Şirketleri Katılımcı Sayıları ve Katılımcıların Toplam Fon Tutarları	37
Tablo 5. Emeklilik Yatırım Fonlarına Ait 2013:01 – 2017:03 Yılları Arası İstatistikleri	42
Tablo 6. Emeklilik Yatırım Fonlarının Performans Sıralaması	44
Tablo 7. Performans Endekslerinin Sıra Korelasyon Katsayıları	45
Tablo 8. Anadolu Hayat Emeklilik Fon Getirilerinin En iyi ve en kötü performanslarını gösteren Bireysel Emeklilik Fonları	46
Tablo 9. Allianz Hayat ve Yaşam Emeklilik Fon Getirilerinin En iyi ve en kötü performanslarını gösteren Bireysel Emeklilik Fonları	47
Tablo 10. Garanti Emeklilik Fon Getirilerinin En iyi ve en kötü performanslarını gösteren Bireysel Emeklilik Fonları	48
Tablo 11. Vakıf Emeklilik Fon Getirilerinin En iyi ve en kötü performanslarını gösteren Bireysel Emeklilik Fonları	49
Tablo 12. Ziraat Hayat ve Emeklilik Fon Getirilerinin En iyi ve en kötü performanslarını gösteren Bireysel Emeklilik Fonları	50

ŞEKİLLER LİSTESİ

	Sayfa No
Şekil 1. Bireysel Emeklilik Sistemi'nin İşleyişi (Çıltık, 2010).....	10
Şekil.2 Emeklilik Sözleşmesi Tarafları	11
Şekil 3. Uygulama Sürecinin Aşamaları	40



KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
a.g.k.	: Adı Geçen Kitap
a.g.e	: Adı Geçen Eser
A.Ş	: Anonim Şirketi
BES	: Bireysel Emeklilik Sistemi
BESHY	: Bireysel Emeklilik Sistemi Hakkında Yönetmelik
BETYSK	: Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu
bkz.	: Bakınız
DPT	: Devlet Planlama Teşkilatı
EGM	: Emeklilik Gözetim Merkezi
EYF	: Emeklilik Yatırım Fonu
GV	: Gelir Vergisi
OECD	: Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü
SBE	: Sosyal Bilimler Enstitüsü
SPK	:Sermaye Piyasası Kurulu
SSK	: Sosyal Sigortalar Kurumu
TZÜ	: Tam Zamanında Üretim

GİRİŞ

Türkiye’de sosyal güvenlik sisteminin bir tamamlayıcısı olan Bireysel Emeklilik Sistemi (BES), katılımın gönüllülük esasına dayalı olduğu ve özel emeklilik ürünlerinin satışı ve bireysel katkı paylarının toplanması ile ilgili emeklilik branşı faaliyet ruhsatı almış emeklilik şirketlerinin yetkilendirildiği bir sistemdir. Bireysel Emeklilik Planı veya IPP bir Kanada emeklilik tasarruf aracıdır. Bir Bireysel Tasarruf Sistemi, üyenin emeklilik gelirini vergi matrahı üzerinden tahakkuk ettirmesine imkan veren bir kişi tanımlı Maksimum Tanımlanmış Emeklilik Planıdır. Bu sistemde, katılımcılar tarafından ödenmiş katkı payları emeklilik yatırım fonları vasıtasıyla yatırıma yönlendirilmektedir.

Ülkelere göre farklılıklar olmakla birlikte, yapılan reformların en temel üç karakteri, kamu emekliliğinde fayda düzeyinin düşürülmesi, emeklilik yaşının yükseltilmesi ve özel emekliliğin rolünü artıracak şekilde emeklilik geliri kaynaklarının çeşitlendirilmesi olarak karşımıza çıkmaktadır. Bunun sonucunda, OECD ülkelerinin yarısında özel emeklilik zorunlu veya iş gücünün çoğunluğunu kapsayıcı hale gelmiştir. Çoğu ülkede özel emeklilik, ana emeklilik gelirini oluşturmada da kamu emeklilik sisteminin tamamlayıcısı olarak emeklilik gelirinin yeterliliğini sağlamada önemli bir işlev görmektedir. Bu nedenle, özel emekliliğin amaca hizmet etmesi bakımından, kamu ve özel emeklilik sistemlerinin uyumunun artırılması, farklı nüfus gruplarının özel emekliliğe erişiminin sağlanması ve fon varlıklarına makul getiri sağlayacak şartların temin edilmesi önem arz etmektedir.

Göreceli olarak genç bir nüfusa sahip olmasına rağmen Türkiye’de son 15 yılda emeklilik sisteminde yapılan reformlarda, diğer OECD ülkelerine benzer şekilde finansman açıkları ve nüfus yaşlanması da gerekçeler arasında yer almıştır.

2017 yılı itibarıyla sistem aktif katılımcı sayısı 6.922.615 kişiye ulaşmıştır. Katılımcıların fon tutarı 67.681.433.293 TL iken toplam devlet katkısı tutarı 10.141.204.873 TL ulaşmıştır.

01 Ocak 2013 tarihinden itibaren sisteme devlet katkısı getirilmesi, sistemdeki katılımcısı sayısı ve fon büyüklüğünde ciddi artışlar getirdi. Katılımcıların tasarruf eğiliminin hızla yükselmesi ve fon büyüklüğünün ciddi rakamlara ulaşması bu konu üzerinde araştırma yapmamda etkili oldu.

Türkiye’de bireysel emeklilik şirketlerinin fon performanslarının incelenmesi gerek şirketler gerekse katılımcılar açısından büyük önem arz etmektedir.

Bu çalışmada, Türkiye’de faaliyet gösteren bireysel emeklilik şirketlerinin fon performanslarının ölçülmesi amaçlanmıştır. Çalışmada 01.01.2013 ve 31.12.2017 tarihleri arasında devamlı faaliyette bulunan, başka emeklilik yatırım fonu ile birleşmemiş ve devir alınmamış, tasfiye halinde bulunmayan 5 adet bireysel emeklilik şirketinin hisse fonu, altın fonu, standart fon, kamu dış borçlanma araçları fonu ve para piyasası fonları dahil edilmiştir. Bireysel emeklilik fonlarının performansı, standart sapmayı esas alan Sharpe ve sistematik riski esas alan Treynor ve Jensen performans endeksleri ile değerlendirilmiştir. Bu çerçevede, hazırlanan tez dört ana bölümden oluşmaktadır.

Birinci bölümde; Bireysel tasarruf sistemine genel bakış ta bulunulmuş konu ile alakalı kavramlar tanıtılmış ve Bireysel Tasarruf sisteminin dünyadaki ve Türkiye deki gelişim süreci incelenmiştir.

İkinci bölümde; bireysel emeklilik şirketleri ve fonları incelenmiştir. Bu bölümde Niteliklerine Göre Bireysel Tasarruf Şirketleri, Bireysel Tasarruf Şirketlerinin Kuruluşu Teşkilat Yapısı, Bireysel Emeklilik Şirketlerinin Kontrolü, Türkiye’de Faaliyette Bulunan Bireysel Tasarruf Şirketleri, Gelir Amaçlı Bireysel Tasarruf Yatırım Fonları, Büyüme Amaçlı Fonlar, Kıymetli Maden Fonları, İhtisaslaşmış Fonlar, Para Piyasası Fonları detaylandırılmıştır.

Üçüncü bölümde; bireysel tasarruf şirketlerinde performans kavramı ve bireysel emeklilik fonlarının üzerine yapılan çalışmalar incelenmiştir.

Dördüncü ve son bölümde; Türkiye’de bireysel emeklilik fonlarının performansları farklı analiz türlerine göre incelenmiş ve çeşitli önerilerde bulunulmuştur.

BİRİNCİ BÖLÜM

BİREYSEL EMEKLİLİK SİSTEMİ TEMEL KAVRAMLAR

1.BİREYSEL EMEKLİLİK SİSTEMİNE GENEL BAKIŞ

Çağımızda emeklilik sistemleri üç ana kategoriden oluşmaktadır. Birincisi, kamu tarafından yerine getirilmekte olan, bireylere emekli olduklarında ellerine geçecek maaş miktarının evvelinde belirlendiği mecburi emeklilik sistemidir. İkinci sırada, son zamanlarda en çok kalkınmakta olan devletlerde gözüken, katılımın bazı devletlerde mecburi bazı devletlerde ise kişinin rızasına dayanan özel emeklilik sistemidir. Üçüncü sırada ise dünyada görülen benzerleri ile beraber Türkiye’de de uygulanan katılımın gönüllü olduğu özel emeklilik sistemidir (Özel ve Yalçın, 2013: 4).

Bireysel Tasarruf Sistemi, kişilerin emeklilik dönemlerinde hayatlarını daha konforlu biçimde idame ettirebilmeleri, kazanç sağladıkları zamandaki yaşam biçimlerini emekli oldukları anda da muhafaza etmeleri ve gereksinim duydukları ilave masraflarını kolaylıkla göğüsleyebilmeleri maksadıyla var olan kamu sosyal güvenlik sistemlerine destekleyici olarak meydana getirilen bir emeklilik sistemidir. Bireysel Tasarruf Sisteminin ana gayesi, kişilerin emeklilik dönemlerindeki refah düzeylerinin arttırılmasıdır (İnneci, 2013).

Bireylerden sağlanan artırımlar, fonlar vasıtasıyla toplanarak, ekonomide ve diğer sektörlerde işletilmek amacıyla uzun süreli ve daha fazla oranda fonları artırarak Kişilerden toplanan küçük birikimler, fonlar aracılığıyla bir araya getirilerek, ekonomide ve mali sektörde kullanılmak üzere, büyük meblâğlarda fonları derleyerek piyasaların gelişmesine destek olmaktadır. Bireysel emeklilik, bir artırım ve mevduat düzenidir. Memleketin oturmuş bir büyüme sağlayabilmesi ve kalkınması maksadıyla, gerçekleştirilen uzun süreli ve alt yapı işlemlerine kaynak sağlaması yönünden ihtimam arz etmektedir. Bununla birlikte bu sistemle birlikte günden güne daha fazla artan ve çeşitlenen fonlar, türlü yatırım planlarına mevzu olmakta, kurumsallaşmış yapıları ile piyasalarda spekülatif hareketleri ve çalkanmaları hafifletici etki etmektedir. Bireysel tasarruf sistemi, gösterdiği pozitif ilerleyiş sayesinde sermayedarlar nezdinde talep görerek likidite piyasalarının büyümesine olanak vermektedir (Bireysel Emeklilik Gelişim Raporu (BESGR), 2014: 7).

Bireysel tasarruf sistemi bireylerin emekli olduklarında yaşam koşullarını iyileştirmeyi hedeflemektedir. Bireysel tasarruf sistemindeki en temel özelliklerden biri, bireylerin katkı payı miktarlarının tespit edilmesi ve tespit edilen katkı paylarının yatırıma

yönlendirilmesi adımında takip edilecek taktiklerin bireysel tercihe bırakılmasıdır (Özer ve Çınar, 2012: 76).

Tarihte ilk olarak 1980’de Şili’de var olan emeklilik sistemine yapılan ıslah ile uygulanmaya başlayan özel emeklilik sistemi, dünyadaki tüm ülkelere bir öncü olmuş, sonrasında 1993 yılında Peru’da, 1994 yılında Arjantin’de ve 1997 yılında Meksika’da yapılan reformlarla özel emeklilik sistemleri uygulanmaya devam etmiştir (Şener ve Akın, 2010: 292).

1.1. Bireysel Tasarruf Sistemin Amacı ve Kapsamı

Bireysel tasarruf sistemine 18 yaşını tamamlama koşuluyla, toplumun her kısmından, her meslekten ve faal olarak çalışmayan bireylerde dâhil olmak üzere hiçbir statü farkı aranmadan talep eden her kişi dâhil olabilmektedir (Topalhan, 2010: 170).

Bireysel emeklilik, sosyal güvenlik kurumlarından emekli maaşına ek olarak, ikincil emekli maaşı geliri sağlamak için mevcut sosyal güvenlik programlarınızı destekleyecek bir programdır. Söz konusu güvence, kişinin yapacağı artırımlarla elde edilmektedir. Kişi artırımları ile elde edilen sosyal amacın yanı sıra toplanan fonlarla meydana gelecek sermaye birikimi baz alınarak uygulanacak yatırımlarla da ekonomik gaye uygulanmaktadır (Davis, 2000).

Bireysel emeklilik modeli, emekliliğe dair artırım ve plasman sistemidir. Gerçekleştirilen yeni değişiklikler sayesinde kamu sosyal güvenlik sistemine ilave kişilere diledikleri vakit, başka bir emeklilik kazancı sağlayabilmelerinin altyapısının meydana getirilmesi hedeflenmektedir (Tuncay 2004, Zor ve Aslanoğlu 2005, s.189).

Bu amaçlar istikametinde bireysel emeklilik sistemine dâhil olan kişiler, ödedikleri katkı paylarının birikime dönüşmesi ile birlikte, emekli olduklarında ikinci bir emeklilik kazancı sağlayarak, rahatlık seviyelerini ve yaşayışlarını çalışma dönemlerindeki gibi yüksek tutmayı hedeflerler. Sisteme daha geniş açıdan bakıldığında ise, kişilerin küçük miktardaki tasarrufları artırarak büyük miktarlardaki emeklilik fonlarını oluşturmakta ve bu fonlar ihtiyaç duyulan ekonomik birimlerde kullanılmak üzere uzun süreli kaynak sağlanmasına, sermaye piyasalarının gelişmesine ve derinleşmesine, istihdamın artmasına ve ekonominin gelişmesine çok fazla oranda destek sunarlar.

1.2. Bireysel Emeklilik Sisteminin Doğuşu

Bireysel emeklilik sistemi, kalkınmış ve kalkınmakta olan ülkelerdeki sosyal güvenlik sistemlerinin yetersiz kalmaya başlaması sebebiyle, var olana sistemde uygulanan reformlar neticesinde meydana gelmiştir. Sosyal güvenlik, bir devletteki kişilerin gelir grupları aranmaksızın; meslek hastalıkları, vefat, iş kazaları, ihtiyarlık, analık, maluliyet gibi durumlarda, kişilere ve toplumun bütününe, parasal destek ve sağlık hizmeti edinmesi mevzularında garanti sağlayan bir sistemdir.

Bireysel emeklilik sistemini dünyada ve Türkiye’de olarak sınıflandırarak incelemekte fayda bulunmaktadır.

1.2.1. Dünya’da Bireysel Emeklilik Sistemleri

Dünya nüfusunun her geçen gün artışı ile birlikte var olan emeklilik kazançlarının eksikliği, mali liberalleşme ile beraber daha yoğun ortaya çıkan ekonomik bunalımlar, büyük oranda dağıtım modeline dayanan vasıflandırmış yarar elde etmek için bir düzenlemesi bulunan kamu emeklilik sistemlerinin finansal devamlılığını riske atar pozisyona ulaşması, kamu emeklilik sistemlerinin düzenleme ve yenilenme isteğini doğurmuştur. (Bayar ve Kılıç, 2014: 248).

Dünyada 1980 yılı ile birlikte kalkınmakta olan çok sayıda devlette sosyal güvenlik alanında yenilikler yapılmış ve bu devletlerdeki insanların ihtiyarlaşması problemi ile yeterli düzeyde baş edemeyen sosyal güvenlik sistemlerini sübvans etmek maksadıyla bireysel emeklilik sistemleri oluşturulmaya başlanmış ve geçen zaman zarfında kayda değer gelişim göstermiştir (Arslan, 2005),

Dünya genelinde, devletlerin ekonomik, demografik, coğrafik, teknolojik gelişimin eşit seviyede olmaması, sosyal güvenlik sistemlerinin uygulamaları farklılık göstermesine sebep olmuştur. Bu sebeple, bireysel emeklilik sistemleri de ülke bazında farklılıklar göstermektedir. Bireysel emeklilik sistemlerinde bazı devletlerde katılım mecburi iken, bir kısmında ise gönüllülük esasına dayanır (Işık 2011).

Bireysel emeklilik alanında Amerika Birleşik Devletleri, İngiltere ve Şili uyguladığı modeller bu alandaki temel üç seçeneği oluşturmaktadır. Öbürkü devletlerdeki uygulamalar, bu üç modelin yerel koşullara göre uyum sağlanmış çeşitleridir. Bu modeller aşağıda açıklanmaktadır (Ergenekon, 2001: 117-118):

- Amerika Birleşik Devletleri’nde uygulanmakta olan sosyal güvenlik sistemi muhafaza edilirken, vergi ayrıcalıkları ile sübvans edilmiş özel emeklilik planları aracılığı ile tasarrufta bulunmak isteyen kişilere istekli olmaları temeline göre başvuracakları “tamamlayıcı” bir artırım alanı meydana getirilmiştir.
- İngiltere’de resmî sosyal güvenlik sisteminin iki tabakaya ayrılması ve kişilerin maaşlarıyla orantılı ikinci tabakanın primlerini kendi istekleri ile özel sektör kurumlarına yatırabilmesine imkân verilmiştir.
- Şili’de dağıtım sistemine dayanan sosyal güvenlik sistemi yerine, emeklilik portföyü yönetim şirketlerinin aktif rol aldığı bireysel emeklilik sistemi ikame edilmiştir.

Tablo 1. Bazı Ülkelerde Bireysel Emeklilik Fonları Kuruluş Yılları

Fon türü	Ülke	Fon ya da kurum adı	Kuruluş	Varlıklar	
				Dolar (milyar)	GSYİH %
Sosyal güvenlik yedek fonları	Kanada	Kanada Emeklilik Planı	1997	102,0	6,8
	Japonya	Hükümet Emeklilik Yatırım Fonu	2006	1.159,6	23,6
	Kore	Ulusal Emeklilik Fonu	1988	216,0	23,2
	Meksika	IMSS Yedek Akçesi	1943	10,1	0,9
	İspanya	<i>Fondo de Reserva de la Seguridad Social</i>	1997	83,7	5,2
	Birleşik Devletler	Sosyal Güvenlik Vakıf Fonu	1940	2.418,7	17,0
Egemen ülke Emeklilik yedek fonları	Avustralya	İleri Tarihli Fon	2006	49,8	4,8
	Fransa	<i>Fond de Reserve des Retraites</i>	1999	40,4	1,4
	İrlanda	Ulusal Emeklilik Yedek Fonu	2000	23,6	8,7
	Yeni Zelanda	Yeni Zelanda Emekli Sandığı	2001	8,5	6,6
	Norveç	Hükümet Emeklilik Fonu - Norveç	2006	15,9	3,5
	Polonya	Demografik Yedek Fon	2002	1,8	0,3
	Portekiz	Sosyal Güvenlik Finansal istikrar Fonu	1989	12,2	5,0
	İsveç	Ulusal Emeklilik Fonları	2000	112,4	23,5
Seçilen OECD ülkelerinin toplamı				4.254,6	

Kaynak: Pension Markets in Focus: October 2009, Issue 6, OECD 2009, (2010), http://www.oecd.org/document/24/0,3343,en_2649_34853_43942360_1_1_1_1,00.html, (e.t.01.02.2018).

Dünyanın değişik devletlerinde yukarıdaki sistemler hep bir arada, diğerine alternatif olarak kullanılabilmektedirler. Bireysel emeklilik sistemi bazı devletlerde ise mecburi olurken bazı ülkelerde serbest bırakılmıştır. Ayrıca birkaç ülkede işyeri veya ülke nazarında bir takım faaliyetlerde bulunan karma uygulamaların yanında, yetki tanınan sigorta ya da fon yönetim şirketleri de bireysel bazda hizmet verebilmektedir (Özer ve Gürel, 2014: 161).

