

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

**TÜRKİYE’DE KATILIM ESASINA DAYALI BİREYSEL
EMEKLİLİK FONLARININ PERFORMANS ANALİZİ**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ
Melek BAYRAKTAR**

**Enstitü Anabilim Dalı: İŞLETME
Enstitü Bilim Dalı: İŞLETME**

Tez Danışmanı: Doç. Dr. Mine AKSOY KAVALCI

HAZİRAN 2019

T.C.
YALOVA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

**TÜRKİYE’DE KATILIM ESASINA DAYALI BİREYSEL
EMEKLİLİK FONLARININ PERFORMANS ANALİZİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ
Melek BAYRAKTAR

Enstitü Anabilim Dalı: İŞLETME
Enstitü Bilim Dalı: İŞLETME

Bu tez/....../.... tarihinde aşağıdaki jüri tarafından oybirliği/oyçokluğu ile kabul edilmiştir.

	Adı SOYADI	Kanaati			İmza
Jüri Başkanı (<i>Danışman</i>)	Doç. Dr. Mine AKSOY KAVALCI	☐ Kabul	☐ Düzeltme	☐ Ret	
Jüri Üyesi	Prof. Dr. Mustafa Kemal YILMAZ	☐ Kabul	☐ Düzeltme	☐ Ret	
Jüri Üyesi	Doç. Dr. Nuraydın TOPCU	☐ Kabul	☐ Düzeltme	☐ Ret	

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
YÜKSEK LİSANS / DOKTORA İNTİHAL YAZILIM RAPORU

BEYAN BELGESİ

Tez Başlığı: Türkiye’de Katılım Esasına Dayalı Bireysel Emeklilik Fonlarının Performans Analizi

Yukarıda başlığı belirtilen tez çalışmamın toplam 146 sayfalık kısmına ilişkin aşağıda belirtilen filtrelemeler uygulanarak alınmış olan ve 18/06/2019 tarihinde aşağıda ismi yazılı öğretim görevlisi tarafından şahsıma iletilen Turnitin intihal tespit programı raporuna göre tezimin benzerlik oranı %15’dir.

Uygulanan filtrelemeler:

1. Kaynakça hariç,
2. Alıntılar dâhil,
3. 5 kelimedenden daha az örtüşme içeren metin kısımları hariç.

Bu bilgiler doğrultusunda tez çalışmamın herhangi bir intihal içermediğini; aksinin tespiti halinde doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi ve yukarıda vermiş olduğum bilgilerin doğru olduğunu beyan ederim.

Gereğini saygılarımla arz ederim.

İmza

Adı SOYADI : Melek BAYRAKTAR

Öğrenci Numarası : 127201001

Ana Bilim Dalı : İşletme

Programı : İşletme

Türü : () Proje (X) Yüksek Lisans Tezi () Doktora Tezi

Taramayı Yapan Öğr. Gör.

(Adı Soyadı, İmzası, Tarih)

Mine AKSOY KAVALCI

Danışman

(Adı Soyadı, İmzası, Tarih)

Mine AKSOY KAVALCI

ÖNSÖZ

Tezimin başlangıcından itibaren her aşamasında yardım ve desteklerini esirgemeyerek kıymetli vaktini ayıran danışmanım Doç. Dr. Mine Aksoy KAVALCI' ya ve tez jürimde tezime katkı sağlayan Prof. Dr. Mustafa Kemal Yılmaz ve Doç. Dr. Nuraydın TOPCU' ya teşekkür ederim.

Melek BAYRAKTAR

18.06.2019

İÇİNDEKİLER

BEYAN BELGESİ	i
ÖNSÖZ	ii
İÇİNDEKİLER	iii
KISALTMALAR	vii
TABLolar	viii
ŞEKİLLER	xi
GİRİŞ.....	1
ARAŞTIRMANIN KONUSU	2
ARAŞTIRMANIN AMACI.....	3
ARAŞTIRMANIN HİPOTEZLERİ	3
ARAŞTIRMANIN YÖNTEM VE TEKNİKLERİ	4
LİTERATÜR İNCELEMESİ.....	4
BÖLÜM 1: KURUMSAL YATIRIM VE YATIRIMCI.....	15
1.1 Kurumsal Yatırım Kavramı.....	15
1.2 Kurumsal Yatırım İlkeleri	15
1.2.1 Riskin Dağıtılması İlkesi	15
1.2.2 Uzman Yönetim İlkesi	16
1.2.3 Kamuoyunu Aydınlatma İlkesi	16
1.2.4 Fonların Menkul Kıymetlere Yönlendirilmesi İlkesi	16
1.3 Kurumsal Yatırımcı Kavramı	16
1.4 Türkiye Finans Piyasasında İşlem Gören Kurumsal Yatırımcılar	17
1.4.1 Yatırım Şirketleri ve Kuruluşları	18
1.4.1.1 Yatırım Fonları (Açık-Uçlu).....	18
1.4.1.2 Yatırım Ortaklığı (Kapalı-Uçlu)	19
1.4.2 Emeklilik Fonları	20
1.4.3 Sigorta Şirketleri.....	20
1.4.4 Diğer Kurumsal Yatırımcılar	21
BÖLÜM 2: KATILIM BANKACILIĞI.....	22
2.1 Katılım Bankacılığı Kavramı	22
2.2 Katılım Bankacılığının Özellikleri.....	22
2.3 İslami Finansın Oluşumunda Dünyadaki Tarihsel Süreç	25

2.4 Katılım Bankacılığının Oluşumunda Türkiye’de Tarihsel Süreç	26
2.5 Katılım Bankacılığına Dayalı Fon Kullanma Yöntemleri	27
2.5.1 Murabaha (Maliyetine Kar Konularak Satış).....	27
2.5.2 Mudarebe (Emek-Sermaye Ortaklığı)	28
2.5.3 Müşareke Yöntemi (Kar-Zarar Ortaklığı).....	28
2.5.4 Sukuk (Kira Sertifikası, Varlık Senedi).....	28
2.5.5 Selem (İleriye Dönük Mal Satın Alımı veya Mal Satış, Peşin Para Veresiyeli Satış).....	29
2.5.6 İcara (Kiralama)	29
2.5.7 Karz-ı Hasen (Güzel Borç, Faizsiz Borç)	29
2.5.8 İstisna (Siparişe Dayalı Satın Alma)	30
2.5.9 Tevrruk (Uluslararası Kar Marjlı Satış)	30
2.5.10 Tekafül (İslami Sigortacılık).....	31
2.6 Katılım Bankacılığının Diğer Bankalardan Ayıran Farklılıklar	31
2.7 Katılım Bankacılığın Temeli Olan İslami Finans Sektöründeki Etik ile Batıdaki..31	
Etik Kavramının Kullandıkları Fon Türleri Açısından Karşılaştırılması	31
2.8 Katılım Bankacılığında Bireysel Emeklilik Sistemi	34
BÖLÜM 3: TÜRKİYE’DE BİREYSEL EMEKLİLİK SİSTEMİ	36
3.1 Bireysel Emeklilik	36
3.2 Bireysel Emeklilik Sistemi	36
3.3 Bireysel Emeklilik Sistemindeki Belirtilen Kavramlar	37
3.3.1 Katılımcı	37
3.3.2 Portföy Yöneticisi.....	38
3.3.3 Emeklilik Yatırım Fonu	38
3.3.4 Bireysel Emeklilik Şirketi.....	39
3.3.5 Bireysel Emeklilik Aracıları	40
3.4 Bireysel Emeklilik İle İlgili Yetkili Kurumlar	41
3.4.1 Sermaye Piyasası Kurulu	41
3.4.2 Hazine ve Maliye Bakanlığı Sigortacılık Genel Müdürlüğü	41
3.4.3 Takasbank	42
3.4.4 Emeklilik Gözetim Merkezi.....	43
3.4.5 Bireysel Emeklilik Danışma Kurulu	44
3.5 Türkiye’de Bireysel Emeklilik Sisteminin Tarihsel Süreci.....	44

3.6 Bireysel Emeklilik Sisteminde Vergi Avantajları	46
3.7 Bireysel Emeklilik Yatırım Fon Türleri	47
BÖLÜM 4: KATILIM BANKACILIĞI ESASINA DAYALI EMEKLİLİK	49
YATIRIM FONLARININ PERFORMANS ANALİZİ.....	49
4.1 Getiri	49
4.2 Risk	49
4.2.1 Sistematiik Risk.....	50
4.2.2 Sistematiik Olmayan Risk.....	51
4.3. Performans Değerleme Yöntemleri	51
4.3.1 Toplam Riski (Standart Sapma) Esas Alan Yöntemler	51
4.3.1.1 Sharpe Oranı.....	52
4.3.1.2 M^2 Performans Ölçütü.....	52
4.3.2 Sistematiik Riski (Beta) Esas Alan Yöntemler	53
4.3.2.1 Treynor Performans Endeksi	54
4.3.2.2 Treynor Kare (T^2) Performans Ölçütü	54
4.3.2.3 Jensen Performans Endeksi	55
4.3.2.4 Değerleme Oranı Ölçütü	55
4.4 Fon Yöneticilerinin Seçicilik ve Piyasa Zamanlaması Performansının Kuadratik Regresyon Modeli ile Belirlenmesi	55
4.5 Olay Etüdü Yöntemi (Event Study)	56
4.6 Araştırmanın Konusu	58
4.7 Örneklem Seçimi ve Veri Toplama Yöntemi.....	58
4.8 Değişkenler.....	59
4.9 Araştırma Hipotezleri.....	68
4.9.1 Aynı Tür Yoğunluğuna Sahip Katılım Esasına Dayalı Bireysel Emeklilik Fonlarının Performansı.....	69
4.9.2 Katılım Esasına Dayalı Bireysel Emeklilik Fonlarını Yöneten Fon..Şirketlerinin Performansları.....	75
4.9.3 Katılım Esasına Dayalı Bireysel Emeklilik Fonlarının Kamu ve Özel Şirket Olma Özellikleri Açısından Performansları	85
4.9.4 Katılım Esasına Dayalı Bireysel Emeklilik Fonlarının Risk Seviyelerine Göre Performansları	90
4.9.5 Krizin Katılım Esasına Dayalı Emeklilik Yatırım Fonlarının Getirileri	97
Üzerindeki Etkisi.....	97

4.10 Katılım Bankacılığı Esasına Dayalı Fonları Yönetenlerin Seçicilik ve Piyasa ...101	
Zamanlama Yeteneğinin Kuadratik Regresyon Modeli İle Belirlenmesi.....	101
SONUÇ VE ÖNERİLER	118
KAYNAKÇA.....	122
ÖZGEÇMİŞ	131



KISALTMALAR

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BEAHY	: Bireysel Emeklilik Aracıları Hakkında Yönetmelik
BEDKÇEUHY	: Bireysel Emeklilik Danışma Kurulunun Çalışma Esas ve Usulleri Hakkında Yönetmelik
BES	: Bireysel Emeklilik Sistemi
BETYK	: Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu
EGMÇEY	: Emeklilik Gözetim Merkezi Çalışma Esasları Yönetmeliği
EYFY	: Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik
HSBC	: Hong Kong and Shanghai Banking Corporation
OKS	: Otomatik Katılım Sistemi
OPEC	: Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü
OYAK	: Ordu Yardımlaşma Kurumu
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SSK	: Sosyal Sigortalar Kurumu
TAKASBANK	: Takas ve Saklama Bankası Anonim Şirketi
TBMM	: Türkiye Büyük Millet Meclisi
TÜSİAD	: Türk Sanayicileri ve İş İnsanları Derneği
A.Ş	: Anonim Şirket
EYF	: Emeklilik Yatırım Fonu
BYFT	: Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği
BESDKHYDY	: Bireysel Emeklilik Sisteminde Devlet Katkısı Hakkında Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik

TABLÖLAR

Tablo 1: Yatırım Fonlarının Performanslarının Ölçülmesi İle İlgili Yapılan Çalışmalar ..	8
Tablo 2: Fon Yöneticilerinin Seçicilik ve Piyasa Zamanlama Yeteneklerinin Ölçülmesi14	
İle İlgili Yapılan Çalışmalar	13
Tablo 3: Dünyadaki İslam Finans Tarihi (Güney, 2018: 24-25).....	25
Tablo 4: Türkiye’de Katılım Bankacılığı Oluşum Süreci (Güney, 2018: 35)	26
Tablo 5: Sosyal Sorumlu Yatırım Fonları ve İslami Yatırım Fonları Arasındaki35	
Benzerlikler ve Farklılıklar	34
Tablo 6: Türkiye’de Bireysel Emeklilik Sisteminin Tarihsel Gelişim Süreci	45
Tablo 7: Bireysel Emeklilik Sisteminden Ayrılma Sürecinde Vergi Oranları	47
Tablo 8: Katılım Esasına Dayalı 40 Emeklilik Yatırım Fonunun Tüzük Bilgileri	59
Tablo 9: Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler (2014/08-2019/02).....	63
Tablo 10: Değişkenlere Ait Normallik ve Durağanlık Testleri (2014/08-2019/02)	65
Tablo 11: Fon Varlık Türü %50 ve Üzerinde Altına Dayalı Sermaye Piyasası.71	
Araçlarından Oluşan Fonların BIST 100 ve 40 Fon Ortalama Getiri Endeksine Göre....	71
Risk Performans Ölçüm Oranları.....	71
Tablo 12: Fon Varlık Türü %50 ve Üzerinde Kira Sertifikasına Dayalı Sermaye.....	71
Piyasası Araçlarından Oluşan Fonların BIST 100 ve 40 Fon Ortalama Getiri Endeksine71	
Göre Risk Performans Ölçüm Oranları	71
Tablo 13: Altın ve Kira Sertifikası Yoğunluğu Fazla Olan Fonların BIST 100	73
Endeksine Göre İstatiksel Analizi.....	73
Tablo 14: Altın ve Kira Sertifikası Yoğunluğu Fazla Olan Fonların 40 Fonun Ortalama74	
Getiri Endeksine Göre İstatiksel Analizi.....	74
Tablo 15: Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş’ nin BIST 100 ve 40 Fonun Ortalama Getiri78	
Endeksine Göre Performans Ölçütleri.....	78
Tablo 16: Avivasa Emeklilik ve Hayat A.Ş’ nin BIST 100 ve 40 Fonun Ortalama 78	
Getiri Endeksine Göre Performans Ölçütleri.....	78
Tablo 17: Axa Hayat ve Emeklilik A.Ş’ nin BIST 100 ve 40 Fonun Ortalama Getiri79	
Endeksine Göre Performans Ölçütleri.....	79
Tablo 18: Bereket Emeklilik ve Hayat A.Ş’ nin BIST 100 ve 40 Fonun Ortalama Getiri79	
Endeksine Göre Performans Ölçütleri.....	79
Tablo 19: BNP Paribas Cardif Emeklilik A.Ş. BIST 100 Endeksine ve 40 Fonun80	
Ortalama Getiri Endeksine Göre Performans Ölçütleri	80
Tablo 20: Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş’ nin BIST 100 Endeksine ve 40 Fonun80	
Ortalama Getiri Endeksine Göre Performans Ölçütleri	80
Tablo 21: Halk Hayat ve Emeklilik A.Ş’ nin BIST 100 Endeksine ve 40 Fonun 81	
Ortalama Getiri Endeksine Göre Performans Ölçütleri	81
Tablo 22: Katılım Emeklilik ve Hayat A.Ş’ nin BIST 100 ve 40 Fonun Ortalama81	
Getiri Endeksine Göre Performans Ölçütleri.....	81
Tablo 23: Metlife Emeklilik ve Hayat A.Ş’ nin BIST 100 ve 40 Fonun Ortalama Getiri82	
Endeksine Göre Performans Ölçütleri.....	82

Tablo 24: Vakıf Emeklilik ve Hayat A.Ş' nin BIST 100 Endeksine ve 40 Fonun Ortalama Getiri Endeksine Göre Performans Ölçütleri	82
Tablo 25: Ziraat Hayat ve Emeklilik A.Ş' nin BIST 100 ve 40 Fonun Ortalama Getiri Endeksine Göre Performans Ölçütleri.....	83
Tablo 26: Fon Şirketlerinin Fonlarının BIST 100 Endeksine Göre İstatiksel Analizi	84
Tablo 27: Fon Şirketlerinin Fonlarının 40 Fonun Ortalama Getiri Endeksine Göre İstatiksel Analizi	85
Tablo 28: Kamu Şirketleri Tarafından Yönetilen Katılım Esasına Dayalı Emeklilik Yatırım Fonlarının BIST 100 Endeksine 40 Fonun Ortalama Getiri Endeksine Göre Performans Ölçütleri	87
Tablo 29: Özel Şirketler Tarafından Yönetilen Katılım Esasına Dayalı Emeklilik Yatırım Fonlarının BIST 100 Endeksine ve 40 Fonun Ortalama Getiri Endeksine Göre Performans Ölçütleri	88
Tablo 30: Kamu Şirketleri ve Özel Şirketler Tarafından Yönetilen Fonlarının BIST 100 Endeksine Göre İstatiksel Analizi	89
Tablo 31: Kamu Şirketleri ve Özel Şirketler Tarafından Yönetilen Fonlarının 40 Fonun Ortalamasına Göre İstatiksel Analizi	90
Tablo 32: 6 Risk Grubunda Bulunan Katılım Esasına Dayalı Emeklilik Yatırım Fonlarının BIST 100 Endeksine ve 40 Fonun Ortalama Getiri Endeksine Göre Performans Ölçütleri	92
Tablo 33: 5 Risk Grubunda Bulunan Katılım Esasına Dayalı Emeklilik Yatırım Fonlarının BIST 100 Endeksine ve 40 Fonun Ortalama Getiri Endeksine Göre Performans Ölçütleri	92
Tablo 34: 4 Risk Grubunda Bulunan Katılım Esasına Dayalı Emeklilik Yatırım Fonlarının BIST 100 Endeksine ve 40 Fonun Ortalama Getiri Endeksine Göre Performans Ölçütleri	93
Tablo 35: 3 Risk Grubunda Bulunan Katılım Esasına Dayalı Emeklilik Yatırım Fonlarının BIST 100 Endeksine ve 40 Fonun Ortalama Getiri Endeksine Göre Performans Ölçütleri	94
Tablo 36: 2 Risk Grubunda Bulunan Katılım Esasına Dayalı Emeklilik Yatırım Fonlarının BIST 100 Endeksine ve 40 Fonun Ortalama Getiri Endeksine Göre Performans Ölçütleri	94
Tablo 37: Risk Seviyesine Göre Belirlenen Fonlarının BIST 100 Endeksine Göre İstatiksel Analizi	96
Tablo 38: Risk Seviyesine Göre Belirlenen Fonlarının 40 Fonun Ortalama Getiri Endeksine Göre İstatiksel Analizi.....	97
Tablo 39: Düzeltilmiş Ortalama Getiri Yöntemi ile Hesaplanan 40 Fonun Anormal Getirileri (19/07/2016 Tarihli Getiriler)	98
Tablo 40: 40 Fonun Yaşanan Politik Kriz Olayının Öncesi ve Sonrasındaki Ortalama Anormal Getirileri.....	100
Tablo 41: Katılım Esasına Dayalı 40 Emeklilik Yatırım Fonunun Kuadratik Regresyon Katsayıları (BIST 100 Endeksine Göre Belirlenmiş)	103
Tablo 42: Katılım Esasına Dayalı 40 Emeklilik Yatırım Fonunun Kuadratik.....	110

Regresyon Katsayıları (40 Fonun Ortalama Getiri Endeksine Göre Belirlenmiş)	110
Tablo 43: Kuadratik Regresyon Modeli ile Belirlenen Fonların Yöneticilerinden	117
Piyasa Zamanlama Yeteneğine Sahip Fonlar (BIST 100 ve 40 Fonun Ortalama.....	117
Getiri Endeksine Göre Belirlenmiş)	117



ŞEKİLLER

Şekil 1: Kurumsal Yatırımcıların Gruplandırılması	18
Şekil 2: Bireysel Emeklilik Sisteminde 2014-2019 Yılları Arasındaki Fon Tutarı.....	63
Değişimi.....	62
Şekil 3: 40 Fonun Yaşanan Politik Kriz Olayının Öncesi ve Sonrasındaki Ortalama...	100
Anormal Getiri Grafiği	100



Yalova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tez Özeti

Tezin Başlığı: Türkiye’de Katılım Esasına Dayalı Bireysel Emeklilik Fonlarının Performans Analizi	
Tezin Yazarı: Melek BAYRAKTAR Danışman: Doç. Dr. Mine Aksoy KAVALCI	
Kabul Tarihi:	Sayfa Sayısı: ix (ön kısım) + 146 (tez) + (ekler)
Anabilim Dalı: İşletme	Bilim Dalı: İşletme
Katılım esasına dayalı fon portföyü, kira sertifikaları, katılma hesapları, ortaklık payları, altın ve diğer kıymetli madenler ile Sermaye Piyasası Kurulunca uygun görülen diğer faize dayalı olmayan para ve sermaye piyasası araçlarından oluşmaktadır. Bu çalışmanın amacı katılım esasına dayalı bireysel emeklilik yatırım fonlarının performanslarını Sharpe Oranı, Treynor Oranı, Jensen Alfası, M^2, T^2 ve Değerleme Oranı ölçütlerine göre analiz etmektir. Katılım esasına dayalı bireysel emeklilik fonları belirlenirken emeklilik yatırım fonlarının fon tüzüklerindeki varlık türleri incelenmiş, 21.03.2019 tarihi itibarıyla faaliyette olan 266 emekli yatırım fonundan 53 tanesinin katılım esasına dayalı emeklilik yatırım fonu olduğu tespit edilmiştir. Bu fonlardan 40 tanesi 01.08.2014 tarihinden önce faaliyetine başladığından dolayı analizlerde kullanılmıştır. Bu araştırma sonucunda 40 katılım esasına dayalı fon içerisinde 10 fonun performans getirileri pozitif iken, diğer 30 fonun performans getirileri negatif çıkmıştır. Performansı başarılı olan 10 katılım esasına dayalı emeklilik yatırım fonundan 9’unun varlık türü yoğunluğu altına dayalı sermaye piyasası araçlarından oluştuğu tespit edilmiştir. İncelenen 40 fonu yöneten fon şirketlerinin fon performansları ile kamu ve özel şirketler tarafından yönetilen fonların performansları arasında farklılık tespit edilmemiştir. Ayrıca yüksek risk grubundaki katılım esasına dayalı emeklilik fonlarının performanslarının daha başarılı olduğu sonucu elde edilmiştir. Katılım esasına dayalı emeklilik yatırım fonlarının yöneticilerinin seçicilik ve piyasa zamanlama yeteneklerinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Altına dayalı sermaye piyasası araçlarından oluşan katılım esasına dayalı emeklilik yatırım fonlarının krizden etkilenmediği, diğer fonların ise krizden negatif etkilendiği tespit edilmiştir.	
Anahtar Kelimeler: Katılım Bankacılığı, Emeklilik Fonları, Seçicilik, Piyasa Zamanlaması, Risk, Kriz, Altın	

Yalova University Insitute of Social Sciences Master Thesis Summary

Thesis Title: Performance Analysis of Pension Funds Based on Participation in Turkey	
Thesis Author: Melek BAYRAKTAR Advisor: Doç. Dr. Mine Aksoy KAVALCI	
Date of Acceptance:	Total Number of Pages: ix (pretext) + 146 (main body) + (appendices)
Department: Business Administration Field of Study: Business Administration	
Fund type based on participation is composed of rent certificates, participation accounts, partnership shares, gold and other precious metals and other interest-free money and capital market instruments deemed appropriate by the Capital Markets Board. The purpose of this study is to analyze the performance of private pension funds based on participation by Sharpe Ratio, Treynor Ratio, Jensen`s Alpha, M^2, T^2 and Appraisal Ratio. While determining individual pension funds based on participation, the fund statute was examined and it was determined that 53 of the 266 retirement mutual funds operating as of 21.03.2019 were pension funds based on participation. 40 of these funds were used in the analysis since they have started operations before 01.08.2014. As a result of this study, the performances of 10 funds in 40 funds were positive while the performances of the other 30 funds were negative. 9 out of 10 successful pension investment funds have been identified as capital market instruments based on gold. There were no differences between the fund performances of the fund companies that managed the 40 funds analyzed, and the performances of funds managed by public and private companies. It was also reported that the performance of high-risk participation-based pension investment funds were more successful. The portfolio managers of the private pension funds based on participation do not have selectivity and timing abilities. The participation-based pension investment funds, which consist of gold-based capital market instruments, were not affected by the crisis, while other funds were negatively affected by the crisis.	
Keywords: Participation Banking, Pension Funds, Selectivity, Market Timing, Risk, Crisis, Gold.	

GİRİŞ

Emeklilik yatırım fonu, emeklilik şirketi tarafından emeklilik sözleşmesi çerçevesinde tahsil edilen ve katılımcılar adına bireysel emeklilik hesaplarında izlenen katkıların değerlendirilmesi amacıyla oluşturulan bir yatırım fonudur. Bu fon, portföy yönetim şirketlerince yönetilmektedir (<https://www.egm.org.tr/bireysel-emeklilik/emeklilik-yatirim-fonlari/>). Emeklilik yatırım fonlarının başarısında portföy seçimi büyük önem arz etmektedir. Risk altında etkin portföy seçiminin nasıl gerçekleşeceğine dair öncü görüşlere sahip ve 1952 yılında Markowitz tarafından geliştirilen Modern Portföy Teorisine göre portföydeki varlıkların seçimi gözlem ve tecrübe ile başlamakta ve portföyde bulunan menkul kıymetlerin performanslarının gelecekte başarılı olacağı inancı ile sona ermektedir (Markowitz, 1952:77). Bu teori, yatırımcının en yüksek getiriyi sağlayan ve en az risk seviyesine sahip menkul kıymetlerin bulunduğu portföyü tercih ettiği takdirde, risk yükseldikçe yatırımcı için beklenen getirinin artacağını öngörmektedir. Emeklilik yatırım fonları ile ilgili yapılan çalışmalarda bu fonların performanslarının piyasa getirisinin altında kalmasından dolayı başarılı olmadığı sonucuna varılmıştır. Ancak performansları başarılı bulunmayan emeklilik yatırım fonlarının Türkiye’de faaliyetlerine başladığı 27.10.2003 tarihinden bu yana sermayeleri ciddi oranda artmaktadır. Emeklilik yatırım fonlarının 31.12.2003 tarihinde fon toplam tutarı 5.886.764 TL iken 30.04.2019 tarihi itibarıyla fon toplam tutarı 82.700.885.194 TL’ye ulaşmıştır (www.egm.org.tr). Emeklilik yatırım fonlarının sermaye büyüklüğünün artması bu fonların risk miktarlarını da artırmaktadır. Bu risk miktarlarının ölçülmesi bireysel yatırımcının tasarruflarının uzun vadede en iyi getiriyi sağlayacak fonda değerlendirmesi bakımından önem arz etmektedir. Bireysel yatırımcı, emeklilik yatırım fonları arasında seçim yaparken fonun riski ve getirisi arasındaki ilişkiye göre tercih yapacaktır.

Katılım esasına dayalı emeklilik yatırım fonları, İslami fon kullandırma yöntemleri murabaha (maliyetine kar konularak satış), mudarebe (emek-sermaye ortaklığı), müşareke (kar-zarar ortaklığı), sukuk (kira sertifikası, varlık senedi), selem (ileriye dönük mal satın alımı veya mal satışı, peşin para veresiyeli satış), icara (kiralama), karz-ı hasen (güzel borç, faizsiz borç), istisna (siparişe dayalı satın alma), teverruk (uluslararası kar marjlı satış), tekafül (islami sigortacılık) çeşitlerine dayandırılarak kira sertifikaları, katılma hesapları, ortaklık payları, altın ve diğer kıymetli madenler ile Sermaye Piyasası Kurulunca uygun görülen diğer faize dayalı olmayan para ve sermaye piyasası araçlarından oluşmaktadır. Faiz getirisi elde etmek istemeyen yatırımcıların tasarruflarını değerlendirebilecekleri emeklilik yatırım fonlarının performansları fon çeşitliliği baz alınarak değerlendirilmiş, Türkiye’de katılım esasına dayalı emeklilik yatırım fonlarının risk seviyeleri 2-6 arasında belirlenmiş ve fon çeşitliliği yoğunluğunun altına dayalı sermaye piyasası araçlarından ve kira sertifikalarından oluştuğu tespit edilmiştir. Bu fonların risk-getiri ilişkisini belirlemek için risk performans ölçütleri ve Kuadratik Regresyon analizi kullanılmıştır.

Önceliği kar getirisi olmayan ve belli alanlara yatırım yapan sosyal sorumlu yatırım fonları gibi İslami yatırım fonları da sadece finansal performansla ilgilenmemektedir. Bu nedenle faiz riski olmayan, sermaye sahibi ve yatımcının kar ve zarar riskine ortak olarak katıldığı ve üretimin desteklendiği yatırımlara sermaye sağlayan İslami yatırım fonlarının herhangi bir kriz durumunda çok fazla değer kaybetmemesi beklenir. Bu çalışmada ilk olarak katılım esasına dayalı emeklilik yatırım fonlarının 01.08.2014 - 29.02.2019 tarihleri arasında performansları analiz edilmiştir. İkinci olarak, 15 Temmuz 2016'da gerçekleştirilen başarısız darbe girişiminin sebep olduğu politik krizin, katılım esasına dayalı emeklilik fonlarının getirilerini ne şekilde etkilediği, olay etüdü yöntemi ile analiz edilmiştir.

Bu çalışma dört bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde kurumsal yatırımcı kavramı, kurumsal yatırım ilkeleri ve türleri incelenmiştir. İkinci bölümde katılım bankacılığı kavramı, katılım bankacılığının diğer bankalardan farklılıkları, katılım bankacılığı esasına dayalı fon kullandırma yöntemleri, İslami finans ile etik finans arasında benzerlikler ve farklılıklar incelenmiştir. Üçüncü bölümde bireysel emeklilik kavramı, bireysel emeklilik sisteminin özellikleri, bireysel emeklilik sistemindeki yetkili kurumlar ve kavramlar ve bireysel emeklilik sisteminin vergi avantajları incelenmiştir. Son olarak dördüncü bölümde ise getiri ve risk kavramları, emeklilik yatırım fonlarının performans ölçüm yöntemleri, fon yöneticilerinin seçicilik ve piyasa zamanlama yeteneklerinin kuadratik regresyon yöntemiyle nasıl belirlendiği üzerinde durulmuştur. Dördüncü bölüme ek olarak politik krizin katılım esasına dayalı emeklilik yatırım fonlarının getirilerini ne şekilde etkilediği olay etüdü yöntemiyle belirlenmiştir. Türkiye'de faaliyette bulunan katılım esasına dayalı emeklilik yatırım fonlarının performansları, Sharpe Oranı, Treynor Oranı, Jensen Alfası, M^2 , T^2 ve Değerleme Oranına göre hesaplanmıştır. Farklı fon şirketlerinin katılım esasına dayalı emeklilik fonlarının performansları arasında, aynı tür yoğunluğuna sahip katılım esasına dayalı emeklilik fonlarının performansları arasında, özel emeklilik fon şirketleri tarafından yönetilen katılım esasına dayalı emeklilik fonları performansları ile kamu emeklilik fon şirketleri tarafından yönetilen katılım emeklilik fonlarının performansları arasında ve farklı risk grubu içerisinde bulunan katılım esasına dayalı emeklilik fonlarının performansları arasında fark olup olmadığı istatistiksel testler ile analiz edilmiştir.

ARAŞTIRMANIN KONUSU

Faiz getirisi elde etmek istemeyen tasarruf sahiplerinin Türkiye'de faaliyet gösteren katılım esasına dayalı emeklilik yatırım fonlarından hangisine yatırım yapması durumunda daha iyi getiri elde edebileceği, bu fonların getirilerinin krizlerden nasıl etkilendiği ve portföy yöneticilerinin piyasa zamanlama yeteneğinin olup olmadığının araştırılmasıdır.

ARAŞTIRMANIN AMACI

Türkiye’de katılım bankacılığına dayalı bireysel emeklilik sistemi 12/01/2008 tarihinde yatırım fonlarında en az %30 devlet tahvili ve hazine bonosu bulundurma şartının kaldırılmasıyla başlamıştır. Bu durum hem İslami bankalar hem de geleneksel bankalar tarafından, faiz gelirini tercih etmeyen kişilerin tasarruflarını değerlendirebilecekleri, emeklilik yatırım fonlarının kurulması önündeki engeli kaldırmıştır. Bu fonların kurulmasıyla birlikte bu fonlara yatırımda bulunacak tasarruf sahiplerinin en iyi getiri sağlayacak fonlara yatırım yapmalarını sağlamak amacıyla bu fonların performans analizleri yapılmaya başlanmıştır. Ulusal alanda yapılan çalışmalarda katılım esasına dayalı emeklilik yatırım fonları ile diğer emeklilik yatırım fonlarının karşılaştırılması şeklinde analizler yapılmıştır ancak katılım esasına dayalı emeklilik yatırım fonlarının kendi içinde karşılaştırılması, bu fonların getirilerinin krizlerden nasıl etkilendiği ve bu fonları yöneten portföy yöneticilerinin piyasa zamanlama yeteneğinin olup olmadığı ile ilgili çalışmaya rastlanılmamıştır. Bu çalışmada Türkiye’de faaliyet gösteren katılım esasına dayalı emeklilik yatırım fonları kendi varlık türleri içinde incelenmiş ve bu fonların performanslarının Sharpe Oranı, Treynor Oranı, Jensen Alfası, M^2 , T^2 ve Değerleme Oranına göre farklılık gösterip göstermediği test edilmiş, eğer bu fonların performansları arasında farklılık oluştursa bu farklılığının hangi kriterler baz alınarak değiştiği analiz edilmeye çalışılmıştır.

ARAŞTIRMANIN HİPOTEZLERİ

Bu araştırmada ilk olarak beş hipotez test edilmiştir.

Hipotez 1: Aynı tür yoğunluğuna sahip katılım esasına dayalı emeklilik fonlarının performansları arasında anlamlı fark yoktur.

Hipotez 2: Farklı fon şirketlerinin katılım esasına dayalı emeklilik fonlarının performansları arasında fark yoktur.

Hipotez 3: Özel emeklilik fon şirketleri tarafından yönetilen katılım esasına dayalı emeklilik fonları performansları ile kamu emeklilik fon şirketleri tarafından yönetilen katılım emeklilik fonlarının performansları arasında fark yoktur.

Hipotez 4: Farklı risk grubu içerisinde bulunan katılım esasına dayalı emeklilik fonlarının performansları arasında fark yoktur.

Hipotez 5: Krizlerin katılım esasına dayalı emeklilik yatırım fonlarının getirisi üzerinde etkisi yoktur.

Araştırma hipotezlerine ek olarak Türkiye’de katılım esasına dayalı emeklilik yatırım fonlarının yöneticilerinin seçicilik ve piyasa zamanlama yeteneklerinin olup olmadığı Treynor-Mazuy tarafından bulunan Kuadratik Regresyon analizi yöntemi ile

araştırılmıştır. Ayrıca incelediğimiz zaman aralığında 15.07.2016 tarihinde gerçekleşen politik krizin katılım esasına dayalı fonların getirileri üzerindeki etkisi analiz edilmiştir.

ARAŞTIRMANIN YÖNTEM VE TEKNİKLERİ

21.03.2019 tarihi itibarıyla Kamuyu Aydınlatma Platformun (KAP)'da 266 bireysel emeklilik fonunun fon tüzükleri incelenmiş ve 53 fonun katılım esasına dayalı emeklilik fonu olduğu tespit edilmiştir. . Örneklem sayısının eşit olma koşulunu sağlamak amacıyla 53 fon arasından 40 fon seçilmiştir. Bu fonların seçilme nedeni halka arz tarihlerinin 01.08.2014 tarihi öncesinde olmasıdır. Diğer 13 katılım bankacılığı esasına dayalı emeklilik yatırım fonu 2016 yılı ve sonrasında kurulmuş ve halka arz edilmiştir. Fonların 01.08.2014-28.02.2019 tarihleri arasındaki günlük birim fiyatları kullanılmıştır. Bu günlük birim fiyatlar Sermaye Piyasası Kurulunun ve Takasbank A.Ş'nin veri tabanından elde edilmiştir. Benckmark (Gösterge) endeksi olarak BIST 100 endeksi ile birlikte 40 fonun ortalaması ile oluşturulan endeks ve risksiz faiz oranı olarak da BIST Bankalararası Gecelik Repo Faiz oranları kullanılmıştır. Bu veriler Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının elektronik veri tabanından elde edilmiştir. Fon birim fiyatlarının logaritmik getirisi hesaplanarak analizler yapılmıştır. Fonların performansı Sharpe Oranı, Treynor Oranı, Jensen Alfa'sı, M^2 , T^2 ve Değerleme Oranı ölçütleriyle hesaplanmış, bu oranların kamu-özel şirket, altın-kira sertifikasına dayalı varlık türü, fon şirketleri ve risk seviyelerine göre gruplara ayrılmış performans ölçütleri hesaplanmış, bu belirlenen gruplar arasında anlamlı fark olup olmadığı t testi, Anova Testi, Kruskal Wallis Testi, Mann Whitney U Testi yöntemleriyle EViews 10 ve IBM SPSS 21 istatistik paket programları aracılığıyla analiz edilmiştir. Çalışmanın devamında 15.07.2016 tarihinde gerçekleşen başarısız darbe girişimi bir politik kriz olarak kabul edilmiş ve bu krizin katılım esasına dayalı emeklilik fonlarının getirileri üzerindeki etkisi olay etüdü yöntemi ile analiz edilmiştir. Son olarak fon yöneticilerinin seçicilik ve piyasa zamanlama yeteneği Treynor-Mazuy kuadratik regresyon modeli ile test edilmiştir

LİTERATÜR İNCELEMESİ

Bireysel emeklilik fonları ile ilgili literatür incelediğinde kurumsal yatırımcıların sermayelerini tabana yayma eğilimi gösterdiği gözlemlenmiştir. Kurumsal yatırımcıların bunu yapmadaki amacında bireysel yatırımcı sayısını artırarak daha fazla miktarda sermayeyi yönetme isteği yatmaktadır. Bunu yaparken kurumsal yatırımcılar, tasarruf artırımını, risk ve profesyonel portföy yönetimi konusunda bireysel yatırımcıya destek vermektedir. Bireysel yatırımcı da tasarruflarını daha fazla artırmak için kurumsal yatırımcıların sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmaktadır. Bu kurumsal yatırımcılardan biri de sermayesi her geçen gün artan bireysel emeklilik fonlarıdır. Bundan dolayı bireysel emeklilik fonlarının performansı ve fon yöneticilerinin seçicilik ve piyasa zamanlama yetenekleri ile ilgili çalışmalar yapılmıştır.

Bireysel emeklilik yatırım fonları incelendiğinde kendi içinde de çeşitlendiği görülmüştür. Bireysel yatırımcılardan faiz getirisini İslami açıdan uygun görmeyen ya da yatırımını helal kazanç ürünlerine yapmak isteyen tasarruf sahiplerine yönelik oluşturulan

emeklilik yatırım fonlarından biri de katılım esasına dayalı bireysel emeklilik yatırım fonlarıdır. Bu fon türü Türkiye’de 2013 yılından sonra gelişim göstermeye başladığından dolayı katılım bankacılığı esasına dayalı bireysel emeklilik fonları ile ilgili çok fazla çalışma yapılmamış ve var olan çalışmalar da geleneksel yatırım fonları ile katılım bankacılığı esasına dayalı yatırım fonlarının karşılaştırılması şeklinde olmuştur. Ancak katılım bankacılığı esasına dayalı bireysel emeklilik yatırım fonlarının kendi içinde karşılaştırılmasına dair Türkiye’de bu zamana kadar çalışma yapılmamıştır. Bu çalışmamızın amacı katılım esasına dayalı emeklilik yatırım fonlarının varlık türlerinin çeşitliliğine bağlı olarak başarılı olup olmadığı, bu başarının sağlanmasının tesadüf mü olduğu yoksa fon yöneticilerinin başarısından mı kaynaklandığını analiz edilerek, bu yatırımı tercih etmek isteyen tasarruf sahiplerinin emeklilik yatırım fonları arasında kıyaslama yapmasına olanak sağlamak ve analiz sonuçlarına göre en iyi performans sağlayacak emeklilik yatırım fonuna yatırım yapmasına yardımcı olmaktır.

Yatırım Fonlarının Performans Analizi İle İlgili Yapılan Çalışmalar

Yatırım fonlarının performans analizleri 1965 yılında Jack L. Treynor tarafından geliştirilen Treynor Endeksi, 1966 yılında William F. Sharpe tarafından geliştirilen Sharpe Endeksi, 1968 yılında Michael C. Jensen tarafından geliştirilen Jensen Alfa Endeksi, 1997 yılında Franco Modigliani ve Leah Modigliani tarafından geliştirilen M² Performans Ölçütü ve Treynor oranından geliştirilen T² performans ölçütü ve değerlendirme oranı ile belirlenmiştir. Öncül kişilerin yaptığı çalışmalardaki ölçütler baz alınarak yatırım fonları ile ilgili Türkiye’de ve uluslararası alanda çalışmalar yapılmıştır.

Sharpe (1966), 1954-1963 yılları arasındaki 34 açık uçlu yatırım fonunun performansını piyasa getiri endeksi Dow-John Endeksinde bulunan 30 menkul kıymet getirisi ortalaması baz alarak Sharpe oranı ile analiz etmiştir. Sharpe tarafından bulunan bu performans yöntemine göre 34 açık uçlu yatırım fonu getirisinin piyasa getirisinin altında getiri elde ettiği ve bu fonların performanslarının başarılı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

McDonald (1967), 1964-1969 yılları arasında çeşitlendirilmiş 8 Fransız yatırım fonunun getirisinin piyasa getirisine göre performansını Sharpe endeksi, Treynor endeksi ve Jensen alfa performans ölçütlerini kullanarak analiz etmiştir. Araştırma sonucunda McDonald (1967) 8 Fransız yatırım fonunun riske göre ayarlamış fonlar olduğu ve fonların getirisinin piyasa getirisinden daha fazla olduğu sonucu elde etmiştir.

Kalkan (1992), Türkiye’de faaliyette olan Ocak 1989-Nisan 1992 arası dönemlerdeki 18 yatırım fonunu Sharpe Endeksi, Treynor Endeksi ve Jensen Alfa ölçütlerine göre performanslarını belirlemiş ve bu fonlarının Treynor-Mazuy ölçütlerine göre piyasa zamanlaması ve yatırım seçimini analiz etmiştir. Araştırma sonucunda Kalkan (1992), Türkiye’de faaliyet gösteren 18 yatırım fonunun performansının Türk market portföyüne göre başarısız olduğu ve fon yöneticilerinin piyasa zamanlaması ve portföy yatırım seçim yeteneğinin olmadığı sonucuna ulaşmıştır.

Karacabey (1999), 1994-1997 yılları arasında kesintisiz veriye sahip 31 adet A tipi fonun getirisinin pazar getirisine göre performanslarını Sharpe endeksi, Treynor endeksi ve Jensen alfa performans ölçütlerini kullanarak belirlemiştir. Araştırma sonucunda Karacabey (1999) yatırım fonlarının performanslarının pazarın performansından daha düşük olduğu ve bu performans düşüklüğünün nedeninin fon yöneticilerinin seçicilik ve piyasa zamanlama yeteneğinin olmamasından kaynaklandığı sonucuna ulaşmıştır.

Kılıç (2002), 1999-2001 yılları arasında faaliyette olan 75 A tipi ve 65 B tipi yatırım fonlarının performanslarını Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modelinden geliştirilen Sharpe oranı, M^2 ölçütü, Treynor endeksi ve Değerleme oranı ölçütlerine göre belirlemiştir. Kılıç (2000) araştırma sonunda bu iki fon türünün pazar portföyüne göre başarısız performans gösterdiği ve Treynor-Mazuy kuadratik regresyon modeli ve Merton-Henrkisson kukla değişkenli regresyon modeline göre bu fonları yöneten yöneticilerinin piyasa zamanlama yeteneklerinin olmadığı sonucuna ulaşmıştır.

Turan (2005), Türkiye’de faaliyette olan emeklilik yatırım fonlarının geçmiş performanslarını Sharpe oranı ve M^2 oranına göre analiz etmiştir. Araştırma sonucunda emeklilik yatırım fonlarının düşük sistematik riske sahip olduğu ve emeklilik yatırım fonların genel olarak piyasa portföyüne göre başarılı performans göstermediği sonucuna ulaşmıştır.

Dalğar (2006), 2004-2005 yılları arasında faaliyet gösteren bireysel emeklilik fonlarının getirilerinin piyasa getirisine göre performanslarını Sharpe oranı, M^2 performans ölçütü, Sortino oranı, Treynor oranı, T^2 performans ölçütlerine göre analiz etmiştir. Araştırma sonucunda performanslarını hesapladığı bireysel emeklilik fonlarının piyasa getirisine göre düşük performansa sahip olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Abdullah vd (2007), Malezya’da 1992-2001 yılları arasında faaliyette olan 14 İslami yatırım fonu ve 41 geleneksel yatırım fonunun performansları Sharpe Oranı, Treynor ve Jensen alfası ölçütlerine göre belirlemiştir. Araştırma sonunda Abdullah vd (2007) geleneksel yatırım fonlarının İslami yatırım fonlarından daha iyi performans gösterdiği ancak 1997 krizinde İslami yatırım fonlarının geleneksel yatırım fonlarından daha üstün performans sağlamasından dolayı İslami yatırım fonlarının korunma amaçlı kullanılabileceği sonucuna ulaşmıştır.

Korkmaz ve Uyguntürk (2007), 2004-2006 yılları arasındaki 46 emeklilik fonunun performanslarını fon varlık çeşitlerinin piyasa endeksine göre belirlemiştir. Araştırma sonucunda Korkmaz ve Uyguntürk (2007) emeklilik fonlarının getirisinin piyasa endeks getirisinden daha düşük olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Taşcıyan (2009), Ocak 2004- Aralık 2007 yılları arasında faaliyette bulunan 58 emeklilik yatırım fonlarının performanslarını Sharpe Oranı, Treynor Oranı, Jensen Alfasi performans ölçütlerine ve çoklu risk-getiri yaklaşımına dayalı Veri Zarflama Modeline göre analiz etmiştir. Araştırma sonunda Taşcıyan (2009) fon performanslarının piyasa gösterge endeksinden daha düşük performansa sahip olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Mansor ve Bhatti (2011), Ocak 1990 ve Nisan 2009 dönemlerinde Malezya’da faaliyette olan 141 İslami ile 413 geleneksel yatırım fonunun Sharpe oranı, Treynor oranı ve Jensen alfasına göre performanslarını belirlemiştir. Araştırma sonunda Mansor ve Bhatti (2011) 141 İslami ile 413 geleneksel yatırım fonunun performanslarının piyasa portföyü Kuala Lumpur Menkul Kıymetler Borsası endeksine göre oldukça başarılı olduğu ancak geleneksel yatırım fonlarının performanslarının İslami yatırım fonlarından daha iyi olduğu, İslami yatırım fon yöneticilerinin stok seçicilik yeteneklerinin daha iyi olduğu, İslami ve geleneksel yatırım fonlarının piyasa zamanlama yeteneklerinin olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Shah vd. (2012), Pakistan’ın 35 İslami ve 94 geleneksel yatırım fonunun performanslarını Sharpe Oranı, Treynor ve Jensen alfasına göre performanslarını analiz etmiştir. Araştırma sonunda Shah vd. (2012) İslami fonların düşük risk oranı gösterdiği, İslami fonların geleneksel yatırım fonlarından daha iyi çeşitlendirildiği, İslami fonların ortalama getirisinin piyasa getirisinden yüksek olduğu ve geleneksel fonların getirisinin piyasa getirisinden düşük olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Ayaydın (2013), Ocak 2010- Ocak 2013 tarihleri arasındaki dönemde Türkiye’de faaliyet gösteren 34 adet Esnek ve Dengeli emeklilik yatırım fonunun performanslarını, standart sapmayı esas alan Sharpe, Modigliani, Sortino oranı ve sistematik riski esas alan Treynor oranı, T^2 oranı, Jensen alfası performans endekslerine göre analiz etmiştir. Araştırma sonunda Ayaydın (2013) esnek ve dengeli emeklilik yatırım fonlarının performanslarının düşük olduğu sonucuna ulaşmış ve bu başarısızlığın nedeninin portföy yöneticilerinin piyasa koşullarındaki değişimleri iyi okuyamadıklarından kaynaklandığını belirtmiştir.

Kızılgeçit (2014), 2010-2012 yılları arasında faaliyet gösteren emeklilik yatırım şirketlerinin fon portföylerini yönetmede başarılı olup olmadığını veri zarflama yöntemiyle analiz etmiştir. Araştırma sonunda Kızılgeçit (2014) sadece 2 şirketin fon yönetiminde başarılı olduğu sonucuna ulaşmış ve başarısız olan şirketlerin fon yönetimi konusunda başarılı şirketleri referans alarak fon yönetiminde başarı elde edebileceği konusunda kanaate varmıştır.

Karabacak (2015), 2003-2013 yılları arasındaki OYAK ile BES sisteminden elde edilen fon getirileri arasında anlamlı farklılık olup olmadığı Mann Whitney-U testi ile analiz etmiştir. Araştırma sonunda Karabacak (2015) zorunlu ve gönüllü katılıma dayanan OYAK sistemi TSK’nın kendi çalışanlarına %5 faiz getiri sunduğu ancak BES sisteminin belirlenen kesin bir getirisinin olmadığı, getiri oranları karşılaştırıldığında OYAK sisteminin daha fazla getiri sağladığı sonucuna ulaşmıştır.

Boo vd (2017), 1996-2013 yılları arasında Malezya’da işlem gören geleneksel ve İslami yatırım fonlarının performanslarını Sharpe Endeksi, Treynor Endeksi ve Jensen Alfa ölçütlerini kullanarak analiz etmiştir. Araştırma sonunda Boo vd (2017) kriz dönemlerinde İslami yatırım fonlarının geleneksel fonlardan daha başarılı olduğu ancak kriz döneminin dışında geleneksel fonların İslami fonlardan daha başarılı olduğu, çıkan sonucun şanstın kaynaklanmadığı, geleneksel fonların başarılı olmasının nedeninin

holdinglerin özelliklerinden ve üstün risk yönetim yöntemlerinin varlığından kaynaklandığı sonucuna ulaşmıştır.

Metin (2018), 2013-2015 yılları arasında faaliyet gösteren 23 aktif emeklilik yatırım fonu ile 20 pasif emeklilik yatırım fonunun performanslarını Sharpe oranı, M^2 performans ölçütü, Sortino oranı, Treynor oranı, T^2 performans ölçütlerine göre analiz etmiştir. Araştırma sonunda Metin (2018) pasif olan emeklilik yatırım fonlarının aktif olan emeklilik yatırım fonlarına (hisse senedi) göre yüksek performanslı olduğu, pasif olan emeklilik yatırım fonlarından endeks fonların borsa yatırım fonlarından daha yüksek performansa sahip olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Saleck (2018), 2016 yılında faaliyette olan hisse senedi yoğun 15 yatırım fonun performansları Sharpe oranı, M^2 performans ölçütü, Sortino oranı, Treynor oranı, T^2 performans ölçütlerine göre analiz etmiştir. Araştırma sonunda Saleck (2018) hisse senedi yoğun yatırım fonlarının piyasa getirisinin altında getiri elde etmesi dolayısıyla bu fonların başarılı olmadığı sonucuna ulaşmıştır.