Tablo 2. OECD ülkelerinde resmi emeklilik yaşları (2012)

Ülke	Kadın	Erkek	Ülke	Kadın	Erkek
İzlanda	67	67	Danimarka	65	65
İsrail	62	67	İspanya	65	65
Norveç	67	67	Polonya	60	65
ABD	66	66	Yunanistan	63,5	65
İrlanda	66	66	Avusturya	60	65
İtalya	62	66	Finlandiya	65	65
Almanya	65,083	65,083	Fransa	65	65
Meksika	65	65	Belçika	65	65
Şili	60	65	Lüksemburg	65	65
Japonya	65	65	Macaristan	63,5	63,5
Portekiz	65	65	Estonya	61	63
Yeni Zelanda	65	65	Slovenya	61	63
İsviçre	64	65	Çek Cumhuriyeti	61,33	62,5
İsveç	65	65	Slovakya	59,75	62
Avustralya	64,5	65	Kore	60	60
Kanada	65	65	Türkiye	58	60
İngiltere	61,2	65			
Hollanda	65	65	OECD ortalama	63,47	64,65

Kaynak: OECD, 2013

1.2.2. Türkiye’de Bireysel Emeklilik Sistemi

Türkiye’de bütün vatandaşların sosyal güvenlik hakkına sahip olduğu ve devletin sosyal güvenliği yerine getirilmesi için lazım olan tedbirleri alarak teşkilatı kurması gerektiği hükme bağlanmış sosyal güvenliğin bir hak olduğu T.C. Anayasası’nın 60. Maddesi’nde net şekilde belirtilmektedir.

Türkiye’de bireysel emeklilik sistemi (BES), sosyal güvenlik sisteminde 1999 yılında 4447 sayılı kanun ile yapılan reformun bir parçası ve sosyal güvenlik sisteminin bir tamamlayıcısı olarak düşünülerek 7 Ekim 2001 tarih ve 4632 sayılı “Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu” ile düzenlenmiştir (Demirci 2003).

Türkiye’de, sosyal güvenlik kapsamında uygulanan bir sigorta türü olan emeklilik sistemleri üç basamaktan oluşmaktadır. Bunlar aşağıda açıklanmaktadır:

• **Birinci Basamak (Sosyal Güvenlik Sistemi) :** Kamu nezdinde idare edilen, belli bir emeklilik kazanımı edindiren, katılımın mecburi olduğu ilk aşamadır (Şen ve Memiş, 2001, 485).

Bu basamakta “Sosyal Devlet” olmanın icabı olarak her bir kişiye en aşağı seviyede bir kazanım elde etme maksatlı dağıtım esaslı işleyen emeklilik sistemidir. (Blake, 2000: 47).

• **İkinci Basamak (Mesleki/Tamamlayıcı Emeklilik Sistemi):** İkinci basamakta mecburi ve isteğe bağlı biçiminde, genellikle çalışan ve işverenin emeklilik kurumuna prim ödemesinde bulunmasıyla sağlanan fonlarla, prim ödemesinde bulunan çalışanların emekliliğinin karşılandığı sistemdir (Ersoy, 2004: 71).

• **Üçüncü Basamak (Bireysel ya da Özel Emeklilik Sistemi):** Özel emeklilik programları; şartları evvelinde ortaya konulmuş bir protokol içerisinde, çalışanların kişisel hesaplarına düzenli olarak yatırılan katkı paylarının emeklilik döneminin başlangıcına değin etkin bir fon yönetimiyle kıymetlendirilmesine göre faaliyette bulunmaktadır (Ersoy, 2004: 12 71).

Türkiye’de hala kayda değer bir yol kat edemeyen ikinci basamak mesleki emeklilik sistemi katılımın isteğe bağlı veya mecburi olduğu işyeri veya sektör tabanlı çalışma göstermekte olan bir sistemdir (Apak ve Taşçıyan, 2010: 124; DPT, 2014: 46).

Türkiye’de sigorta sistemi tamamlayıcı fonksiyona sahip olan bireysel emeklilik sistemi kapsamında meydana getirilen özel emeklilik fonları: çalışanların üretici oldukları çalışma müddetlerinde yarattıkları kazanımın bir kısmında artırarak, ihtiyarlık zamanlarında bu artırımlardan tüketmeleri maksadıyla sürdürülebilir bir hayat ölçütü elde etmelerine imkân veren araçlar biçiminde ifade edilmektedir (Uyar, 2012, İşseveroğlu ve Hatunoğlu, 2012: 157).

Türkiye’de 2001 yılında çıkarılan yasa ile bireysel emeklilik sisteminde katılım merhalesinde iştirakçilere ve personelleri namına destek sağlayan işverenlere, fonların yatırıma yönlendirilmesi merhalesinde ve birikimlerin toplu para veya maaş biçiminde geri alınması aşamasında vergi teşvikleri yürürlüğe girmiştir (Uyar 2012).

2013 yılında çıkarılan yasa ile haksız ödendiği saptanan devlet katkısı meblağının mahsup edilme işletiminin yürürlükten kaldırılmasına, hak kazanılmayan miktarların Müsteşarlığa ödenmemesi yâda beklenenden sonra ödenmesi halinde vergi dairesine deklare edilmesine, İlgili makamca

Uygun görülen düzenli geri ödeme miktarları dışında dernek, vakıf, sandık, tüzel kişiliği sahip meslek kuruluşu yâda sair ticaret şirketi nezdinde olan ve bireysel emeklilik sistemine aktarılan artırımlar, protokolün nihayete ermesi durumunda tatbik edilecek gelir vergisine dair esas ve kurallar düzenlenmiştir.

2016 yılında çıkarılan yasa ile işverenlerin personellerini otomatik olarak bir emeklilik planına dâhil etmesine dair kurallar düzenlenmiştir

1.2.3. Türkiye’de Bireysel Emeklilik Sisteminin Amacı ve Kapsamı

Türkiye’de Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu’nun 1. fıkrasında bireysel emeklilik sisteminin gayesi belirtilmektedir. Bu kanuna göre, bireylerin emekli olduklarında ikinci bir emeklilik geliri elde etmeleri maksadıyla birikim yapmaları, bu birikimleri yatırıma dönüştürülmesi ile birlikte, hem kişilerin refah düzeylerinin çalıştıkları dönemlerdeki gibi yüksek tutulması hem de ekonominin ihtiyaç duyulan birimlerinde kullanılmak üzere kalkınmanın, gelişmenin ve istihdamın artmasına katkı sağlanması sistemin ana gayeleri içinde bulunmaktadır.

Bu Kanun’la uygulamak istenen amaçlar, ekonomik ve sosyal olarak iki başlık altında iki ana başlıkta kategorize edilebilir(Alper, 2002: 17):

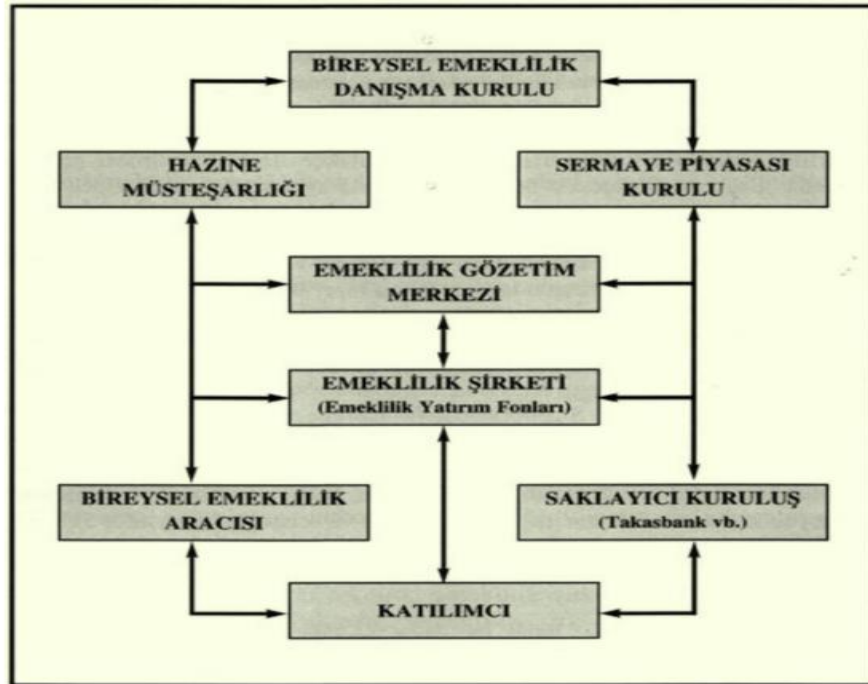
1. Bireysel emeklilik sisteminin uygulanması ile aşağıdaki ekonomik amaçlar gerçekleştirilmek istenmektedir.
 - a. Bireysel emeklilik sistemine dahil olan kişilerin küçük tasarruflarını toplanarak fonlar vasıtasıyla kıymetlendirilmesi ve toplanan büyük meblağlardaki tasarrufların ekonomik alanda uzun süreli işletilmesi neticesinde istihdamın artırılmasını gerçekleştirmek,
 - b. İnsanları tasarrufa yönelterek tasarruf boşluğu sorununu yok etmek ve ekonomik kalkınmayı süratlendirmek,
 - c. Kurumsal yatırımcı kimliğine sahip emeklilik fonlarına kişilerin yatırım yapmalarını sağlayarak sermaye piyasalarının gelişmesine, dalgalanmaların ve spekülasyonların azalmasına yardımcı olmaktır.
2. Sistemin uygulanması ile gerçekleştirilmek istenen sosyal amaçlar ise aşağıda sıralanmaktadır.
 - a. Kamu nezdinde sunulan mevcut sosyal güvenlik güvencesine ek bir güvence sağlayan yapının meydana getirilmesi,
 - b. Çok daha fazla birikim yapmak isteyen kişilere daha çok yarar sağlayamayan mevcut kamu sosyal güvenlik sistemine alternatif bir yatırım sisteminin oluşturulması,
 - c. Kişilere emekli olduklarında ikinci bir emeklilik geliri sağlamak, bunun neticesinde insanların yaşam standartlarını artırmak ve insanları tasarrufa yönlendirmektir.

Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanununun 1. fıkrasında bireysel emeklilik sisteminin kapsamı tanımlanmaktadır. Bu tanıma göre, bireysel emeklilik sistemi; kişiler ile ilgili olarak sisteme katılım, emeklilik şartları ve ayrılma, emeklilik şirketleri ile ilgili olarak kurulma aşamasından, çalışma şartları, yönetim ve denetimi, bireysel emeklilik araçlarının hizmetleri, emeklilik yatırım fonlarının kurulması, bireysel emeklilik ile ilgili kamuya açıklanacak bilgilerin kapsamı ve diğer tüm hususları kapsamı dahilinde BETYSK'nın 1. Maddesi'nde hükme bağlamıştır.

Türkiye'de Bireysel Emeklilik Sisteminin Amacı ve Kapsamını inceledikten sonra Türkiye'de Bireysel Emeklilik Sisteminin İşleyişi bakmakta fayda bulunmaktadır.

1.2.4. Türkiye'de Bireysel Emeklilik Sisteminin İşleyişi

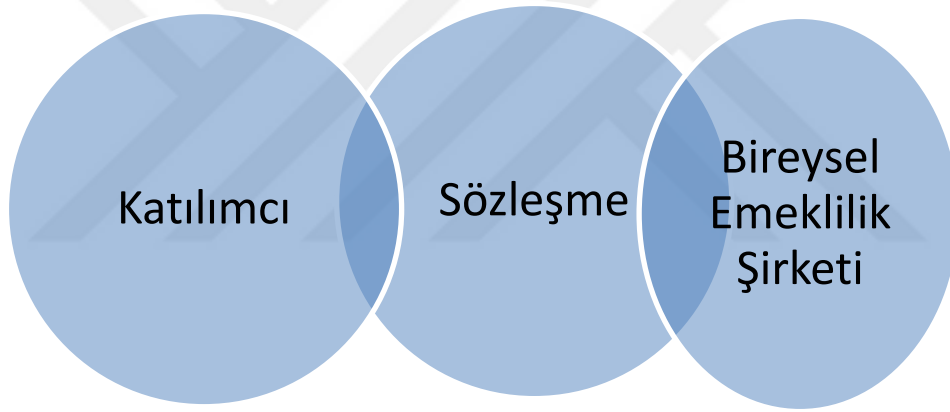
Türkiye'de Bireysel emeklilik sistemi (BES), Türkiye'de kamu sosyal güvenlik sistemini tamamlayıcı bir fonksiyona sahip bir düzenlemedir. Bireysel Emeklilik Sistemimde, katılımcı ile emeklilik şirketi arasında imzalanan sözleşme çerçevesinde toplanan katkı paylarının emeklilik yatırım fonları vasıtasıyla, riskin farklı türlerde yatırım aracına ve işlemine dağıtılarak, yatırım yapılması biçiminde işlemektedir (Günay ve Güneş, 2015: 245).



Şekil 1. Bireysel Emeklilik Sistemi'nin İşleyişi (Çıltık, 2010).

Bireysel emeklilik sisteminin odak noktasında katılımcı ve emeklilik şirketi yer almaktadır. Sistemin en önemli ögesi katılımcı ile bireysel emeklilik şirketi arasında yapılan mukaveledir. Emeklilik yatırım fonları, emeklilik şirketleri ve portföy yönetim şirketleri arasında imzalanan portföy yönetim sözleşmesi ile uzman portföy yöneticileri tarafından idare edilmektedirler.

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), tarafından Takasbank saklayıcı kuruluş olarak görevlendirilmiştir. Fon varlıklarının güvence altına tutulması Takasbank'ta saklanması suretiyle yerine getirilmektedir. Emeklilik şirketinin sahip olduğu varlıklardan, emeklilik yatırım fonu varlıkları ayrı tutulmaktadır. Hazine Müsteşarlığı (Müsteşarlık) ve SPK, bireysel emeklilik sisteminin güvenliği noktasında tüm düzenlemeleri gerçekleştiren ve tüm ögelerin söz konusu düzenlemelere uygunluklarını kontrol eden en yetkili denetleme kurumlarıdır.



Şekil.2 Emeklilik Sözleşmesi Tarafları

Bireysel emeklilik araçları, katılımcıya alacağı riskler ile elde edeceği getiri için bir analizi yapmakta ve bu analizin neticesinde katılımcıyı, en uygun ürün başta olmak üzere, tüm ürünler ve sistem hakkında aydınlanmaktadır.

Şirket tarafından hazırlanmış olan tanıtım kılavuz formunu Katılımcı, inceledikten sonra, teklifi kabul ederse emeklilik sözleşmesi teklif formunu doldurup imzalamaktadır. Sözleşmenin on işgünü içerisinde şirket tarafından reddedilmemesi durumunda sözleşme kurulmuş olmaktadır.

Katılımcının ilk katkı payını veya giriş aidatının bir kısmını veya tamamını ödemesiyle sözleşme yürürlüğe girmektedir. Katılımcının Bireysel Emeklilik Sistemi'ne ilk giriş tarihi, imzalanan ilk emeklilik sözleşmesinde belirtilmekte olan yürürlük tarihidir.

Katkı payı en geç iki işgünü içerisinde yatırıma yönlendirilmektedir. Katılımcı katkı payı ödemeye ara verebilmektedir. Lakin bir yıl ödeme yapılmaması durumunda, sözleşmeye ara verilmiş olduğu varsayılmaktadır. Birikim miktarının ara verilen sözleşmedeki kesenekleri karşılamaması halinde, sözleşme pasif hale gelir.

Katılımcı Bireysel Emeklilik Sistemi'ne ilk giriş tarihinden 1 yıl sonra, dilerse emeklilik şirketini değiştirebilmektedir. Emeklilik şirketi, katılımcının birikimlerini yeni şirkete aktarmakla mesuldür. Katılımcı, gönüllü katılım esasına dayanan bu sistemden istediği vakit ayrılabilir. Eğer katılımcının sistemde katkı payı ödediği dönem 10 yıldan az ise emeklilik birikimi üzerinden yüzde 15, bu dönem 10 yıl ise yüzde 10 stopaj kesilir. Katılımcının elli altı yaşını tamamlamış olması ve 10 yıl katkı payı ödemesi durumunda ise, birikimlerin yüzde 75'i üzerinden %5 stopaj kesintisi yapılır ve katılımcı emekli olur (BESGR, 2005: 20-21). Fakat 2013 yılında 4632 Sayılı Bireysel Emeklilik Yatırım ve Tasarruf Sistemi Kanunu'nun bazı maddelerinde değişiklikler yapılmış ve söz konusu değişikliklerden biri, mevcut sistemde emeklilik veya sistemden çıkış halinde toplam fon varlığı üzerine uygulanan stopaj kesintisinin, sadece getiri üzerinden yapılacak olmasıdır (Özel ve Yalçın, 2013: 19).

2013 yılındaki Bireysel Emeklilik Sistemi teşvik sistemindeki diğer değişiklikler aşağıda ifade edilmektedir (Özel ve Yalçın, 2013: 18).

- *Vergi indiriminin tamamıyla kaldırılarak ödenen primlere %25 oranında devlet katkı payı verilmesi*

- *Katılımcıya ödenecek azami yıllık devlet katkısı tutarının, yıllık olarak hesaplanan brüt asgari ücretin yüzde 25'i ile sınırlı olması,*

- *Katılımcı, üç yıl veya daha önce sistemden çıkarsa, devlet katkı payından faydalanamaz; devlet katkı payından üç yılın sonunda yüzde 15, altı yılın sonunda yüzde 35, on yılın sonunda ise yüzde 60 oranında faydalanabilmektedir.*

- *İşverenler tarafından ücretliler adına BES'e ödenen ve vergi matrahının tespitinde dikkate alınan katkı paylarının toplamı, ödemenin yapıldığı ayda elde edilen ücretin en fazla yüzde 15'i ve yıllık brüt asgari ücretle sınırlandırılması,*

Bu uygulama ile işverenlerin çalışanları için, emeklilik planları oluşturmaları için ek bir teşvik getirmiştir. Ayrıca söz konusu tüm değişikliklerle BES'e katılımın artması ve yurtiçi tasarrufların artırılması amaçlanmaktadır (Özel ve Yalçın, 2013: 18; Işık vd., 2011: 26).

1.3 Bireysel Emeklilik Sistemin Tarafları

Bireysel emeklilik sisteminin merkezinde katılımcı ve emeklilik şirketi yer almaktadır. Sistemin ana ögesi katılımcı ve emeklilik şirketi arasında gerçekleştirilen emeklilik sözleşmesidir. Bu sözleşmeler ile alanında uzman portföy yöneticileri nezdinde emeklilik yatırım fonlarının profesyonel bağlamda idaresi yapılmaktadır.

Bireysel Emeklilik Sistemi'nin mekanizmasında bireysel emeklilik fonlarına yatırım yapan katılımcı haricinde, saklama görevini ifa eden Takasbank, sözleşmeler ve bir takım diğer konularda düzenleme görevini üstlenen Sermaye Piyasası Kurulu, aracılık görevini yürüten Bireysel Emeklilik Aracısı, izin ve ruhsatları veren Hazine Müsteşarlığı, sistemin her aşamasında rolü bulunan ve ana düzenden sorumlu Bireysel Emeklilik Danışma Kurulu, Bireysel Emeklilik Sistemi'n güvenli, şeffaf ve etkin bir biçimde çalışmasını sağlamakla mükellef Emeklilik Gözetim Merkezi ve Emeklilik Şirketi yer almaktadır.

İsimleri belirtilen Bireysel Emeklilik Sistemindeki Tarafları daha detaylı tanıtmakta fayda bulunmaktadır.

Katılımcı:, Emeklilik sözleşmesinin katılımcı ve emeklilik şirketinden meydana gelen iki tarafından birisidir.

Portföy Yöneticisi: Emeklilik şirketlerinin oluşturduğu fonları idare eden alanında uzman yapılardır. Portföy Yöneticileri, SPK' unca düzenlenir ve kontrol edilir. (Uyar, 2012).

Emeklilik Şirketi: 4632 sayılı kanuna göre çalışırlar. Bireysel Emeklilik Sistemin en hayati unsurudur. Sistemin temelinde, bireysel emeklilik sistemine yatırım yapacak katılımcıya emekli olduğunda sunulacak alternatifler olacağı ve bunun sağlanabileceği bir yarışma düşünüldüğü için bu kısımda çalışan çok sayıda şirket olmak zorundadır. Emeklilik şirketlerinde minimum 5 kişiden meydana gelen bir yönetim kuruluna yer almaktadır (Uyar, 2012).