Baykara (2018), 2014-2017 yılları arasında faaliyette olan geleneksel yatırım fonları ile İslami yatırım fonlarının performansları Sharpe oranı, M^2 performans ölçütü, Sortino oranı, Treynor oranı, T^2 performans ölçütlerine göre analiz etmiştir. Araştırma sonunda Baykara (2018) geleneksel yatırım fonlarının performansının İslami yatırım fonlarının performansından daha iyi olduğu, en başarısız yatırım fonlarının kira sertifikası ağırlığı yüksek olan İslami yatırım fonlarının olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Tablo 1: Yatırım Fonlarının Performanslarının Ölçülmesi İle İlgili Yapılan Çalışmalar

Yazar	Dönem	Yöntem	Sonuç
William F. Sharpe (1966)	1954-1963 yılları arasındaki Down Endeksine bağlı 34 açık uçlu yatırım fonu	Sharpe Endeksi	Yatırım fonlarının getirisi piyasa getirisinin altında getiri elde ettiğinden yatırım fonlarının performansları başarılı değildir.
John G. McDonald (1973)	1964-1969 yılları arasındaki 8 Fransız yatırım fonu	Sharpe Endeksi, Treynor Endeksi ve Jensen Alfası	Fransız yatırım fonlarının getirisi piyasa getirisinin üzerinden getiri elde ettiğinden bu yatırım fonlarının performansları başarılıdır.
Hakan Kalkan (1994)	1989-1992 yılları arasındaki Türkiye’de faaliyet gösteren 18 yatırım fonu	Sharpe Endeksi, Treynor Endeksi ve Jensen Alfası, Kuadratik Regresyon Modeli	Yatırım fonlarının piyasa getirisine göre başarısız olduğu ve fon yöneticilerinin piyasa zamanlama ve seçicilik yeteneğinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.
Argun A.	1994-1997 yılları	Sharpe	Yatırım fonlarının piyasa

Karacabey (1999)	arasındaki Türkiye’de faaliyet gösteren 31 A tipi yatırım fonu	Endeksi, Treynor Endeksi ve Jensen Alfasi, Kuadratik Regresyon Modeli	getirisine göre başarısız olduğu ve fon yöneticilerinin piyasa zamanlama ve seçicilik yeteneğinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.
Saim Kılıç (2002)	1999-2001 yılları arasında Türkiye’de faaliyet gösteren 75 A tipi ve 65 B tipi yatırım fonu	Sharpe Endeksi, Treynor Endeksi ve Jensen Alfasi, Kuadratik Regresyon Modeli, Kukla Değişkenli Regresyon Modeli	A tipi ve B tipi yatırım fonlarının getirisi piyasa getirisinin altında olduğundan başarısız performans gösterdiği ve bu fonları yöneten fon yöneticilerinin seçicilik yeteneğinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.
Ayten Turan (2005)	Türkiye’de faaliyet gösteren emeklilik yatırım fonları	Sharpe Endeksi, M^2 oranı	Emeklilik yatırım fonlarının getirisi piyasa getirisinin altında olduğundan bu fonların performanslarının başarılı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.
Hüseyin Dalğar (2006)	2004-2005 yılları arasındaki emeklilik yatırım fonları	Sharpe Endeksi, Treynor Endeksi, Sortino Oranı, T^2 ve M^2 Oranı	Emeklilik yatırım fonlarının getirisi piyasa getirisine göre düşük performansa sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Fikriyah Abdullah, Taufiq Hassan ve Shamsheer Mohamed (2007)	1992-2001 yılları arasında Malezya’da faaliyet gösteren 14 İslami yatırım fonu ve 41 geleneksel yatırım fonu	Sharpe Endeksi, Treynor Endeksi ve Jensen Alfasi	Geleneksel yatırım fonlarının performansı İslami yatırım fonlarının performansından başarılı olduğu ve İslami yatırım fonlarının kriz anında korunma amaçlı olarak kullanılabileceği sonucuna ulaşılmıştır.
Turhan Korkmaz ve Hasan Uygurtürk (2007)	2004-2006 yılları arasında Türkiye’de faaliyet gösteren 46 emeklilik yatırım fonu	Sharpe Endeksi, Treynor Endeksi, Sortino Oranı, Değerleme Oranı	Emeklilik yatırım fonlarının getirisi piyasa getirisine göre düşük olduğundan bu fonların performansların başarılı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.
Kamer Hagop	2004-2007 yılları arasında Türkiye’de	Sharpe Endeksi,	Emeklilik yatırım fonlarının getirisi piyasa getirisine göre

Taşcıyan (2009)	faaliyet gösteren 58 emeklilik yatırım fonu	Treynor Endeksi, Jensen Alfası, Veri Zarflama Yöntemi	düşük olduğundan bu fonların performansının başarılı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.
Fadillah Mansor ve M.Ishaq Bhatti (2011)	1990-2009 yılları arasında Malezya’da faaliyet gösteren 141 İslami ve 413 geleneksel yatırım fonu	Sharpe Endeksi, Treynor Endeksi, Jensen Alfası	İslami yatırım fonlarının performansı geleneksel yatırım fonlarının performansından başarılı olduğu ve İslami ve geleneksel yatırım fonlarının yöneticilerinin piyasa zamanlama yeteneğine ve seçicilik özelliğine sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Irfan Ullah Shah, Junaid Iqbal ve Muhammad Faizan Malik (2012)	Pakistan’da faaliyet gösteren 35 İslami ve 94 geleneksel yatırım fonu	Sharpe Endeksi, Treynor Endeksi, Jensen Alfası	İslami yatırım fonlarının daha iyi çeşitlendirildiği ve bu fonların getirilerinin piyasa getirisinden yüksek olduğu, geleneksel yatırım fonlarının getirisinin piyasa getirisinden düşük olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Hasan Ayaydın (2013)	2010-2013 yılları arasında Türkiye’de faaliyet gösteren 34 esnek ve dengeli emeklilik yatırım fonu	Sharpe Endeksi, Treynor Endeksi, Jensen Alfası, M^2 , T^2 ve Sortino Oranı	Emeklilik yatırım fonlarının getirisi piyasa getirisinden düşük olması sebebiyle bu fonların performanslarının başarılı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.
Zeynep Kızılgeçit (2014)	2010-2012 yılları arasında Türkiye’de faaliyet gösteren emeklilik yatırım fonları	Sharpe Endeksi, Treynor Endeksi, Jensen Alfası, Veri Zarflama Yöntemi	Emeklilik yatırım fonlarının yöneticilerinin fonları yönetmede başarısız olduklarında fon performanslarının başarılı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.
Serkan Ahmet Karabacak (2015)	2003-2013 yılları arasında OYAK ve BES sistemi fon getirileri	Mann Whitney U testi	OYAK sisteminin BES sisteminden daha fazla getiri elde ettiği sonucuna ulaşılmıştır.
Yee Ling Boo, Mong Shan Ee, Bob Li ve Mamunur Rashid (2017)	1996-2013 yılları arasında Malezya’da faaliyet gösteren 14 İslami ve geleneksel yatırım fonu	Sharpe Endeksi, Treynor Endeksi, Jensen Alfası	İslami yatırım fonlarının performansı geleneksel yatırım fonlarının performansından başarılı olduğu ve geleneksel fonlarının başarılı olmasının nedeninin risk yönetim yöntemlerinden kaynaklandığı

			sonucuna ulaşılmıştır.
Okan Metin (2018)	2013-2015 yılları arasında Türkiye’de faaliyet gösteren 23 aktif ve 20 pasif emeklilik yatırım fonu	Sharpe Endeksi, Treynor Endeksi, Sortino, M^2 ve T^2 Oranı	Pasif emeklilik yatırım fonlarının performansı aktif yatırım fonlarının performansından daha başarılıdır.
Cheikh Saleck (2018)	2016 yılında Türkiye’de faaliyet gösteren 15 hisse senedi emeklilik yatırım fonu	Sharpe Endeksi, Treynor Endeksi, Sortino, M^2 ve T^2 Oranı	Hisse senedi emeklilik yatırım fonlarının getirisinin piyasa getirisinden daha düşük olduğundan bu fonların performanslarının başarılı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.
Büşra Baykara (2018)	2014-2017 yılları arasında Türkiye’de faaliyet gösteren geleneksel yatırım fonları ile yatırım fonları	Sharpe Endeksi, Treynor Endeksi, Sortino, M^2 ve T^2 Oranı	Geleneksel yatırım fonlarının İslami yatırım fonlarından daha iyi performansa sahip olduğu, en başarısız fonun İslami yatırım fonlarından kira sertifikaları yoğun yatırım fonları olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Fon Yöneticilerinin Seçicilik ve Piyasa Zamanlama Yeteneklerinin Ölçülmesi İlgili Çalışmalar

Yatırım fonu yöneticilerinin seçicilik ve piyasa zamanlama yetenekleri 1966 yılında Jack L. Treynor ve Kay K. Mazur tarafından geliştirilen Kuadratik Regresyon Model ile analiz edilmiştir. Öncül kişilerin yaptığı çalışmalardaki ölçütler baz alınarak fon yöneticilerin seçicilik ve piyasa zamanlama yeteneği ile ilgili Türkiye’de ve uluslararası alanda çalışmalar yapılmıştır.

Treynor ve K.Mazuy (1966), kendi buldukları kuadratik regresyon modeline göre 1953-1962 yılları arasındaki 57 Dow Jones Endeksi yatırım fonlarının yöneticilerinin seçicilik ve piyasa zamanlaması yeteneklerini analiz etmişlerdir. Araştırma sonunda Treynor ve K.Mazuy (1966) inceledikleri fon yöneticilerinin seçicilik ve piyasa zamanlama yeteneğinin olmadığı, bundan dolayı fon yöneticilerinin performanslarının başarılı olmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

Jensen (1967), 1955-1964 yılları arasında Wiesenberger’in Yatırım Şirketlerinde bulunan 115 açık uçlu yatırım fonlarını yöneten fon yöneticilerinin seçicilik yeteneğini kendi bulduğu Jensen Alfasi performans ölçütüne göre analiz etmiştir. Araştırma sonunda Jensen (1967) incelediği fonların fon yöneticilerin fon portföyünü çeşitlendirmede yetersiz olduğu, bundan dolayı fonların performansının başarısız olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Henriksson (1984), 1968-1980 arası dönemlerdeki 116 açık uçlu yatırım fon yöneticisinin piyasa zamanlama yeteneğini parametrik ve parametrik olmayan istatistiksel testler ile analiz etmiştir. Araştırma sonunda Henriksson (1984) yatırım fonu yöneticilerinin piyasa

portföyünün getirisini başarılı yatırım stratejisi ile takip edemediklerinden piyasa zamanlama yeteneklerinin olmadığı sonucuna ulaşmıştır.

Grinblatt ve Titman (1992), yaptığı çalışmada 1974-1984 arası dönemlerdeki 279 aylık nakit dağılımına göre düzeltilmiş yatırım fonlarının geçmiş performanslarına bakılarak yatırım stratejisinde bulunduğu performansında olumlu bir kalıcılık olduğu, bu olumlu kalıcılığın yöneticilerin kazançları ile pazarlama kabiliyetlerinin tutarlı olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Akel (2007), 2000-2004 dönemlerindeki 51 A tipi ve 51 B tipi yatırım fonlarının performanslarını (Sharpe, Treynor, Jensen) performans ölçütlerine ve fon yöneticilerinin piyasa zamanlaması kabiliyetlerini Treynor-Mazuy ve Henriksson Merton yöntemlerine göre analiz etmiştir. Araştırma sonunda Akel (2007), A tipi fon yöneticilerinin hem seçicilik hem de piyasa zamanlaması kabiliyetine sahip olmadığı, B tipi fon yöneticilerinin ise sadece seçicilik kabiliyetine sahip olduğu ve yatırım fonlarının kısa dönemde performans devamlılığına sahip olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Merdad vd. (2010), 2003-2010 yılları arasında Suudi Arabistan'da faaliyet gösteren HSBC'ye ait 28 geleneksel ve İslami yatırım fonlarının performansı Sharpe oranı, Treynor oranı, Jensen Alfası performans ölçütüne göre analiz etmiş ve bu fonların yöneticilerinin seçicilik ve piyasa zamanlaması yeteneklerini ölçmüştür. Araştırma sonunda Merdad vd. (2010) HSBC'nin fon yöneticilerinin yükseliş ve finansal kriz dönemlerinde seçicilik becerisine sahip olduğu, HSBC'nin yükseliş dönemlerinde geleneksel fonların yöneticilerinde seçicilik becerisinin daha yüksek olduğu, düşüş döneminde İslami fonları yöneten fon yöneticilerinin becerilerinin geleneksel fonları yöneten fon yöneticilerinin becerilerinden daha yüksek olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Tezcan (2012), 2004-2011 yılları arasında faaliyet gösteren 65 adet bireysel emeklilik fonlarının yöneticilerinin seçicilik ve pazar zamanlama yeteneklerini analiz etmiştir. Bireysel emeklilik fonlarının sadece ikisinin başarılı olduğu ve fonların uzun vadede başarılı performans göstermediği ancak kısa vadede başarılı performans devamlılığı gösterdiği ve fon yöneticilerinin seçicilik özelliklerinin olmadığı sonucuna ulaşmıştır.

Abdullah (2014), 1992-2001 yılları arasında Malezya'da faaliyet gösteren yatırım fonları, İslami fonlar, devlet fonları, sivil toplum fonları ve geleneksel fonların performanslarının başarılı olup olmamasında fon yöneticilerinin seçicilik ve piyasa zamanlama yeteneklerinin etkisinin olup olmadığını Sharpe endeksi, Jensen alfası ve piyasa zamanlama endeksi ölçüm yöntemlerini kullanarak analiz etmiştir. Araştırma sonunda Abdullah (2014) İslami fonların geleneksel fonlardan daha iyi performans gösterdiği, fon yöneticilerinin piyasanın fiyat hareketlerini tahmin etmede ve fon çeşitlendirilmesinde yetersiz kaldığı sonucuna ulaşmıştır.

Şahin (2017), 2005-2015 yılları arasında işlem gören 7 BIST 30 endeks yöneticilerinin seçicilik ve piyasa zamanlama yeteneğini Treynor-Mazuy Kuadratik Regresyon Modeli ve Jensen Alfası performans ölçütü ile analiz etmiştir. Araştırma sonunda Şahin (2017)

BIST 30 endeks yöneticilerinin hisse senedi seçimi ve piyasa zamanlamasında başarılı performansa sahip olmadığı sonucuna ulaşmıştır.

Uysal ve Adalı (2018), 2014-2017 yılları arasında faaliyet gösteren hisse senedi ağırlıklı 26 emeklilik yatırım fonunun performanslarını Sharpe Endeksi, Treynor Endeksi ve Jensen Alfası performans ölçütlerine ve bu fon yöneticilerinin piyasa zamanlama yeteneklerini Kuadratik Regresyon yöntemine göre analiz etmiştir. Araştırma sonunda Adalı ve Uysal (2017) İslami ölçüleri dikkate alan katılım emeklilik fonlarının piyasa göstergesinden daha iyi performans gösterdiği ancak geleneksel fonlardan daha başarısız olduğu ve hisse senedi ağırlıklı emeklilik yatırım fonlarının yöneticilerinin seçicilik ve piyasa zamanlamasında başarılı olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Tablo 2: Fon Yöneticilerinin Seçicilik ve Piyasa Zamanlama Yeteneklerinin Ölçülmesi İle İlgili Yapılan Çalışmalar

Yazar	Dönem	Yöntem	Sonuç
Jack L. Treynor ve Kay K. Mazuy (1966)	1953-1962 yılları arasındaki Down Endeksine bağlı 57 yatırım fonu yöneticisi	Treynor-Mazuy Kuadratik Regresyon Modeli	Yatırım fon yöneticilerinin seçicilik ve piyasa zamanlama yeteneklerinin olmaması sebebiyle fon performansları başarılı değildir.
Michael C. Jensen (1967)	1955-1964 yılları arasındaki Wiesenberger'in Yatırım Şirketlerinde bulunan 115 açık uçlu yatırım fonu yöneticisi	Jensen Alfası	Yatırım fon yöneticilerinin seçicilik yeteneği olmadığından fon performanslarının başarılı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.
Roy D. Henriksson (1984)	1968-1980 yılları arasında faaliyet gösteren 116 açık uçlu yatırım fonu yöneticisi	Parametrik ve parametrik olmayan istatistiksel yöntemler	Yatırım fonları yöneticilerinin piyasa zamanlama yeteneğinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.
Mark Grinblatt ve Sheridan Titman (1992)	1974-1984 yılları arasında faaliyette olan 279 yatırım fonu yöneticisi	t istatistiği	Yatırım fonları yöneticilerinin piyasa zamanlama yeteneğinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Veli Akel (2007)	2000-2004 yılları arasında Türkiye'de faaliyet gösteren 51 A tipi ve 51 B tipi yatırım fonu yöneticisi	Kuadratik Regresyon Modeli, Kukla Değişkenli Regresyon Modeli	A tipi ve B tipi yatırım fon yöneticilerinin piyasa zamanlama yeteneklerinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.
Hesham Merdad, M. Kabir Hassan ve Yasser Alhenawi (2010)	2003-2010 yılları arasında Suudi Arabistan'da faaliyet gösteren HSBC'ye ait 28 geleneksel ve İslami yatırım fonu	Sharpe Endeksi, Treynor Endeksi, Jensen Alfası	HSBC'nin yükseliş döneminde geleneksel fon yöneticilerinin seçicilik becerisinin daha iyi olduğu, düşüş dönemlerinde ise İslami

	yöneticisi		yatırım fonu yöneticilerinin seçicilik becerisinin daha iyi olduğu sonucuna ulaşmıştır.
Hasan Çağatay Tezcan (2012)	2004-2011 yılları arasında Türkiye’de faaliyet gösteren 65 emeklilik yatırım fon yöneticileri	Jensen Alfası, Kuadratik Regresyon Modeli	Emeklilik yatırım fon yöneticilerinin seçicilik özelliği olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.
Fikriyah Abdullah (2014)	1992-2001 yılları arasında Malezya’da faaliyet gösteren yatırım fonu yöneticileri	Sharpe Endeksi, Jensen Alfası ve Piyasa Zamanlama Endeksi	Yatırım fonu yöneticilerinin seçicilik yeteneklerinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.
Arzu Şahin (2017)	2014-2016 yılları arasında Türkiye’de faaliyet gösteren hisse senedi ağırlıklı emeklilik yatırım fonu yöneticileri	Sharpe Endeksi, Treynor Endeksi Jensen Alfası, Kuadratik Regresyon Modeli	Hisse senedi ağırlıklı emeklilik yatırım fonları yöneticilerinin seçicilik ve piyasa zamanlama ve seçicilik yeteneklerin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.
Mustafa Uysal ve Zafer Adalı (2018)	2005-2015 yıllara arasında Türkiye’de faaliyet gösteren BIST 30 endeks yöneticileri	Jensen Alfası, Kuadratik Regresyon Modeli	BIST 30 endeks yöneticilerinin piyasa zamanlama ve seçicilik yeteneklerinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

BÖLÜM 1: KURUMSAL YATIRIM VE YATIRIMCI

1.1 Kurumsal Yatırım Kavramı

Elde ettikleri gelirler elde ettikleri giderlerden fazla olan ekonomik birimler bu farktan elde ettikleri fon fazlasını tasarruf ederler. Fon fazlasına sahip bu ekonomik birimler gelecekte daha fazla tüketim yapabilmek için şu anki elde ettikleri gelirlerinden tasarruf ederek tüketimlerini ertelerler. Bu yapılan tüketim ertelenmesine yatırım denilmektedir (Tekbaş vd., 2014: 6). Kurumsal yatırım ise gerçek veya tüzel kişilerin elde ettiklerini kazançlardan ya da birikimlerden gider ve masraflar düşüldükten sonra ellerinde kalan miktarın yasal zemin çerçevesinde toplanması ve biriken bu miktarların yani fonların yatırımda nasıl değerlendirileceği konusunu oluşturmaktadır (Erdoğan ve Özer, 1998: 4). Kurumsal yatırım 1980’li yılların başında “Banker Olayı” olarak bilinen olayın patlak vermesi ile kanuni olarak güvence altına alınmıştır. Bu olay sonucu 30 Temmuz 1981 yılında Sermaye Piyasası Kanunu çıkarılmıştır. Bu kanunla tasarrufların menkul kıymetlerde değerlendirilerek yatırıma dönüştürülmesi amaçlanmış olup, Sermaye Piyasası Kanunu’nun (<http://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.6362-20140722.pdf>) yürürlüğe girmesiyle tasarrufların yatırıma dönüştürülmesinin yasal zemini oluşturulmuştur (Sarıkamış, 2000: 129).

Türkiye’nin ekonomik açıdan büyümesi ve kalkınması için tasarruflardan elde edilen fonların büyüklüğü önemli bir güce sahiptir. Fon büyüklüğünün artması işletmeler açısından yatırım sağlamada ve gerekli sermayenin elde edilmesinde en büyük destektir. Yatırımın artması istihdamın artmasını bu da Türkiye’deki kişi başına düşen gelirin artmasını, tasarrufların yatırıma dönüştürülmesinde gelir adaletsizliğindeki makasın daralmasını ve refah seviyesinin artmasını sağlayacaktır. Ülkenin herhangi bir kriz durumunda sermayesini güçlendirecektir. Küresel rekabetin olduğu bir piyasada ülkeler ancak yapılan yatırımlar ile ekonomik gücü ellerinde tutabileceklerdir. (Zor ve Aslanoglu, 2005: 185).

1.2 Kurumsal Yatırım İlkeleri

Kurumsal yatırımcıların sermayelerini yatırıma dönüştürürken birtakım ilkeleri göz önünde bulundurması gerekmektedir. Bu ilkeler riskin dağıtılması ilkesi, uzman yönetim ilkesi, kamuyu aydınlatma ilkesi ve fonların menkul kıymetlere yönlendirilmesi ilkesi olarak dört başlık halinde incelenmektedir. (Dalğar, 2006:16)

1.2.1 Riskin Dağıtılması İlkesi

Risk kavramı beklenmeyen bir durumun ortaya çıkma olasılığı olarak tanımlanır (Sarıkamış, 2000: 173). Örneğin bir çiftçi mahsulünü yetiştirmek ve gerekli ürünleri satın alabilmek için banka kredisi kullanmış ve bu çiftçi banka kredisini taksitler halinde ödeme yaparken mahsulünü satmadan ürünlerinin bir kısmı kullanılamaz hale geldiği bir olay gerçekleşmiş olsun. Bu durumda çiftçi bankadan aldığı kredi taksitlerini ödeyememe sorunu ile karşı karşıya kalmaktadır. Örnekteki çiftçi için bu olay beklenmeyen bir durumdur. Ama beklenmeyen durum gerçekleşmiştir. Risk ile karşı karşıya kalmıştır.

Örnekteki çiftçinin yaşadığı risk yatırımcı için de her zaman mevcut bir durumdur. Dolayısıyla yatırıma konu olan menkul kıymetlerin, yatırımcılara farklı yasal haklar sunan yatırım araçları arasında uygun şekilde dağıtılması gerekir (Dalğar, 2006: 16). Finansal açıdan riskin dağıtılması fonların çeşitlendirilmesi ile önlenabilir. Fonlar aynı şirketin farklı fonlarına dağıtılarak ya da farklı şirketlerin fonları arasında bölüştürülerek çeşitlendirme yapılabilmektedir.

1.2.2 Uzman Yönetim İlkesi

Küçük yatırımcı, tasarruflarını değerlendirmede yeterli bilgi ve deneyime genelde sahip değildir. Onun için bireysel yatırımcı profesyonel desteğe ihtiyaç duymaktadır. Kurumsal yatırımcı belli bir bilgi birikimini gerektiren ve teknik piyasalar olarak nitelendirilen menkul kıymet piyasalarında gelişmeleri takip etmede tecrübelidir. Kurumsal yatırımcı finansal piyasalar konusundaki bu tecrübesini tasarruf sahibi yatırımcıya doğru ve güvenilir bilgi şeklinde sunarak küçük yatırımcının doğru yatırımı yapmasına destek olacaktır (Dalğar, 2006: 17).

1.2.3 Kamuoyunu Aydınlatma İlkesi

Kurumsal yatırımcı, Sermaye Piyasa Kurulunda belirlenmiş bilgiler doğrultusunda verdiği bilgiler ve yayınladığı raporları eksiksiz ve yeterli bir şekilde sunarak kamuoyunu aydınlatır (Dalğar, 2006: 17). Bu bilgilerin düzenli ve eksiksiz bir şekilde sunulması yatırımcı ve tasarruf sahibini korur.

1.2.4 Fonların Menkul Kıymetlere Yönlendirilmesi İlkesi

Bireysel yatırımcının tasarruflarının menkul kıymetlere yönlendirilmesi zordur. Menkul kıymetlerin çok fazla çeşide sahip olması, değerlendirme yöntemlerinin karışık olması, menkul kıymete sahip olan kurumlara ulaşmanın zorluğu, piyasadaki değerlerin değişken olması bireysel yatırımcıların yatırım yapmasını zorlaştırır (Üngir, 2014: 4). Kurumsal yatırımcı tasarruf sahiplerinin birikimlerini toplayarak onları finansal piyasada değerlendirmeyi sağlamada aracılık yapar. Biriken fonlar menkul kıymetler konusunda tecrübeli kurumsal yatırımcılar tarafından değerlendirilir.

1.3 Kurumsal Yatırımcı Kavramı

Kurumsal yatırımcı, küçük yatırımcıların tasarruflarını finansal piyasalardaki hangi yatırım araçlarında değerlendirmesi konusunda, profesyonel portföy yönetimi, riskin dağıtılması ve likidite konularında yardımcı olmaya çalışan tüzel veya gerçek kişidir (Dalğar, 2006: 1). Kurumsal yatırımcıların kurumsal yönetişimin ana bileşeni olan yöneticileri disipline etme ve izlemede önceliği vardır (Bushee vd., 2014: 24). Kurumsal yatırımcılar mevcut olan işletmenin portföy kaynaklarını doğru sermaye araçlarına yatırım yapılmasında profesyonel destek sağlar. Ama her zaman bu sonuç olumlu olmayabilir. Bunun önemli nedeni ülkelerin gelişmişlik düzeyidir. Gelişmiş sermaye piyasalarına sahip ülkelerde yatırımcıların toplamış olduğu fonlar işletmelerin ihtiyaç duyduğu finansmanı önemli ölçüde karşılarken, gelişmekte olan ülkeler için gelir

düzeyinin düşüklüğü ve tasarruf miktarının azlığı yatırımcının elde ettiği fonların işletmeler için gerekli finansmanı sağlamada yeterli olamamaktadır (Zor ve Aslanoğlu, 2005: 184).