Emeklilik şirketlerinde (Kolotoğlu 2006). ;

Kuruluş iznini ilgili bakanlık verir. (Hazine
Müsteşarlığının Bağlı Olduğu Bakanlık)

Ruhsatı alan şirket, veriliş tarihinden itibaren
en fazla 3 ayda fon kurmak maksadıyla spk'ya
başvurması icap eder.

SPK'ya yapacağı başvuru reddedilirse; faaliyet
izni ve ruhsatı kendiliğinden sona erer.

Kurulacak şirketin, anonim şirket biçimde kurulması ve ticaret unvanında "emeklilik" ibaresinin bulunması zorunludur. Bu şirketler kanunda tarif edilen çalışma alanının haricinde başka bir alanda faaliyet yapamazlar. Diğer taraftan şirket kurucularının yasada sayılmış taksirlerden muaf olmaları gerekir (Kolotoğlu 2006).

Takasbank: "saklayın" görevini üstlenmiştir. (Avcı, 2011).

Sermaye Piyasası Kurulu: Bireysel Emeklilik Sistemi'nde emeklilik yatırım fonları, portföy yönetim şirketleri ve bu şirketler-; sözleşmeler ile saklayıcılarla alakalı düzenlemeler Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yerine getirilmektedir. (Uyar, 2012)

Müsteşarlık nezdinde ifade edilen emeklilik sözleşmesinde yer alacak ölçütlere, nakletmeye, nakil isteğine, nakil isteğindeki zaman sınırlamalarına, emekli olması durumunda hak sahiplerinin bulunma süresi içerisinde paranın kıymetlendirilmesine, giriş aidatına, yönetim ve fon işletim giderleri meblağı ve oranına, kuruluş izni ve faaliyet ruhsatı müracaatların da talep edilecek dosyalara dair esas ve kurallar gibi çok sayıda hususta Sermaye Piyasası Kurulu'nun onayı istenmektedir. SPK' nun sistemi organize etme işlevinin dışında teftiş vazifesi de bulunmaktadır (Mandal, 2005).

Hazine Müsteşarlığı: Bireysel Emeklilik Sistemi'nde yetki ve yetki belgesinin verilmesi, kurulacak Bireysel Emeklilik Şirketlerinin kontrolünü yapmaktadır. Müsteşarlık Bireysel Emeklilik Sistemi'nin çalışma usulleri hususunda da ana kuruluş pozisyonundadır. Hazine Müsteşarlığı'nın görevleri şunlardır (Mandal 2005).

- Bireysel emeklilik şirketlerinde genel müdür ve genel müdür yardımcılarının tayini,
- Ana sözleşme değişiklikleri, belirli oranların üstündeki pay devirleri,
- Yeni emeklilik planları, var olan planlar üstündeki her türlü değişiklik,
- Grup emeklilik sözleşmeleri sonucu yeni emeklilik fonu kurulması,
- Bireysel emeklilik araçlarından istenecek nitelik ve şartlara, bünyelerine, çalışmalarına, men edilen faaliyetlere, sicile dair muamelelere, kayıtlarına ve başka konulara dair esas ve kurallar da Hazine Müsteşarlığı'nca aranje edilmektedir.

Bireysel Emeklilik Danışma Kurulu: Bireysel Emeklilik Sisteminin en hayati kademesini meydana getirmektedir. Bireysel Emeklilik Sistemi'nin oluşturulması ve sorunsuz biçimde çalışması için gereken tüm kademelerde, Bireysel Emeklilik Danışma Kurulu'nun vazifeleri, yükümlülükleri ve velayeti vardır. (Bilgütay 2003).

Emeklilik Gözetim Merkezi: Merkezi 2003 yılında İstanbul'da kurulmuştur. Bireysel Emeklilik Sistemi'ni emin, saydam ve dinamik bir biçimde çalışmasını sağlamak, ve kamuoyuna sağlıklı bilgi aktarımı için gerekli verileri sunmak maksadıyla oluşturulmuştur.

Emeklilik Gözetim Merkezi'nin kurucu ortakları, A grubu hisse ile Hazine Müsteşarlığı ve eşit oranda B grubu hisseler ile sistemde faaliyet gösterme izni alan şirketler aşağıda sıralanmıştır:

- Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş.
- Avivasa Hayat ve Emeklilik A.Ş.
- Aegon Emeklilik ve Hayat A.Ş.,
- Allianz Hayat ve Emeklilik A.Ş.,
- Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş.
- Fortis Emeklilik ve Hayat A.Ş.,
- Groupama Emeklilik A.Ş.
- İNG Emeklilik A.Ş.
- Vakıf Emeklilik A.Ş.,
- Yapı Kredi Emeklilik A.Ş.

Emeklilik Gözetim Merkezi, emeklilik şirketlerinin çalışmalarının günlük bazda dijital ortamda takibi ve bu alanda yetki sahibi kamu otoritelerine bildirilmesi, emeklilik şirketlerince yerine getirilecek faaliyetlerin neticesinde ortaya çıkan bilgilerin ötelemesini, bireysel tasarruf sistemi katılımcılarına dair bilgilerin muhafaza edilmesi, toplumun ve katılımcıların aydınlatılması, katılımcı şikâyetlerinin objektif bir biçimde araştırılması ve yönlendirilmesi, nüfus katmanlarına özel istatistikleri oluşturulması, sistem işleyiş analizleri yapılması, bireysel emeklilik araçları sınavının gerçekleştirilmesi ve bireysel emeklilik araçları sicilinin takip edilmesi, ortak tanıtım, eğitim programları, yazılım ve benzeri mevzulardaki isteklerin yerine getirilmesi, sistemin güven içinde çalışması ve olabilecek problemlere karşı kamu otoritelerinin vaktinde müdahalede bulunmasına imkan verecek veri oluşturulması ve Bireysel tasarruf Sistemi'nin çözümsel biçimde incelenmesi çalışmalarını yapmaktır (Çıtak 2003).

Bireysel Emeklilik Aracıları: Emeklilik şirketleri namına bireysel emeklilik anlaşmalarına aracılık yapan veya da bu anlaşmaları bireysel emeklilik şirketi adına direkt anlaşma yapan gerçek ve tüzel kişilerdir. Bireysel emeklilik araçları, Hazine Müsteşarlığı yapısında kaydedilen Bireysel Emeklilik Aracıları Siciline kayıt yaptırmak mecburiyetindedirler. Aracılardan istenecek vasıflar ve koşullar, kuruluşları, çalışmaları, men edildikleri faaliyetler, sicile dair muameleler, tutacakları defterler ve diğer hususlarla ilgili esas ve normlar Hazine Müsteşarlığınca tespit edilmektedir (Yaşar, 2003).

Bireysel emeklilik aracısı olacak gerçek veya tüzel kişilerde olması gereken koşullar aşağıdaki biçimdedir;

- fakülte (4 yıllık), yüksekokul (4 yıllık) veya meslek yüksek okullarının (iki yıllık) bankacılık ve sigortacılık programlarından bitirmek,
- Gerçekleştirilecek testlerde muvaffak olmak,
- İflas etmiş yâda iflas anlaşması yapmamış olmak, bireysel emeklilik yada sigortacılık mevzuatına uymayan aksiyonlardan ötürü hapis yada çok sayıda ağır para cezası ile ceza verilmemiş olmak (Uyanık, 2003).
- Meslek şeref ve onuruna aykırı davranışlarda bulunmamak,
- Adına bireysel emeklilik aracılığı yapacakları şirket veya şirketlerin emeklilik ürünlerine dair zorunlu talimi edinmiş olmaları gerekmektedir.

1.4. Bireysel Emeklilik Sözleşmeleri

Emeklilik sözleşmesi, iştirakçinin bireysel tasarruf sistemine girmesine, sistemden ayrılmasına, emekli olmasına, katkı paylarının ödenmesine, bu katkı paylarının bireysel emeklilik hesaplarında izlenmesine, emeklilik fonlarında yatırıma yönlendirilmesine ve katılımcı veya lehtar(lar)ına yapılacak ödemelere ilişkin esasları kapsamaktadır. Emeklilik sigortası sözleşmesi, emeklilik planı primlerinin üyelerin belirli bir emeklilik yaşına geldiğinde veya planın üyelerinden daha erken çıkması halinde ödenecek olan emeklilik planı yardımlarının bir sigorta şirketinin emeklilik planı katkılarını belirleyen bir sigorta sözleşmesidir. (Sarıaslan, 2015, s.23).

Emeklilik sözleşmesi, bireysel emeklilik fonlarına yatırım yapan katılımcının sisteme dahil olmasına, katkı paylarının verilmesine ve fonlarda yatırıma yönlendirilmesine, birikimlerin bireysel emeklilik hesaplarında izlenmesini sağlayan protokoldür. (Uyanık 2003).

Bireysel emeklilik sözleşmesi, bireysel emeklilik planına endeksli olarak bireysel emeklilik şirketi ile iştirakçilerin muhatap olarak bulunduğu emeklilik protokolleridir.

Gruba bağlı bireysel emeklilik sözleşmesi, grup emeklilik planına bağlı olarak şirket ile iştirakçilerin muhatap olarak bulunduğu emeklilik protokolleridir.

İşveren grup emeklilik sözleşmesi, grup emeklilik planına bağlı olarak şirket ile destekleyici kuruluşun muhatap olarak bulunduğu ve iştirakçi yararına ifa edilen emeklilik protokolleridir.

Bireysel emeklilik sözleşmelerinde üç tür kesinti vardır. Bunlar; giriş aidatı kesintisi, yönetim gideri kesintisi ve fon işletim gideri kesintisidir. Sırasıyla bunlar:

Giriş aidatı kesintisi: İştirakçinin, işveren grup emeklilik sözleşmesi dışında bir şirkette kurduğu ilk sözleşmesi için giriş aidatı alınabilir. Giriş aidatı önce veya sonraya bırakılarak alınır. Peşin bölümü en fazla 1 yıl içinde tahsil edilmek üzere taksitler şeklinde de alınabilir.

Yönetim gideri kesintisi: Bireysel emeklilik hesabına ödenen katkı payları ile iştirakçinin birikimi üstünden yönetim gideri kesintisi alınabilir.

Fon işletim gideri kesintisi: Fon net varlık değeri üstünden günlük olarak hesap edilir. (Uyar 2012).

İKİNCİ BÖLÜM

BİREYSEL EMEKLİLİK ŞİRKETLERİ VE FONLARI

1. BİREYSEL EMEKLİLİK ŞİRKETLERİ

Bireysel emeklilik şirketi, Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu'na göre kurulan ve bireysel tasarruf sisteminde çalışmada bulunmak üzere emeklilik alanında lisans almış şirketi belirtmektedir. Bireysel emeklilik şirketi 21.12.1959 tarihli ve 7397 Sayılı Sigorta Murakabe Kanunu hükümlerine göre hayat ve ferdi kaza sigortaları branşlarında da lisans alabilir. Bireysel emeklilik şirketinin emeklilik alanı haricinde başka bir alanda da çalışması durumunda her bir branşa ait hesaplar ayrı tutulmaktadır (BETYSK Md. 8).

Bireysel tasarruf şirketleri aslında iştirakçilerin gönüllük esasına göre bireysel tasarruf sistemine transfer ettiği birikimlerini yönetir. Bireysel tasarruf sistemi iştirakçileri tarafından ikinci emeklilik kazanımı ile kişilerin emeklilikte rahatlık düzeylerinin yükselmesine imkân verir. Bu sebeple kişisel artırımların istenen düzeylere çıkarılması ve artırımların mali pazarlarda uygun yatırımlara nakledilmesi bireysel emeklilik şirketlerinin çalışmalarını etkin şekilde yürütmeleri ile olasıdır (Avcı, 2011).

1.1. Bireysel Emeklilik Şirketlerinin Kuruluşu Teşkilat Yapısı

Türkiye'de faaliyet gösteren bireysel emeklilik şirketlerinin teşkilat yapısı Başbakanlık (Hazine Müsteşarlığı)'tan 8 Ocak 2008 Salı günü Resmî Gazetenin 26750 sayısı ile yayımlanmış olan Emeklilik Şirketleri Kuruluş Ve Çalışma Esaslarına İlişkin Yönetmeliğin 5-6-7 ve 8. maddeleri ile belirlenmiştir

Bireysel Emeklilik Şirketleri Kuruluş iznini alırken Türk Ticaret Kanunu'nun anonim şirket kurulmasına dair hükümlere yine tabi olmak koşuluyla bakan tarafından izin verilmesi halinde kurulur.

Bireysel emeklilik şirketi kurucularının imza altına aldığı esas sözleşmelerinin bir kopyası, iş planları ve yapılabirlik raporları, şirketi kuran ortaklarının iflas etmediklerine ve iflas anlaşıması yapmadıklarını gösterir belgeler, kurucu ortakların sigorta, banka vb. gibi alanlarda iştigalde bulunan herhangi bir teşekkülde direkt veya endirekt olarak %10 ve daha

fazla oranda hisselerinin yer almadığına dair belge, çalışma alanları tümüyle yâda bir bölümü ile sürekli veya başvuru tarihinden evvelki bir yıl süresince hazırlanmış belge. Vergi ve sosyal güvenlik prim borcu olmadığına dair yetkili merkezlerden temin edilecek belge. Likidite taahhütlerinin yerine getirilebilmesi maksadıyla icap eden meblağın elde edileceği kaynaklara dair vesaik ve taahhütname belgelerle Müsteşarlık makamına başvuru yapılır (Uyar, 2012).

Şirketi kuran Gerçek kişiler için; beyanname, nüfus cüzdanı için onaylı örnek, yabancı uyruklu bireyler için noterden onaylanmış pasaport örneği, adli sicil belgesi,

Şirketi kuran Tüzel kişiler için; beyanname, Çalışma mevzuları, mevduat ve ortaklık alanları ile alakalı detaylı bilgi ve son üç seneye ait faaliyet raporları ve kurumlar vergisi belgeleri, hisse sahibi olan ortakların pay miktarlarını gösteren çizelgeler, yönetim kurulu üyeleri ile genel müdürün detaylı özgeçmişleri, öz varlıktaki dolaylı pay sahipliği %10 yâda daha çok olan gerçek ve tüzel kişiler için de kurucularda talep edilen vesaik istenir.

Kuruluş izni müracaatının neticesi, lazım olan bütün bilgi ve dosyaların toplanmasından başlayarak en fazla iki ay içinde müracaat ehillerine bildirilir.

Bireysel emeklilik şirketine dair verilen lisans, lisans tarihinden başlayarak bir sene içinde lüzumlu evrakların zamanında hazırlanıp sunulmamış olması durumunda sebepsizce hükümsüz olur. İznin gerçeğe aykırı bildirimle alınmış olunması veya kuruluş lisansından cayıldığıının tebliği halinde ise verilen lisans iptal olur.

Yöneticiler: Yönetim Kurulu mensuplarının salt çoğunluğunun genel müdür için önerilen meslekî tecrübe müddeti dışında yasanın on ikinci bendinde belirtilmiş olan vasıflara haiz bulunması icap etmektedir.

Yönetim Kurulu ve denetim kurulu mensuplarının tayin olmalarından başlayarak on iş gününde; iflas etmediklerine dair yazılı bildiri, adli sicil kaydı, nüfus cüzdanı için onaylı örnek, yabancı uyruklu bireyler için noterden onaylanmış pasaport örneği, detaylı özgeçmişleri, diplomalarının noter tasdikli örneklerinden oluşan belgeler Müsteşarlık makamına gönderilir (Çıtak 2003).

Bireysel Emeklilik şirketlerinin Yöneticileri ve şirket namına imza atmaya haiz olanların yapamayacağı bir takım işler bulunmaktadır. Bunlar;

Bireysel emeklilik pazarlama alanında iştigal eden bir teşekkülün yada müessesesinin hissedarı ya da yöneticisi ve denetim kurulu mensubu olamazlar, gelir etme

amaçlı herhangi bir iş alamazlar, kendi teşekkülleri haricinde başka bir şirketin bireysel emeklilik komisyoncusu olamazlar. Bu sınırlamalar bahse konu bireylerin eş ve velayeti altındaki evlatları için de aynı şekildedir.

Bireysel emeklilik şirketi bölge müdürlüğü ülke içerisinde yâda ülke dışında herhangi bir şube yâda acente açacaksa bu şubelerin adres bilgilerini ve idarecilerinin adlarını, pozisyonlarını ve mesleki tecrübelerini müsteşarlık makamına iletir (Sallan 2006).

1.2. Bireysel Emeklilik Şirketlerinin Kontrolü

Bireysel emeklilik şirketlerinin çalışmaları Hazine Müsteşarlığı'na denetlenir. Müsteşarlık lüzumu halinde her zaman rutin harici kontroller yapabilir. Bireysel Emeklilik Şirketleri, Müsteşarlıkça gerçekleştirilecek kontrollerde talep edilen her türlü bilgiyi ve dokümanı vermek, ve belgeleri incelemeye hazır bulundurmakla mesuldür (EŞKÇEİY, Md. 19).

Emeklilik Gözetim Merkezi, sistemin güvenilir ve dinamik bir biçimde çalışmasını sağlamak, katılımcıların hak ve yararını korumak maksadıyla Bireysel emeklilik şirketlerinin günlük gözetim ve kontrolünü yapar (BETYSK Md. 20/A).

Bireysel tasarruf Sistemi sürekli denetim ve gözetim altında tutulan son derece şeffaf ve güvenilir bir sistemdir.

Bireysel Emeklilik Şirketleri;

- T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı,
- Emeklilik Gözetim Merkezi,
- Bağımsız Aktüeryal Denetim Şirketleri,
- Bağımsız Dış Denetim Şirketleri,
- Şirket İçi Denetim Birimi nezdinde, prensipleri çok net olarak belirlenmiş esaslara uygun olarak denetlenmektedir.

2. BİREYSEL EMEKLİLİK FONLARI

Bireysel Emeklilik Fonlarını Gelir Amaçlı Bireysel Emeklilik Yatırım Fonları, Büyüme Amaçlı Fonlar, Kıymetli Maden Fonları, İhtisaslaşmış Fonlar, Para Piyasası Fonları ve Diğer Fonlar başlıkları altında incelemekte fayda bulunmaktadır.

2.1. Gelir Amaçlı Bireysel Emeklilik Yatırım Fonları

Gelir amaçlı fonlar 9 farklı şekilde kategorize edilmiştir.

- **Hisse Senedi Fonu:** Fon portföyünün minimum %80'ini düzenli temettü ödemesi yapan ve fiyat hareketliliği nispeten daha düşük olan hisse senetlerine yatıran ve temettü kazancı sağlamayı amaçlayan fondur. Fon alım ve satımı esnasından herhangi bir stopaj kesintisi uygulaması bulunmamaktadır. Risk kategorisi yüksek düzeyli emeklilik yatırım fon türüdür (Sarıaslan, 2015).
- **Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonu:** Fon portföyünün en az %80'ini özel sektör borçlanma araçlarında değerlendiren ve faiz geliri elde etmeyi hedefleyen fondur. (Sarıaslan, 2015).
- **Karma Borçlanma Araçları Fonu:** Fon portföyünün en az %80'ini kamu veya özel sektör borçlanma araçlarına yatıran ve faiz geliri elde etmeyi hedefleyen fondur (Sarıaslan, 2015).
- **Karma Fon:** Her bir tanesinin değeri fon portföyünün %20'sinden az olmayacak biçimde, fon portföyünün minimum %80'inin hisse senetlerine ve borçlanma araçlarına yatırıp hem temettü hem de faiz geliri sağlamayı amaçlayan fon türüdür (Sarıaslan, 2015).
- **Uluslararası Hisse Senedi Fonu:** Fon portföyünün minimum %80'ini fiyat oynaklığı hayli daha az olan yabancı hisse senetlerinde değerlendiren ve temettü geliri sağlamayı hedefleyen fon çeşididir (İş Bankası: 2017).
- **Uluslararası Borçlanma Araçları Fonu:** Fon portföyünün en az %80'ini yabancı borçlanma araçlarına yatırıp, buradan faiz geliri elde etmeyi hedefleyen fon çeşididir (Sarıaslan, 2015).
- **Esnek Fon:** Fon portföyünün tamamını değişen piyasa koşullarına göre esnek fonun varlık türlerinin tamamına ya da bir kısmına yatırıp temettü ve faiz geliri elde etmeyi amaçlayan fon çeşididir (Sarıaslan, 2015).

2.2. Büyüme Amaçlı Fonlar

Büyüme amaçlı fonlar, yatırım yapılacak olan varlıkların ve bu varlıklardan elde edilecek olan sermaye kazancına ağırlık verilerek belirlendiği fon türleridir. Büyüme amaçlı fonları kendi aralarında 6 farklı şekilde kategorize etmek mümkündür. Yatırım yapılacak varlıkların, bunlardan elde edilecek sermaye kazancına ağırlık verilerek belirlendiği fonlardır.

2.3. Kıymetli Maden Fonları

Fon portföyünün minimum %80'ini kıymetli madenler ve altına dayalı varlıklardan oluşturmak maksadıyla kurulmuş olan fon yapılarıdır. Kıymetli madenler fonları, 2 ayrı şekilde kategorize edilmektedir.

- **Kıymetli Madenler Fonu:** Fon portföyünün minimum %80'ini ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenlere dayalı varlıklara yatıran fon türüdür (Sarıaslan, 2015).

- **Altın Fonu:** Fon portföyünün minimum %80'ini milli ve enternasyonal borsalarda işlem gören altına dayalı getiri sağlayan fon çeşididir (Sermaye Piyasası Kurulu: 2002). Fon, piyasa riski, karşı taraf riski, likidite riski, operasyonel risk, yoğunlaşma riski, korelasyon riski, yasal risk, ihraççı riski, kıymetli madenlere yatırım yapılmasından kaynaklanan risk ve kaldıraç yaratan işlem riskini taşımaktadır.

2.4. İhtisaslaşmış Fonlar

Coğrafi bölge, ülke, endüstri ve endeksler bazında yatırım yapan fon çeşitleridir. İhtisaslaşmış fonları 3 farklı şekilde kategorize etmek mümkündür.

- **Yabancı Ülke Fonu:** Fon portföyünün en az %80'inin, yalnızca bir ülke tarafından veya bu ülkedeki yerleşik firmalar tarafından ihraç edilen para ve sermaye piyasası araçlarına yatıran fon çeşididir (Sarıaslan, 2015).

- **Sektör Fonu:** Fon portföyünün minimum %80'inin, belirlenmiş olan bir sektörde veya sektörlerde bulunan şirketlerin hisse senetlerine yatıran fon çeşididir (Sarıaslan, 2015).

- **Endeks Fon:** Hisse senedi endeks, tahvil endeks, sektör endeks ve buna benzer fonların baz alındığı, Kurul tarafından uygun görülen bir endeks kapsamındaki varlıklara, fon portföyünün %80'inin ayrıldığı ve baz alınan endeks ile fonun birim pay 37 değeri

arasındaki korelasyon katsayısının en az 0,9 olduğu ve endeksteki artış kadar getiri elde ettiği fon çeşididir (Sermaye Piyasası Kurulu: 2002).

2.5. Para Piyasası Fonları

Devamlı olarak portföyünde vadesine en fazla 180 gün kalmış likiditesi yüksek para ortalama vadesi en fazla 45 gün olan fonlardır. Para piyasası fonlarını 3 farklı şekilde kategorize etmek mümkündür (Sarıaslan, 2015);

- a) **Likit Fon - Kamu:** Fon portföyünün en az %80'inin ters repo dahil devlet iç borçlanma senetlerine yatırılmak suretiyle fon varlıklarını borsa piyasası işlemleri dahil para piyasası fonunda yer alan vade yapısına sahip para ve sermaye piyasalarında değerlendirilen fon çeşididir.
- b) **Likit Fon - Özel Sektör:** Fon portföyünün en az %80'ini özel sektör borçlanma araçlarında değerlendiren fon çeşididir.
- c) **Likit Fon - Karma:** Fon portföyünün tamamını kamu ve/veya özel sektör borçlanma araçlarında değerlendiren fon çeşididir.

2.6. Diğer Fonlar

Yukarıdaki bahsedilmiş olan fon türlerine girmeyen fon çeşitleridir. Diğer fonlar da, ikiye ayrılmaktadır (Sarıaslan, 2015);

- a) **Dengeli Fon:** Fon portföyünün tamamını, hisse senedi ve/veya borçlanma araçları karmasından oluşturan ve hem sermaye kazancı hem de temettü ve faiz geliri elde eden fon türüdür.
- b) **Esnek Fon:** Fon portföyünün tamamını değişen piyasa koşullarına göre belirten varlık türlerinin tamamına veya bir kısmına yatıran ve hem sermaye kazancı hem de temettü ve faiz geliri elde etmeyi hedefleyen fon çeşididir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

BİREYSEL EMEKLİLİK ŞİRKETLERİNDE PERFORMANS KAVRAMI VE BİREYSEL EMEKLİLİK FONLARININ ÜZERİNE YAPILAN ÇALIŞMALAR

1. PERFORMANS KAVRAMI

Günümüzde “performans” kavramı, özellikle hizmet kesiminde giderek önem kazanmaktadır. En genel ifadeyle performans, bir işletmenin belli bir zaman diliminde elde ettiği başarı derecesi olarak tanımlanabilir. Diğer bir deyişle performans işletmenin amaçlanan hedefe yönelik olarak nereye varabileceğinin nicel ve nitel olarak anlatımıdır (Tetik, 2003: 221).

2. BİREYSEL EMEKLİLİK FONLARININ PERFORMANSININ DEĞERLENDİRİLMESİ

Bireysel Emeklilik Fonlarının performansının değerlendirilmesi, yatırım yapılan fonların ne ölçüde başarı gösterdiğinin bilinmesi için önemlidir. Bireysel Emeklilik Fonlarının performansının değerlendirilmesi, ileriye yönelik bir fikir edinilmesi için, katılımcılar nezdinde epeyce ciddiye alınmaktadır.

Katılımcıların amaçlarının, önceliklerinin ve sonuçlarının tespit edilerek sayısallaştırılması katılımcının amaçlarına ne ölçüde ulaşıldığını, performans değerlendirilmesi sayesinde, katılımcıların seçeneklerinden en başarılı fonun seçilmesi, başarısızlık gösteren fonların başarısızlık nedenlerinin analiz edilmesi ve söz konusu sebeplere karşı tedbir alınması olanaklı hale gelmektedir.

Fon performansının ölçülmesinde, katılımcının getiri risk tercihi ön planda tutulmaktadır. Katılımcıların hedefi en yüksek getiriye ve en düşük riske sahip olmaktadır. Katılımcılar aynı risk düzeyinde en yüksek getirili ya da aynı getiri seviyesinde en düşük riskli fonu seçmektedirler. Bu doğrultuda, fon performansının değerlendirilmesi aşamasında getiri ve riskin hesaplanması önem arz etmektedir.

2.1. Emeklilik Fonlarında Performansının Değerlendirilmesinde Getiri ve Riskin Hesaplanması

Bireysel emeklilik piyasaları fon arz ve talebinin birbiriyle rastlaştığı piyasalardır. Yatırım yapan katılımcılar birikimlerini, fon talebinde bulunan şahıslara belirli bir seviyede getiri sağlama hedefiyle naklederken, fon talebinde bulunan şahıslarda da belirli bir maliyeti

üstlenerek, fon taleplerini fon piyasalardan elde etmektedirler. Birbirleriyle etkileşim içinde bulunan söz konusu beklenen getiri ve sermaye maliyeti öğeleri, getiri ve risk kavramlarını meydana getirmektedir (Uyar ve Kangallı, 2012: 183).

Bireysel emeklilik şirketlerinde Bireysel Emeklilik Fonlarının portföy yönetiminin ana işlevi, getiri ve risk arasındaki bağın oluşturulmasıdır. Bireysel Emeklilik Fonlarına yatırım yapacak katılımcıların yatırım kademesinde dikkate aldıkları en önemli etken, yatırıma ait getiri ve risk ilişkisidir (Demirtaş ve Güngör, 2004: 104).

En uygun fon tercihinde, fonun öngörülen getirisi ve riski beraber hareket eden değişkenlerdir. Risk ve getiri arasında daima artı doğrultuda bağ oluşmaktadır (Birgili ve Tuna, 2012: 3). getiri arttıkça risk fazlalaşmakta veya risk hafifledikçe getiri düşmektedir (Bekçi vd., 2001: 89). Bir fon Portföyünü meydana getiren fon gruplarının önceki dönem performanslarından hareketle hesap edilecek getiri ve risk, yatırım yapan katılımcıların yatırım yapma kararı alırken itina gösterecekleri en önemli öğedir. Katılımcı açısından hangi fona yatırım yapacağına karar vermek oldukça zordur. Fon seçerken riski en az olan fonu yada karı en yüksek fonu tercih etmek isterler (Gökgöz, 2006: 1). Katılımcılar en yüksek kazancı sağlayabilecek ve en düşük riski barındıracak fon veya fon grubunun önerilmesi, oluşturulması, herhangi olumsuz bir durumda bunun değiştirilmesi ve performans ölçümünün yapılmasını isterler. Bu bilgiler ışığında getirinin ve riskin hesaplanmasına değinmekte fayda bulunmaktadır.

2.1.1. Getirinin Hesaplanması

Getiri, belli bir zaman aralığında katılımcılar tarafından yapılan yatırımın karşılığında kazanılması amaçlanan geliri ifade etmektedir. Katılımcılar, yatırım araç ve muamelelerinden, çoğunlukla üç şekilde getiri elde etmektedirler. Birincisi, taşınır kıymetlerin piyasalardaki fiyatlarındaki farklılaşmalarından elde edilen sermaye geliri, hisse senetlerine uzun süreli yatırım yapılmak suretiyle sağlanan kar payı, tahvil ve bono gibi sabit getirili menkul kıymetlerin edindirdiği faiz getirisi sağlayabilmektedirler (Abay, 2013: 180). Mevzubahis getirileri elde etmeyi amaçlayan katılımcılar, varlıklara dair getirilerin hesap edilmesi ile, fon portföyünü meydana getirirken bütün alternatifleri mukayese etme olanağına kavuşurlar. Getirinin hesap edilmesinde, aynı risk seviyesine sahip fonların getiri performanslarının kıyaslanmasını olanaklı kılarak performans puanlanması hususunda önem teşkil eden bir bilgi vermektedir (Akmüt, 1989: 42).

Rastgele bir bireysel emeklilik fonunun getirisi j varlığının/fonunun getirisi, F_t varlığın/fonun dönem sonu fiyatı, $F_t - 1$ varlığın/fonun dönem başı fiyatı olmak üzere aşağıdaki biçimde hesap edilmektedir (Kardiyen, 2007: 17).

$$R_j = \frac{(F_t - F_T - 1)}{F_t - 1}$$

Üstte bulunan formülden faydalanılarak, eş değer risk düzeyine sahip fonların getiri performansı değerlendirilmekte ve diğer fonlarla kıyaslanmaktadır. Ancak ayrı risk düzeylerine sahip fonların performanslarının kıyaslanmasında şüphesiz riskin de hesabının yapılması icap etmektedir. Diğer taraftan yatırım yapan katılımcılar, yatırım yaptıkları fonların getirilerini, güvenilir bir alternatif yatırım aracının karı ile mukayese etmektedirler. Çoğunlukla bu kıyaslama, likiditesinin fazla olması maksadıyla kısa dönemli olarak seçilen tahvil ve hazine bonolarının kazancı ile yapılmaktadır. İlave olarak yatırım fonlarının kazancının, piyasa göstergeleri (endeksleri) de kıyaslanması önemlidir. (Dalğar, 2006: 147).

Getirinin hesaplanmasından sonra riskin hesaplanmasına da değinmekte fayda bulunmaktadır.

2.1.2. Riskin Hesaplanması

Finansal piyasalarda işlem gören mevduat araçlarının getirilerinin daha evvelinden öngörülemezliği finans kuramı temellerinden biridir. (Abay, 2013: 176-178).

Yatırım yapan veya yapacak kişilerin, bir yatırımdan sağlayacakları getirileri en üst seviyeye çıkarırken, diğer taraftan yatırımdan kaynaklanabilecek riskleri de en düşük seviyede tutmaları doğru bir yatırımın göstergesi olacaktır (Toraman ve Yürük, 2014: 134).

Yatırım ortamı belirsizliklerle dolu bir ortamdır ve yatırım yapacak katılımcı açısından çok sayıda risk unsuru bulunmaktadır. Bu belirsizlik hâli, yatırım yapacak katılımcıları yatırım merhalesinde güç kararlara yönlendirmektedir (Cihangir vd., 2008:126). Ancak Bireysel emeklilik fonlarına yatırım yapacak bu katılımcılar, variyetini türlü varlıklar arasında bölüştürerek portföyler oluşturarak, bu belirsizlik ve risk unsurlarını yok etmeye uğraşmaktadırlar. Bireysel emeklilik fonlarında bir fon portföyünün meydana getirilmesi ve dikkatli biçimde idare edilebilmesi yatırım yapılan fon veya fon grubunun bulunduğu ortamdaki belirsizlikleri yok eder. Bireysel emeklilik fonlarının performansının ölçülmesinde, yalnızca getiri oranlarını değerlendirmek yeterli bir netice vermez. Fon piyasalarındaki yatırımcılar riskten kaçınmaktadırlar. Bu sebeple risk ve getirinin beraber değerlendirilmesi icap etmektedir. Fon Portföyünü meydana getiren varlıkların riskleri

dikkate alınmadan, sadece önceki dönemlere dair getirilerinin mukayese edilmesi kompleks sonuçlar çıkarabilmektedir. Literatürde “zarara uğrama tehlikesi” olarak ifade edilen risk, mali manada ise öngörülen getirinin, gerçekleşen getiriden sapma ihtimali olarak kendini göstermektedir. Fon Portföy idaresinde varyans risk ölçüsü olarak varsayılmaktadır. Varyansın karekökü alınarak hesap edilen standart sapma da riski göstermektedir. (Korkmaz ve Ceylan, 2015: 471).

Bir Fonun varyansı, her senaryo için meydana gelen getirinin tahmin edilen getiriden sapmalarının karelerinin, olasılıklarla çarpımlarının toplamıdır (Korkmaz ve Ceylan, 2015: 479).

$$\sigma^2_i = \sum_{j=1}^N P_{ij}(R_{ij} - (E(R_i)))^2$$

3. FON PERFORMANSLARININ DEĞERLENDİRME YÖNTEMLERİ

Ekonomik piyasaların karışıklığı sebebiyle, bireysel emeklilik fonlarının gelecekteki performanslarının anlaşılması zor olmaktadır. Bu nedenle ileriye dair öngörüler, fonların geçmiş performansları temel alınarak hesap edilebilmektedir. Katılımcılar, bireysel emeklilik fonlarının ileriki zamanlarda gerçekleştireceği performansa dair tahminlerini ve fon önceliklerini, ilgili fonların geçmiş zamanlardaki performanslarını dikkate alarak tespit etmektedir.

Bireysel emeklilik fonlarının sergilediği performans, umulan getirinin ne ölçüde sağlanabildiğinin saptanması ve getiriyle beraber riskin de göz önünde bulundurulması neticesini doğuracaktır. Fon performans değerlendirmesinde temel olarak başvuru metot, toplam risk veya sistematik riske göre düzeltilmiş olan fon getirisinin, daha önce belirlenen ve bu risklere göre revize edilmiş gösterge fon portföylerinin getirisi ile mukayese edilmesidir (Karatepe ve Karacabey, 2000: 62).

Literatürde en yaygın olarak kullanılan ve genel kabul gören fon performansını ölçen yöntemler, standart sapmayı esas alan Sharpe Oranı, sistematik riski (Beta) esas alan Treynor Endeksi ve Jensen Ölçütüdür.

3.1. Sharpe Oranı

Sharpe Oranı, risk ölçütü olarak standart sapmayı (toplam riski) esas alarak fon performansını değerlendirmekte geniş biçimde kullanılan bir yöntemdir. Sharpe oranı gösterge olarak sermaye piyasası doğrusunu esas almaktadır (Sharpe, 1966: 119).

Sharpe oranının temel varsayımı, risksiz faiz oranının üstünde getiri sağlamak isteyen katılımcıların riske katlanmak zorunda olduklarıdır (Korkmaz vd., 2013: 15).

Sharpe oranına riske karşı elde edilen getiri oranı da denilmektedir. Sharpe oranı aşağıdaki biçimde hesap edilmektedir (Redman vd., 2000: 77).

$$S_p = \frac{r_p - r_f}{\sigma_p}$$

- S_p : Sharpe oranı
- r_p : Portföy getirisi
- r_f : Risksiz faiz oranı
- σ_p : Portföyün standart sapmasıdır.

Fon getirisinden risksiz faiz oranının düşülmesi ile sağlanan değer, yatırımcının hazmettiği riske karşı elde ettiği getiriye gösterir. Başka bir anlatım ile yatırım yapan katılımcı üstlendiği riske karşılık, risksiz faiz oranı üzerinde getiri sağlayacaktır. Buna risk primi denmektedir (Sharpe, 1966: 123; aktaran Dağlı vd., 2008: 90).

Bu değerın standart sapmaya bölünmesiyle yatırımcının her birim değişkenliğe karşı elde ettiği getiri hesaplanmış olmaktadır (Sharpe, 1966: 123).

Sharpe oranında, getirinin artması ve standart sapmanın azalması oranı arttırırken, getirinin azalması ve standart sapmanın artması oranı azalmaktadır (Dowd, 2000: 211). Sharpe oranı yüksek olan portföy daha başarılı sayılmaktadır.

3.2. Treynor Endeksi

Treynor Endeksi risk ölçütü olarak sistematik riski esas almaktadır. 1965'te J.L. Treynor tarafından bulunmuştur. Temelde Sharpe oranına benzeyen yöntemde standart sapma yerine oynaklık (volatility) kullanılmaktadır. (Korkmaz ve Ceylan, 2015: 557). Bu bağlamda, treynor endeksinin, risk ölçütü olarak yalnızca sistematik riski dikkate alması nedeniyle, sistematik olmayan riskin iyi bir çeşitlendirme yapılması ile birlikte ortadan kaldırıldığını kabul ettiği belirtilebilir. Treynor endeksi aşağıdaki biçimde hesap edilebilir (Treynor, 1965: 63).

$$T_p = \frac{r_p - r_f}{\beta_p}$$

- r_p : Portföyün getirisi
- r_f : Risksiz faiz oranı
- β_p : Portföyün betasıdır.

Aynı Sharpe oranında olduğu gibi fon getirisinden risksiz faiz oranının çıkarılmasıyla sağlanan değer, yatırım yapan katılımcının tahammül ettiği riske karşı elde ettiği getiriyi belirtmektedir. Bu değer, betaya bölünmesiyle yatırım yapan katılımcının her birim sistematik riske karşı sağlamış olduğu kazanç hesap edilmiş olacaktır. Treynor endeksi yüksek olan fon başarılı bir performans göstermiş sayılmaktadır.

3.3. Jensen Ölçütü

1968 yılında M.C. Jensen tarafından ileriye sürülen, Jensen Alfa'sı olarak da bilinen Jensen ölçütü, Sharpe oranı ve Treynor endeksinde olduğu gibi karşılaştırmaya dayalı bir performans sıralamasının yanında, fonların performanslarını mutlak bir ölçüt olan piyasa gösterge endeksine karşı üstünlük durumunu puanlamaktadır (Korkmaz ve Ceylan, 2015: 559).