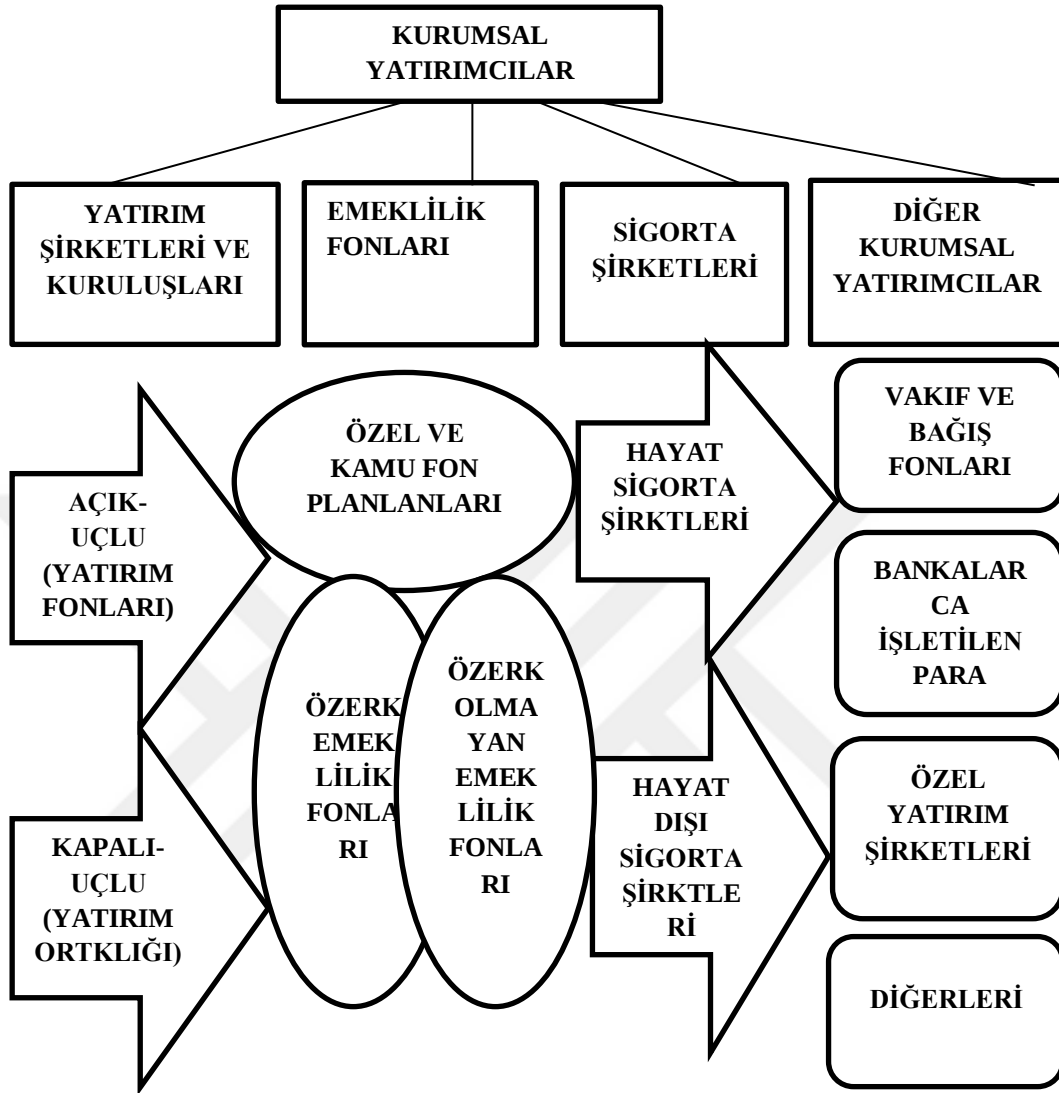
Kurumsal yatırımcılar finansal piyasaların gelişmesinde ve küçük tasarrufların toplanarak yatırımcılara ulaşmasında önemli bir işlevi gerçekleştirmektedir. Finansal piyasalarda bu işlevler 6 başlıkta aşağıdaki gibi sınıflandırılmıştır (Akın ve Ece: 2011: 6-7).

- Kurumsal yatırımcılar, mal, hizmet ve varlık değişimi/takasını kolaylaştırmada saklayıcılık yönüyle önemli bir işleve sahiptir.
- Bireysel yatırımcıların belirli risk faktörleri karşısında elde edilen getiriye maksimum hale getirmek için güvenilir ve geniş bir kaynağa sahip olması yönünden kurumsal yatırımcı önemli ve riskli bir işleve sahiptir.
- Kurumsal yatırımcı, ekonomik kaynakların coğrafi bölgeler ve yatırımcılar arasında tahsis edilmesinde, çeşitlendirmenin sağlanmasında, profesyonel bakış açısıyla değerlendirmesi yönünden önemli bir işleve sahiptir.
- Kurumsal yatırımcı risk paylaşımında belirsizlik yönetimi ve risk kontrolünü sağlamada menkul kıymetleştirme ve türevlerin yaygın kullanımı gibi finansal yeniliklerin kullanılmasında önemli bir işleve sahiptir.
- Kurumsal yatırımcılar ölçek ekonomisinde kaliteli, doğru bilgiye sahip ve düşük işlem maliyeti verilen yatırımlardan daha doğru fiyat bilgisi alınmasında ve varlık fiyatlarının değerlendirilmesinde profesyonel destek vermede önemli bir işleve sahiptir.
- Kurumsal yatırımcılar kurumsal yönetim konusunda bireysel yatırımcılara göre bilgiye ulaşmada ve yönetimi etkileyip problemlerle başa çıkmada ve onların azaltılmasında önemli bir işleve sahiptir.

1.4 Türkiye Finans Piyasasında İşlem Gören Kurumsal Yatırımcılar

Kurumsal yatırımcılar gruplandırılmak istendiğinde 4 başlıkta sınıflandırılabilir. Bu gruplar Yatırım Şirketleri ve Kuruluşları, Emeklilik Fonları, Sigorta Şirketleri ve Diğer Kurumsal Yatırımcılar olarak isimlendirilmiştir. Bu gruplar alt başlıklar halinde şekil 1’de gösterilmiştir.

Şekil 1: Kurumsal Yatırımcıların Gruplandırılması



Kaynak: Erdoğan ve Özer, Sermaye Piyasasında Kurumsal Yatırımcılar, 1998, s.5.’den geliştirilerek alınmıştır.

1.4.1 Yatırım Şirketleri ve Kuruluşları

Yatırım şirketleri yatırım fonları ve yatırım ortaklıklarından oluşan portföyleri profesyonel olarak yöneten kurumsal yatırımcılardır. Yatırım fonları ve yatırım ortaklıklarının özellikleri iki başlıkta açıklanmıştır (Sarıkamış vd., 2010: 251).

1.4.1.1 Yatırım Fonları (Açık-Uçlu)

Yatırım fonları, tasarruf sahiplerinin yatırım amaçlı almış oldukları katılma belgelerinden elde edilen paralarla riskin dağıtılması ve inanç mülkiyeti esasına göre menkul kıymetlerden oluşan portföyleri işleten kurumlar tarafından elde edilen mal varlıklarıdır (Sarıkamış vd., 2010: 251). Yatırım fonları Sermaye Piyasası Kurulu tarafından

belirlenmiş esaslara uyan bankalar, aracı kurumlar, sigorta şirketleri ve özel emeklilik kuruluşları tarafından kurulup yönetilebilir. Yatırım fonları şu finansal araçlara yatırım yapabilir. (SPK Tanıtım Rehberi, 2016: 7-8). (<http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/78>).

- Özelleştirme kapsamına alınanlar dahil Türkiye'de kurulan ihraççılara ait paylar, özel sektör ve kamu borçlanma araçları,
- Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı Karar hükümleri çerçevesinde alım satımı yapılabilen yabancı özel sektör ve kamu borçlanma araçları ile ihraççı payları,
- 12 aydan uzun vadeli olmamak üzere vadeli mevduat, katılma hesabı ve mevduat sertifikaları,
- Borsada işlem görmeleri kaydıyla; altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı olarak ihraç edilen sermaye piyasası araçları,
- Fon katılma payları,
- Repo ve ters repo işlemleri,
- Kira sertifikaları,
- Gayrimenkul sertifikaları,
- Varantlar ve sertifikalar,
- Takasbank para piyasası işlemleri,
- Türev araç işlemlerinin nakit teminatları ve primleri,
- Kurulca uygun görülen özel tasarlanmış yabancı yatırım araçları ve ikraz iştirak senetleri,
- Kurulca uygun görülen diğer yatırım araçları.

1.4.1.2 Yatırım Ortaklığı (Kapalı-Uçlu)

Yatırım ortaklığı, kolektif yatırım kuruluşları sermaye piyasası araçları, kıymetli madenler ve diğer bazı varlıklardan oluşturulan portföydeki riski dağıtacak şekilde yönetebilecek uzmanlıktaki ortaklıklardır (Çıtak, 2008: 70). Kolektif yatırım kuruluşlarından biri olan yatırım ortaklığı Sermaye Piyasası Kanunda yatırım ortaklıkları, sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, girişim sermayesi yatırımları ile Kurulca belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyleri işletmek amacıyla, paylarını ihraç etmek üzere kurulan sabit veya değişken sermayeli anonim ortaklıkları şeklinde tanımlanmaktadır (<http://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.6362-20140722.pdf>). (SPK, 2012: madde 48). Yatırım ortaklıkları menkul kıymet ortaklıkları ve girişim

sermayesi ortaklıkları olarak ikiye ayrılmaktadır. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları genellikle teknoloji ağırlıklı sanayileşme fikri benimseyen ülkelerde dinamik, yaratıcı olan finansal gücü olmayan yatırım fikirlerini gerçekleştirmeye olanak tanıyan yatırım aracı iken Menkul Kıymet Ortaklıkları tasarruf sahiplerinin tasarruflarını şirketlerden, yatırım kuruluşlarından veya menkul kıymet borsalarından ortaklıkları paylarını ve tahvil almak suretiyle uzman kişilerden tarafından değerlendirilen yatırım aracıdır (SPK Tanıtım Rehberi, 2016: 2). (<http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/79>). Yatırım ortaklıkları şu finansal araçlara yatırım yapabilir (Sarıkamış vd., 2010: 243).

- Düzenlemelere göre alım satımı yapılabilen yabancı özel ve kamu sektörü borçlanma senetleri ve hisse senetleri (sermaye ve yedek akçeleri toplamının %25'ine kadar)
- Türkiye'de kurulan ortaklıklara ait hisse senetler, borçlanma senetleri ve borçlanma senetleri ve kamu borçlanma araçları,
- Yabancı vadeli işlem sözleşmeleri ve opsiyonlar
- Altın ve diğer kıymetli madenler

1.4.2 Emeklilik Fonları

Kurumsal yatırımcılardan biri de emeklilik fonlarıdır. Emeklilik fonları ikiye ayrılmaktadır. Kamuya ait Sosyal Güvenlik Kurumunun fonları ve özel kurumlara ait olan özel emeklilik fonlarıdır. Sosyal Güvenlik Kurumunun fonları çalışan bireylerden kısa vadeli sigorta primleri (iş kazası, meslek hastalığı, analık, hastalık) ve uzun vadeli sigorta primlerinin (ölüm, yaşlılık, maluliyet) karşılanması için çalışanlardan kesilen zorunlu tasarruflardır (<http://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.5510.pdf>). Özel emeklilik fonları ise kişilerin belli yaş ve prim gün sayısı doldurmak şartıyla ileride toplu para ya da emeklilik maaşı bağlanmasının sağlanması için kendi istekleriyle prim yatırılan ya da zorunlu olarak kesinti yapılmak şartıyla prim yatırılan tasarruflardır.

1.4.3 Sigorta Şirketleri

Sigorta tüzel ya da gerçek kişinin ileride karşılaşabilecek risklere bağlı zararların karşılanması için belirli prim verilmesi karşılığında alınan güvencedir. Sigorta sistemi sigorta kapsamına alınan kişi ya da kurum için güven unsurudur. Bunun yanı sıra sigorta tasarruf aracı olarak da kullanılmaktadır (Dalğar, 2006: 30). Sigorta genel anlamıyla beş kategoriye ayrılmaktadır. Bunlar kişisel-ticari sigorta, gönüllü-zorunlu sigorta, özel-sosyal sigorta, hayat –hayat dışı sigorta ve bireysel emeklilik sigortasıdır (İşseveroğlu, 2005: 36). Hayat sigortası bireyi ölüm, maluliyet ve yaşlılık gibi risklere karşı korurken hayat dışı sigorta yangın, deprem, hırsızlık, kaza, sağlık gibi risklere karşı korumaktadır. Türkiye'de sigorta şirketleri üçe ayrılmaktadır. Hayat Dışı Şirketler, Hayat ve Emeklilik Şirketleri ve Reasürans Şirketleridir (Karkı, 2016: 35).

1.4.4 Diğer Kurumsal Yatırımcılar

Diğer kurumsal yatırımcılar portföy yönetim şirketleri ve yatırım kulüplerinden oluşmaktadır. Bu kurumsal yatırımcılardan portföy yönetim şirketleri, yatırımları belirli tutarın üzerinde fon büyüklüğü olan fon sahiplerinin tercihlerine göre, karşı karşıya kalacak riski hesaplayarak en yüksek getiriyi elde edebilecek varlık gruplarında değerlendirmektedir. Bu şirketlerin fonlarıyla çok fazla çeşitlendirme yapılarak fonların dinamik yapısını korunup daha fazla getiri sağlanması hedeflenmektedir. Yatırım kulüplerinde hedef ise birden fazla kişinin birlikte portföy oluşturarak bu portföyün hangi yatırımlarda değerlendirileceğini belirlemektir. Burada amaç daha fazla kişinin portföye girmesi ya da halka açılarak yatırım fonuna dönüşmesi değildir (Sancakdar, 2006: 39-40).



BÖLÜM 2: KATILIM BANKACILIĞI

2.1 Katılım Bankacılığı Kavramı

Katılım Bankacılığı tasarruf amacıyla birikimi olan kişilerin faizsiz getiri sağlamak amacıyla elinde bulunduğu fonlara yatırım yapacak tüzel ya da gerçek kişilere, mal ve hizmet alımı ve satımı karşılığında elde edilecek pozitif veya negatif getiriye, kar ve zarara katılma ortaklığı şeklinde katılmayı sağlayan bankacılık sistemidir (Dede, 2017: 14).

Katılım bankacılığının doğuş nedenlerinden en önemlisi inançları gereği faiz kazanmadan tasarruf yapmak isteyen kişilerin fonlarını yatırımcılarla buluşturarak yastık altında kalan ya da atıl kalan fonları ticari faaliyete ve üretime dönüştürme hedefini gerçekleştirmektir. Katılım bankacılığı dünyada olduğu gibi Türkiye’de de İslami bankacılık olarak bilinir. İslami bankacılık denildiğinde İslam ekonomisi kavramı ortaya çıkmaktadır. İslam ekonomisi de İslam ideolojisinin temeline dayanır. Her ideolojinin kaynakları olduğu gibi İslam ideolojisinin de kaynakları vardır. Bu kaynaklar İslam’ın kitabı Kuran’ı Kerim ve İslam peygamberi Hz. Muhammed’in sünnetidir. İslam ekonomisi bu kaynaklarda olması gereken durumlar göz ardı edilerek belirlenemeyeceğinden İslami finans oluşumu sadece faizsiz bankacılık olarak değerlendirmek doğru olmayacaktır. Faizsiz bankacılık içinde faizin olmadığı bankacılık hizmetleridir. İslami finans ise Müslümanların daha geniş kapsamda tek tanrılı inanca sahip olan kişilerin dini ve etik gerekliliklerinden taviz vermeden tasarruflarını piyasada değerlendirilmesi için oluşan sistematik bir yapıdır (Yıldırım, 2015: 14).

Katılım Bankacılığının oluşmasında dini boyutun etkisi kadar ekonomik ve siyasi boyutun etkisi de yadsınmamalıdır. Katılım bankacılığının oluşmasına zemin hazırlayan ekonomik boyutun ortaya çıkması, 1970’li yıllarda OPEC ülkelerinin elde ettiği petrol gelirlerinin Avrupa ülkelerindeki bankalara yönelik sermaye ihtiyacının karşılanmasını sağlanması ve bu durumun kendi ülkelerinin kalkınmasının önünde set olduğunun farkına varılmasıyla başlamıştır. OPEC ülkeleri petrol gelirlerinden elde ettiği fon kaynaklarının ülkelerine geri döndürülmesi amacıyla İslami koşullara yönelik finans kaynaklarının kullanılacağı banka sistemine geçmek için bu sistemi bir adım olarak kullanmıştır (Akın: 1986: 4). Katılım bankacılığın oluşmasında diğer boyut ise İslamın en temel noktalarından biri olan eşitlik ve adalet konusu olmuştur. İslam kendi kazandığının kırkta birinin kendisine ait olmadığını, bu kazancın ihtiyaç sahiplerine dağıtılarak sınıflar arasındaki uçurumun azaltılmasını ve toplumsal barışı sağlanmasını öngördüğünden, katılım bankacılığı sistemi ile toplumdaki gelir gruplarındaki uçurumun dengelenmesi faizsiz yatırım araçlarıyla sağlanacaktır. (Eskici, 2007: 13).

2.2 Katılım Bankacılığının Özellikleri

İslam dini borç faizini sadece borçlu açısından değil alacaklı açısından da haksızlık ve eşitsizliğe neden olacağından kesinlikle yasaklamıştır (Özsoy: 2012: 75). İslam inanışına göre faiz paranın kullanılmasından elde edilen miktar olduğundan mal kazancı değildir.

Para mübadele aracıdır. Para mal olarak kabul edilmediğinden para üzerinden elde edilen faiz sanayi, ticari ve üretim faaliyetlerini engelleyen bir durum olarak görülür (Kalaycı, 2013: 2). Faizin olması malın üretimini ve ticaretini etkileyeceğinden zengini daha zengin yoksulu da daha yoksul haline getirecektir. Bu durum da yoksul ülkeleri dışa bağımlı hale getirecektir. Bu sisteme karşı olarak faiz yerine kar ve zararın paylaşıldığı ortaklık anlayışının kullanıldığı, risklerin paylaşarak yönetildiği, tasarruf sahiplerinin ve birikimlerin korunmasını sağlanacağı ve sürdürülebilir büyüme sürecinin oluşabileceği katılım bankacılığı sistemini ortaya çıkarmıştır (Tunay, 2016: 486). Katılım bankacılığı sistemi faizsiz finansman yöntemlerinin kullanıldığı fonlar ile işlev görmektedir. Katılım bankası olmayıp katılım bankacılığının özelliklerini taşıyan geleneksel bankaların fonları da mevcuttur. Bunlar katılım bankacılığının finansman yöntemlerinden ayrılır. Katılım bankacılık sistemini diğer bankacılık sistemlerinden ayıran temel özellikler 4 başlıkta sıralanmıştır.

Faizin Yasak Olması

Faiz hayali, sanal veya gerçek olan paranın ödünç verilmesi karşılığında ne kadar kazanç elde edileceği önceden belirlenen orandan elde edilen kazançtır (Özsoy, 2012: 20). Klasik finasta faiz paranın zaman değeri olarak hesaplanmakta, ancak İslam hukukunda paranın zaman değeri olmadığından faiz yasaklanmıştır (Yıldırım, 2015: 10). Faiz kişilerin üretmeden, emek harcamadan ve riske girmeden mübadele aracı olan paradan kazanç sağlayarak haksız kazancın elde edilmesi dolayısıyla yasaklanmıştır. Kapitalist sistemde faiz, mal ve hizmetleri sınırsız tüketen bir kişinin bu davranışını kesintiye uğratarak beklemenin fedakarlığı olarak belirtilmektedir. Yani tüketim yapmayarak elde edeceği zevkten vazgeçerek parasını biriktirmesi ve bundan kazanç elde etmesi olarak görüldüğünden kıt kaynakların zamanlar arası tahsilini sağlayan fırsat maliyeti olarak savunulmaktadır. Marksist sistemde faiz ise sermayenin yarattığı artık değer olduğu ve bu artık değer de sömürü olduğunu savunulmaktadır. Bu sistemin savunucuları sömürü olarak görülen faizin haksız rekabete neden olacağı görüşüne sahiptirler (Akın, 1986: 51-55).

Kar-Zarar (Riskin Paylaşılması)

Kar, malın maliyeti ile fiyatı arasındaki fark veya vade sonunda alışveriş ya da ortaklık sözleşmesinden elde edilen getiridir. Bu sözleşme sonunda beklenen getiri elde edilemezse zarar da oluşabilir. Para, İslam hukukunda mal olarak görülmemektedir. Sadece para olarak değil para değeri taşıyan altın, gümüş gibi mübadele aracı olarak kullanılan değerli madenlerde de geçerlidir. Para değeri taşıyan mallarda vade ve vade farkı yasaklanmıştır (Yıldırım, 2015: 13). Kar ise vadeden elde edilen getiridir. Karın faizden farkı önceden belirlenememesidir. Yani risk faktörünün bulunmasıdır. Kar ve zarar payı vade sonunda belli olur. Faizde elde edilecek getiri vade başında bellidir ve sabittir. Bu miktar değişmez. Kar payı elde edebilmek için ortada ticaret, alışveriş ya da ortaklık olması gerekmektedir. Faizsiz finansman yöntemlerinin temeli de müşterilerini bu riske ortak etmektir. Katılım Bankacılığına dayanan finansman yöntemlerinde, faizle

işlem yapmak yerine helal olan alışveriş ve ticaret yapılarak elde edilecek kar veya zarar riskine göre fon desteğini sağlayarak servet artışının oluşması hedeflenmektedir (Avcu, 2015: 27).

Yatırım ve Üretim Sektörüne Finansal Desteğin Sağlanması

İslam ekonomisinin temel taşı sosyal adalettir. İslam servetin belirli kişilerin arasında dağıtılarak zenginleşmenin önüne geçmek için önlemler almıştır. Faizin yasaklanması, tekellciliğin önüne geçilmesi, İslam dininde farz olan zekatın uygulanmasının sağlanması gibi önlemler bunlardan bazılarıdır. İslam ekonomisinde üretim ve ticaret yapılarak halkın refahının artırılması sağlanmaktadır (Tabakoğlu, 2016: 11). Bu felsefeden yola çıkarak katılım bankacılığı ortaya çıkmıştır. Geleneksel bankalar yatırım faaliyetine destek vermek için yapılacak projenin risklilik oranına göre kredilendirme faaliyetinde bulunur. Çoğu girişimcilik projesi riskin yüksek olması dolayısıyla yüksek faiz giderleri dolayısıyla desteklenmez (Tunay, 2016: 489). Katılım bankaları ise faizsiz finansman yöntemleriyle yatırım, üretim ve girişimcilik faaliyetlerine destek vererek ülke kalkınmasını sağlamayı hedeflemektedir. Bu sisteme olan ihtiyaç yaşanan ekonomik krizlerle daha iyi anlaşılmıştır. Kriz zamanında para değeri düşen ülkeler gerçekleştirecekleri yatırımlarından elde edilecek kazanç ile yatırım maliyetini karşılayamamakta, bunun sonucu olarak da yapılan üretimlerin durmasına neden olmaktadır. Bu durumu minimize edebilecek yeni bir sistem olarak Katılım Bankacılığı sistemi ortaya çıkmıştır. Katılım bankalarının elde ettiği gelirler üretim ve ticaretten elde edilen fonlarla finansa edilmektedir (Demir, 2015: 30). Bu durumda nakit kredi veren mevduat bankalarının reel ekonomiye katkısı sınırlı kalırken, katılım bankaları mal ve hizmet finansman kaynaklarını yatırıma dönüştürmekle kalmayıp bu kaynaklardan sağlanan fonları da faizsiz finansman yöntemleriyle tekrardan ekonominin büyümesi için yatırıma dönüştürerek ülkenin kalkınmasına daha fazla destek olmaktadır.

Bazı Faaliyet Alanlarının Dini Sebeplerle Yasak Olması

İslam dininde hangi ürünlerin helal hangi ürünlerin haram olduğu belirtilmektedir. Ancak bazı mal ve ürünler dinen yasak olması sebebiyle faaliyet dışı kalmamış olup, değişen dünyada inançlara göre insan ihtiyaçlarının değişmesi dolayısıyla da faaliyet alanının dışında kalmıştır. Sadece dinen yasak ürünler değil insan sağlığına zarar veren, kanserojen etkisi olan ve katkı maddesi bulunan ürünler de faaliyet alanında olmayan yatırım ürünleridir. Bu durum helal ekonomi kavramını ortaya çıkarmıştır. Bundan dolayı bu ekonomiyi sadece dini boyut açısından düşünen kişilerin değil sağlıklı ürün yemek isteyen kişilerin de tercih ettiği bir ürün topluluğunun bulunduğu piyasadır. Bu nedenle faizsiz bankacılığın kullandığı alanlar sınırlı ve spekülasyonlara açık değildir ve açık olamaz. İslam bankacılığının ticaret ve yatırım yapacağı alanlar daha öncesinden belirli sözleşmelerle belirlenmektedir. Yapılan sözleşmelerde aranan faaliyet alanı da dinin yasakladığı ve insan sağlığına zararlı faaliyet alanları dışında bulunan alanlardır.

Yapılan İşlemlerde Belirsizlik (Garar) Halinin Bulunmaması

Garar İslam Borç Hukukunun en temel kavramlarından biridir. Kelime anlamı olarak garar sonu belli olmayan, varlığı ve yokluğu veya meydana gelip gelmemesi risk altında bulunan şey anlamındadır (Faizsiz Finans Standartları: 685). Katılım bankacılığının olmazsa olmaz şartlarından biri belirsizliğin olmamasıdır. Çünkü ekonomilerin daha iyi duruma gelmesi ve ilerlemesi yöneticilerin ve piyasanın olumlu güven vermesine göre değişkenlik gösterir. Güven sarsıcı olaylar sadece piyasaya etki eden oyuncular ile sınırlı kalmaz. Devletleri, uluslararası kurumları hatta dünyayı bile etkiler. Yaratılan ortam kuşku çağına dönüşebilir. Onun için insanların birbirine güvenmesini ve inanmasını sağlayacak ortamın yaratılması gerekmektedir (Tunç; 2010: 45). Güvenin olmadığı ortamda belirsizlik ön plana çıkar. Bu da insanların ekonomik kriz çanları çaldığında tüketicilerin harcamalarını geri çekmesine, tasarruf sahiplerinin de elde ettiği gelirleri piyasadan çekmesine neden olur. Faizsiz bankacılıkta alıcı ve satıcının zarara uğrayacağı, mevcut olmayan, satın alınan veya satılacak malların miktar ve fiyat belirsizliği olan satışların ve anlaşmaların yapılması bu yüzden yasaklanmıştır. Çünkü belirsizlik durumunda yapılan satışlar taraflar arasında haksız kazanç elde etmeye ya da aldatmaya yönelik olacaktır. Bu durum da insanlar arasında gelir dengesinde uçurumların oluşmasına yol açacaktır (Demir, 2015: 30).

2.3 İslami Finansın Oluşumunda Dünyadaki Tarihsel Süreç

Faiz, iktisadın en eski meselelerinden biridir ve tüm insanlığa etki eden bir sorun olmuştur. Ortaya çıktığı tarihten beri insanoğlunu din, millet ve kültür özelliklerinden bağımsız olarak rahatsız etmiştir. Faizsiz ticaret ve alışverişin yapıldığı dönemler milattan önceye dayansa da faizsiz bankacılığın doğuşu 1893 yılında Mısır'da İslami Rönesans hedefleyen ve hedefi gerçekleştirmek için faizsiz bir banka kurulmasını hedefleyen siyasi bir partinin kurulmasına dayandırılmaktadır. Ancak ilk modern faizsiz banka 1963 yılında Mısır deltasında kurulan Mit Ghamr Tasarruf Bankasıdır (Altan, 2010: 134). Dünyada İslam finans tarihi Tablo 3' de gösterildiği gibi belli bir süreci takip etmiş ve gelişmeye devam etmektedir.

Tablo 3: Dünyadaki İslam Finans Tarihi (Güney, 2018: 24-25)

İSLAM FİNANS TARİHİ				
1950-1970	1971-1980	1981-1990	1991-2000	Günümüzde
Kırsal Kesime Yönelik Banka, Pakistan (1950)	Naseer Sosyal Bankası, Mısır (1971)	Albaraka Grup (1982)	Brunei İslami Bankası (1993)	Uluslararası İslami Finans Piyasası, Bahreyn (2002)
Mit Ghmar Yerel Tasarruf Bankası, Mısır (1963)	Al-Amanah İslami Yardım Bankası, Filipinler (1973)	Katar İslami Banka, (1982)	İslami Bankalar Arası Para Piyasası (1994)	İFSB (İslam Finansal Hizmetler Kurulu), Malezya (2002)
Lembaga Tabung Haji Bankası, Malezya (1963)	İslami Kalkınma Bankası, Cidde (1975)	İslami Banka, Malezya Berhad(1983)	AAOİFİ (Finansal Kuruluşlar Muhasebe ve Denetim	Likidite Yönetim Merkezi (2002)

			Organizasyonu (1994)	
	Dubai İslami Banka, Dubai (1975)	İslami Banka, Bangladeş (1983)	Muamalat Bankası Malezya Berhad, Malezya (1994)	Uluslararası İslami Derecelendirme Kuruluşu, Bahreyn (2005)
	Faysal İslami Banka, Sudan (1977)	Dar Al-Maal Al İslami Trust, Genevre (1984)		IICRA (Uluslararası İslam Uzlaşma ve Tahkim İslam Merkezi) (2005)
	Kuveyt Finans Evi (1977)	Al Rajhi Bankası, Suudi Arabistan (1984)		
		AHZ Global İslami Finans, İngiltere (1989)		

2.4 Katılım Bankacılığının Oluşumunda Türkiye’de Tarihsel Süreç

Türkiye’de katılım bankacılığın oluşum temelleri Osmanlı Devleti’nde para vakıflarının oluşumuna kadar gitmektedir. Türkiye’nin 1975 yılında İslam Kalkınma Bankası’nın kurucu üyeleri arasında yer alması, 1985’te sermaye artırımını yaparak en büyük kurucu ortağı haline gelmesi ve İslam Kalkınma Bankası üyeliğini imzaladığı tarihlerde Türkiye halkının ve yurtdışındaki Türk işçilerin tasarruflarını yatırıma dönüştürmek amacıyla kurulan İşçi Yatırım Bankası (Devlet Sanayi ve İşçi Bankası) Türkiye’deki Katılım Bankacılığının başlangıcını oluşturmaktadır (Erdoğan, 2011: 37). 16.12.1983 tarihli ((<http://www.resmigazete.gov.tr/arsiv/18323.pdf>) 83/7506 sayılı Kanun Hükmünde Kararname’ye istinaden “Özel Finans Kurumları” adı altında faizsiz bankaların kurulmasının temelleri atılmıştır. Özel Finans Kurumları 01.01.2006 yılında Katılım Bankaları hukuki yapısı altında birleşmiştir (Eskici, 2007: 27). Türkiye’de katılım bankacılığı aşağıda tablo 4 ‘de gösterildiği üzere belli bir tarihsel süreci takip etmiştir.

Tablo 4: Türkiye’de Katılım Bankacılığı Oluşum Süreci (Güney, 2018: 35)

1983	1985	1989	1991	1995	1996	1999	2001
Devletin Özel Finans Kurumları Kararı	Albaraka Türk ve Faysal Finans kuruldu	Kuveyt Türk kuruldu	Anadolu Finans Kuruldu	İhlas Finans kuruldu	Asya Finans kuruldu	Özel Finans Kurumları Bankacılık Kanununa Eklendi	Faisal Finans Family Finansa dönüştü
2005	2006	2008	2010	2011	2015	2016	2018
ÖFK İfadesinden Katılım Bankası ifadesine	Türkiye Katılım Bankalar Birliği kuruldu	Türkiye Finans National Commercial Bank(NCB)	İlk Sukuk (Kuveyt Türk Londra Borsasında) Sukuk	İlk Faizsiz Emeklilik Şirketi Kuruldu. İlk Katılım	Faizsiz Finans Koordinas yon Kurulu	Vakıf Katılım kuruldu	1- Albaraka Türk 2- Kuveyt Türk 3- Türkiye

geçildi. Anadolu Finans ve Family Finans birleşerek Türkiye Finans oldu.		tarafından satın alındı	Tebliğ yayınlandı	Endeksinin Oluşturulması	Kuruldu Ziraat Katılım kuruldu		Finans 4- Ziraat Katılım 5- Vakıf Katılım Faaliyetine 5 Katılım Bankası olarak devam etmektedir
--	--	----------------------------	----------------------	-----------------------------	---	--	---

2.5 Katılım Bankacılığına Dayalı Fon Kullanma Yöntemleri

Bankacılık sisteminde kullanılan birçok fon yöntemi bulunmaktadır. Ancak İslami finansın kriterlerini taşıyan fon yöntemleri diğer fon yöntemlerinden ayrılmaktadır. İslami finansın kriterleri şariat olarak ifade edilen İslam hukukuna uygun olarak belirlenmiştir. Türkiye’de İslami finans kriterlerinin uygulandığı sistem katılım bankacılığı esasına yönelik bankacılık yöntemidir. Katılım bankacılığına bağlı fon oluşumu aşağıda on başlık altında belirtilen fon kullanma yöntemlerine göre belirlenir.

2.5.1 Murabaha (Maliyetine Kar Konularak Satış)

Bir katılım bankasının müşterisi adına satıcıdan peşin mal satın alması, peşin aldığı malın üzerine kar payını koyarak vadeli olarak müşterisine satmasına ya da satıcının malının peşin fiyatının üstüne kar payını koyarak müşteriye vadeli olarak satmasına murabaha denilir. Ancak banka aracılığıyla satılan mal malı satın alan müşterinin vade ödeme süresi bitene kadar mal bankanın kendi varlığı olarak kalır (Güney, 2018: 56). Türkiye’de bulunan katılım bankalarının en sık kullandığı fon kullanma yöntemi murabahadır. Murabaha klasik murabaha ve çağdaş murabaha diye ikiye ayrılır. Klasik murabaha müşteri ve satıcı arasında yapılan vadeli satış iken, çağdaş murabaha müşteri, banka ve satıcı arasında oluşan sözleşmeye istinaden yapılan vadeli satıştır. Klasik murabahada malını satmak isteyen satıcı, satılacak mal ve satın alacak müşteri hazır olurken, mal satılması için müşteri ve satıcı arasında vaat söz konusu değildir. Çağdaş murabahada ise malı satın almak isteyen müşteri ve banka varken, satın alınacak mal ve satıcı hazır ve mevcut değildir. Banka, satıcı ve müşteri arasında bir vaade göre bu işlemi gerçekleştirmektedir. Çağdaş murabaha yöntemi özellikle katılım bankaları tarafından kullanılmaktadır (Cebeci, 2010: 36). İslami hukuk hükümlerine göre mal murabahalarının birincil piyasada işlem görmesi gerektiği görüşü hakimdir. Bunun sebebi altın, gümüş madenler gibi değişim araçları paranın mal olarak kabul edilmemesinden dolayıdır. Ancak İslami Hukuka göre platin ve paladyum gibi madenler mal olarak kabul edildiğinden, İslam Hukuku bu madenlerin vadeli satışını ikincil piyasada yapılmasına izin vermiştir. Murabaha işlemleri İslami Bankalar ve Katılım Bankaları tarafından ikincil piyasada en çok Londra Metal Borsasında, çağdaş murabaha yöntemi ise Türkiye’de Borsa İstanbul’da işlem görmektedir (Dede, 2017: 27).

2.5.2 Mudarebe (Emek-Sermaye Ortaklığı)

Ticari faaliyeti yürütmek için Katılım bankası tarafından projesi onaylanmış finansa edilen ile sermayesini koymuş banka arasındaki kar ortaklığıdır. Finanse edilen zarar ederse tüm kayıp bankaya ait olacak ve finanse edilenin emeği kaybolacaktır. Özetle emeğini ortaya koyan yatırımcı ile sermayesini koyan banka arasında yapılan emek-sermaye ortaklığıdır (Kelleroğlu, 2017:31) Mudarebe iki çeşittir. Mutlak mudarebe yönteminde sermaye sahibi banka, girişimci olan emek sahibinin projesine (yatırım faaliyetine) karışmazken; kayıtlı mudarebe yönteminde sermaye sahibi, yatırım faaliyetine engel olmayacak şekilde gerekli gördüğü durumlarda sınırlamalar getirebilir (<http://www.tkbb.org.tr/documents/yonetmelikler/faizsiz-finans-standartları.pdf>).

Mudarebe yöntemi genellikle tasarruf sahibi olan kişilerin mevduatlarını faiz elde etmeden artırılması için tercih ettikleri ortaklıktır. İslam fıkında mudarebenin uygun görülmesinin nedeni, zengin olan tarafın elinde nakit olmasına karşın bunu artırmak için yol bulamaması diğer taraftan elinde yeterli mal olan yoksul tarafın malını artırmak için yeterli sermayesinin bulunmaması durumunda birbirlerinin ihtiyaçlarını gidermesini sağlayacak bir yöntem olmasıdır (Güney, 2018: 57). İslami bankalarda kullanılan mudarebe finansman yöntemi batıda risk sermayesi (Venture Capital) ile benzerlik göstermektedir. Risk sermayesi yöntemi küçük şirketlerin sermaye ihtiyacını karşılamak için ortaya çıkmış bir yöntemdir. Bu yöntemle özellikle teknoloji alanında fikri olan girişimcilere kaynak sağlanarak hisseleri alınır ve bunun karşılığında sermaye ihtiyacı karşılanmaktadır. Birçok teknoloji şirketi büyük şirket olma yolunda bu yöntemle desteklenmiştir. Risk sermayesi yöntemi ile mudarebe yöntemi faizsiz sermaye sağlanması ve emek yoluyla kar elde edebilme açısından benzerlik göstermektedir. Batıda çok iyi çalışan bir yöntem olmasına rağmen İslami bankalarda istenilen seviyeye ulaşamamıştır (Çizikça, 1993: 16-17).

2.5.3 Müşareke Yöntemi (Kar-Zarar Ortaklığı)

Müşareke yöntemi, katılım bankası ile girişimcinin bir projeyi gerçekleştirmek amacıyla aralarında emek ve sermaye ortaklığı kurmalarıdır. Kurulan emek ve sermaye ortaklığında elde edilen kar oranı önceden belirlenir. Eğer yapılan projede zarar olması durumunda zarar miktarı sermaye oranında bölüşülür. Zarar paylaşımında taraflar arasında serbestlik tanınmamıştır (Türkmenoğlu, 2007: 53). Ancak kar paylaşımı ilgililer arasında yapılan anlaşmaya bırakılmıştır. Tarafların sermayeleri oranları farklı olsa bile kar paylaşımları yarı yarıya olabilmektedir. Katılım Bankası sermayesini ortaya koyarken, girişimci ise sadece emeğini ortaya koymaktadır. Zarar durumunda banka koyduğu sermayesini kaybederken girişimci sadece emeğini kaybedecektir. Bu durumda yapılan ortaklık mudarebe yöntemine dönüşmüş olacaktır (Türker, 2010: 7).

2.5.4 Sukuk (Kira Sertifikası, Varlık Senedi)

Sukuk Arapça'da kelime anlamı olarak finansal sertifikadır. Latince'den gelen çek ile aynı anlama gelmektedir. Tüccarların alış-veriş sırasında birbirlerine verdikleri değerli

kağıda sukuk denilmektedir. Sukukun bono ve tahvilden ayrılan farkı sukuk sözleşmesiyle mülkiyet hakkı elde edilmiş olunacaktır. Bono ve tahvil bir borç senedi iken, sukuk hisse senedir. Bono ve tahvil faiz içerirken sukuk faizsiz finansman yöntemidir (Dede, 2017: 44). Ancak sukukun hisse senedinden farkı hisse senedi sahibine ortaklık hakkı verirken sukuk sadece üzerinde anlaşılmış varlık hakkında önceden belirlenen sürede mülkiyet hakkı vermektedir (Bilge, 2015: 36). Sukuk tasarruf sahibi gerçek ve tüzel kişiler için yatırım aracı iken girişimci ve katılım bankaları için fon toplama aracıdır. Ancak sukuk kriz durumunda katılım bankası için likidite (nakit) yetersizliğine neden olabileceğinden risk faktörü yüksektir (Tunç, 2010: 167).

2.5.5 Selemler (İleriye Dönük Mal Satın Alımı veya Mal Satışı, Peşin Para Veresiyeli Satış)

Belirlenen ileri bir zamandaki mal alımının peşin olarak ödenmesine selem denilmektedir. Selem daha çok emtia finansmanında kullanılan peşin ödeme karşılığında ileri tarihte mal teslimatın yapıldığı forward sözleşmelerine benzemektedir. Selem yönteminde satın alınan mal belirtilen zamanda teslim edilmezse peşin alınan ödeme geri verilir (Tok, 2009: 11). Selem finansman yöntemi hazırda bulunmayan malın önceden satın alınması işlemidir. Genellikle petrol, tahıl, demir gibi standartlaştırılabilir mallar üzerinden selem sözleşmesi yapılmaktadır. Selem sözleşmesine bağlı mallar ikincil piyasada nominal değer üzerinden işlem görmektedir (Yılmaz, 2014: 91).

2.5.6 İcra (Kiralama)

Bankanın sabit bir ücret karşılığında kullanmak amacıyla satın aldığı varlığı, girişimciye kiralama usulüyle kullanımına izin verdiği bir finansman yöntemidir (Güney, 2010: 61). Bankanın icra finansman yönteminde yaptığı diğer uygulama kendisine ait olan emtiayı kiralama usulüyle girişimciye bu malı devretmektir. Bu sistemde banka ve girişimci arasında usulüne uygun sözleşme hazırlanır. Bu sözleşmenin bitiminde emtia girişimcinin üzerine geçer (Tunç, 2010: 155). İcra finansal yöntemi Türk finansal sistemine 1983 yılında özel finans kurumlarının kurulmasıyla girmiştir. Tercih edilmesinin nedeni ise yatırımcılar tarafından ihtiyacı olan malın kiralanarak elde edilmesi dolayısıyla nakit ihtiyacının giderilmesi sağlanmaktadır. Ayrıca banka tarafından kiralanana emtia üzerinde %1 oranında KDV tahsil edilmesi bu yöntemin uygulanmasını artırmaktadır. İcra finansal yönteminde kiralanana malın İslami usullere uyan mal statüsünde olması gerekmektedir (Kelleroğlu, 2017: 32).

2.5.7 Karz-ı Hasen (Güzel Borç, Faizsiz Borç)

İslami kuralların faizsiz borç verme işlemi olarak izin verdiği finansman yöntemidir. Karz-ı Hasen genellikle yoksulların ihtiyacının giderilmesi için uygulanan borç verme işlemidir. Katılım bankası bu yöntemi uygularken kendi öz sermayesini kullanmaktadır. Çünkü banka müşterisine kullandığı faizsiz krediyi vadesi geldiğinde aynen aldığından doğacak kar ve zarara katılmaz. Bu yüzden faizsiz kredi kullandırırken topladığı fonlardan kullanamaz. Fakat katılım bankası topladığı fonlardan kar payı dağıtımını

yapacağından karz-ı hasen yöntemi uygulayarak kendi öz sermayesinden kaynak ayırabilir. Böylece Katılım Bankası oluşacak kar ve zarar durumu için bir riske girmeyecektir (Tok, 2009: 11). Faizsiz banka verdiği borç karşılığında herhangi bir getiri elde etmez. Genellikle karz-ı hasen evlenme, hastalık, eğitim-öğretim ve küçük işletme/esnaf/girişimcilere projelerini başlatmaları için verilen finansal bir destektir (Bilge, 2015: 35). Karz-Hasen finansal yönteminde karz (borç) için banka belli bir teminat gösterilmesini talep ederek müşterisine finansman maliyeti olmadan faizsiz fonu vadeli olarak kullandırılmasını sağlamaktadır (Eskici, 2007: 77).

2.5.8 İstisna (Siparişe Dayalı Satın Alma)

Finansman ihtiyacını karşılamak için peşin ya da vadeli bedel karşılığında malın satın alınması, teslim anından önce nakit ihtiyacının karşılanması yöntemine istisna denir. Genellikle üretim yapılan işlerde tercih edilir. Gemi ve ev üreten proje bazlı işletmeler siparişe dayalı anlaşma yaparak nakit ya da vadeli bir şekilde malını satabilir. Bu finansman yönteminde koşul sipariş verildikten sonra malı satın almaktan vazgeçme durumunun söz konusu olmamasıdır. Eğer üretime geçildikten sonra vazgeçilme durumu olursa alınan nakit ya da vadeli bedel faizsiz finansman yöntemine göre yapılan bir işlem olmaktan çıkacaktır. Bu İslami hukuk kurallarına göre caiz değildir (Aktepe, 2010: 61). Sipariş edilen ürünün zamanında teslim edilmemesi, üretilen malın hatalı çıkması ya da üretilen malın istenen özelliklere sahip olmaması durumunda Katılım Bankası başka tedarikçi bularak malın teslim edilmesini sağlamak durumundadır. (Kelleroğlu, 2017: 34) İstisna sözleşmesinde Katılım Bankasının karı üreticiye ödediği miktar ile müşteriden aldığı miktar arasındaki fark kadardır. Bu sözleşmede bankanın malı teslim edene kadar riski bulunmaktadır. Katılım Bankası bu riski minimize etmek için üretimin başından sonuna kadar süreci kontrol edecek bağımsız bir denetçi de atayabilir (Selmi, 2018: 45).

2.5.9 Teverruk (Uluslararası Kar Marjlı Satış)

Güncel ticari ihtiyaçların karşılanması amacıyla kısa vadeli dönemde gerçekleşen alım satım yöntemidir. Teverrukun amacı katılım bankalarının kredi verdiği müşterilerinin ihtiyaçlarını karşılamak ve kısa sürelerini likiditelerini değerlendirmektir. Teverruk işlemlerinin büyük çoğunluğu uluslararası ticari mal piyasasında özellikle de Londra Metal Borsasında gerçekleşmektedir (Tunç, 2010: 158) Teverruk finansal yöntemi bir malın satıcısından taksitle alınıp bir başka birine peşin satılması dolayısıyla katılım bankasında nakit sıkıntısı çeken müşterilerin borçlarını yeniden yapılandırılması için kullanılmaktadır. Diğer bir kullanım yöntemi de Katılım Bankası belli bir bedeli hesabında tutarak faizli ya da faizsiz bankacılık yöntemine dayalı bankadan emtianın satın alınmasını talep eder. Emtiayı satın alacak banka emtiayı müşteriden ya da ikincil piyasadan satın alır. Katılım bankası aralarında anlaştıkları kar marjıyla emtiayı malı satın alan bankadan malı kendisine satmasını talep ederek kısa vadeli likidite ihtiyacının karşılanmasını sağlar (Eskici, 2007: 76).

2.5.10 Tekafül (İslami Sigortacılık)

Tekafül belirli rizikolara maruz kalan kişilerin bu riskleri telafi etmek için aralarında yaptıkları faizsiz sigorta sözleşmeleridir. Kişiler bu risklerden korunmak için belli bir katkı payı ödeyerek tüzel kişiliğe sahip bir sigorta fonunu oluşturur (Eskici: 2007: 74). Tekafülü diğer sigorta kurumlarından ayıran fark ise toplanan fonların değerlendirilmesinin faiz dışı finansman yöntemleri ile yapılmasıdır.

2.6 Katılım Bankacılığının Diğer Bankalardan Ayıran Farklılıklar

Türkiye’de Katılım Bankaları (İslami Banka) finans sektörüne 1980’li yıllarda Özel Finans Kurumları adıyla katılmıştır. Dünyada ilk başarılı İslami banka 1975 yılında Birleşik Arap Emirlikleri’nde kurulan Dubai İslam Bankası’dır. İslami bankacılık olarak ifade edilen katılım bankacılığının diğer bankalardan ayırt edilebilir özellikleri 3 madde ile özetlenmiştir (Hunt-Ahmed, 2013: 3).

- İslami finansın en önemli yasağı faiz ve tefeciliktir. Kurumun varlık değerleri faize dayalı olmayan maddi varlıklar ve ortaklıklardan oluşmaktadır. Kuran’ın haram olarak kabul ettiği alkol, domuz eti gibi haram olan varlıklara yönelik mal alış-satışı yasaklanmıştır.
- İslam hukukuna dayalı finans yönetimi ile günlük uygulamaların adaptasyonu sağlanmaya çalışılmıştır.
- İslam hukuku İslam bilim adamlarından oluşan Şeriat Standartları Hukuk Kurulu tarafından belirlenmektedir. Ancak finans için yeterli olmadığından Finansal Standartlar Kurulu tarafından koordine edilmektedir. Yani finans yönetimi iki farklı kurul ile belirlenmektedir.

2.7 Katılım Bankacılığın Temeli Olan İslami Finans Sektöründeki Etik ile Batıdaki Etik Kavramının Kullandıkları Fon Türleri Açısından Karşılaştırılması

Etik iyiyi kötüden ya da yanlış doğruyu ayırt etmek için ahlaki görev ve sorumluluk üstlenen kültürel değerler ve ilkeleri içeren bir disiplin şeklidir (Turan Somer, 2011: 4) Finans sektörünün temeli etik kurallara bağlıdır. Ancak finans endüstrisi, elde edilen karı maksimum hale getirmek için kara para aklama, spekülatif işlemlerle kar sağlama, finansal kurum sahiplerine usulsüz kaynak aktarma, kaynakların kural dışı olarak riskli alanlara aktararak haksız rekabet yolu ile kazanç sağlanması gibi yöntemler ile etik dışı davranışlar sergileyebilmektedir (Balkan, 2006: 53) İslam iktisadı insanlığın sosyal ve ekonomik sorunlarına ahlaki çözümler sunmaktadır. Bu ahlaki ilkeler ise Allah’ın insanoğlunun hizmetine sunduğu varlıklara ulaşmada fırsat eşitliğinin sağlanması, sosyal adalet ve bağışlama, varlıkların bireysel, sosyal, iktisadi ve biyolojik çevrenin paydaşlar arasında uyumlu bir şekilde çoğalması, insan refahının gerçekleştirilmesidir (Erkan, 2015: 127). Görmüş (2015) çalışmasında dünyaya hakim iktisat yönteminin ahlaki ve etik değerlere sahip olmadığını ifade etmiştir. Yaratılan sistem firmalara aşırı karlılık sağlamayı amaçlamakta ve tüketicileri de aşırı tüketme hırsına yöneltmektedir. Oysa

İmam Gazali'ye göre İslam İktisadı dünyanın sahip olduğu kıt olmayan kaynakların İslami hukuk kurallarına uygun olarak tüm insanlık için adaletsizlik yaratmayacak şekilde dağıtılması ve bunu yaparken çevreye zarar vermeyecek şekilde kullanılmasını sağlamayı hedeflemektedir (Görmüş, 2015: 163). İslam direk bir ekonomi üretmez. İslam'ın temel iki kaynağı olan Kuran ve sünnete uygun ilkelerin ekonomide uygunluğunu belirler. İslam iktisat düşüncesi Kapitalizm, Sosyalizm ve Anayasal Yönetime bağlı ekonomik teori veya doktrinlerin aksine ahlaki değerlerin egemen kılındığı, helal ve haram olgusuna göre hareket edilen, adaletin sağlandığı, fakirliğin yok edileceği, gelirin eşit ve adil bir şekilde bölüştürüldüğü, haksız yollardan gelir elde etme yöntemlerinin yasaklandığı bir sistemin oluşumu için gereklidir (Gül, 2010: 43).

Finans etiğinin temel uğraş alanı, finansal sözleşmelerdeki eşitlik ve verimlilik ilişkisi ile finansal ilişkideki tarafların sorumluluk seviyesinin finansal olarak belirlenmesidir. Bu finansal ilişkinin temeli de güvene dayanmaktadır. Güven ise tahmin edilebilirlik, güvenilirlik ve sözünde durma unsurlarından oluşmaktadır. Tahmin edilebilirlik kişiler ya da kurumlar arasındaki düzenlenen finansal bir sözleşmede tarafların sürprizle karşılaşmaması, güvenilirlik düzenlenen sözleşmenin taraflar arasında sigorta işlevi görmesi, sözünde durma ise yapılan sözleşmenin tarafların çıkarlarını koruma altına alması olarak açıklanmaktadır. (Balkan, 2006: 56-57). Güven olgusunun oluşmasını sağlayacak yöntemin de etik finans olduğu öngörülmektedir. Bunun en iyi örneği 2008 ekonomik krizinde ABD'nin gerçekte olmayan 4 trilyon dolarlık toksik kağıt olarak ifade edilen türevlerinin borsada işlem görmesi ve bu durum sonucunda sistemde oluşan piyasanın güvensiz bir ortam yarattığının gözler önüne serilmesi etik finans kavramını gündeme getirmiştir (Kazgan, 2012).

Ahlaki davranışların işletmelerin gündemine girmesinde firmaların hile ve aldatmacaları, firmaların kendi aralarında artan rekabet ve kar elde etme hırsları yer almaktadır. Tüm bu durumlar 2008 ekonomik krizinde bankacılık ve finans sisteminin çöküşüne neden olmuştur. Finans sistemi ile reel ekonomi ilişkisinin yeniden oluşabilmesi için İslami finans araçları öne çıkmıştır. Faizsiz finans ya da etik finans olarak bilinen İslami finans, varlık ve risk paylaşımı esasına dayanan sistemik riskleri azaltarak reel ekonomi ile finans arasındaki bağın tesis edilmesini sağlamaktadır. İslami finans, finansal faaliyetten çok ticari faaliyet sağlayarak krizlerin yaşanmasına engel olacak ve varlığa dayalı finansal araçlarla faizi, aşırı belirsizliği ve kumarı yasaklayan; dürüstlüğü, şeffaflığı ve risk paylaşımını sağlayan ilkeler ile oluşabilecek riski minimize ederek büyümeyi sağlayacaktır. Elde edilen büyüme varlık artışı ile sağlanacağından suni bir büyüme olmayacaktır (Polat, 2018: 3).