Bireysel emeklilik yöneticilerinin fon seçmedeki yeteneğini gösteren alfa katsayısı, fon getirisi ile piyasa gösterge endeksi arasında kurulan regresyon denkleminin sabit terimidir (Korkmaz ve Uygurtürk, 2007b: 72).

Jensen ölçütü aşağıda gösterildiği gibi biçimde hesap edilmektedir (Teker vd., 2008: 95).

$$a_p = r_p - [r_f + \beta_p(r_m - r_f)]$$

- a_p : Alfa değerini
- r_p : Fonun ortalama getirisini
- r_m : Piyasa gösterge endeksinin getirisini
- r_f : Ortalama risksiz faiz oranını
- β_p : Fonun beta katsayısını ifade etmektedir.

Alfa katsayısının artı bir değerde olması fon yöneticisi nezdinde sağlanan başarıyı belirtirken, eksi bir değerde olması ise fon, yöneticisinin fon seçme ve yönetmedeki başarılı olmadığını belirtmektedir (Jensen, 1968: 393).

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE BİREYSEL EMEKLİLİK FONLARININ PERFORMANSI

1. BİREYSEL EMEKLİLİK FONLARININ ÜZERİNE YAPILAN ÇALIŞMALAR

1.1. Türkiye’de Yapılan Çalışmalar

Korkmaz ve Uygurtürk (2008); çalışmalarında; Türkiye’deki emeklilik fonları ile yatırım fonlarının Ocak 2004 –Aralık 2006 dönemindeki performanslarının karşılaştırılması ve fon yöneticilerinin zamanlama yeteneklerinin tespit edilmesi amaçlanmıştır.

Dağlı, Bank ve Er (2008), Türkiye’deki Bireysel Emeklilik Yatırım Fonlarının Performans Değerlendirmesi isimli çalışmalarında, bireysel emeklilik yatırım fonlarının 2003-2007 yılları arasında kalan zaman zarfında performans değerlendirme yapmışlardır.

Can (2010), Çalışmasında bireysel emekliliğin finansal piyasalar içindeki önemine değinilecek ve sistemin Türkiye’deki gelişimi incelemiştir.

Yüceer (2010); çalışmasında “Bireysel Tasarruf Sistemi ve Türkiye’deki Emeklilik Yatırım Fonlarının Performanslarının Ölçülmesi” adlı bu çalışmada Türk Bireysel Tasarruf Sisteminin yapısı incelenmiş ve Emeklilik Yatırım fonlarının getirileri karşılaştırılmıştır.

Emeklilik Yatırım Fonlarının performansları Sharpe, Treynor ve Jensen ölçütleriyle ölçülmüş ve Emeklilik Yatırım Fonlarının performans sonuçları yorumlanmıştır. Çalışmanın sonucunda Emeklilik yatırım fonları karşılaştırma ölçütü olarak alınan gösterge endekslerine göre fonların ne şekilde performans gösterdiği sorusu kapsamında yapılan değerlendirmede, Türkiye’deki emeklilik yatırım fonlarının üstün performans göstermediği sonucuna ulaşılmıştır.

Ayaydın (2013); çalışmasında 2010-2013 yılları arasında kalan zaman zarfında emeklilik yatırım fonu yöneticilerinin piyasanın gidişatı hakkındaki tahminlerinde başarılı olup olmadıklarını inceleme amaçlamıştır. Çalışmalarının neticesinde Esnek ve Dengeli fonların genel olarak düşük performans gösterdiği, bu düşük performansı portföy yöneticilerinin piyasa şartlarındaki değişimleri iyi okuyamamalarına bağlanmıştır.

İnneci (2013), Çalışmasında Türkiye de 10 yıl boyunca uygulanan bireysel tasarruf sistemi açıklamaya çalışmış ve 6327 sayılı Kanun ile gerçekleştirilen düzenlemeleri gerekçeleriyle beraber anlatmaya çalışmıştır.

Kaymak (2016), Araştırmalarında 2005-2015 emeklilik sisteminin ilerlemesini araştırmak ve var olan durumu ortaya koymak amaçlamışlardır. Araştırmalarının neticesinde, yıllar itibarıyla bireysel emeklilik fonlarının performanslarının devamlı dalgalanma sergilediği fakat ağırlıklı olarak, emeklilik yatırım fonlarında, Hisse Senedi ve Kamu Borçlanma Araçları Fon türlerinin daha iyi, Likit ve Standart Fon türlerinin daha kötü, grup emeklilik fonlarında, Kamu Borçlanma Araçları ve Esnek Fon türlerinin daha iyi, Likit Fon türlerinin daha kötü, devlet katkısı fonlarının 2014 yılında 2015 yılına göre daha iyi performans gösterdiği neticesine varmıştır.

Yanlış (2016), Bireysel Tasarruf Sisteminin Finansmanı ve Öngörüler isimli çalışmalarında bireysel tasarruf sisteminin başlangıcından 2016 yılına kadarki gösterdiği gelişim trendi ile bu alanda 2026 yılına ait öngörülerini birlikte değerlendirmeyi amaçlamışlardır. Çalışmada Emeklilik Gözetim Merkezi'ne ait reel bireysel emeklilik verilerinden faydalanmış, temel göstergeler için oluşturulan regresyon modelleri doğrultusunda 2026 yılına değin tahmin değerleri sağlamış ve bu tahminlerden fayalanarak durum çözümlemeleri yapmıştır.

1.2. Dünya’da Yapılan Çalışmalar

Barrientos ve Boussofiane (2005), Şili’deki bireysel emeklilik şirketlerinin etkinliğini VZA yöntemi ile incelemişlerdir. Araştırmalarında iki kademeli süreç tatbik edilmiştir. Birinci kademede VZA etkinlik durumları hesaplanmış, ikinci kademede bunlar regresyon analizinde kullanılmıştır. VZA modelinin çıktıları toplam gelir ve katılımcı sayısıdır. Girdiler ise, pazarlama satış ve dağıtım giderleri, çalışan sayısı ve genel yönetim giderleridir. İkinci aşamada VZA skorları regresyonun bağımlı değişkeni, pazar payı, satışlar, katılımcıların oranı ve gelir bağımsız değişkenlerdir. Araştırmanın neticesinde teknik etkinlikte devamlı bir gelişme trendi elde edilememiştir. Etkinliğin belirleyicileri ile ilgili analize göre pazar payındaki artışın teknik etkinliğe pozitif şekilde katkıda bulunduğu; satışların ve pazarlama giderlerinin etkinliği negatif yönde etkilediği tespit edilmiştir.

Barros ve Garcia (2006), çalışmalarında 1994-2003 yılları arasında Arjantin’deki emeklilik şirketlerinin etkinliğini VZA ile ölçmüşlerdir. Modelin girdileri çalışan sayısı, duran varlıklar ve ödemeler çıktıları da fon sayısı, fonların toplam değeri ve primlerdir.

Analiz CRS ve VRS'ye göre yapılmış ve VRS'nin CRS'ye göre daha yüksek olduğunu tespit edilmiştir. Bunun nedeni olarak şirketlerin optimâl ölçekte faaliyette bulunmaması gösterilmiştir. İlaveten, büyük şirketlerin küçüklerden, özel sektör şirketlerinin kamudan ve birleşen veya satın alınan şirketlerin diğerinden daha etkin olduğu tespit edilmiştir.

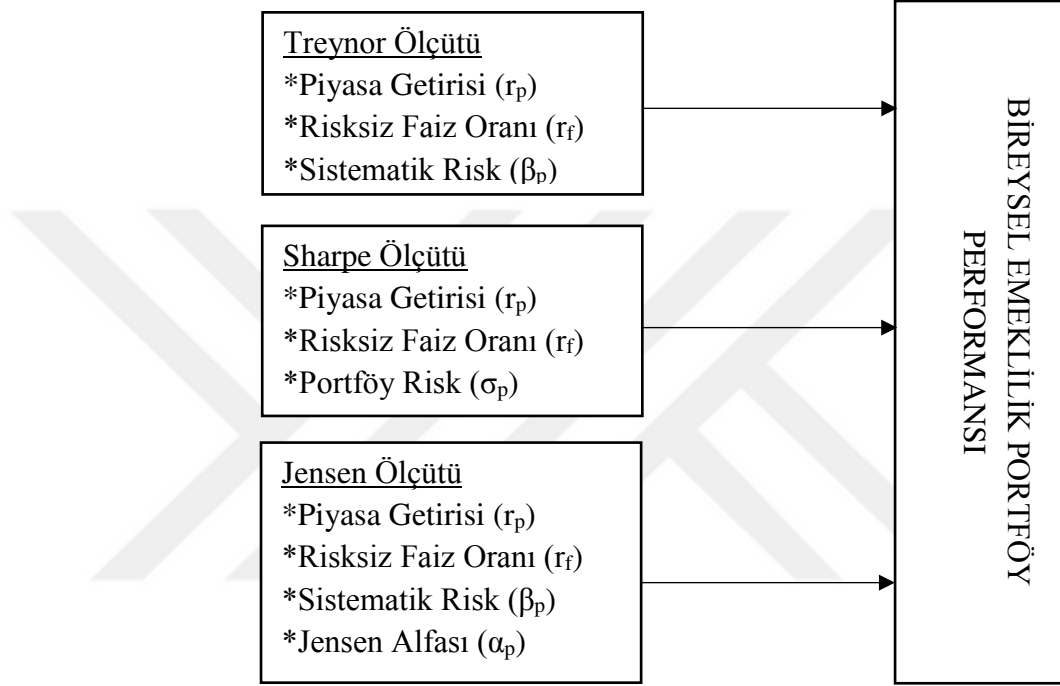
Teresa ve Garcia (2010), Portekiz emeklilik şirketlerinin etkinliği VZA temelli Malmquist Toplam Faktör Verimliliği İndeksiyle ölçmüşlerdir. Çalışma 1994-2007 yılları arasını kapsamaktadır. Modelin çıktıları katılımcı sayısı, fonların sayısı, fonların değeri ve kârdır. Hak sahiplerine yapılan ödemeler, çalışan sayısı, toplam varlıklar ve alınan katkı payları da girdilerdir. Çalışmanın sonucunda performansı düşük şirketlerin başta yönetim tekniklerini değiştirmeleri, bunun yanında ayrıca teknolojik değişikliğe gitmeleri gerektiği vurgulanmıştır.

Bireysel emeklilik şirketlerinin fon performansları ile ilgili literatür incelemesinden sonra Türkiye'deki bireysel emeklilik şirketlerinin fon performansları incelenecektir.

2. BİREYSEL EMEKLİLİK ŞİRKETLERİNİN FON PERFORMANSLARI

Bu kısımda Türkiye’de faaliyet gösteren bireysel emeklilik şirketlerinin Ocak 2013 ile Aralık 2017 dönemi arasındaki fon performanslarının ölçülmesi gerçekleştirilmiştir. Analiz için en uygun metotlar seçilmiş ve fon grupları arasındaki performans sıralamaları gerçekleştirilmiştir.

2.1. Araştırmanın Modeli



2.2. Araştırmanın Metodolojisi

Araştırmanın metodolojisi bölümü, beş farklı Bireysel Emeklilik Şirketinin beş yıllık verileri sınıflandırılarak aktarılmıştır. Araştırmanın amacı, araştırmanın kapsamı, araştırmanın yöntemi, araştırmanın kısıtları ve araştırmanın literatüre kazandırmış olduğu özgün değerinden bahsedilmiştir. Konu ile ilişkin problemin belirlenmesi, alternatiflerin belirlenmesi, kriterlerin belirlenmesi, verilerin toplanması aşamaları anlatılmış ve son olarak beş farklı Bireysel Emeklilik Şirketinin fon performansları belirlenen endekslerle hesaplanmış ve birbirleriyle karşılaştırılmaları yapılmıştır.

2.3. Araştırmanın Amacı

Türkiye’de 27 Ekim 2003 tarihinde bireysel tasarruf sisteminin uygulanmaya başlamasıyla faaliyet gösteren bireysel emeklilik fonları kısa bir zaman dilimi içinde hızlı bir gelişim göstermiştir. Bireysel tasarruf sistemi kapsamında, katılımcıların sayısı, bireysel

emeklilik fonlarının sayıları ve varlık değerleri sürekli artış göstermektedir. Bireysel tasarruf sistemi hem katılımcılara hem de sermaye piyasalarına olumlu katkılar sağlamaktadır. Bu nedenle bireysel tasarruf fonlarının performanslarının değerlendirilmesi öncelikle katılımcılara ve ardından kamuoyuna fayda sağlayacaktır.

Çalışmada, Türkiye’de faaliyet gösteren bireysel emeklilik şirketlerinin fon performanslarının ölçülmesi amaçlanmış ve bunun için bireysel tasarruf sistemi kapsamında, piyasada var olan özel emeklilik fon grupları hakkında bireysel yatırımcıları bilgilendirmek için performans incelemesi gerçekleştirilmiştir. Bu çalışmada, bireysel emeklilik yatırım fonlarının 2013-2017 dönemindeki yıllık verilerinden yararlanılmıştır.

2.4. Araştırmanın Kapsamı

Araştırmanın kapsamını; Türkiye’de faaliyet gösteren bireysel emeklilik şirketlerinin özel emeklilik yatırım fonları oluşturmaktadır. Türkiye’de faaliyet gösteren 18 adet bireysel emeklilik şirketi bulunmaktadır. Ancak bu 18 şirketten çalışmamızda sektörün önde gelen lider şirketleri olan Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. , Allianz Hayat ve Emeklilik A.Ş., Vakıf Emeklilik A.Ş., Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş., Ziraat Hayat ve Emeklilik A.Ş. seçilmiştir.

Araştırmada; Türkiye’de faaliyet gösteren bu beş bireysel emeklilik şirketinin Ocak 2013 ile Aralık 2017 dönemini kapsayan, özel emeklilik fon verileri vb. gibi verileri kullanılmıştır. İlgili fon gruplarına ait birim pay değerleri Sermaye Piyasası Kurulu resmi adresi ve Emeklilik Gözetim Merkezi resmi web sitesi aracılığıyla elde edilmiştir (Sermaye Piyasası Kurulu: 2018; Egm: 2018).

Türkiye’de faaliyette bulunan bireysel emeklilik şirketlerin 2013 yılı,2014 yılı, 2015 yılı,2016 yılı, 2017 yılı ve son olarak ta güncel veri olması sebebiyle 2018 yılı katılımcı sayıları ve ve katılımcıların toplam fon tutarları aşağıda bulunan tablolarda görülmektedir.

Tablo 3. 2013 ve 2014 Yılı Bireysel Emeklilik Şirketleri Katılımcı Sayıları ve Katılımcıların Toplam Fon Tutarları

Tarih	Emeklilik Şirketi	Katılımcı Sayısı	Katılımcıların Fon Tutarı (TL)
31.12.2013	Aegon Emeklilik ve Hayat	46,362	130.345.712
	Allianz Hayat ve Emeklilik	81,594	881.576.278
	Allianz Yaşam ve Emeklilik	465,895	4.118.874.566
	Anadolu Hayat Emeklilik	733,137	5.012.274.874
	Asya Emeklilik ve Hayat	170,315	185.082.385
	Avivasa Emeklilik ve Hayat	617,477	4.819.562.093
	Axa Hayat ve Emeklilik	8,946	29.413.238
	BNP Paribas Cardif Emeklilik	140,866	751.494.707
	Cigna Finans Emeklilik ve Hayat	102,429	336.773.017
	Ergo Emeklilik ve Hayat	41,297	152.436.468
	Fiba Emeklilik ve Hayat	20	407,222
	Garanti Emeklilik ve Hayat	763,52	4.056.381.343
	Groupama Emeklilik	77,135	688.248.650
	Halk Hayat ve Emeklilik	134,422	304.370.264
	ING Emeklilik	238,04	1.340.045.230
	Metlife Emeklilik ve Hayat	121,569	342.132.622
	Vakıf Emeklilik	291,308	1.629.664.581
	Ziraat Hayat ve Emeklilik	118,723	366.635.165
	Sektör Toplamı	4.153.055	25.145.718.418
31.12.2014	Aegon Emeklilik ve Hayat	43,608	144.610.562
	Allianz Hayat ve Emeklilik	109,521	1.202.411.540
	Allianz Yaşam ve Emeklilik	582,469	5.309.572.452
	Anadolu Hayat Emeklilik	863,365	6.781.487.073
	Asya Emeklilik ve Hayat	208,155	414.865.946
	Avivasa Emeklilik ve Hayat	732,649	6.590.236.245
	Axa Hayat ve Emeklilik	17,931	72.786.039
	BNP Paribas Cardif Emeklilik	165,353	1.071.335.815
	Cigna Finans Emeklilik ve Hayat	122,263	422.880.351
	Ergo Emeklilik ve Hayat	37,088	153.363.116
	Fiba Emeklilik ve Hayat	4,005	24.652.373
	Garanti Emeklilik ve Hayat	872,224	5.597.620.517
	Groupama Emeklilik	76,818	844.268.414
	Halk Hayat ve Emeklilik	247,845	821.410.405
	ING Emeklilik	261,868	1.645.992.042
	Katılım Emeklilik ve Hayat	26,698	47.532.600
	Metlife Emeklilik ve Hayat	149,722	566.383.510
	Vakıf Emeklilik	323,629	2.352.499.047
	Ziraat Hayat ve Emeklilik	247,66	729.169.760
	Sektör Toplamı	5.092.871	34.793.077.808

2013 Yılı Bireysel Emeklilik Şirketleri Katılımcı Sayıları ve Katılımcıların Toplam Fon Tutarları incelendiğinde Bireysel Emeklilik Sektöründeki toplam katılımcı sayısı: 4.153.055 katılımcıların toplam fon tutarlarının 25.145.718.418 Türk Lirası olduğu görülmektedir(**Tablo 3'**).

2014 Yılı Bireysel Emeklilik Şirketleri Katılımcı Sayıları ve Katılımcıların Toplam Fon Tutarları incelendiğinde Bireysel Emeklilik Sektöründeki toplam katılımcı sayısı: 5.092.871 katılımcıların toplam fon tutarlarının 34.793.077.808 Türk Lirası olduğu görülmektedir (**Tablo 3'**).