Batı ülkelerinde de etik davranışları kendilerine ilke edinen kurumsal yatırımcılar vardır. Etik değerleri elde edeceği maksimum getirinin üzerinde tutan tasarruf sahipleri de bu tür yatırım şirketlerine yatırım yapmaktadır. Bu yatırım şirketleri yatırım yapacak gerçek ve tüzel kişiler için bu şirketlerin sosyal sorumlu yatırım fonlarına yatırım yapmaktadır. Sosyal sorumlu yatırım, kurumsal ve bireysel yatırımcıların risk ve getiri tercihlerinde elde edeceği karı maksimum etmeyi sağlamanın yanında yatırımcıların kendilerine göre

belirledikleri sosyal, ahlaki, dini ve politik değerleri göz önünde bulundurarak tercih ettikleri yatırım şeklidir. Bu yatırım şeklinde en önemli koşul yatırımcıların faaliyet alanlarının belirlenmesinde oy haklarının olmasıdır. Bu yatırıma ait ilk fon, 1928 yılında Hristiyan yatırımcıların ihtiyaçlarını karşılamak için İngiltere’de kurulmuştur. Bu kurulan sosyal sorumlu yatırım fonu k le ticareti, alkol, sigara, kumar gibi alanların dışında kalan faaliyet alanlarına yatırımda bulunmuştur (Feruz vd., 2007: 120).

Sosyal sorumlu yatırım fonlarının performansları ile ilgili uluslararası literatürde yapılan çalışmalar incelendiğinde; Hamilton vd. (1993), yaptıkları çalışmada 1981-1990 yılları arasında faaliyet gösteren 17 adet sosyal sorumlu yatırım fonunun Jensen alfasına göre performansını  l m  tur. Performansları hesaplanan 17 fonun sadece ikisinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu, bu iki fondan birinin negatif getiri diğerinin de pozitif getiri elde ettiği tespit edilmiştir. Sosyal sorumlu yatırım fonlarının performanslarının başarılı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Benson vd. (2006), yaptıkları çalışmada 1994-2003 yılları arasındaki ABD’de faaliyet gösteren 184 sosyal sorumlu yatırım fonu ile 6074 geleneksel yatırım fonunun performansları, alfa ve betaları hesaplanarak regresyon analizi yapılmıştır. 10 yıllık yapılan incelemede bir yıl hariç sosyal sorumlu yatırım fonlarının performansının geleneksel yatırım fonlarının performansından düşük olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Cortez vd. (2008), yaptıkları çalışmada 7 Avrupa  lkesinde (İngiltere, Avusturya, Belçika, Fransa, Almanya, İtalya ve Hollanda) 1996-2007 yılları arasında faaliyette olan 88 sosyal sorumlu yatırım fonu ile bu ülkelerin geleneksel yatırım fonlarının performansları Jensen alfası ve   katsayısının hesaplanarak regresyon analizi ile belirlenmiştir. Bu ülkelerin sosyal sorumlu yatırım fonları ile geleneksel yatırım fonlarının getirileri arasında anlamlı bir farklılık bulunamamıştır.

Sosyal sorumlu yatırım fonları profesyonel yönetim şirketleri tarafından yönetilirler. Fon y neticilikleri seçecekleri menkul kıymetleri inandıkları inanç sistemi ve toplumsal çıkarın  nde tutulduğu faaliyet alanlarına yatırım yapan şirketlerden seçerek en iyi  e itlendirilmi  portföylerden oluştururlar. Bundan dolayı bu fonların risk seviyesi yüksektir. Silah, alkol, kumar, tütün, topluma ve canlıya zarar verebilecek faaliyetlere yatırım yapmazlar. Bundan dolayı diğer yatırım fonlarından farklı olarak faaliyet alanlarını kamuoyu ile payla maktadırlar. Bu fon şirketlerinin öncelikli olarak amaçları maksimum getiri hedefi değildir. Ancak en iyi getiriyi elde etmek amaçları arasındadır (Yanık vd., 2010: 116).

Sosyal sorumlu yatırım fonlarının sayısı her geçen gün artmaktadır. Ancak Türkiye için bu durum farklıdır. Türkiye İ  Bankası tarafından kurulan B Tipi Değişken Tema  evre Fonu haricinde sosyal sorumlu yatırım fonu yoktur. Türkiye’de çevreye, inançlara ve topluma duyarlı yatırım yapılan faaliyetlerde tasarruflarını değerlendirmek isteyenler katılım bankacılığı esasına dayalı fonları tercih etmektedir. Sosyal sorumlu yatırım fonları ile İslami yatırım (katılım bankacılığı esasına dayalı) fonların benzerlikleri ve farklılıkları Tablo 5’de özetlenmiştir.

Tablo 5: Sosyal Sorumlu Yatırım Fonları ve İslami Yatırım Fonları Arasındaki Benzerlikler ve Farklılıklar

Özellikler	İslami Yatırım Fonları	Sosyal Sorumlu Yatırım Fonları
Yönetim Şekli	İslami yatırım fonlarının kriterleri şariat olarak adlandırılan İslam hukukunun yasa ve kurallarına göre belirlenir ve bu kriterlere göre yönetilir.	Sosyal sorumlu yatırım fonları bu yöneten şirketlerin ahlaki, sosyal, dini ve politik anlayışlarına uygun yöneticilerin oy haklarını kullanarak belirlenir ve belirlenen kriterlere göre yönetilir.
Faaliyet Alan Sınırlaması	Domuz gibi bir dizi yiyecek ve alkol gibi bir dizi içecekler, silah, alkol, kumar, ahlaksız eğlence, fuhuş, pornografi, gibi ahlaksız hizmetlere yatırım yapılması yasaktır.	Silah, alkol, kumar, tütün, topluma ve canlıya zarar verecek faaliyetlere yatırım yapmazlar ancak kesin yasaklayıcı bir durum yoktur.
Risk	Risk düzeyleri düşüktür.	Risk düzeyleri yüksektir.
Fon Kullandırma Şekli	Müşterilerine nakit yöntemlerle kredi sağlamaz ancak İslami yöntemlere uygun murabaha ve mudarebe gibi fon kullanma yöntemleri ile müşterilerinin nakit ihtiyaçlarını sağlarlar.	Müşterilerine nakit yöntemlerle kredi sağlar.
Şeffaflık	İslami yatırım fonlarının faaliyet alanlarında belirsizlik yoktur. Kamuoyunda hangi faaliyet alanlarına yatırım yaptıklarını açıklarlar.	Sosyal sorumlu yatırım fonlarının faaliyet alanlarında belirsizlik yoktur. Kamuoyunda hangi faaliyet alanlarına yatırım yaptıklarını açıklarlar.
Faiz	Faiz yasaktır. Yatırım faaliyetinden oluşan kar ve zarar bölüşülür.	Faiz yasak değildir.

2.8 Katılım Bankacılığında Bireysel Emeklilik Sistemi

Bireysel emeklilik sistemi kişilerin tasarruflarını yatırımlara dönüştürerek emeklilik döneminde gelir seviyelerini çalışabilir durumda oldukları zamandaki seviyede tutmasını sağlayabilmek için kurulmuş bir kazanç sağlama yöntemidir. Katılım bankacılığındaki bireysel emeklilik sistemini diğer sistemlerden ayıran önemli özellik faize duyarlı

kişilerin tasarruflarının yatırıma dönüştürülmesinin sağlanmasıdır. Katılım bankacılığına dayalı bireysel emeklilik sistemi sadece katılım bankalarının sağladığı fonlara değil diğer mevduat bankalarının sağladığı fonlara da yatırım yapılabilmektedir. Önemli olan bireysel emeklilik sisteminde fonun çeşitlendirilmesinde kullanılan varlık türleridir.

Katılım bankacılığına dayalı bireysel emeklilik sistemi, 12/01/2008 tarihli resmi gazete değişikliğiyle (<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2008/01/20080112-8.htm>) yatırım fonlarında en az %30 devlet tahvili ve hazine bonosu bulundurma şartının kaldırılmasıyla Türkiye’de işlevlik kazanmaya başlamıştır (Kaya, 2013: 52) Bu şartın kaldırılmasıyla faizsiz enstrümana dayalı yatırım fonlarının katılım bankaları ve diğer mevduat bankaları tarafından oluşturulmasının önünü açmıştır. Faizden dolayı yatırım yapmak istemeyen müşterilerin tasarrufları yatırıma dönüşmeye başlamıştır. 29.12.2012 tarihinde yürürlüğe giren Bireysel Emeklilik Sisteminde Devlet Katkısı Hakkında Yönetmelik ile birlikte 01.01.2013 tarihi itibarıyla emeklilik yatırım fonlarına %25 devlet katkısı ve vergisel teşvikler getirilmiştir (<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2012/12/20121229-7.htm>). Devlet tarafından getirilen bu teşvikler, Kamu bankalarında ve diğer özel bankalarda katılım bankacılığı esasına yönelik emeklilik yatırım fonlarının sayısının artmasını sağlamıştır.

BÖLÜM 3: TÜRKİYE'DE BİREYSEL EMEKLİLİK SİSTEMİ

3.1 Bireysel Emeklilik

Bireylerin çalışma yaşamları boyunca yaptıkları düzenli tasarrufların yatırıma yönlendirilmesi sonucunda oluşan birikim yoluyla, çalışma hayatında elde ettiği refah seviyesinin emeklilik döneminde de devam etmesini sağlayacak gönüllü katılım esasına dayanan tasarruf sistemidir (<https://www.egm.org.tr/bireysel-emeklilik/bireysel-emeklilik-nedir/>). Bireysel emeklilik gönüllük esasına dayanmaktadır. Ancak devletin çıkarmış olduğu bireysel emeklilik kanununda değişikliğe giderek Bireysel Emeklilik Sistemi Hakkında Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik (<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2016/12/20161217-9.htm>) ile çalışanlar, 01.01.2017 tarihi itibarıyla otomatik sisteme dahil edildi ve iki (2) ay boyunca bireysel emeklilik sisteminde kalma zorunluluğuna tabi oldular. Ancak iki ayın sonunda sistemde kalmak istemeyen çalışanlara sistemden çıkma hakkı verildi. Otomatik olarak sisteme dahil olan çalışanların sistemde kalmasının devamlılığı için çıkarılan kanunla ilk girişte 1000 TL başlangıç ödeme tutarı ve bireysel emeklilik sistemine ödenen miktarın %25'i oranında devlet katkısının hazineden karşılanması sağlandı.

3.2 Bireysel Emeklilik Sistemi

Bireysel emeklilik sistemi, bireylerin çalışırken biriktirdiği tasarrufların emeklilik döneminde ek gelir sağlayarak refah seviyesini artırmayı, tasarruf sonucu elde edilen birikimlerin yatırıma dönüştürülerek ekonomik kalkınma ve istihdamı artırmayı sağlamayı, sosyal güvenlik sisteminin üzerindeki baskıyı azaltmayı, kurumsal yatırımcıya uzun vadede kaynak sağlayarak ekonomiyi canlandırmayı hedefleyen uzun vadeli özel emeklilik sistemidir (Dağlı vd., 2008: 85). Ayrıca bireysel emeklilik sistemi sosyal güvenlik sisteminin üç fonksiyonundan biri olan tasarruf fonksiyonunun aktif olarak çalışmasına öncülük etmektedir. Sosyal güvenlik sistemi 3 fonksiyondan oluşmaktadır (Alper, 2002: 13).

- **Gelirin Yeniden Dağılımını Sağlama Fonksiyonu:** Yüksek gelirliden düşük gelirliye, çalışandan çalışmayana doğru gelir dağılımını sağlama fonksiyonudur.
- **Sigorta Fonksiyonu:** Önceden bilinmeyen ve tedbir alınmayan risklere karşı koruma sağlama fonksiyonudur.
- **Tasarruf Fonksiyonu:** Çalışırken tasarruf edip emeklilik için ek gelir sağlama fonksiyonudur.

Bireysel emeklilik sisteminin, sosyal güvenlik sistemi içerisinde tasarruf fonksiyonunu yerine getirme sürecinde getirisi ve götürüsü analiz edildiğinde, bu sistemin avantaj ve dezavantajlarının belirtilmesi gerekmektedir. Bireysel emeklilik sisteminin avantajlarını aşağıda sıralanmaktadır (Korkmaz vd., 2006: 58-59).

- Ekonomi, piyasa ve bireyler arasındaki marjinal tasarruf eğilimini artırır.
- Emeklilik planında farklı alternatifler sunar.
- Yapılan katkılar ile sağlanan getiri arasında aktüeryal denge sağlar.
- Bireylerin risk ve getiri tercihi yapmasına olanak sağlar.
- Bireylerin emeklilikleri ile ilgili sorumluluk almalarını sağlar.
- Sisteme katılan bireylerin elde ettikleri fonlar üzerinde sahiplik duygusunu artırır.
- Fonların, belirli şirketler ve uzmanlar tarafından yönetilmesi ile güven unsurunu artırır.
- Kamu emeklilik sistemlerine göre daha yüksek reel getiri sağlar.
- Bireyleri daha uzun süre çalışmaya ve katkı yapmaya teşvik eder.

Bireysel emeklilik sisteminin dezavantajları aşağıda sıralanmaktadır.

- Sistemin işlerliği ve güvenilirliği için yüksek idari ve pazarlama maliyetleri oluşacaktır.
- Bireylerin katılımına dayalı bu sistemde emeklilik döneminde elde edilecek gelir açısından katılımcılar arasında büyük dalgalanmalar olacaktır.
- Kamu emeklilik sistemlerine yatırılacak olan fonlar şirketlere kayacaktır.
- Masraf kesintileri nedeniyle yatırım performanslarının karşılaştırılmasında zorluklar yaşanacaktır.
- Sistemin iyi işlemesi için detaylı düzenleme ve denetim gerekli olacaktır.

3.3 Bireysel Emeklilik Sistemindeki Belirtilen Kavramlar

Bireysel emeklilik sisteminin unsurları, katılımcı, portföy yöneticisi, emeklilik yatırım fonu, bireysel emeklilik şirketi ve bireysel emeklilik araçlarından oluşmaktadır. Bunların özellikleri aşağıda başlıklar halinde açıklanmıştır.

3.3.1 Katılımcı

Bireysel emeklilik sistemine dahil olan katılımcı, emeklilik sözleşmesine göre kendi ad ve hesabına taraf ve fiili ehliyete sahip olan kişi olarak tanımlanmaktadır (EYFY, madde 4). (<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/03/20130313-13.htm>). Katılımcılar çalışan birey ve (isteğe bağlı olarak) işverendir. Katılımcı bireysel emekliliğe dahil olmak için emeklilik şirketi ile sözleşme imzalamak durumundadır. Katılımcı emeklilik şirketiyle yaptığı sözleşme çerçevesinde katkı payını birden fazla fon içinde

değerlendirebilir, emeklilik şirketinde bir yıl süreyle kalma şartıyla birikimlerini başka bir emeklilik şirketine aktarabilir ve emeklilik şartlarını sahip olduğunda emeklilik maaşını aylık, üçer aylık, altı aylık ve yıllık olarak alma talebinde bulunabilir. İsterse birikimlerini tek seferde de alabilir (<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2001/04/20010407.htm>). (BETKY, madde 6). Katılımcının bireysel emeklilik hesabında devlet katkısıyla biriken tasarruflarının tamamını alabilmesi için sistemde 10 yıl süre ile kalması ve 56 yaşını doldurması gerekmektedir. Bireysel emeklilik sistemine dahil olan katılımcı; en az üç yıl süreyle sistemde kalırsa hesabında biriken devlet katkısının %15'ini, en az altı yıl süreyle sistemde kalırsa hesabında biriken devlet katkısının %35'ini, en az on yıl süreyle sistemde kalırsa hesabında biriken devlet katkısının %60'ını alabilir (BETKY, ek madde 1). (<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2001/04/20010407.htm>).

3.3.2 Portföy Yöneticisi

Portföy, fonda yer alan para ve sermaye piyasası araçları, kıymetli madenler ile Sermaye Piyasası Kurulunca belirlenen diğer yatırım araçlarından oluşan varlıkların tümüdür (EYFY, madde 4). (<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/03/20130313-13.htm>). Portföy yöneticisi ise Sermaye Piyasası Kurulundan portföy yöneticiliği belgesi almış ve Kurulca uygun görülen portföy yönetim şirkettir (<https://www.egm.org.tr/bilgi-merkezi/terimler-sozlugu/>). Portföy yöneticisinin fon havuzunu yönetirken riskin dağıtılması, likidite ve getiri unsurlarını göz önüne alarak fonun portföy yönetim stratejilerine ve yatırım sınırlamalarına, fon içtüzüğüne, fon izahnamesine, fon portföy yönetim sözleşmesine uygun hareket etme zorunluluğu bulunmaktadır (Yaslıdağ, 2004: 389). Portföy yöneticileri, yatırım ve emeklilik yatırım fonlarının özelliklerine göre farklı vadelerde, farklı yatırım stratejilerinde yönetmek ve bu fonlardan uzun vadede daha çok kazanç elde etme isteğine göre hareket etmektedir (Dinçel, 2010: 1).

3.3.3 Emeklilik Yatırım Fonu

Emeklilik şirketi tarafından emeklilik sözleşmesi çerçevesinde alınan ve katılımcılar adına bireysel emeklilik hesaplarında izlenen katkıların, riskin dağıtılması ve inançlı mülkiyet esaslarına göre işletilmesi amacıyla oluşturulan mal varlıklarına emeklilik yatırım fonu denilmektedir (<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/03/20130313-13.htm>). (EYFY, madde 5). Emeklilik yatırım fon portföyü aşağıdaki yatırım araçlarından oluşmaktadır:

- Vadeli mevduat, katılma hesabı
- Borçlanma araçları, repo ve ters repo işlemleri ile ortaklık payları
- Kıymetli madenler, kıymetli madenlere ve gayrimenkule dayalı varlıklar
- Türev araç işlemleri ile varantlar
- Takasbank para piyasası işlemleri ve yurt içi organize para piyasası işlemleri

- Yatırım fonu katılma payları
- Borsalarda gerçekleştirilen türev araç işlemlerinin nakit teminatları ve primleri
- Kira sertifikaları
- Kurulca belirlenen diğer yatırım araçları

3.3.4 Bireysel Emeklilik Şirketi

4632 sayılı Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanununa göre kurulan ve bireysel emeklilik sisteminde faaliyet gösteren emeklilik branşında ruhsat almış şirketi ifade eder. Bireysel emeklilik şirketi isterse hayat ve ferdi kaza sigortaları branşlarında da ruhsat alabilir. Şirketin kuruluş izni Maliye ve Hazine Bakanı tarafından verilir. Bireysel emeklilik şirketinin unvanında emeklilik ibaresinin bulunması zorunludur. Bireysel emeklilik şirketinin kurulabilmesi için aşağıdaki şartları taşıması gereklidir.

- Anonim şirket şeklinde kurulması,
- Faaliyet konusunun 4632 sayılı Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunda belirtilen faaliyetlerde sınırlandırılmış olması,
- Sermayesinin yirmi trilyondan az olmaması ve ödenmiş sermayesinin asgari on trilyon olması ve kalanının üç yıl içerisinde taahhüt edilmesi,
- Hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılması ve tamamının nama yazılı olması,
- Ana sözleşmesinin 4632 sayılı Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanun hükümlerine uygun olması,
- İş planı ve sistem tasarımı ile yapılabilirlik raporlarının sunulması,
- Kurucularının tasfiyeye tabi tutulan bankerler, bankalar, sigorta şirketleri ile para ve sermaye piyasalarında faaliyet gösteren diğer kurumlarda doğrudan ve dolaylı yüzde on veya daha fazla bir oranda pay sahibi olmaması; ilgili mevzuat çerçevesinde faaliyetlerinin tamamen veya belirli faaliyet alanları itibarıyla sürekli veya başvuru tarihinden önceki bir yıl içerisinde bir ay veya daha fazla süreyle durdurma kararı verilmemiş olması; müflis veya konkordato ilan etmiş olmaması, Türk Ceza Kanununun 53 üncü maddesinde belirtilen süreler geçmiş olsa bile kasten işlenen bir suçtan dolayı beş yıl veya daha fazla süreyle hapis cezasına ya da devletin güvenliğine karşı suçlar, Anayasal düzene ve bu düzenin işleyişine karşı suçlar(zimmet, irtikap, dolandırıcılık, sahtecilik, güveni kötüye kullanma, hileli iflas, ihaleye fesat karıştırma, edimin ifasına fesat karıştırma, bilişim sistemini engelleme, bozma, verileri yok etme veya değiştirme, banka veya kredi kartlarının kötüye kullanılması, suçtan kaynaklanan malvarlığı değerlerini aklama, terörün finansmanı, kaçakçılık, vergi kaçakçılığı veya haksız mal edinme) suçlarından mahkum

olmaması; emeklilik şirketi olmanın gerektirdiği mali güç ve itibara sahip olması gerekir (<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2001/04/20010407.htm>).

3.3.5 Bireysel Emeklilik Aracıları

Bireysel emeklilik aracıları, emeklilik şirketlerinin emeklilik sözleşmelerine aracılık eden ve bunları emeklilik şirketi adına yapan kişilerdir (BETKY, madde 2) (<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2001/04/20010407.htm>). Bireysel emeklilik aracıları (<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2009/08/20090829-1.htm>) (BEAHY, madde 17);

- Mevzuata, mesleğin icaplarına ve iyi niyet kurallarına uygun faaliyette bulunur; katılımcının yaşı ve beklentilerine göre, sistemin uzun vadeli yapısını ve vergi düzenlemelerini de göz önünde bulundurarak katılımcıya doğru tavsiyede bulunur ve katılımcının taleplerine uygun olarak gerekli bilgi ve belgeleri düzenler.
- Bireysel emeklilik aracısı ancak bir emeklilik şirketi adına bireysel emeklilik aracılığı yapabilir ve yapacağı her türlü tanıtım, pazarlama, satış ve benzeri faaliyetinde ilgili mevzuat ile belirlenen esaslara uygun hareket eder.
- Bireysel emeklilik aracısı, 4632 sayılı Kanuna göre denetleme yapmaya yetkili olan merci ve kişilere, görevleriyle ilgili istenecek her türlü bilgiyi vermek ve bütün hesap, kayıt, defter ve belgeleri ibraz etmekle yükümlüdür.
- Bireysel emeklilik aracısı, aracılık faaliyetini doğrudan emeklilik şirketiyle veya çalıştığı banka, sigorta aracılığı veya bireysel emeklilik aracılığı şirketinin emeklilik şirketiyle tesis edeceği ilişki çerçevesinde yürütebilir.
- Müşterilerden faaliyet ruhsatı almış sigorta brokerleri nezdinde çalışan bireysel emeklilik aracıları temsil ettikleri katılımcılar için emeklilik şirketlerinden teklif alabilir.

Bireysel emeklilik aracısı, hiçbir surette giriş aidatı, katkı payı veya benzeri adlar altında tahsilat yapamaz, emeklilik sözleşmesi çerçevesinde katılımcı ile hiçbir para alışverişinde bulunamaz; katılımcı adına aktarım işlemi yapamaz ve katılımcı adına fon dağılımı oranlarını belirleyemez (<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2009/08/20090829-1.htm>). (BEAHY, madde 19).

Bireysel emeklilik sistemi, diğer sigortalardan farklı olarak insan faktörünün yaşama/ölme riskini barındırması dolayısıyla teminat yapısı, alınacak prim toplamı, yaş kriteri, vergi kriteri göz önüne alarak katılımcıya uygun tavsiyenin verilmesi gerekliliği olan bir sistemdir. Bundan dolayı bireysel emeklilik sistemi için uzmanlaşmış emeklilik aracılarının yetişmesini zorunlu hale getirmiştir (Yöney Fırat, 2003:4).

3.4 Bireysel Emeklilik İle İlgili Yetkili Kurumlar

Bireysel emeklilik sistemi ilgili mevzuat ve uygulamalar, ilgili yetkin kurumlar Sermaye Piyasası Kurulu, Hazine ve Maliye Bakanlığı Sigortacılık Genel Müdürlüğü, Takasbank, Emeklilik Gözetim Merkezi ve Bireysel Emeklilik Danışma Kurulu'dur (<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2001/04/20010407.htm>). Bu kurumların özellikleri ve görevleri maddeler halinde belirtilmiştir.

3.4.1 Sermaye Piyasası Kurulu

Sermaye Piyasası Kurulu ihraççının ve halka arz edilecek veya borsada işlem görecektir sermaye piyasası araçlarının türü (bireysel emeklilik fonları) ve niteliğine göre, izahnamede bulunması gereken asgari bilgilere, garantöre ve garantinin niteliğine, izahnameyi oluşturan belgelere, izahnamenin şekline, kamuya duyurulmasına, yayımlanmasına, ilan ve reklamlara, izahnamede önceden yayımlanmış bilgilere atıfta bulunulmasına, satış şartlarına, onaylanan izahnamede değişiklik yapılmasına ve izahname hazırlama ve yayımlanmasından kısmen veya tamamen muafiyete ilişkin usul ve esasları belirler (<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2012/12/20121230-1.htm>). (SPK, madde 5).

Bireysel emeklilik sisteminde emeklilik yatırım fonları, portföy yönetim şirketleri, portföy yönetim şirketleriyle yapılan sözleşmeler, saklayıcı kuruluşlarla yapılan düzenlemeler Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yapılmaktadır. Emeklilik şirketleri ve bireysel emeklilik araçlarının kamuya vereceği bilgiler SPK'nın verileri ile tutarlı olmak zorundadır. Sermaye Piyasası Kurulunun düzenleyici konumu dışında denetleme konumu da bulunmaktadır. Bireysel emeklilik fonları, portföy yöneticileri ve saklayıcı kuruluşlar yılda en az bir kez SPK tarafından denetlenir. Bireysel emeklilik fonlarının üçer aylık ve yıllık olarak bağımsız denetçiler tarafından denetlenen raporlarının bir örneği Sermaye Piyasası Kuruluna gönderilmek zorundadır (EMG 2004 yılı Gelişim Raporu, 2004: 27)

3.4.2 Hazine ve Maliye Bakanlığı Sigortacılık Genel Müdürlüğü

4632 sayılı Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanununda (<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2001/04/20010407.htm>) bireysel emeklilik sistemine ilişkin mevzuat düzenlemeleri ve sistemin geliştirilme çalışmalarının Hazine ve Maliye Bakanlığının Sigortacılık Genel Müdürlüğü tarafından yürütülmekte olduğu ifade edilmiştir. Hazine ve Maliye Bakanlığı Sigortacılık Genel Müdürlüğünün bireysel emeklilik sistemi ile ilgili görevleri şunlardır (EMG 2004 yılı Gelişim Raporu, 2004: 24):

- Emeklilik branşı faaliyet ruhsatı vermek,
- Giriş aidatı, yönetim gideri kesintisi ve fon işletim gideri kesintisi gibi emeklilik planlarının teknik esasları ile ilgili tasdik ve değişiklik işlemlerini yapmak,

- Bireysel emeklilik sisteminde katılımcılara veya kamuya açıklanacak bilgilere, açıklanma dönemleri ve sürelerine, ilan ve reklamlara ilişkin esas ve usullerin belirlenmesini sağlamak,
- Bireysel emeklilik araçlarında aranacak nitelik ve şartlara, kuruluşlarına, faaliyetlerine yapamayacakları işlere, sicile ilişkin işlemlere, tutacakları defterlere ve diğer hususlara ilişkin esas ve usulleri düzenlemek,
- Emeklilik şirketlerinin hisse yapısıyla ilgili kanunda sayılan hususlara ilişkin esas ve usullerin belirlenmesini sağlamak,
- Şirketlerin emeklilik ve sigortacılık faaliyetlerini yılda bir defa olağan olarak denetlenmesini sağlamak, gerekli gördüğü hallerde her zaman olağan dışı denetimler yapmak, denetimler ilişkin raporları değerlendirmek ve sonuçlandırmak,
- Şirketlerin mali yönden bağımsız dış denetimine ilişkin esas ve usulleri belirlemek,
- Konularına göre gerekçesi belirtilmek suretiyle 4632 sayılı kanuna tabi gerçek ve tüzel kişilere savunmaları da alınarak idari para cezası uygulamak,
- Hayat sigorta şirketinden Emeklilik şirketine dönüşüm ve Emeklilik Şirketi kuruluş izinleri ile söz konusu şirketlere emeklilik branşı faaliyet ruhsatı vermek,
- Emeklilik branşında faaliyet gösterecek şirketin, tek tip mali tablolarının hazırlanması ve izlenmesi, yükümlülüklerinin yerine getirilmesi, muhasebe kayıtlarında ve raporlamada tekdüzelik sağlanması, sağlıklı kıyaslanabilir bilgi üretimi ve akışını sağlayacak bir altyapı oluşturulması ve bu suretle bir şirketin mali durumunun izlenebilir ve değerlendirilebilir hale gelmesi için tek düzen hesap planı, mali tablolar ile bunların uygulama ve düzenleme esaslarını belirlemek,
- Emeklilik Şirketlerinin, yükümlülükleri ile orantılı öz kaynağa sahip olmasını sağlamak ve mali bünyesini güçlendirmek amacıyla altı aylık dönem sonları itibarıyla düzenlenen sermaye ve yükümlülük karşılama yeterliliği hesaplanmasına ilişkin esas ve usulleri belirlemek, formlar oluşturmak, oranlar tespit etmek ve bunların Bakanlığa gönderilme sürelerini belirlemektir.

3.4.3 Takasbank

Borsa İstanbul'un takas ve saklama bankası anonim şirkettir. Takasbank saklama hizmeti verdiği para ve sermaye piyasası araçları, kıymetli madenler ile diğer varlıklar fon adı altında kendi bünyesinde saklar. Bu saklama görevini üstlenen Takasbank'ın bireysel emeklilik sisteminde görevleri şunlardır (EYFY, madde 29). (<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/03/20130313-13.htm>):

- Fon varlıklarının saklanması,

- Fon adına yapılan varlık alım ve satım işlemlerinin takasının yapılabilmesi için gerekli ortamın sağlanması ve kontrolü
- Fon paylarının katılımcı bazında tutulması ve katılımcılara fon hesaplarında yatırıma yönlendirilecek katkı payı tutarı ile bunlara karşılık gelen pay sayılarını fon bazında izleme imkanı sağlanması,
- Fon portföyünün Sermaye Piyasası Kurulunca belirlenen esaslar çerçevesinde yönetilmesinin kontrolü,
- Portföy değerinin ve birim pay değerinin bu Yönetmelikte belirlenen değerlendirme esasları çerçevesinde hesaplandığının kontrolü,
- Fon hesaplarında yatırıma yönlendirilecek ve Şirket tarafından bildirilen katılımcı katkı paylarının fona aktarımında pay sayısının doğru hesaplanıp hesaplanmadığının kontrol edilmesi,
- Fon hesabından yapılacak ödeme ve virman işlemlerinin kontrolü,
- Fon portföyündeki menkul kıymetler üzerindeki hakların portföy yönetim şirketinin talimatı çerçevesinde kullanılmasına aracılık,
- Şirkete ve portföy yönetim şirketine, fon ile ilgili bilgileri izleme imkanının ve gerekli raporların elektronik ortamda sağlanması
- Sermaye Piyasası Kurulunca ve Hazine ve Maliye Bakanlığınca istenecek fon işlemleri ve varlıkları ile ilgili bilgilerin elektronik ortamda sağlanması ile görevlidir.

Takasbank'ta katılımcıların birikimleri olan bireysel emeklilik fonları saklandığından emeklilik şirketlerinin fonlara müdahalesi olamayacaktır. Emeklilik şirketleri konkordato ilan etse bile Takasbank'ta saklı olan fon varlıklarına el konulmasına, teminat gösterilmesine, haciz edilmesine, iflas masasına dahil edilmesine izin verilmeyecektir (Kaydu, 2006: 57).

3.4.4 Emeklilik Gözetim Merkezi

Emeklilik Gözetim Merkezi Hazine Müsteşarlığı tarafından Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu ve ilgili mevzuat gereğince (<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2001/04/20010407.htm>) 10.07.2003 tarihinde kurulmuştur. Merkezi İstanbul'dur. Hazine ve Maliye Bakanlığınca görevlendirilen tüzel kişiliği temsil eder (<https://www.egm.org.tr/bireysel-emeklilik/tarihce/>). Emeklilik Gözetim Merkezinin sermayesinin en az yüzde elli birinin şirketlere ait olması ve bu şirketlerin hisselerinin de eşit olması zorunludur. Emeklilik Gözetim Merkezinin faaliyetleri şu şekilde sıralanmaktadır (EGMÇEY: Madde7). (<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2008/01/20080112-1.htm>):

- Şirketlerden gözetime esas verileri toplar, veri tabanına kayıtlarını konsolide eder, bu kayıtları elektronik ortamda saklar, standart veri tabanı şekline dayalı bireysel emeklilik sistemi elektronik veri ambarını oluşturur ve depolanan verilerin güvenliğini sağlar.

- Şirketlerin gözetime esas verilerini Hazine ve Maliye Bakanlığınca belirlenen esaslara göre güvenli hatlar üzerinden tahsis ettiği elektronik alanlara şirketlerce verilerin yüklenmesi suretiyle toplar.

- Bireysel emeklilik hesaplarına ilişkin iş ve işlemlerin gözetimini, bireysel emeklilik sistemi elektronik veri ambarına gün sonu itibarıyla şirketlerce iletilen veriler üzerinden, mevzuatta tanımlanmış esaslara, emeklilik sözleşmelerine ve emeklilik planlarına uygunluğunu sınavan yazılım temelli doğrulama kuralları ile gerçekleştirir. Doğrulama kuralları ile kontrol edilecek parametreleri şirketlere bildirir.

- Şirketlerin gözetime esas verilerinin mali tablolardaki veriler ile tutarlılığının kontrol edilmesi amacıyla Müsteşarlıkça uygun görülen yöntemlerle mali tablolardaki ilgili verileri toplar ve konsolide eder. Bu veriler arasındaki tutarsızlıkları Müsteşarlığa raporlar.

- Müsteşarlıkça istenen bilgilerle sınırlı kalmak kaydıyla, gerektiğinde şirketin veri tabanı kayıtlarına erişip kaynakta doğrulama işlemi yapabilir. Bu işlemi, güvenli hatlar üzerinden şirketin veri tabanına veya bu amaçla özel olarak hazırlanmış ara birimler üzerinden ayna veri tabanına veyahut söz konusu veri tabanının uygun bir elektronik görünümüne erişerek gerçekleştirir.

- Verimli iletişim ve gözetimin sağlanmasını teminen, iletişim protokolü ve benzeri teknik uygulama esaslarında yapılması gereken değişiklikler hakkında Müsteşarlığa bilgi verir.

3.4.5 Bireysel Emeklilik Danışma Kurulu

Bireysel Emeklilik Danışma Kurulu bireysel emeklilik politikalarını belirlemek ve bunların gerçekleştirilmesi için gerekli önlemler konusunda bulunmak ve mevzuat düzenlemeleri hakkında tavsiye niteliğinde karar almak üzere Hazine Müsteşarlığının teklifi ile 31.10.2001 tarihinde kurulmuştur (BEDKÇEUHY, madde 5). (<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2001/10/20011031.htm#3>).

3.5 Türkiye’de Bireysel Emeklilik Sisteminin Tarihsel Süreci

Sosyal güvenliğin üçüncü ayağını oluşturan bireysel emeklilik sistemi 7 Ekim 2001 tarihinde kabul edilen Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu (<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2001/04/20010407.htm>) ile yasal çerçeve kazanmıştır. Türkiye’de bireysel emekliliğin fikir aşaması ve bugünkü süreci arasındaki tarihsel gelişimi Tablo 6’da listelenmiştir (<https://www.egm.org.tr/bireysel-emeklilik/tarihce/>).

Tablo 6: Türkiye’de Bireysel Emeklilik Sisteminin Tarihsel Gelişim Süreci

TÜRKİYE’DE BES’İN GELİŞİM SÜRECİ				
1997-1999 arası yıllar	28/03/2001	7/10/2001	10/07/2003	27/10/2003
Kamu emekliliğine alternatif üçüncü basamak emeklilik sistemi BES’ in oluşması için çalışmalar başlatıldı.	Bireysel Emeklilik Yatırım Kanunu TBMM tarafından kabul edilmiş.	TBMM’de kabul edilen BEYK yürürlüğe girmiştir.	Merkezi İstanbul olarak belirlenen Emeklilik Gözetim Merkezi kuruldu.	İlk bireysel emeklilik planı onaylanarak BES faaliyete geçmiştir.
14/09/2004	21/11/2005	16/04/2007	31/10/2007	26/09/2008
Commercial Union Hayat ve Emeklilik A.Ş isim değiştirerek Aviva Hayat ve Emeklilik A.Ş. olmuştur.	Doğan Emeklilik A.Ş isim değiştirerek Fortis Emeklilik ve Hayat A.Ş. olmuştur.	Başak Emeklilik A.Ş. isim değiştirerek Başak Groupama Emeklilik A.Ş. olmuştur.	Ak Emeklilik A.Ş. ve Aviva Hayat ve Emeklilik A.Ş. birleşerek Avivasa Emeklilik ve Hayat A.Ş unvanıyla faaliyetine devam etti.	Ankara Emeklilik A.Ş isim değiştirerek Aegon Emeklilik ve Hayat A.Ş. olmuştur.
7/10/2008	27/01/2009	30/09/2009	18/07/2001	29/06/2012
Koç Allianz Hayat ve Emeklilik A.Ş isim değiştirerek Allianz Hayat ve Emeklilik A.Ş. olmuştur.	Oyak Emeklilik A.Ş isim değiştirerek ING Emeklilik A.Ş. olmuştur.	Başak Groupama Emeklilik A.Ş isim değiştirerek Groupama Emeklilik A.Ş. olmuştur.	Fortis Emeklilik ve Hayat A.Ş. isim değiştirerek BNP Paribas Cardif Emeklilik A.Ş. olmuştur.	Çalışan bireylerin vergi matrahından indirim brüt ücret üzerinden %10’dan %15’e çıkarılmıştır.
26/03/2012	01/01/2013	10/06/2013	3/10/2013	5/10/2015
Deniz Emeklilik ve Hayat A.Ş isim değiştirerek Metlife Emeklilik ve Hayat A.Ş. olmuştur.	BES katkı paylarına %25 devlet katkısı desteği getirildi.	Finans Emeklilik ve Hayat A.Ş. isim değiştirerek Cigna Finans Emeklilik ve Hayat A.Ş. olmuştur.	Yapı Kredi Emeklilik A.Ş isim değiştirerek Allianz Yaşam ve Emeklilik A.Ş. olmuştur.	ING Emeklilik A.Ş. isim değiştirerek NN Hayat ve Emeklilik A.Ş. olmuştur.
30/09/2016	01/01/2017	13/02/2017	01/08/2017	30/03/2018
Fiba Emeklilik ve Hayat A.Ş. ve Ergo Emeklilik ve Hayat A.Ş. birleşerek Fiba Emeklilik ve Hayat A.Ş unvanıyla faaliyetine devam etti.	BES sistemine çalışanlar zorunlu olarak dahil edildi.	Asya Emeklilik ve Hayat A.Ş. isim değiştirerek Bereket Emeklilik ve Hayat A.Ş. olmuştur.	Vakıf Emeklilik A.Ş. isim değiştirerek Vakıf Emeklilik ve Hayat A.Ş. olmuştur.	Groupama Emeklilik A.Ş’ nin bireysel emeklilik portföyü Fiba Emeklilik ve Hayat A.Ş’ ye devredildi.

3.6 Bireysel Emeklilik Sisteminde Vergi Avantajları

Bireysel emeklilik sistemini uygulayan ülkelerde, kişilerin kendi isteklerine bağlı olan tasarruflarını yatırılabilecek şirketlerin katılımcı sayısının fazla olmasının nedeni katılımcıların birikimlerinin yüksek düzeyde olmasıdır. Bundan dolayı bu sistemin varlığının devam etmesini sağlamak için bazı vergi avantajları getirilmiştir. Dünya’da bireysel emeklilik sisteminin vergilendirmesinde iki türlü vergi avantajı bulunmaktadır. Bunlar katkı paylarının vergiden düşürülmesi ve fon yatırımlarından elde edilen gelirlerin emeklilik hakkı kazanana kadar fonda kaldığı süre boyunca vergi dışında tutulmasıdır (Dalğar, 2006: 75). Türkiye’de vergisel teşvik, ücretlilerin bireysel emeklilik sistemine ödedikleri katkı payları ve almakta oldukları ücretin %15’inin yıllık gelir vergisinden düşülerek gider olarak gösterilmesidir. Ancak düşürülecek gelir vergisi o yılın brüt asgari ücret tutarını geçemez. Almakta olduğu ücretin %15’i brüt asgari tutarın altında kalıyorsa bu kısım tamamen vergiden muaf tutulur (Kırkık, 2006: 88). Ayrıca sistemde 10 yıl kalmış ve 56 yaşını dolduran ya da ölüm, malullük gibi durumlardan sistemden ayrılanların birikimlerinin %25’i vergiden muaf olmaktadır.

Örnek: 2019 yılında brüt 6000 TL alan ücretli çalışan, kanunun öngördüğü %3 oranında bireysel emeklilik katkı payını ödüyorsa;

$$6000 * \%3 = 180 \text{ TL 2019 yılında brüt asgari ücret: } 2.558 \text{ TL}$$

$$6000 * \%15 = 900 \text{ TL (Brüt asgari ücretin altında kaldığından)}$$

$$5100 * \%27 = 1377 \text{ TL (Vergi Kısımı) } 1620 \text{ TL vergi (1620- 1377= 243 TL)}$$

243 TL’lik vergi indirimi olduğundan kesilen bireysel emeklilik maliyeti oluşmamaktadır.

Banka ve sigorta şirketlerinin her ne şekilde olursa olsun bütün yaptıkları muameleler banka ve sigorta muameleleri vergisine tabidir. Bireysel emeklilik sistemine yapılan teşvikle (<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2007/03/20070306-1.htm>) 21.02.2007 tarihinde 6802 sayılı Gider Vergileri Kanunda yapılan değişiklikle; “Emeklilik sözleşmeleri, hayat sigortaları (hayat sigortalarında ferdi kaza, hastalık sonucu maluliyet ve tehlikeli hastalıklar teminatlarının da ek teminat olarak verildiği sözleşmeler dahil) ve sağlık sigortaları ile ihracata ait nakliyat sigortalarında ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun (<http://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.6362-20140722.pdf>) 38/A maddesinin birinci fıkrasında tanımlanan konut finansmanı kapsamında yapılan sigortalarda sözleşme ve poliçe üzerinden alınan paralar, banka ve sigorta muameleleri vergisinden muaf tutulmuştur.”

Bireysel emeklilik sisteminde katılımcıyı bu sistemin içinde tutmak için devlet vergi teşviklerini desteklemektedir. BES’te vergi teşvikleri 3 şekilde yapılmaktadır (Büyükkara ve Balcı, 2014: 5).

•Katılımcılardan katkı payı tahsil döneminde (Memur ve diğer ücretli çalışanlardan katkı paylarının brüt asgari ücretin %15 ine kadar kısmına kadar gelir vergisinden muaf tutulması)

•Şirketlerin katkı paylarını yatırıma yönlendirmesinde ve bu yatırımdan gelir etmesi döneminde (Emeklilik fonlarından kurumlar vergisinin alınmaması ve emeklilik fonlarının değerlendirilmesi sırasında yapılan işlemlerden banka ve sigorta vergisinden muaf tutulması)

•Katılımcıların herhangi bir nedenden dolayı sistemden ayrılması döneminde (Rakıcı ve Ela, 2016: 102).

Tablo 7: Bireysel Emeklilik Sisteminden Ayrılma Sürecinde Vergi Oranları

Sistemde Kalma süresi	Kesilen Vergi oranı
10 yıldan az katkı payı ödeyip sistemden ayrılanlar	%15
10 yıl süreyle katkı payı ödeyip emekli olmadan sistemden ayrılanlar	%10
Emekli olma, vefat ya da malul olma durumu ile sistemler ayrılanlar	%5

Kaynak: <https://www.egm.org.tr/Sites/1/upload/files/YonetmelikteIDegisiklikI-848.pdf>

3.7 Bireysel Emeklilik Yatırım Fon Türleri

13.03.2013 tarih 28586 sayılı resmi gazetede yayınlanan Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmeliğine (<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/03/20130313-13.htm>) göre Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirlenen emeklilik fon türleri 14 başlık altında toplanmıştır (SPK Emeklilik Yatırım Fonları Rehberi: 5-6).(<http://www.spk.gov.tr/sayfa/dosya/1205>).

Hisse Senedi Fonu: Fon portföyünün en az %80'i devamlı olarak yerli ve/veya yabancı ihraççıların paylarından oluşan fondur.

Borçlanma Araçları Fonu: Fon portföyünün en az %80'i devamlı olarak yerli ve/veya yabancı kamu ve/veya özel sektör borçlanma araçları ile kamu borçlanma araçlarının konu olduğu ters repodan oluşan fondur.

Katılım Fonu: Fon portföyünün tamamı devamlı olarak, kira sertifikaları, katılma hesapları, ortaklık payları, altın ve diğer kıymetli madenler ile Kurulca uygun görülen diğer faize dayalı olmayan para ve sermaye piyasası araçlarından oluşan fondur.

Karma Fon: Her birinin değeri fon portföyünün %20'sinden az olmayacak şekilde, fon portföyünün en az %80'i ortaklık payları, borçlanma araçları, altın ve diğer kıymetli madenler ile kira sertifikalarının en az ikisinden oluşan fondur.

Para Piyasası Fonu: Portföyünün tamamı devamlı olarak, vadesine en fazla 184 gün kalmış likiditesi yüksek para ve sermaye piyasası araçlarından oluşan ve portföyünün günlük olarak hesaplanan ağırlıklı ortalama vadesi en fazla 45 gün olan fondur.

Kıymetli Madenler Fonu: Fon portföyünün en az %80'i devamlı olarak altın ve diğer kıymetli madenler ile bunlara dayalı para ve sermaye piyasası araçlarından oluşan fondur.

Endeks Fon: Fon portföyünün en az %80'i Kurul tarafından uygun görülen bir endeks kapsamındaki varlıkların tümünden ya da örnekleme yoluyla seçilen bir kısımdan oluşan ve baz alınan endeks ile fonun birim pay değeri arasındaki takip farkı ve takip hatasını hesaplayan fondur.

Fon Sepeti Fonu: Portföyünün en az %80'i yatırım fonlarının ve borsa yatırım fonlarının katılma paylarından oluşan fondur. Fon, yabancı borsalarda işlem gören borsa yatırım fonlarının katılma paylarına ve katılma payı satışına ilişkin izahnamesi Sermaye Piyasası Kurulunca onaylanan yabancı fonların katılma paylarına yapılan yatırım %80 hesaplamasında dikkate alınır. Fon Sepeti Fonu içtüzüğünde, yatırım yapılması planlanan yatırım fonlarının ve borsa yatırım fonlarının stratejilerine yer verilmesi zorunludur.

Katkı Fonu: Bireysel Emeklilik Sisteminde Devlet Katkısı Hakkında Yönetmelik kapsamında oluşturulan ve katılımcılar adına ödenen katkı payının değerlendirildiği fondur.

Değişken Fon: Portföy sınırlamaları itibarıyla yukarıdaki türlerden herhangi birine girmeyen fondur.

Standart Fon: Bakanlık düzenlemeleri uyarınca, sisteme giriş aşamasında herhangi bir fon tercihi bulunmayan katılımcıların birikimlerinin yatırıma yönlendirildiği fondur.

Yaşam Döngüsü/Hedef Fon: Katılımcının emeklilik tarihi, risk algısı ve yaş vb. özellikleri dikkate alınarak yatırım stratejisi oluşturulan fondur.

Başlangıç Fonu: İşverenleri aracılığıyla Bireysel Emeklilik Yatırım Kanununun Ek-2 nci ve Geçici 2 nci maddesi kapsamında bireysel emeklilik sistemine dahil edilen çalışanların birikimlerinin Bakanlık düzenlemeleri uyarınca yatırıma yönlendirildiği fondur.

OKS Standart Fon: İşverenleri aracılığıyla Bireysel Emeklilik Yatırım Kanununun Ek-2 nci ve Geçici 2 nci maddesi kapsamında bireysel emeklilik sistemine dahil edilen çalışanların birikimlerinin Bakanlık düzenlemeleri uyarınca yatırıma yönlendirildiği standart fondur (<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2001/04/20010407.htm>).

BÖLÜM 4: KATILIM BANKACILIĞI ESASINA DAYALI EMEKLİLİK YATIRIM FONLARININ PERFORMANS ANALİZİ

Finansta en önemli konulardan biri riskli yatırım portföylerinin fon performanslarının belirlenmesi sorunudur. Fon performanslarının belirlenmesinde iki boyut bulunmaktadır. Bunlardan ilki fonun getirisinin hesaplanması diğeri de çeşitlendirilmiş fon portföyünün riskinin hesaplanmasıdır (Jensen, 1968: 389). Portföy riskinin hesaplanmasındaki amaç portföyün performansının gerçekten şans eseri mi elde edildiği yoksa başarılı portföy çeşitlendirilmesi ile mi elde edildiğinin analiz edilmesidir.

4.1 Getiri

Getiri belli bir süre boyunca elde tutulan tasarruftan elde edilen kazanç veya kayıp olarak tanımlanabilir. Finansal varlıklar için getiri elde etmek için iki yöntem vardır. Birincisi nakit, temettü ve faiz ödemeleri gibi dönemselsel getiriler, ikincisi sermaye kazancı ve kaybı olarak ifade edebileceğimiz varlığın fiyatındaki artış ve azalışlardır. Yatırım araçlarında getiri şu şekilde hesaplanır (Karacabey, 1999: 93).

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

R_t : Fonun Getirisi.

P_t : Fonun Dönem Sonundaki Değeri.

P_{t-1} : Fonun Dönem Başındaki Değeri.

Fonların ve endekslerin getiri hesaplanmasında normallik varsayımını sağlamak için logaritmik getiri hesaplanır. Endeks getirileri için logaritmik getirisi şu şekilde hesaplanır. (Tekbaş vd., 2014: 26).

$$R_t = \ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right)$$

4.2 Risk

Risk ile belirsizlik kavramı genellikle aynı anlam içinde kullanılmaktadır. Ancak risk belirsizliğin sonucudur. Belirsizlik ise oluşabilecek sonuçların dağılımıdır. Risk beklenen sonuç ile gerçekleşen sonuç arasındaki farktır (Kurum, 2005: 3). Belirsizliğin olasılığı hesaplanamazken riskin olma ya da olmama olasılığı belirlenebilmektedir. Bundan dolayı belirsizlik rakamsal ifade edilemiyorken, risk rakamsal olarak ifade edilebilir ve ölçülebilmektedir. Finansal yatırım araçlarının performansını iki tür risk etkiler. Birincisi yatırım aracının bulunduğu pazara ait risktir ve tüm makro etkenlere açıktır. Bu risk sistematik risktir. İkinci risk türü ise sistematik olmayan risktir. Bu da firmaya özgü risktir. Bu risk pazardan bağımsız, fonun zamanlama, seçicilik, hareketlilik ve portföy çeşitlendirmesi gibi performanslarına bağlıdır. Finansal varlığın volatilitesi (piyasa oynaklığı) sistematik ve sistematik olmayan riskten oluşur. Fon portföyündeki riski

hesaplayabilmek için toplam riskin hesaplanması gerekmektedir. Toplam risk ise sistematik ve sistematik olmayan riskten oluşmaktadır. Sistematik risk çeşitleri piyasa riski, politik risk, enflasyon riski, faiz oranı riski, döviz kuru riski iken sistematik olmayan risk çeşitleri finansal risk, yönetim riski, endüstri riski ve faaliyet riski olarak sınıflandırılabilir.

4.2.1 Sistematik Risk

Sistematik risk çeşitlendirilemeyen risk olarak ifade edilmektedir. Bu risk türü sosyal, politik ve ekonomik olaylardan etkilenir. Sistematik risk daha öncesinden tahmin edilebilir olduğundan ancak kontrol altına alınmadığından tamamen yok edilemez. Ancak bazı türev ürünler ile etkisi azaltılabilir (Mızrak, 2017: 2). Sistematik risk çeşitlerini kısaca ifade etmek istersek;

Piyasa Riski: Borçlanmayı temsil eden finansal araçların, ortaklık paylarının, diğer menkul kıymetlerin, dövizin değerinde, ortaklık payı fiyatları ve döviz kurlarındaki dalgalanmalar nedeniyle meydana gelebilecek zarar riskini ifade eder.

Politik Risk: Bir ülkenin politik ve ekonomik çevresinde meydana gelen önemli değişikliklerde, getirilerde ortaya çıkan belirsizliği ifade eder. Ülke riski olarak da ifade edilir. Genellikle gelişmekte olan ülkelerde dış yatırım eksikliğinden kaynaklanmaktadır (Saleck, 2018: 37).

Enflasyon Riski: Piyasalardaki finansal ürünlerin fiyatlarının artması ile ortaya çıkan risktir. Yatırımcılar satın aldıkları ürünleri düşük fiyatlar ile alıp daha fazla yatırım yapmak ister. Fiyatlarda çok fazla yükselme olması durumunda bu yatırımcı ürünleri satın almaktan vazgeçer.

Faiz Oranı Riski: Faiz oranının değişmesi sonucu elde tutulan faize dayalı menkul kıymetler veya diğer varlıkların değer kaybı yaşamasıdır. Faiz oranında meydana gelen değişiklikler portföy getirisinin azalmasına neden olacaktır (Yılmaz, 2017: 12).