Tablo 4. 2015, 2016, 2017 ve 2018 Yılı Bireysel Emeklilik Şirketleri Katılımcı Sayıları ve Katılımcıların Toplam Fon Tutarları

	Katılımcı Sayısı	Katılımcıların Fon Tutarı (TL)	Katılımcı Sayısı	Katılımcıların Fon Tutarı (TL)
	2015 yılı		2016 yılı	
Aegon Emeklilik ve Hayat	44,968	139.556.121	42,866	139.225.309
Allianz Hayat ve Emeklilik	124,809	1.512.968.908	118,986	1.818.121.272
Allianz Yaşam ve Emeklilik	696,429	6.196.898.172	727,311	7.324.059.477
Anadolu Hayat Emeklilik	1.026.593	7.950.293.650	1.120.505	9.881.760.929
Asya Emeklilik ve Hayat	206,12	594.493.242	130,323	339.060.158
Avivasa Emeklilik ve Hayat	825,178	8.303.153.468	876,325	10.435.946.950
Axa Hayat ve Emeklilik	27,127	130.987.686	33,217	208.460.074
BNP Paribas Cardif Emeklilik	182,778	1.306.369.287	187,381	1.532.102.920
Cigna Finans Emeklilik ve Hayat	131,856	490.380.991	123,274	563.626.355
Ergo Emeklilik ve Hayat	34,185	156.088.902	-	-
Fiba Emeklilik ve Hayat	5,424	52.683.693	38,737	246.252.650
Garanti Emeklilik ve Hayat	995,416	6.793.935.488	1.130.878	8.357.808.199
Groupama Emeklilik	69,433	803.542.914	62,155	802.652.057
Halk Hayat ve Emeklilik	352,845	1.356.847.427	445,042	1.931.763.255
Katılım Emeklilik ve Hayat	99,988	199.569.562	162,071	526.120.427
Metlife Emeklilik ve Hayat	169,856	781.851.056	180,02	1.012.507.285
NN Hayat ve Emeklilik	266,289	1.751.620.354	268,958	2.066.134.837
Vakıf Emeklilik	391,18	3.211.974.157	465,474	4.227.915.466
Ziraat Hayat ve Emeklilik	387,958	1.245.841.511	513,502	1.995.874.098
Sektör Toplamı	6.038.432	42.979.056.589	6.627.025	53.409.391.715
	2017 yılı		2018 yılı	
Aegon Emeklilik ve Hayat	41,087	147.736.693	40,487	144.517.548
Allianz Hayat ve Emeklilik	109,278	2.243.771.570	107,139	2.336.495.824
Allianz Yaşam ve Emeklilik	775,154	9.305.330.757	769,471	9.707.952.096
Anadolu Hayat Emeklilik	1.148.227	12.553.114.692	1.146.859	13.123.325.698
Avivasa Emeklilik ve Hayat	884,344	13.302.284.957	876,364	13.900.506.335
Axa Hayat ve Emeklilik	35,397	304.004.584	35,623	326.574.608
Bereket Emeklilik ve Hayat	110,587	321.848.337	108,105	335.885.889
BNP Paribas Cardif Emeklilik	184,227	1.841.086.527	184,111	1.902.958.410
Cigna Finans Emeklilik ve Hayat	106,71	663.083.096	102,605	663.621.549
Fiba Emeklilik ve Hayat	42,631	465.987.864	96,963	1.380.802.819
Garanti Emeklilik ve Hayat	1.196.397	10.247.511.025	1.212.931	10.595.802.022
Groupama Emeklilik	56,388	870.363.129		
Halk Hayat ve Emeklilik	502,367	2.687.100.778	512,432	2.860.539.544
Katılım Emeklilik ve Hayat	198,314	825.640.128	208,257	924.216.455
Metlife Emeklilik ve Hayat	188,859	1.319.272.154	187,531	1.369.204.867
NN Hayat ve Emeklilik	267,313	2.518.587.111	265,548	2.617.542.841
Vakıf Emeklilik ve Hayat	494,093	5.171.455.313	503,082	5.418.559.846
Ziraat Hayat ve Emeklilik	581,242	2.893.254.579	599,736	3.116.338.310
Sektör Toplamı	6.922.615	67.681.433.293	6.957.244	70.724.844.660

2015 Yılı Bireysel Emeklilik Şirketleri Katılımcı Sayıları ve Katılımcıların Toplam Fon Tutarları incelendiğinde Bireysel Emeklilik Sektöründeki toplam katılımcı sayısı: 6.038.432 katılımcıların toplam fon tutarlarının 42.979.056.589 Türk Lirası olduğu görülmektedir (**Tablo 4'**).

2016 Yılı Bireysel Emeklilik Şirketleri Katılımcı Sayıları ve Katılımcıların Toplam Fon Tutarları incelendiğinde Bireysel Emeklilik Sektöründeki toplam katılımcı sayısı: 6.627.025 katılımcıların toplam fon tutarlarının 53.409.391.715 Türk Lirası olduğu görülmektedir(**Tablo 4'**).

2017 Yılı Bireysel Emeklilik Şirketleri Katılımcı Sayıları ve Katılımcıların Toplam Fon Tutarları incelendiğinde Bireysel Emeklilik Sektöründeki toplam katılımcı sayısı: 6.922.615 katılımcıların toplam fon tutarlarının 67.681.433.293 Türk Lirası olduğu görülmektedir(**Tablo 7'**)..

2013-2017 yılları arasındaki beş yıllık zaman zarfındaki Türkiye'deki Bireysel Emeklilik Şirketlerinin toplam katılımcı sayıları ve toplam fon tutarlarını verdikten sonra 2018 yılı itibarı ile güncel katılımcı sayıları ve toplam fon tutarlarını vermek faydalı olacaktır.

2018 Yılı Bireysel Emeklilik Şirketleri Katılımcı Sayıları ve Katılımcıların Toplam Fon Tutarları incelendiğinde Bireysel Emeklilik Sektöründeki toplam katılımcı sayısı: 6.957.244 katılımcıların toplam fon tutarlarının 70.724.844.660 Türk Lirası olduğu görülmektedir (Tablo 4').

Bunun yanı sıra çalışmada fon performansının ölçülmesi için getiri ve riske göre oluşturulan Sharpe Performans Endeksi, Treynor Performans Endeksi ve Jensen Performans Endeksi kullanılmıştır. Her bir emeklilik yatırım fonu için hesaplanan performans endekslerine göre fonlar kendi aralarında performans sıralamasına tabi tutulmuşlardır. Farklı performans endekslerine göre elde edilen sıralama sonuçlarının birbirine yakın olup olmadığını belirlemek amacıyla sıra korelasyon katsayıları hesaplanmıştır.

Bireysel Emeklilik Fonlarının Yıllık Getirileri

Uygulama kapsamındaki bireysel emeklilik fonlarının yıllık getirileri aşağıdaki formül ile hesaplanmıştır.

$$Rp = \frac{V_t - V_{t-1}}{V_{t-1}}$$

Formülde,

Rp: Bireysel emeklilik fonunun haftalık getirisini,

Vt: Bireysel emeklilik fonunun yıl sonu birim pay değerini,

Vt-1: Bireysel emeklilik fonunun bir önceki yıl sonu birim pay değerini ifade etmektedir.

Risksiz Getiri

Risksiz getiri, 2005-2015 yılları arasında TCMB resmi internet sitesindeki “İhale Yöntemi ile Satılan Hazine Bonoları ve Devlet Tahvilleri” veri setindeki faizler baz alınarak ağırlıklı ortalama faiz hesaplanması ile elde edilmiştir.

Standart Sapma ve Beta

Performans değerlendirme yöntemlerinde risk ölçütü olarak Sharpe Oranı standart sapmayı, Treynor Endeksi ve Jensen Ölçütü betayı esas almaktadır. Uygulama kısmında standart sapma ve beta Microsoft Office Excel 2013 programı yardımıyla hesaplanmıştır.

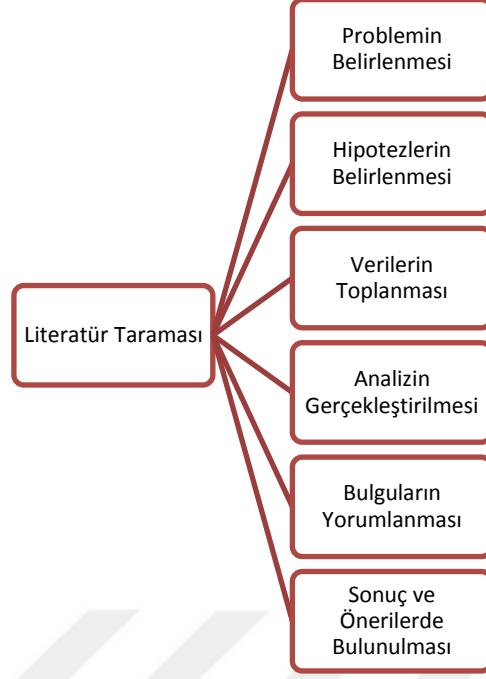
4.2.5. Araştırmanın Kısıtları

Araştırmanın kısıtları aşağıdaki gibi sıralanmıştır:

- Türkiye’de faaliyet gösteren 18 bireysel emeklilik şirketi içerisinde 5 tanesi seçilmiştir.
- Bu şirketler sırasıyla; Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. , Allianz Hayat ve Emeklilik A.Ş., Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş., Vakıf Emeklilik A.Ş., Ziraat Hayat ve Emeklilik A.Ş.’dir. Türkiye’de faaliyetlerini gösteren öteki bireysel emeklilik şirketleri araştırma kapsamının dışında bırakılmıştır.
- Araştırmanın kapsamına; her bir Bireysel Emeklilik şirketinin en çok işlem gören 5 farklı fon grubu dâhil edilmiştir. Bu fon grupları her şirkette farklı isimler alırken muhteviyatı da farklıdır. Seçilmiş olan fon grupları, bireysel emeklilik şirketleri tarafından yoğun bir şekilde piyasaya ihraç edilmiştir. Araştırmanın kapsamı haricinde tutulan fon gruplarının çeşitliliği piyasa içerisinde yoğun değildir.

2.6. Araştırmanın Yöntemi

Araştırmanın uygulama bölümünün aşamaları, Şekil 5.’de gösterilmiştir. Araştırma, problemin belirlenmesi ile başlar. Literatür göz önünde bulundurularak, araştırmanın için hipotezleri belirlenir. Karar verici tarafından problemin durumu ve hipotezleri belirlendikten sonra, ilgili veri seti uygulamaya hazır hale getirilir. Veri setinin hazırlanması süreci tamamlandıktan sonra belirlenen probleme ilişkin analiz gerçekleştirilir. Araştırma kapsamında; uygun görülen oran analizi yöntemi uygulanır ve çalışmada elde edilen bulguların yorumlanmasının akabinde sonuç ve önerilerde bulunulur.



Şekil 3. Uygulama Sürecinin Aşamaları

2.7. Araştırmanın Uygulaması

Araştırmanın uygulaması bölümü ve elde edilen sonuçlar aşağıda belirtilmiştir.

2.7.1. Problemin Belirlenmesi

Çalışmanın problemi, Türkiye’de faaliyet gösteren bireysel emeklilik şirketlerinin fon performanslarının tespit edilmesidir. Karar verici tarafından belirlenen alternatifler ve kriterler çerçevesinde problemin çözümü amaçlanmıştır.

2.7.2. Verilerin Toplanması

Çalışma kapsamına; 01.01.2013 ve 31.12.2017 tarihleri arasında devamlı faaliyette bulunan, başka emeklilik yatırım fonu ile birleşmemiş, başka bir fon tarafından devir alınmamış, tasfiye halinde bulunmayan ve eksiksiz çalışmada seçilmiş 5 adet bireysel emeklilik şirketinin 5 yıllık veriye sahip hisse fonu, altın fonu, standart fon, kamu dış borçlanma araçları fonu ve para piyasası fonları dahil edilmiştir. Çalışma kapsamına dâhil edilen emeklilik yatırım fonlarının birim pay değerleri günlük olarak Sermaye Piyasası Kurulu’nun resmi adresinden ve Emeklilik Gözetim Merkezi resmi web adresinden alınmıştır.

2.7.3. Analizin Bulguları

Çalışmanın Bulgularında seçilmiş olan Bireysel emeklilik şirketlerinin yoğunluğu en yüksek olan beşer fonları seçilmiştir. Bu fonlar birbirlerinden içerik ve isim olarak farklılık gösterebilmektedir. Bulguların elde edilmesinde ve yorumlanmasında beş şirketin beş yıllık 5 değişik fonları (hisse fonu, altın fonu, standart fon, kamu dış borçlanma araçları fonu ve para piyasası fonu), katılımcı sayıları, katılımcıların toplam fon tutarları ve yıllık bazda net karlarından faydalanılmıştır.

Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. , Allianz Hayat ve Emeklilik A.Ş., Vakıf Emeklilik A.Ş., Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş., Ziraat Hayat ve Emeklilik A.Ş. ait emeklilik yatırım fonu, standart sapmayı esas alan Sharpe ve betayı esas alan Treynor ve Jensen ölçütleri kullanılarak analiz edilmiştir. Tablo 9’da; emeklilik yatırım fonlarının istatistiki bilgileri verilmiştir. Buna göre 3 emeklilik yatırım fonunun risk primlerinin ($R_i - RF$) pozitif değer taşıdığı, 2 emeklilik yatırım fonunun risk primlerinin ($R_i - RF$) ise negatif olduğu görülmektedir. Bu durum pozitif olan fonların yatırımcılarına ek bir gelir sağladığı ve negatif olan fonların yatırımcılarına ek bir gelir sağlamadığı anlamına gelmektedir.

2013:01 – 2017:03 dönemi istatistiklerine göre; emeklilik yatırım fonlarının piyasa portföyüne olan duyarlılığını ortaya koyan beta (β_i) katsayılarının genel olarak, 1’den küçük olduğu görülmektedir. Bunun anlamı BIST100 bileşik endeksinin getirisindeki bir birimlik değişim karşısında emeklilik yatırım fonlarının getirilerinde bir birimden daha az bir değişikliğin olacağını ifade etmektedir. Bazı fonların beta katsayılarının negatif yönlü çıkması ise bu fonların piyasa portföyüyle ters yönde hareket ettiğini göstermektedir. Emeklilik yatırım fonlarının portföy ortalamalarına baktığımızda genelde piyasa portföyü ortalamasının altında bir seyir izlemiştir.

Emeklilik yatırım fonları için hesaplanan belirlilik katsayıları (R^2) fonların çeşitlendirilme düzeyleri hakkında belirleyici bir göstergedir. Tablo 4’de görüldüğü üzere yıllar itibarıyla tüm yatırım fonlarının belirlilik katsayıları düşük çıkmıştır. Allianz Hayat ve Emeklilik 2014 yılında 0,1246 ile en düşük belirlilik katsayısına sahip olurken, Vakıf emeklilik 2013 yılında 0,5169 ile en yüksek belirlilik katsayısına sahip olduğu tespit edildi.

Tablo 5. Emeklilik Yatırım Fonlarına Ait 2013:01 – 2017:03 Yılları Arası İstatistikleri

Fon Adı		R_i	δ_i	R^2	β_i	$(R_i - RF)$
Anadolu Hayat Emeklilik	2013	1,0394	0,9266	0,4537	0,6225	0,2796
	2014	0,9298	0,2955	0,2814	0,4429	-0,3185
	2015	0,8361	0,3614	0,1883	-0,3415	-0,5222
	2016	1,0335	0,3923	0,2363	-0,5550	0,4148
	2017	0,1230	0,7813	0,33 14	0,4284	0,2483
Allianz Hayat ve Emeklilik	2013	-1,0813	0,0721	0,3259	0,4938	0,4321
	2014	1,1304	0,0565	0,1246	0,5642	0,5723
	2015	0,8814	0,0847	0,3547	0,4834	0,3796
	2016	1,0285	0,1134	0,4587	0,5718	0,4277
	2017	0,7814	0,1832	0,4429	0,5519	0,4831
Vakıf Emeklilik	2013	0,2346	0,0531	0,5169	0,6247	0,2844
	2014	0,9596	0,0721	0,4312	-0,9365	-0,2486
	2015	0,4375	0,0562	0,5019	-0,8412	-0,2279
	2016	1,0023	0,0845	0,3428	0,3547	0,6255
	2017	0,9965	0,0742	0,2330	-0,5698	-0,5412
Garanti Emeklilik	2013	1,2588	0,0653	0,4256	0,4745	0,5362
	2014	0,6714	0,0868	0,3452	-0,2667	0,5224
	2015	0,5493	0,1138	0,2777	0,4698	0,4871
	2016	0,9921	0,0854	0,2438	0,5122	0,4496
	2017	0,8349	0,0686	0,1282	0,4326	0,4789
Ziraat Hayat ve Emeklilik	2013	0,4811	0,0712	0,2304	0,5718	-0,6323
	2014	0,6976	0,0563	0,2190	-0,5834	-0,6012
	2015	0,5382	0,0795	0,3379	-0,6071	0,5007
	2016	0,7963	0,0869	0,2453	-0,5749	-0,5623
	2017	0,9978	0,0883	0,4468	0,5698	-0,5823
Piyasa Portföyü		1,032	0,9220	1,0	1,0	0,8115

Tablo 5’de analiz kapsamındaki emeklilik yatırım fonlarının riski esas alan Sharpe, Treynor ve Jensen endekslerine göre hesaplanan performanslarına ait değerler ve sıralamaları verilmiştir. Treynor endeksine göre en başarılı emeklilik yatırım fonunun

Allianz Hayat ve Emeklilik olurken ikinci sırada Vakıf Emeklilik, üçüncü sırada Garanti Emeklilik, dördüncü sırada Anadolu Hayat Emeklilik ve son olarak Ziraat Hayat ve Emeklilik olduğu tespit edildi.

Sharpe endeksine göre ise en başarılı emeklilik yatırım fonunun Garanti Emeklilik olurken en başarısız emeklilik yatırım fonunun Ziraat Hayat ve Emeklilik olduğu saptanmıştır.

Jensen endeksine göre ise en başarılı emeklilik yatırım fonunun Vakıf Emeklilik olurken en başarısız emeklilik yatırım fonunun Allianz Hayat ve Emeklilik olduğu görülmüştür. Portföyün Jensen endeksi ne kadar yüksekse bu portföy diğerlerine göre daha üstün performansa sahip demektir. Jensen endeksi her ne kadar sistematik riski esas alan diğer endekslere göre yapılan performans sıralamaları ile örtüşmüş olsa da, değerlendirme yapılırken tahmin edilen alfanın (σ) pozitif negatif değer taşımasının dışında istatistiki olarak anlamlı olup olmadığının test edilmesi gerekmektedir. Aksi takdirde portföyün başarısı veya başarısızlığı konusunda sağlıklı bir sonuca varılamayabilir.

Jensen endekside elde edilen alfa değerlerinin istatistiki olarak anlamlı olup olmadığı iki taraflı “t” testi uygulanarak araştırılmıştır. Bir değer istatistiki olarak anlamlı olması onun gerçek değerinin sıfırdan farklı olduğunu belirtmektedir. Çalışmamızda bütün emeklilik yatırım fonlarına ait T^2 değerleri pozitif ve sıfırdan farklı bir değer almıştır.

Tablo 6. Emeklilik Yatırım Fonlarının Performans Sıralaması

		TREYNOR	Sıra No	SHARPE	Sıra No	JENSEN	Sıra No	T ²	Sıra No
Anadolu Hayat Emeklilik	2013	3,44916	4	0,30175	3	0,75697	3	0,16955	3
	2014	-5,71912		-1,07783		0,80517		-	
	2015	6,52914		-1,44494		0,90040		0,40062	
	2016	9,74739		1,05735		1,16465		2,05133	
	2017	10,57960		0,31780		-0,01897		-1,1621	
	2013-2017	5,31723		-0,16917		0,72164		0,33129	
Allianz Hayat ve Emeklilik	2013	6,87505	1	5,99307	2	-1,24223	5	0,19789	2
	2014	1,01436		10,12920		1,06010		0,30275	
	2015	8,78527		4,48170		0,56492		0,63476	
	2016	8,74799		3,77160		0,76622		0,35757	
	2017	7,87534		2,63701		0,53696		0,26489	
	2013-2017	7,85963		5,40251		0,33719		0,59094	
Vakıf Emeklilik	2013	2,45526	2	5,35593	4	-0,15078	1	0,43018	1
	2014	7,26546		-3,44799		1,45707		0,70386	
	2015	6,27092		-4,05516		0,85970		0,49336	
	2016	8,76346		7,40237		0,88071		-	
	2017	7,94981		-7,29380		1,12926		0,35458	
	2013-2017	7,74098		-0,40773		0,83519		2,30466	
Garanti Emeklilik	2013	10,13003	3	8,21133	1	1,05685	2	0,41361	4
	2014	-8,95876		6,01843		0,76346		0,71218	
	2015	6,03682		4,28032		0,41884		-	
	2016	8,87778		5,26464		0,86723		2,44586	
	2017	8,10703		6,98105		0,77944		0,58722	
	2013-2017	10,0386		6,151154		0,777164		0,39888	
Ziraat Hayat ve Emeklilik	2013	-7,10581	5	-8,88062	5	0,34936	4	1,73933	5
	2014	10,03051		-10,6785		0,82536		0,50461	
	2015	-3,82474		6,29811		0,74334		0,52981	
	2016	12,97808		-6,47066		0,93732		-	
	2017	13,02194		-6,59456		0,74321		0,26244	
	2013-2017	7,01996		-5,26524		0,77716		1,56038	

Tablo 6’da görüleceği üzere, Spearman Sıra Korelasyon testinin sonuçlarına göre en yüksek korelasyon ilişkisi Sharpe ile Treynor endeksleri arasında elde edilmiştir. Bunu nedeni ise sharpe performans endeksinin hesaplanmasında standart sapma kullanılmasıdır. Diğer endekslerin hesaplanmasında ise beta (β) kullanılmaktadır.

Tablo 7. Performans Endekslerinin Sıra Korelasyon Katsayıları

Performans endeksleri	Sharpe	Treynor	Jensen	T ²
Sharpe	1			
Treynor	0,925*	1		
Jensen	0,896*	0,882*	1	
T ²	0,812*	0,845*	0,836*	1

* korelasyon katsayısının %1 düzeyinde istatistiki olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.

Bireysel emeklilik fonlardan 5 adet şirketin 5 yıllık veriye sahip hisse fonu, altın fonu, standart fon, kamu dış borçlanma araçları fonu ve para piyasası fonları, Sharpe Oranı, Treynor Endeksi ve Jensen Ölçütü performans değerlendirme yöntemlerine göre ölçülmüştür. Performansları, en iyi ve en kötü performans gösteren fonlar olarak ayrılmakta, şirketler ve yıllar bazındaki sonuçları tablolar halinde aşağıda gösterilmektedir.

2.7.3.1. Anadolu Hayat Emeklilik Fon Getirilerinin Performansı

Anadolu Hayat ve Emeklilik Şirketi'nin en iyi ve en kötü performans gösteren emeklilik yatırım fonları Tablo 12'de gösterilmektedir. Kamu Dış Borçlanma Araçları Fonu 2014,2015, 2016 ve 2017 yılında Sharpe oranına ve Jensen ölçütüne göre en iyi performans gösteren fon olmuştur. Tüm yıllar itibarıyla Treynor endeksine göre ağırlıklı olarak en iyi fon altın fonudur. Hisse Fonu ise özellikle 2017 yılında diğer başarılı fonlardan biridir. Genel olarak en iyi performans gösteren fon türlerinin hisse fonu, altın fonu ve Kamu YP Borçlanma Araçları Fonları olduğu söylenebilir.

Hisse fonu Treynor endeksine göre en başarılı fonlardan biri olmasına karşın, Tablo 8'de görüldüğü üzere diğer iki performans değerlendirme yönteminin sonuçlarına göre ve en başarılı olarak seçilmediği 2013 ve 2015 yıllarında yine Treynor endeksinde en başarısız olarak belirlenmiştir. Bu durum Treynor endeksinin formülasyon yapısından kaynaklanmaktadır. Treynor endeksinin paydasında bulunan beta, iyi çeşitlendirilmiş portföylerde ayırt edici bir risk ölçütü olmamaktadır.

Çeşitlendirilmesi iyi yapılan bir portföyün, betası 1'e eşittir. Bireysel emeklilik fonlarının, portföy yapılarının iyi çeşitlendirilmiş olmasından kaynaklı, Treynor endeksine ilişkin performans sonuçlarında, burada görüldüğü gibi farklılıklar görülebilmektedir. Bu durumda Sharpe oranına ait performans sonuçlarını dikkate almak daha doğru olmaktadır (Tekbaş vd., 2014: 239). Bu doğrultuda, yıllar bazında Sharpe Oranı dikkate alındığında en kötü performansı standart fon göstermektedir.

Tablo 8. Anadolu Hayat Emeklilik Fon Getirilerinin En iyi ve en kötü performanslarını gösteren Bireysel Emeklilik Fonları

YÖNTEM	FON TÜRÜ	2013	2014	2015	2016	2017
SHARPE	Hisse Fonu	-1,70724	1,50774	-3,14475	2,16315	4,12457
	Altın Fonu	1,19216	2,30433	2,52604	1,61226	2,26362
	Standart Fon	-0,30189	0,34329	-0,96097	-0,35356	2,31793
	Kamu Dış Borçlanma Araçları Fonu	1,05668	3,33700	4,84038	3,45020	3,13681
	Para Piyasası Fonu	1,18513	-1,19871	1,08596	0,19577	1,13027
TREYNOR	Hisse Fonu	-1,7977	3,05709	-4,85101	4,99998	8,10877
	Altın Fonu	2,50049	8,01524	8,33079	4,81921	9,78487
	Standart Fon	-0,63010	-0,18953	3,60184	-1,83266	3,29725
	Kamu Dış Borçlanma Araçları Fonu	7,05916	8,15261	9,67660	7,91547	6,63700
	Para Piyasası Fonu	-0,18992	-0,70078	2,50057	-0,09554	2,17276
JENSEN	Hisse Fonu	-0,45552	0,70843	-0,58142	0,74179	0,47647
	Altın Fonu	0,30183	0,81862	0,61276	0,27975	0,35226
	Standart Fon	-0,24672	0,02460	0,40421	0,08887	0,04203
	Kamu Dış Borçlanma Araçları Fonu	0,890461	0,99223	0,80326	0,92443	0,73311
	Para Piyasası Fonu	0,46496	-0,18517	0,30215	0,47585	-0,77899

2.7.3.2.Allianz Hayat ve Yaşam Emeklilik Fon Getirilerinin Performansı Değerlendirme Sonuçları

Allianz Hayat ve Emeklilik Şirketi'ne ait en iyi ve en kötü performans gösteren fonlar Tablo 8'de gösterilmektedir. Yıllar bazında fon performansları dalgalanma göstermektedir. 2014, 2015 ve 2016 yıllarında Sharpe oranına ve Jensen ölçütüne göre en iyi performans gösteren fon, Kamu Dış Borçlanma Araçları Fonu olmuştur. Treynor Endeksi performans değerlendirmesi sonuçlarına göre en başarılı fon, 2014 ve 2015 yıllarında standart fonu, önceki yıllarda ise ağırlıklı olarak hisse senedi fonu'dur. Tüm yıllar dikkate alındığında genellikle en başarılı fon türlerinin hisse senedi fonu ve Kamu Dış Borçlanma Araçları Fonu olduğu saptanmıştır.

Genel olarak 2013-2017 yılları arasında üç endeksin performans ölçütlerine göre en kötü performans gösteren fon para piyasası fonu olmuştur. Allianz Hayat ve Yaşam Emeklilik Şirketi'nde fon türü bazında en başarısız olan fonun para piyasası fonu olduğu söylenebilir.

Tablo 9. Allianz Hayat ve Yaşam Emeklilik Fon Getirilerinin En iyi ve en kötü performanslarını gösteren Bireysel Emeklilik Fonları

YÖNTEM	FON TÜRÜ	2013	2014	2015	2016	2017
SHARPE	Hisse Fonu	-1,23569	0,36581	1,12451	-2,70732	-2,81234
	Altın Fonu	2,36541	2,58796	1,36987	2,03564	1,23695
	Standart Fon	0,99307	1,12924	3,48176	1,77168	2,63701
	Kamu Dış Borçlanma Araçları Fonu	2,24826	4,97234	5,70896	6,25694	1,9435
	Para Piyasası Fonu	2,31471	-2,34123	-3,21454	-4,25463	-4,32569
TREYNOR	Hisse Fonu	2,3654	3,6523	5,4116	6,2578	4,6596
	Altın Fonu	0,99305	2,01436	4,78527	1,74799	0,97534
	Standart Fon	0,75691	0,62347	2,18058	6,32547	1,47583
	Kamu Dış Borçlanma Araçları Fonu	0,12589	0,32471	2,25487	2,13960	1,01425
	Para Piyasası Fonu	-0,36541	-1,36871	-0,52143	-1,12133	0,14567
JENSEN	Hisse Fonu	0,03254	1,01472	1,0623	0,0523	-0,01478
	Altın Fonu	0,02583	0,03694	0,01145	0,10147	0,02856
	Standart Fon	0,01468	0,08093	0,01525	0,11632	0,04782
	Kamu Dış Borçlanma Araçları Fonu	0,12563	0,19623	0,24265	0,12264	0,08247
	Para Piyasası Fonu	1,01458	-2,31478	-1,35641	-2,12472	-3,18633

2.7.3.3.Garanti Emeklilik Fon Getirilerinin Performansı

Garanti Emeklilik Şirketi'nin 20013-2017 yılları arasında en iyi ve en kötü performans gösteren fonları incelendiğinde, 2013 yılına kadar ağırlıklı olarak en kötü performansı gösteren hisse fonu, 2017 yılına gelindiğinde Sharpe oranına ve Treynor endeksine göre en iyi performansı gösteren fon olmaktadır. Tablo 9'da göre Altın Fon ve Kamu Dış Borçlanma Araçları Fon türlerinin genellikle en başarılı fonlar olduğu söylenebilir.

2013 yılında işlem görmeye başlayan Standart Fon 2013 ve 2015 yıllarında Sharpe oranına ve Jensen ölçütüne, 2015 yılında Treynor endeksine göre en kötü performansı göstermektedir.

2013 ve 2015 yıllarındaki hisse fonu ve standart fonu performansı yıllar içerisinde sürekli dalgalanma göstermekte, fakat buna rağmen söz konusu fon türlerinin özellikle 2017 yılında hisse fonunun en iyi performans gösteren fonlar arasında oransal olarak daha fazla yer aldığı görülmektedir.

Tablo 10. Garanti Emeklilik Fon Getirilerinin En iyi ve en kötü performanslarını gösteren Bireysel Emeklilik Fonları

YÖNTEM	FON TÜRÜ	2013	2014	2015	2016	2017
SHARPE	Hisse Fonu	-1,50774	2,07090	-2,79883	2,72557	4,24153
	Altın Fonu	2,30433	1,19825	2,42500	4,61106	5,66074
	Standart Fon	-0,34329	0,52523	-0,07688	-0,30760	3,65991
	Kamu Dış Borçlanma Araçları Fonu	3,33700	3,20902	3,77757	5,76183	5,66813
	Para Piyasası Fonu	1,19871	-1,07884	1,03166	0,17424	1,98105
TREYNOR	Hisse Fonu	-3,0579	5,25414	4,31740	6,29997	5,16655
	Altın Fonu	5,01524	4,16792	7,91756	2,38294	5,85199
	Standart Fon	-0,18953	6,28998	-0,28815	4,59441	6,86875
	Kamu Dış Borçlanma Araçları Fonu	6,15261	3,73542	4,84673	6,63883	9,38201
	Para Piyasası Fonu	0,70078	-0,63070	2,37554	1,08503	2,49864
JENSEN	Hisse Fonu	-0,70843	1,91276	-0,51746	0,93466	0,95382
	Altın Fonu	0,81862	0,42568	0,58825	0,80009	0,62352
	Standart Fon	-0,02460	0,03764	-0,03234	0,07732	0,65661
	Kamu Dış Borçlanma Araçları Fonu	0,99223	0,64089	0,62259	0,54380	0,82803
	Para Piyasası Fonu	0,18517	-0,16665	0,28704	0,42351	0,758385

2.7.3.4. Vakıf Emeklilik ve Hayat Fon Getirilerinin Performansı

Vakıf Emeklilik Şirketi'nin 2013-2017 yılları arasında en çok sayıda en iyi performans gösteren başarılı fonları tablo 10'da incelenmiştir. Sharpe ve Jensen ölçütüne göre 2014, 2015, 2016 ve 2017 yıllarında kamu dış borçlanma araçları fonu ve 2016 ve 2017 yıllarında altın fonu en iyi performans gösteren başarılı fonlar olduğu gözlemlenmektedir. Söz konusu yıllarda para piyasası fonu türlerinin, bir diğer başarılı fon türü olarak görülmesine karşın; 2013-2017 yılları arasında Jensen ölçütüne göre en kötü performansı gösteren fon türü olarak görülmektedir. 2013 yılında Treynor oranına, 2014 ve 2015 yılında Sharpe oranına ve Jensen ölçütüne göre en iyi performansı gösteren Kamu YP Borçlanma Araçları Fonu göze çarpmaktadır.

Başarılı olarak tespit edilen fonların bazı yıllarda bazı performans değerlendirme yöntemlerine göre en kötü performansa sahip olduğu görülmektedir. Fon performanslarının dalgalanma göstermesi nedeniyle, yıllar itibarıyla oransal olarak daha çok iyi performans gösteren fonlar başarılı olarak seçilmiştir.

Tüm yıllar dikkate alındığında en az bir performans değerlendirme yöntemine göre en kötü performansı gösteren hisse fonu Vakıf Emeklilik Şirketi'nin başarısız fonudur.

Tablo 11. Vakıf Emeklilik Fon Getirilerinin En iyi ve en kötü performanslarını gösteren Bireysel Emeklilik Fonları

YÖNTEM	FON TÜRÜ	2013	2014	2015	2016	2017
SHARPE	Hisse Fonu	-2,13345	2,36777	-2,93434	2,41758	3,07416
	Altın Fonu	0,13826	0,72494	2,25283	3,54268	4,68085
	Standart Fon	0,00687	0,68805	-0,00561	-0,27499	0,51716
	Kamu Dış Borçlanma Araçları Fonu	2,55614	4,04900	4,65230	5,35721	3,38115
	Para Piyasası Fonu	0,62693	-0,96988	0,95325	0,17076	2,39509
TREYNOR	Hisse Fonu	-1,4778	2,37873	7,61158	5,58807	7,49698
	Altın Fonu	0,48091	2,52159	6,21341	7,47869	6,05488
	Standart Fon	0,00379	8,23987	-0,02103	4,10740	2,62204
	Kamu Dış Borçlanma Araçları Fonu	2,37290	4,90127	7,78009	8,98146	9,98141
	Para Piyasası Fonu	0,36651	-0,56700	2,19500	1,06333	3,02086
JENSEN	Hisse Fonu	-1,00243	4,95787	-0,91228	0,82904	0,88935
	Altın Fonu	0,04912	0,25754	0,54648	0,94986	0,73792
	Standart Fon	0,00049	0,04931	-0,00236	0,06912	0,60014
	Kamu Dış Borçlanma Araçları Fonu	0,76005	0,90808	0,79638	0,88313	0,91472
	Para Piyasası Fonu	0,09684	-0,14982	0,26522	0,41504	0,61689

2.7.3.5. Ziraat Hayat ve Emeklilik Fon Getirilerinin Performansı

Ziraat Hayat ve Emeklilik Şirketi'nin en başarılı fonları, Sharpe ve Treynor endeksine göre 2014, 2015, 2016,2017 yıllarında en iyi performansı gösteren Kamu Borçlanma Araçları Fonu, Sharpe oranında ve Treynor endeksinde 2016 ve 2017 yılında altın fonu ve Jensen ölçütünde 2017 yılında en iyi performansı gösteren Para Piyasası Fonu olarak gösterilebilir.

2013 ve 2015 yıllarında hem Sharpe oranına hem de Treynor endeksine göre, en kötü performansı sergileyen hisse fonu, 2013 yılında söz konusu iki performans değerlendirme yöntemine göre en kötü performansı altın fonunun gösterdiği görülmektedir (Tablo 11).

Tablo 12.Ziraat Hayat ve Emeklilik Fon Getirilerinin En iyi ve en kötü performanslarını gösteren Bireysel Emeklilik Fonları

YÖNTEM	FON TÜRÜ	2013	2014	2015	2016	2017
SHARPE	Hisse Fonu	-1,94649	3,12962	-3,96314	2,52660	2,94568
	Altın Fonu	-0,71665	0,52843	2,54383	3,20146	3,94442
	Standart Fon	0,05252	0,51945	0,04128	-0,31714	1,42420
	Kamu Dış Borçlanma Araçları Fonu	2,93656	2,35863	3,72407	3,87257	4,16613
	Para Piyasası Fonu	0,64251	- 0,94399	0,99246	0,16622	2,32179
TREYNOR	Hisse Fonu	-4,85670	2,32450	-6,11344	3,84007	7,47773
	Altın Fonu	-2,49274	1,83805	4,40352	7,34236	9,55623
	Standart Fon	0,02900	6,22079	0,15474	4,73684	2,46139
	Kamu Dış Borçlanma Araçları Fonu	4,21430	9,20553	8,72718	9,87747	9,54516
	Para Piyasası Fonu	0,37562	6,55186	2,28527	1,03512	2,92841
JENSEN	Hisse Fonu	-0,11458	0,73791	-0,73272	0,66643	0,93509
	Altın Fonu	-0,25459	0,98772	0,61707	0,89066	0,18282
	Standart Fon	0,20376	0,03723	0,01737	0,07972	0,36337
	Kamu Dış Borçlanma Araçları Fonu	0,87316	0,87105	0,90821	0,92615	0,89192
	Para Piyasası Fonu	0,09925	- 0,14582	0,27613	0,40403	0,98883

SONUÇ

Günümüzde yaşanan yoğun rekabet şirketleri kaynaklarını en etkin şekilde kullanmaya ve rekabet ettikleri sektör içindeki performanslarını görece olarak değerlendirmeye zorlamaktadır. Türkiye Bireysel Emeklilik Şirketlerinin yakın geçmişte faaliyete geçmiş olmaları dolayısıyla sektör içinde kalıcı olabilmek için bulundukları konumu doğru bir şekilde belirlemek ve eksikliklerini tamamlamak durumundadır.

Bireysel emeklilik şirketleri makul karlara ulaşabilmeleri ve yaşamlarını sürdürebilmeleri için gelir kaynaklarına önem vermeleri ve etkin çalışmaları gerekmektedir. Bu da belirli bir makul teknik denge için öz sermaye, çalışan ve acenta sayısı gibi girdilerini optimum şekilde kullanması ile ortaya çıkmaktadır.

Bireysel emeklilik şirketleri, bireysel tasarruf sisteminde son yıllarda yaşanan gelişmelere bağlı olarak sektörde kalıcı olabilmeleri için, bulundukları konumu korumalı hatta iyileştirmelidirler.

Şirketlerin konumlarını koruyabilmeleri veya iyileştirmeleri etkin çalışmalarıyla mümkündür. Ayrıca, bireysel tasarruf sisteminin sağlıklı işleyişi ve beklenen işlevlerini yerine getirebilmesi için de şirketlerin etkin çalışmaları önemlidir.

Bu çalışmada, Türkiye’de faaliyet gösteren bireysel emeklilik şirketlerinin fon performanslarının ölçülmesi amaçlanmış ve bunun için bireysel tasarruf sistemi kapsamında, piyasada var olan özel emeklilik fon grupları hakkında bireysel yatırımcıları bilgilendirmek için performans incelemesi gerçekleştirilmiştir. Bu çalışmada, bireysel emeklilik yatırım fonlarının 2013-2017 dönemindeki yıllık verilerinden yararlanılmıştır.

Yapılan analiz sonucunda ele alınan bireysel emeklilik fon şirketlerinde Kamu Dış Borçlanma Araçları Fonu ve Altın fonu en iyi performansı gösteren fonlar olurken hisse fonu ve para piyasası fonu en kötü performansı gösteren fonlar olduğu tespit edilmiştir. Fakat emeklilik yatırım fonlarının tüm fon türleri yıllar itibarıyla ve yöntemlere göre farklılık göstermekte, fon performansları genellikle dalgalanmaktadır. Bunun yanı sıra altın fonu, kamu dış borçlanma araçları fonu ve para piyasası fonlarının en iyi performansı gösterdiği yıllar 2014, 2015 ve 2016 yılları olurken, hisse fonunun ve standart fonun en kötü performansı gösterdiği yıllar 2013 ve 2015 yılının olduğu tespit edilmiştir.

2013 ve 2017 yılları arasındaki uygulama sonuçlarına göre, genel olarak tüm fon tipleri yıllar boyunca sürekli değişim ve dalgalanma göstermektedir. Bu durumun yine tüm

fonlar için ortak bir nedeni olarak, bireysel emeklilik fonlarının etkin bir şekilde yönetilmediği görülmektedir. Aynı fon türüne ait farklı fonlarının biri iyi performans gösterirken, diğerinin kötü performans göstermesi bu durumun açıkça kanıtı niteliğindedir. Performans sonuçlarının ağırlıklı olarak negatif değerlerde olması genel anlamda bireysel emeklilik fonlarının iyi performansa sahip olmadığını göstermektedir.

- **Anadolu Hayat Emeklilik Fon Getirilerinin Analiz Sonucuna Göre;** 2013 -2017 yılları arasında genel olarak en iyi performans gösteren fon türlerinin hisse fonu, altın fonu ve Kamu YP Borçlanma Araçları Fonları olduğu söylenebilir. Yıllar bazında en kötü performansı standart fon göstermektedir.
- **Allianz Hayat ve Yaşam Emeklilik Fon Getirilerinin Analiz Sonucuna Göre;** Yıllar bazında fon performansları dalgalanma göstermiştir. Tüm yıllar dikkate alındığında genellikle en başarılı fon türlerinin hisse senedi fonu ve Kamu Dış Borçlanma Araçları Fonu olduğu saptanmıştır. Genel olarak 2013-2017 yılları arasında üç endeksin performans ölçütlerine göre en kötü performans gösteren fon para piyasası fonu olmuştur.
- **Garanti Emeklilik Fon Getirilerinin Analiz Sonucuna Göre;** 2013 -2017 yılları arasında Altın Fon ve Kamu Dış Borçlanma Araçları Fon türlerinin genellikle en başarılı fonlar olurken, Standart Fon 2013 ve 2015 yıllarında Sharpe oranına ve Jensen ölçütüne, 2015 yılında Treynor endeksine göre en kötü performansı göstermektedir. 2013 ve 2015 yıllarındaki hisse fonu ve standart fonu performansı yıllar içerisinde sürekli dalgalanma göstermekte, fakat buna rağmen söz konusu fon türlerinin özellikle 2017 yılında hisse fonu iyi performans gösteren fon olmuştur.
- **Vakıf Emeklilik ve Hayat Fon Getirilerinin Analiz Sonucuna Göre;** 2013-2017 yılları arasında yıllarında kamu dış borçlanma araçları fonu ve 2016 ve 2017 yıllarında altın fonu en iyi performans gösteren başarılı fonlar olduğu gözlemlenmiştir. Tüm yıllar dikkate alındığında en az bir performans değerlendirme yöntemine göre en kötü performansı gösteren hisse fonu Vakıf Emeklilik Şirketi'nin başarısız fonudur.
- **Ziraat Emeklilik Fon Getirilerinin Analiz Sonuçlarına Göre;** Ziraat Hayat ve Emeklilik Şirketi'nin en başarılı fonları, Kamu Borçlanma Araçları Fonu ve altın fonu olarak gösterilebilir. 2013 ve 2015 yıllarında en kötü performansı sergileyen fonun hisse fonu olduğu görülmektedir.

KAYNAKÇA

- Akmut, Ö. Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi, Ankara: Yaylın Yayıncılık, 1989.
- Alper, Y. Sosyal Güvenlikte Yeni Bir Adım: Bireysel Emeklilik. Çimento İşveren, 16(2), 11-32, 2002.
- Altan, Ö. Z. İş Ve Sosyal Güvenlik Hukuku, Üçüncü Baskı, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Yayın No:79, Eskişehir, 2000.
- Apak Y, Türkdoğan A, (2011), Bireysel tasarruf Sisteminin Gelir Vergisi Açısından Değerlendirilmesi Ve Bir Yargı Kararı, Vergi Dünyası, Sayı 353, Ocak 2011
- Arenas De Mesa, A. and Mesa-Lago, C. ‘The Structural Pension Reform In Chile: Effects, Comparisons With Other Latin American Reforms, And Lessons’, Oxford Review Of Economic Policy 22 (1): 49–167, 2006.
- Arslan, M. “A Tipi Yatırım Fonlarında Yöneticilerin Zamanlama Kabiliyeti ve Performans İlişkisi Analizi: 2002-2005 Dönemi bir Uygulama”, Ticaret ve Turizm Eğitim Fakültesi Dergisi, 2, 1-21, 2005.
- Arslan, M. “Bireysel tasarruf Sistemine Yönelik Vergi Avantajları- I”, Yaklaşım Dergisi, Yıl: 13. Sayı I: 150, 2005.
- Avcı, E. “Türkiye’de Bireysel Emeklilik Şirketi ve Bireysel Emeklilik Şirketlerinin Etkinliği”, Beta Yayıncılık, İstanbul, 2011.
- Barrientos, A. ve Boussofiene, A. “How Efficient Are The Pension Funds Managers In Chile?”, Revista De Economia Contemporânea, 9(2): 289-311, 2005.
- Barros C.P., Ferro G. Ve Romero, C. “Technical Efficiency And Heterogeneity Of Argentina Pension Funds”, Technical University Of Lisbon, School Of Economics And Management, Working Paper No: 29, 2008.
- Barros C.P. Ve Garcia, M.T.M. “Analyzing The Performance Of Pension Funds Industry With A Stochastic Cost Frontier: A Portuguese Case Study”, Geneva Papers On Insurance: Theory And Practice, 32: 190-210, 2007.

- Barros, C.P. Ve Garcia, M.T.M. “Performance Evaluation Of Pension Funds Management Companies With Data Envelopment Analysis”, Risk Management And Insurance Review, 9(2):165-188, 2006.
- Bayar, Y., ve Kılıç, M. “Küresel Finansal Krizin Türkiye’de Bireysel Emeklilik Sistemine Etkileri”. İnsan ve Toplum Bilimleri Araştırmaları Dergisi, 3(2), 246-264, 2014.
- Bilgütay, Y. “Bireysel Emeklilikte Vergi Uygulamaları”, Finans- Politik& Ekonomik Yorumlar, 2003.
- Bireysel Emeklilik Sistemi Gelişim Raporu. (2015). <http://www.egm.org.tr/bes2015gr.asp>, (27.03.2018].
- Bireysel Emeklilik Sistemi Hakkında Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik. 2016.
- Blake, D., Cairns, A., And Dowd, K. Pensionmetrics I: Stochastic Pension Plan Design And Utility-At-Risk During The Distribution Phase. In Proceedings Of The 4th Annual Bsi Gamma Foundation Conference On Global Asset Management, Bsi-Gamma Working, Papernumber 20, Rome, 2000.
- Blake, D. “Does It Matter What Type of Pension Scheme You Have?”, The Economic Journal, Vol.110, No.461, F46-81, 2000.
- Can, Y. “Bireysel Emekliliğin Türkiye’deki Durumu Ve Gelişimi”, Ekonomi Bilimleri Dergisi, Cilt 2, Sayı 2, 2010 ISSN: 1309-8020, 2010.
- Casey B, Dostal J,M, Pension Reform İn Nigeria : How Not To 'Learn From Others', Global Social Policy8 (2008), 2, Pp. 238-266, 2008.
- Civan, M. Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi, 1. Basım, Ekin Yayınevi, Bursa, 2010.
- Çıltık M.M. Bireysel emeklilik Sistemi: Sorunları ve Çözüm Önerileri. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Çanakkale On sekiz Mart Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Çanakkale, 2010.

- Çıtak, S. “Safhalar Yönünden Bireysel Emeklilik Sistemine Sağlanan Vergi Teşvikleri”, Finans- Politik & Ekonomik Yorumlar, Say I: 476, 2003.
- Dağalp, N. Bireysel emeklilik Sistemi ve Son Gelişmeler Banka, Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, İstanbul, Nisan, , 2005.
- Dağlı, H. “Yatırım Fonlarında Performans Değerlendirmesi: Türkiye Örneği”, Yöneylem Araştırması ve Endüstri Mühendisliği XVII. Ulusal Kongresi, Orta Doğu Teknik Üniversitesi, Ankara, 1995.
- Dalğar, H. Türk Finansal Piyasalarında Kurumsal Yatırımcılar Olarak Emeklilik Yatırım Fonları ve Performanslarının Değerlendirilmesi, Doktora Tezi, T.C. Süleyman Demirel Üniversitesi, Manisa, 2006.
- Davis, E. P. “Pension Funds, Financial Intermediation And The New Financial Landscape, Pensions Institute”, Pension Institute Discussion Paper, July, Pp.1-21, 2000
- Demirci, A. “Bireysel Emeklilik Sisteminden Ve Özel Şahıs Sigortalarıile Emekli Ve Yardım Sandıklarından Sağlanan Gelirlerin Vergilendirilmesi”, Vergi Dünyası, Say I: 259, 2003.
- Derelioğlu, D. Dünyada Özel Emeklilik Fonu Uygulamaları ve Türkiye İçin Öneriler, Rota Yayın: İstanbul. 2001.
- Dönmez, Ç.A. “Türkiye’de Yatırım Fonlarının Geliştirilmesi İçin Bir Uygulama Önerisi: Borsa Fonları”, Active Dergisi, 2002.
- Durak, G. “Bireysel Emeklilik Katkı Payları İle Sigorta Primlerinin Gelir Vergisi Matrahından İndirilmesi Ve Özellikli Durumlar”, Lebib Yalkın Mevzuat Dergisi,Sayı:23, 2005.
- Elveren, A. H. Yeni Açılımlar Ve Özel Emeklilik Sigortası, Türkiye'de Sigortacılık Sektörünün Sorunları Ve Yeni Açılımlar Paneli, İto Yayınları, Yayın No: 3, İstanbul, 2001.
- Ergenekon, Ç. Özel Emeklilik Fonları, İ.M.K.B. Yayınları, İstanbul, 1998.

- Erol, A. ve Yıldırım, E. Tüm Yönüyle Bireysel Emeklilik Sistemi, Yaklaşım Yayınları, 2.Baskı, İstanbul, 2004.
- Erol, A. ve Yıldırım, A.E. “Bireysel Emeklilik Sisteminin Vergisel Boyutuna İlişkin Değerlendirme Ve Öneriler”, Yaklaşım, Yıl: 13.Say I: 154, 2005.
- Ersoy, A. “Emeklilik Planları ve Emeklilik Fonlarının Oluşumu ve Uluslararası Muhasebe Açısından İncelenmesi”. Mali Çözüm Dergisi, Ocak Şubat Mart, 71-87, 2004.
- Finans Emeklilik, Dünya’da Bireysel Emeklilik, <http://www.finansemeklilik.com.tr/dunyadabireyselemlilik.aspx>, (30.01.2018).
- Günay, G. ve Güneş, H. “Bireysel Emeklilik Sistemi ve Türkiye Değerlendirmesi”, Türkiye Sosyal Araştırmalar Dergisi, 19(3), 245-266, 2015.
- Halk Emeklilik, Katılım Emeklilik Yatırım Fonlarımız, https://www.halkemeklilik.com.tr/pages/143/76/tr-tr/f/Emeklilik_Yatirim_Fonlarimiz.aspx, (09.04.2018).
- Ippolito, Richard A. Pensions, Economics and Public Policy, Pension Research Council, USA,1986.
- Işık, A., Ay, H., Meriç, M. Ve Baran, T., Türkiye’de Bireysel Emeklilik Sisteminde Vergisel Avantajlar Ve Uygulamaları, Sdü İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, C16, S.25-45, 2011.
- İlgin U.H. Bireysel Emeklilik Sistemi ile Ekonomik Göstergeler Arasındaki İlişkinin İncelenmesi, Mali Çözüm, 2(4): 71-93, 2012.
- İnneci A. Bireysel Emeklilik Sisteminde Yapılan Yeni Düzenlemeler Ve Değerlendirilmesi, Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt 22, Sayı1, İstanbul, 2013.
- İşseveroğlu, G.ve Hatunoğlu, Z. “Türkiye’de Bireysel Emeklilik Sisteminin Makro Ekonomik Dinamiklere Etkisi Kapsamında Swot Analizi”. Muhasebe ve Finansman Dergisi, Ekim, 155-174, 2012.
- Jensen, M. C. “The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964”, The Journal of Finance, 23(2), 389-416, 1968.

- Kardiyen, F. “Doğrusal Programlama İle Portföy Optimizasyonu Ve İMKB Verilerine Uygulanması Üzerine Bir Çalışma”, Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 21(2), 15-28, 2007.
- Kırman, A. “Yatırım Fonları, Katılma Belgeleri ve Vergilendirme Esasları”, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Yayın No:212, s.19 İstanbul, 2009.
- Kolotoğlu, O. “Sigorta Primleri Ve Bireysel Emeklilik Katkıpaylarının İndirim Şartlarının Değerlendirilmesi”, Vergi Sorunları Dergisi, Say I: 211, 2006.
- Kont, B. “Dünya’da ve Türkiye’de Yatırım Fonları”, Active Finans Dergisi, Ocak-Şubat 2001.
- Korkmaz, T ve Uygurtürk, H. “Türk Emeklilik Fonlarının Performans Ölçümünde Regresyon Analizinin Kullanılması”, ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi, 3(5), 37–52, 2007.
- Korkmaz, T., Aydın, N., ve Sayılğan, G. Portföy Yönetimi. Anadolu Üniversitesi Web-Ofset Yayınları, Eskişehir, 2013.
- Mandal, S. “Şahıs Sigorta Primleri İle Bireysel Emeklilik Katkı Paylarının Gelir Vergisi Ve Sosyal Sigortalar Kanunu Kapsamında İzahı ve Değerlendirilmesi- III”, Yaklaşım, Yıl: 13. Say I: 150, 2005.
- Oktayer, N. Ve Oktayer, A. “Özel Emeklilik Fonlarının Finansal Piyasaların Gelişimine Etkileri”, Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt:IX, Sayı.Iı, Ss.55-80.
- Özel, Ö. ve Yalçın, Ç. “Yurtiçi Tasarruflar ve Bireysel Emeklilik Sistemi: Türkiye’deki Uygulamaya İlişkin Bir Değerlendirme”, T.C. Merkez Bankası Çalışma Tebliği No: 13/04, 2013.
- Özer A, C, Gürel H, Türkiye'de Bireysel Emeklilik Sistemi Bilgi Düzeyi Ve Bes'e Katılımda Devlet Katkısının Etkisi Üzerine Bir Araştırma, Mustafa Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt 11, Sayı 27, 2014.

- Özer, Ö. ve Çınar, E. Bir Vakıf Üniversitesi Akademik Personelinin Bireysel Emeklilik Sistemine Bakış Açısının Değerlendirilmesi. Mustafa Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 9(19), 75-88, 2012.
- Palacios, R. And Sluchynsky, O. ‘The Role Of Social Pensions’, Draft, March. Washington, Dc: World Bank, 2006.
- Pension Markets İn Focus: October 2009, Issue 6, Oecd 2009, (2010), Http://Www.Oecd.Org/Document/24/0,3343,En_2649_34853_43942360_1_1_1_1,00.Html , (1 Şubat,2018).
- Sallan Gül, S. “Sosyal Devlet Bitti, Yaşasın Piyasa”, Ankara. Ebabil Yayınları, 2006.
- Sarıaslan, M. Bireysel Emeklilik Sistemi Ve Muhasebesi, Seçkin Kitapevi, 2015.
- Sermaye Piyasası Kurulu, “Yatırım Fonları” SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları” No.3, Ankara, 2007.
- Sharpe “Mutual Fund Performance”, The Journal of Business, Vol.39, No.1, Part 2: Supplement on Security Prices, 119-138, 1966.
- Şen, M. ve Memiş, T. “Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu’na Eleştirel Bir Yaklaşım”, Atatürk Üniversitesi Erzincan Hukuk Fakültesi Dergisi, 5(1-4), s. 485-512, 2001.
- Şener, O. ve Akın, F. “Özel Emeklilik Fonları ve Türkiye’de Bireysel Emeklilik Sistemine Giriş Kararlarını Etkileyen Faktörlerin Belirlenmesi Üzerine Bir Araştırma”, Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 28(1), 291-312, 2010.
- Teker, S., Karakum, E. ve Tav, O. “Yatırım Fonlarının Risk Odaklı Performans Değerlemesi”, Doğu Üniversitesi Dergisi, 9(1), 89-105, 2008.
- Teresa, M. ve Garcia, M. “Efficiency Evaluation Of The Portuguese Pension Funds Management Companies”, Journal Of International Financial Markets, Institutions & Money, 20: 259-266, 2010.
- Tetik, S. “İşletme Performansını Belirlemede Veri Zarflama Analizi”, C.B.Ü İİBF, Yönetim ve Ekonomi Dergisi, Cilt: 10, Sayı : 2, Manisa, s. 221-230, 2003.

- Topalhan, T. Türkiye’de Altıncı Yılında Bireysel Emeklilik Sistemi ve Uygulama Sonuçları. Kamu-İş, 11(2), 165-210, 2010.
- Toraman, C. ve Yürük, M.F. “Kuadratik Programlama Tabanlı Modelleme İle Portföy Optimizasyonu: BİST-100 Uygulaması”, Mukaddime, 5(1), 133-148, 2014.
- Treynor, J. L. “How to Rate Management of Investment Funds”, Harvard Business Review, 43(1), 63-75, 1965.
- Tuncay, C. “Bireysel Emeklilik Sistemi Neler Getiriyor?”, Yeditepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 1, S. 1, Ss. 198-343, 2004.
- Uğur, S. “Özel Emeklilik Türleri Ve Bireysel Emeklilik”, Çimento İşveren Dergisi, İstanbul, C. 18, S. 4, Ss. 17-34, 2004.
- Uyanık, A. “Bireysel Emeklilik Fonlarının Ve Katılımcıların Vergilendirilmesi”, Vergici Ve Muhasebeciyle Diyalog, Sayı: 187, 2003.
- Uyar, H.İ. (2012). Bireysel Emeklilik Sistemi. Detay Yayıncılık, Ankara.
- Uyar, H.İ. “Bireysel Emeklilik Sistemi İle Ekonomik Göstergeler Arasındaki İlişkinin İncelenmesi”, İsmmo Mali Çözüm Dergisi, S.71-93, Mart-Nisan 2012,
- World Bank, Project Appraisal Document On A Proposed Credit To The Federal Republic Of Nigeria For An Economic Reform And Governance Project(Report No: 30383-Ng). Washington, Dc: World Bank, 2004.
- Yanardağ M.Ö. Türkiye’de Sosyal güvenlik Sistemi ve Bireysel emeklilik Sisteminin Etkinliği: Muğla İli Üzerine Ampirik Bir İnceleme, 2010.
- Yaşar, B. “Bireysel Emeklilikte Vergi Uygulamaları”, Finans-Politik & Ekonomik Yorumlar, Say I:476, 2003.
- Yıldız, A. “A Tipi Yatırım Fonlarının Performanslarının İMKB ve Fon Endeksi Bazında Değerlendirilmesi”, Muğla Üniversitesi SBE Dergisi, 14 (Bahar)., 2005.
- Zor, İ, ve Aslanoğlu, S. “Kurumsal Yatırımcı Olarak Özel Emeklilik Fonları: Türkiye’de Oluşturulan Sisteme Yönelik Değerlendirme ve Geleceğe Yönelik Bir Tahmin” Muhasebe ve Finansman Dergisi, 2005 Sayı 26 ss.184-19, 2005.

Zor, İ. ve Aslanoğlu, S. “Kurumsal Yatırımcı Olarak Özel Emeklilik Fonları: Türkiye’de Oluşturulan Sisteme Yönelik Değerlendirme Ve Geleceğe Yönelik Bir Tahmin”, Muhasebe Ve Finansman Dergisi, Nisan, Ss.184-196, 2005.



ÖZGEÇMİŞ

25 Temmuz 1983 tarihi, Ordu İli doğumluyum. İlk okulu Ordu ili merkez ilköğretim Orta Okulu Şehit Üsteğmen Doğan Gökbulut da okuduktan sonra Liseyi Ordu Lisesinde tamamladım. Eskişehir Anadolu Üniversitesi İşletme bölümünden 2009 yılında mezun olduktan sonra 2010 yılında askerlik görevimi tamamladım. 2011 yılından beri Bireysel emeklilik ve hayat sigortaları şirketlerinde uzman olarak çalıştım. 2016 yılında da, Beykent Üniversitesi, İşletme Anabilim Dalında yüksek lisans eğitimine başladım.

Yabancı dilim İngilizce olup, özel ilgi alanım türev piyasalarda işlem gören yatırım araçları ile ilgili araştırmalar yapmak.

Levent AYDIN