Döviz Kuru Riski: Fon portföyüne yabancı para cinsinden varlıkların dahil edilmesi halinde, döviz kurlarında meydana gelebilecek değişiklikler nedeniyle fonun maruz kalacağı zarar olasılığını ifade eder.

Sistematik risk piyasa yönelik risk olduğundan tüm firmalar bu riskten etkilenmektedir. Bu riski kontrol altına almak oldukça zordur. Ancak tahmin edilebilir bir risktir. Bu risk emeklilik yatırım fonlarının performans belirlenmesinde β katsayı ile hesaplanır:

$$\beta = \frac{\text{Kovaryans} (R_m, R_p)}{\text{Varyans } R_m}$$

- β : Sistematik Risk
- R_m : Pazar Portföyünün Getirisi
- R_p : Fon Portföyünün Getirisi

4.2.2 Sistematik Olmayan Risk

Sadece belirli bir firma üzerindeki finansal varlıkla ilgili risktir. Bölgeden, ülkeden, piyasadan ve sektörden kaynaklanan risklerden etkilenmez. Bu risk genellikle fon yöneticisinin tercihiyle bağlı ve firmanın yönetim tarzından kaynaklanan sebeplerden oluşabilmektedir. Sistematik olmayan risk çeşitlerini kısaca ifade etmek gerekirse;

Finansal Risk: Firmanın borçlanma sonucu sermayesindeki nakit oranını kaybetmesi, ekonomik ve çevresel koşullar nedeniyle elde ettiği gelirlerden faiz ve kar payı ödemelerini gerçekleştirememesi durumunda ortaya çıkar. Bu borçluluğun aşırı olması durumunda firmanın hisse senedi fiyatları tahvillerin fiyatlarından daha düşük fiyattan işlem görür (Sarıkamış, 2003:189).

Faaliyet Riski: Bu risk firmanın aktiflerinin hangi kaynaklarda olduğu ile ilgilidir. Eğer firmanın aktif kaynakları kaleminde duran varlıklarının miktarının fazla olması firmanın sabit maliyetlerinin artmasına neden olacak olacaktır. Bu da firmanın karlılık oranını etkileyebileceğinden faaliyet riski ile karşı karşıya kalabilecektir.

Yönetim Riski: Bu risk firmanın yönetim kararları ile ilgilidir. Yönetim kurulunca alınan kararlar sonucunda firmanın karlılığı düşebilir ve katlanmak zorunda oldukları maliyetleri artabilir.

Endüstri (Sektör) Riski: Firmanın içinde bulunduğu sektör ile ilgili risktir. Dışarıdan hammadde alan bir firma ile ülkenin kendi hammaddesi ile iş yapan sektör aynı riske sahip olmayacaktır.

4.3. Performans Değerleme Yöntemleri

Yatırım fonlarının performanslarının ölçülmesini sağlayan yöntemlerden Sharpe Oranı, Treynor Oranı, Jensen Alfası, M^2 , T^2 ve Değerleme Oranı toplam riskin ölçümü olan standart sapma ve sistematik risk katsayısı (β) baz alınarak hesaplanmaktadır. Sharpe Oranı ve M^2 performans ölçütleri toplam risk katsayısı standart sapmaya, Treynor Oranı, Jensen Alfası, T^2 ve Değerleme Oranı performans ölçütleri sistematik risk katsayısı β 'ya göre belirlenmiştir.

4.3.1 Toplam Riski (Standart Sapma) Esas Alan Yöntemler

Standart sapma fon günlük getirilerinin ortalamadan farklarının ne kadar olduğunu hesaplamak için kullanılır. Bu farklar ne kadar küçükse o fonun riski o kadar azdır. Eğer

bu sapmalar ortalamadan ne kadar fazla olursa risk artar. Bu sapmanın miktarı fondaki oynaklığın göstergesidir. Standart sapmanın formülü aşağıdaki gibidir:

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n \frac{(R_i - \bar{R})^2}{n}}$$

σ : Fonun Standart Sapması

$\bar{R}$: Fonun Getirilerinin Ortalaması

R_i : i Fonunun Getirisi

n : Gözlem Sayısı

Standart sapmaya bağlı olarak fon performansı Sharpe Oranı ve Modigliani Yöntemi (M^2) yöntemleriyle hesaplanmaktadır.

4.3.1.1 Sharpe Oranı

Alınan birim risk başına elde edilen risksiz getiri üzerindeki getiriye gösterir. Standart sapması düşük ve ortalama getirisi yüksek olan fonun sharpe oranı yüksektir. Sharpe oranının yüksek olması riske göre düzenlenmiş fonun performansının o kadar iyi olduğunu gösterir. Sharpe tarafından geliştirilen ve portföyün performansını ölçmeye yarayan eşitlik şu şekilde gösterilir (Sharpe, 1966: 119-138).

$$Sharpe\ Oranı = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$$

R_p : Portföyün Getirisi

R_f : Risksiz Menkul Kıymetin Getirisi

σ_p : Portföyün Standart Sapması

4.3.1.2 M^2 Performans Ölçütü

F. Modigliani ve L. Modigliani tarafından geliştirilen ve standart sapmayı risk ölçütü olarak kullanan bir diğer performans ölçütü ise M-kare ya da M^2 performans ölçütüdür (Modigliani ve Modigliani, 1997: 45-54). M^2 ölçütü Sharpe oranında olduğu gibi sadece portföy riskini değil aynı zamanda piyasa riskini de dikkate almaktadır (Teker vd., 2008: 94).

$$M^2 = R_f - R_m + \frac{(R_p - R_f)}{\sigma_p} * \sigma_m \text{ ya da } M^2 = Sharpe * \sigma_m + R_f - R_m$$

R_p : Fon Portföyünün Getirisi

R_m : Pazar Portföyünün Getirisi

R_f : Risksiz Menkul Kıymetin Getirisi

σ_m : Piyasanın Toplam Riski

σ_p : Portföyün Toplam Riski

4.3.2 Sistemik Riski (Beta) Esas Alan Yöntemler

Finansal piyasalarda sistemik riski ölçmede en yaygın kullanılan yöntem Beta (β) analizidir. Beta, pazar getirisiyle finansal varlığın getirisi arasındaki ilişkiyi gösteren regresyon katsayısıdır. Beta katsayısı, 1964 yılında William Sharpe tarafından geliştirilen “Finansal Varlıkları Fiyatlandırma Modeli (Capital Asset Pricing Model, CAPM)” ne konu olan finansal varlığın risk ölçütüdür. Ele alınan portföy performansının, piyasanın ortalama performansı ile olan ilişkisini ortaya koyar. Beta (β) katsayısı fon getirisi ve pazar getirisinin kovaryansının pazar getirisinin varyansına bölünmesi yoluyla hesaplanır.

$$\beta_p = \frac{cov(R_p, R_m)}{var(R_m)}$$

R_p : Portföyün Getirisi

R_m : Pazar Portföyünün Getirisi

Eğer Beta (Bireysel Emeklilik Sistemi Gelişim Raporu, 2017: 105);

=1 ise; fon pazarla birlikte hareket ediyor demektir.

>1 ise; fon pazardan daha fazla dalgalı demektir.

<1 ise; fon pazardan daha az dalgalı demektir.

Betası 1’den büyük fonlar daha fazla getiri vaat eder ancak daha risklidir. Örnek vermek gerekirse beta 2 olan bir fonun içinde bulunduğu pazar %15 getiri elde ederse fonun %30 getiri elde etmesi beklenir. Ancak pazar %10 zarar ederse fonun %20 zarar etmesi muhtemeldir. Beta katsayısı, fon incelemesi ya da tercihi yaparken risk hakkında ip uçları verir ancak dikkat edilmesi gereken konulardan biri, ele alınan portföy için getiri serisinin yeterli uzunlukta olup olmadığıdır. Yapılan istatistiksel çalışmalar, zaman aralığının uzunluğunun beta katsayısının değerini değiştirebildiğini göstermiştir.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i * R_{mt}$$

R_{it} : i Fonunun t Zamandaki Getirisi

α_i : i Fonunun Sabit Katsayısı

β_i : i Fonunun Beta Katsayısı

R_{mt} : Fonun Pazarının t Zamandaki Getirisini göstermektedir.

Ayrıca Beta katsayısını hesaplarken kullanılan geçmiş dönem fon fiyat hareketleri her zaman geleceğe ışık tutmayabilir. Sistemik olmayan riski ölçen katsayı ise, yukarıdaki regresyon modelinde de sabit katsayı olarak görülen alfa'dır. Alfa (α) gerçekleşen getiri ile beta katsayısının belirlediği getirisi arasındaki farkı ifade eder. Eğer alfa pozitifse, fon, pazarın üzerinde artı bir getiri sağlamış, 0'a eşitse fon pasif bir yönetim stratejisine sahiptir. Sistemik riske göre fon performansı Treynor Performans Endeksi, Jensen Performans Endeksi, T^2 Performans Ölçütü ve Değerleme Oranı yöntemiyle hesaplanır.

4.3.2.1 Treynor Performans Endeksi

Treynor 1965 yılında yaptığı çalışmada menkul kıymet yatırım fonlarının çeşitlendirilerek ve uygun risk gruplarına göre ayrılarak sistemik olmayan riskin ortadan kaldırılabilirliğini ifade etmektedir. Eğer sistemik olmayan risk sınırlandırılabilirse ya da tamamen yok edilirse fonun getirisi sistemik olmayan riske bağlı olarak analiz edilebilecektir (Korkmaz ve Uygurtürk, 2008: 120). Bundan dolayı Treynor performans ölçütü olarak portföyün toplam riskini değil sistemik risk olan Beta (β) katsayısını kullanarak endeks belirlemiştir (Treynor, 1965: 63-75). Treynor endeksine göre fonun portföy getirisi piyasa getirisinden yüksek olduğu durumlarda daha fazla getiri elde edecektir.

$$Treynor\ Endeksi = \frac{R_p - R_f}{\beta_p}$$

R_p : Portföyün Getirisi

R_f : Risksiz Menkul Kıymetin Getirisi

β_p : Portföyün Sistemik Riski

4.3.2.2 Treynor Kare (T^2) Performans Ölçütü

Treynor Kare Performans Ölçütü Treynor endeksine portföyün risksiz faiz oranını ekleyerek risk düzeltilmesinin yapılmış halidir (Teker vd., 2008: 95). T^2 ölçütü treynor endeksinin yüzdesel olarak belirtildiği performans ölçüm yöntemidir. Bu ölçüt aşağıdaki gibi hesaplanır:

$$T^2\text{ölçütü} = Treynor\ Oranı - (R_m - R_f)$$

R_m : Pazar Portföyünün Getirisi

R_f : Risksiz Menkul Kıymetin Getirisi

4.3.2.3 Jensen Performans Endeksi

Michael C. Jensen tarafından 1968 yılında bulunan endeks, fonların gösterge endeksine göre başarılı olup olmadığını analiz etmek için kullanılmıştır. Fon yöneticisi fon çeşitliliğini doğru belirlemişse alfa (α) değeri pozitif olacaktır. Eğer fon yöneticisi fon seçiminde başarısızsa alfa değeri negatif olacaktır. Bu endeks aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır:

$$Jensen\ Alfası\ (\alpha) = R_p - (R_f + \beta_p * (R_m - R_f))$$

R_p : Portföyün Getirisi

R_f : Risksiz Menkul Kıymetin Getirisi

R_m : Pazar Portföyünün Getirisi

β_p : Portföyün sistematik riski

4.3.2.4 Değerleme Oranı Ölçütü

Değerleme oranı Treynor ve Jensen alfa ölçütünden farklı olarak sistematik olmayan riske göre performans düzeltilmesi yapar. Değerleme oranına göre fon performansında sistematik riski farklı olan fonlar arasında farklı sonuçlar elde edilmiştir. Değerleme oranı ne kadar yüksek olursa fon performansı daha yüksek olacaktır. Çünkü Jensen Alfası (α)'nın yüksek olması fonun iyi çeşitlendirdiğinin göstergesi olacaktır.

$$Değerleme\ Oranı = \frac{Jensen\ Alfası\ (\alpha)}{Sistematik\ Olmayan\ Risk}$$

4.4 Fon Yöneticilerinin Seçicilik ve Piyasa Zamanlaması Performansının Kuadratik Regresyon Modeli ile Belirlenmesi

Kuadratik regresyon modelinin ortaya çıkmasında amaç portföyün sistematik riskinin belirli bir zaman içinde değişkenlik gösterebileceği olasılığının tahmin edilmesidir. Bu model ilk defa 1966 yılında Treynor-Mazuy tarafından portföyün volatilitésinin (oynaklığının) pazarın yüksek getiri sağladığı dönemin, pazarın düşük getiri sağladığı dönemden daha fazla mı sorusuna cevap bulmak için kullanılmıştır. Bu modelin eğimi yani β faizden arındırılmış piyasa getirisi ile faizden arındırılmış portföy getirisi arasındaki ilişkiyi vermektedir. Ayrıca bu model portföy yöneticisi bu süreçte nasıl bir seçim yapmış ve bu yaptığı seçim uzun sürede başarılı olmuş mu sorularının cevabını da vermektedir. Eğer portföy yöneticisi portföyündeki hisse senetlerini iyi çeşitlendirmişse piyasa getirisi yüksek olduğu dönemde ona göre yüksek portföy getirisi, piyasa getirisi düşük olduğu dönemde ise en az kayıpla portföy getirisi elde edecektir. Bu da gösteriyor ki portföy yöneticisinin yapacağı seçimler ile sistematik risk kontrol altına alınabilecektir.

Bu da portföy yöneticisinin piyasa zamanlama yeteneğini belirleyecektir. Treynor-Mazuy tarafından hesaplanan kuadratik regresyon modeli aşağıdaki gibidir:

$$R_p - R_f = \alpha + \beta * (R_m - R_f) + C * (R_m - R_f)^2 + e_p$$

α : Fon yöneticisinin seçicilik yeteneğini gösterir.

β : Fon yöneticisinin piyasa zamanlama yeteneğini gösterir.

R_p : Fon Portföyünün Getirisi

R_m : Pazar Portföyünün Getirisi

R_f : Risksiz Menkul Kıymetin Getirisi

C : Piyasa Zamanlaması

“C” katsayısının pozitif olması yöneticinin piyasa zamanlaması yeteneğinin yüksek olduğunu, negatif olması ise yöneticinin piyasa zamanlaması yeteneğinin hiç olmadığını göstermektedir.

4.5 Olay Etüdü Yöntemi (Event Study)

1970 yılında Fama tarafından tanımlanan Etkin Piyasa Hipotezinde yarı güçlü formda olan piyasalarda menkul kıymet fiyatlarının kamu tarafından açıklanan bilgiler ile tutarlı olduğu, açıklanan bilgilerin hisse senedi fiyatlarına tam olarak yansıdığını ifade etmektedir (Fama, 1970: 383-417). Bu nedenle kamuya duyurulan yeni bir bilgiye hisse senedi fiyatlarının aşırı bir tepki vermesi beklenmemelidir. Ancak şirketlerin hisse senetleri ile ilgili kamu tarafından yapılan duyuruların fiyatları etkilendiği görülmüştür. Bunun nedeni Fama'nın teorisinde belirttiği yarı güçlü piyasanın olmamasıdır. Bu nedenle verilen tepkinin ölçülmesi ilk kez 1933 yılında Dolley tarafından yapılan olay etüdü yöntemiyle hesaplanmıştır. Dolley çalışmasında hisse senedi bölünmelerinin etkilerini inceleyerek ayrılma durumunda hisse senetlerinin fiyat değişiklerini analiz etmiştir. 1921-1931 yılları arasında faaliyet gösteren çalışmada, 95 bölünen hisse senedinin 57'sinde hisse fiyatlarının arttığı 26'sında hisse fiyatlarının düştüğü ve 12'sinde fiyatların değişmediği sonucu elde edilmiştir. Myers ve Bakay (1948), Baker (1956, 1957, 1958), Ashley (1962), Ball and Brown (1968), Fama, Fisher, Jensen ve Roll (1969) da hisse senedi fiyatlarının verdikleri tepkiyi olay etüdü yöntemi ile analiz etmişlerdir (Campbell vd, 1997: 149-150). Olay çalışmaları, genellikle belirli bir olayın ekonomik etkisini değerlendirmek için kullanılır. Amaç, olayın meydana gelmesinde gerçekleşen gerçek getiri (beklenen veya normal getiri) baz alınarak, temel güvenlik üzerindeki beklenmeyen veya anormal getirilerin etkisini ölçmektir. Olay çalışmalarında genellikle Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modeli (CAPM) baz alınarak En Küçük Kareler (EKK) yöntemi kullanılarak ölçüm yapılmaktadır. Ancak bu modele alternatif olarak basit ortalama ve piyasa ayarlı getiri modelleri de kullanılmaktadır. Bu modellerin performansının olay

çalışmalarında en küçük kareler yönteminden daha başarılı olduğu gösteren çalışmalar bulunmaktadır (Cable ve Holland, 1999: 6). Anormal getiri getiren performans modelleri 4 farklı şekilde düzenlenmiştir (Başdaş, 2013:11).

- Sıfıra Ayarlı Getiri (Zero Adjustment to Returns): Fiili getiri ile anormal getiri arasında farkın olmamasıdır.
- Düzeltilmiş Ortalama Getiri (Mean Adjusted Returns): Belli tahmin süresi boyunca olay tarihinin öncesinde veya civarında hesaplanan getiri kadar anormal getiri elde edilecektir.
- Piyasa Ayarlı Getiri (Market Adjusted Returns): Hisse senedi getirisinin piyasa getirisi kadar olması gerektiği öngörülmektedir ve bu arada fark kadar anormal getiri elde edilecektir.
- Piyasa ve Risk Ayarlı Getiri (Market and Risk Adjusted Models): Hisse senedi getirisi üzerinde piyasa getirisinin etkisini yok ederek firmanın risk faktörünün hesaplamaya katılarak anormal getiri elde edilecektir.

Katılım esasına dayalı bireysel emeklilik fonlarının günlük getirileri baz alınarak yapılan performans analizi çalışmamızın devamında, 15.07.2016 tarihinde gerçekleşen politik krizin fonların getirilerinde anormal bir getiriye (AR) sebep olup olmadığı analiz edilmiştir. Analizlerde Brown ve Warner (1985) tarafından kullanılan düzeltilmiş ortalama getiri modeli kullanılmıştır. Olayın tarihi $t = 0$ 'dır, etkinlik tarihine göre tahmin penceresi olarak tanımlanan, $t = -90$ (T2) ile $t = -10$ (T1) arasında, 80 günlük ortalama getiri hesaplanmaktadır. Olay periyodunun kendisi tahmin süresine dahil değildir. Gerçek getiri ile tahmin edilen ortalama getiri arasındaki fark, anormal getiri olarak adlandırılmaktadır (Brown ve Warner, 1985: 6).

$$AR_{it} = R_{it} - \bar{R}$$

AR_{it} : Fonun Anormal Getirisi

R_{it} : Fonun Gerçek Getirisi

$\bar{R}$: Fonun Tahmin Edilen Getirisi

$$\bar{R} = \frac{1}{(T_2 - T_1 + 1)} \sum_{t=T_1}^{T_2} R_t$$

SAR değişkeni t gününde fonun istatistiksel olarak anlamlı bir anormal getiri oluşturup oluşturmadığını göstermektedir. %5 güven aralığı için ± 1.96 dan büyük bir değer istatistiksel olarak anlamlı bir anormal getiriyi ifade etmektedir.

$$SAR_{it} = \frac{AR_{it}}{SD(AR_{it})}$$

$$\sigma(AR_{it}) = \sqrt{\frac{1}{T_2 - T_1} \sum_{t=T_1}^{T_2} AR_{it}^2}$$

Tüm fonlar için ortalama anormal getiriler aşağıdaki formülle hesaplanmış, ortalama anormal getirilerinin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığı t istatistiği ile analiz edilmiştir. AAR_t değişkeni fonların ortalama anormal getirisini ifade etmektedir.

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it}$$

$$t_{ist} = \frac{AAR_t}{(\sigma_{AR})/\sqrt{N}}$$

4.6 Araştırmanın Konusu

Bu araştırmanın konusu faize duyarlı yatırımcıların tasarruflarını değerlendirdiği Türkiye’de katılım bankacılığı esasına uygun kurulmuş olan emeklilik fonlarının performanslarını ve bu fonların yöneticilerinin seçicilik ve piyasa zamanlama yeteneklerini analiz etmektir. Faize duyarlı tasarruf sahiplerine hangi bireysel emeklilik fonunun daha başarılı olduğu, fon yöneticilerinin fon çeşitliliğinde başarılı olup olmadığı ve bu başarının piyasada sürekliliği sağlayıp sağlamadığı konusunda yardımcı olmaktadır. Ayrıca bir kriz anında katılım esasına dayalı emeklilik yatırım fonlarının anormal getiri sağlayıp sağlamadığını da analiz etmektir.

4.7 Örneklem Seçimi ve Veri Toplama Yöntemi

Kamu aydınlatma platformu (KAP)’ da yayınlanan 266 bireysel emeklilik fonunun fon tüzükleri incelenerek belirlenen katılım esasına dayalı 40 emeklilik fonunun 01.08.2014-28.02.2019 tarihleri arasındaki günlük birim getirileri analiz edilerek performansları karşılaştırılmıştır. 21.03.2019 tarihi itibarıyla 266 emeklilik yatırım fonu arasında 53’ü katılım esasına dayalı emeklilik fondur. 53 fon arasında 40 fonun seçilme nedeni fonların halk arz tarihlerinin 01.08.2014 tarihinden öncesinde olmasıdır. Diğer 13 katılım bankacılığı esasına dayalı emeklilik yatırım fonu 2016 yılı ve sonrasında kurulmuş ve halka arz edilmiştir. Örneklem sayısının eşit olma koşulunu sağlamak amacıyla 53 fon arasından 40 fon seçilmiştir. Bu 40 fonun varlık türü altına dayalı finansal araçlar, kira sertifikaları, ortaklık payları, katılım hesapları ve hisse senedinden oluşmaktadır. Bu seçilen 40 fonun her birinin 1157 günlük birim fiyatı baz alınmıştır. Fon birim fiyatlarının logaritmik getirisi hesaplanarak analiz yapılmıştır. Bu 40 fonun günlük fiyatları ve katılımcı sayıları İstanbul Takas ve Saklama A.Ş ve Sermaye Piyasası Kurulu’nun yayınlamış olduğu verilerden alınmıştır. Ayrıca 01.08.2014-28.02.2019 tarihleri arasındaki BIST 100 kapanış fiyat verileri ve BIST bankalar arası gecelik repo faiz verileri Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının elektronik veri tabanından elde edilmiştir.

4.8 Değişkenler

Bu araştırmada 42 tane değişken bulunmaktadır. Bu değişkenlerden 40'ı katılım bankacılığı esasına dayalı emeklilik yatırım fonlarının getirileri 2 tanesi de benchmark (piyasa göstergesi) olarak hesapladıklarımız BIST 100 endeksi ve 40 fonun ortalaması ile oluşturulan endekstir. Katılım esasına dayalı 40 emeklilik yatırım fonunun halka arz tarihleri, risk seviyeleri ve katılım sayıları aşağıdaki Tablo 8'de gösterilmektedir.

Tablo 8: Katılım Esasına Dayalı 40 Emeklilik Yatırım Fonunun Tüzük Bilgileri

FON KOD	FON İSMİ	FONUN HALKA ARZ TARİHİ	RİSK ORANI (1-7 ARASI NDA)	YATIRIMCI SAYISI (21.03.2019 tarihi itibarıyla)
AEA	ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK A.Ş. ALTIN KATILIM EMEKLİLİK YATIRIM FONU	30.04.2013	6	346.312
AER	ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK A.Ş. KATILIM KATKI EMEKLİLİK YATIRIM FONU	30.04.2013	2	27.358
AGE	ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK A.Ş. KATILIM STANDART EMEKLİLİK YATIRIM FONU	30.11.2010	2	57.207
AEL	AVİVASA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. ALTIN EMEKLİLİK YATIRIM FONU	7.08.2013	5	340.107
HEA	AXA HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. ALTIN KATILIM EMEKLİLİK YATIRIM FONU	1.10.2013	6	11.655
HEE	AXA HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. KATILIM DEĞİŞKEN EMEKLİLİK YATIRIM FONU	1.10.2013	4	1.804
HER	AXA HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. KATILIM KATKI EMEKLİLİK YATIRIM FONU	1.10.2013	3	3.278
AGA	BEREKET EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. ALTIN KATILIM EMEKLİLİK YATIRIM FONU	7.05.2013	6	54.565
AGB	BEREKET EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. BÜYÜME KATILIM DEĞİŞKEN EMEKLİLİK YATIRIM FONU	5.06.2012	5	24.597
AGD	BEREKET EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. KATILIM STANDART EMEKLİLİK	7.05.2013	2	75.145

	YATIRIM FONU			
AGG	BEREKET EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. KATILIM DEĞİŞKEN GRUP EMEKLİLİK YATIRIM FONU	12.06.2012	4	49.453
AGH	BEREKET EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. KATILIM HİSSE SENEDİ EMEKLİLİK YATIRIM FONU	28.05.2012	6	68.240
AGM	BEREKET EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. MUHAFAZAKAR KATILIM DEĞİŞKEN EMEKLİLİK YATIRIM FONU	21.05.2012	2	80.181
AGT	BEREKET EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. KATILIM KATKI EMEKLİLİK YATIRIM FONU	2.05.2013	2	72.529
BNB	BNP PARİBAS CARDİF EMEKLİLİK A.Ş. ALTIN EMEKLİLİK YATIRIM FONU	30.04.2013	6	28.101
GEA	GARANTİ EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. KATILIM DİNAMİK DEĞİŞKEN EMEKLİLİK YATIRIM FONU	6.05.2009	4	37.469
GES	GARANTİ EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. KATILIM STANDART EMEKLİLİK YATIRIM FONU	26.06.2013	2	22.314
GHA	GARANTİ EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. ALTIN EMEKLİLİK YATIRIM FONU	26.06.2013	6	97.587
GHL	GARANTİ EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. KATILIM KATKI EMEKLİLİK YATIRIM FONU	2.05.2013	2	58.805
HHA	HALK HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. KATILIM KATKI EMEKLİLİK YATIRIM FONU	21.11.2013	2	14.957
HHD	HALK HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. KATILIM STANDART EMEKLİLİK YATIRIM FONU	21.11.2013	2	13.849
HHM	HALK HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. KATILIM HİSSE SENEDİ EMEKLİLİK YATIRIM FONU	2.12.2013	5	1.765
HHN	HALK HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. KATILIM DİNAMİK DEĞİŞKEN EMEKLİLİK YATIRIM FONU	21.11.2013	4	3.532
KEA	KATILIM EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. KATILIM KATKI EMEKLİLİK YATIRIM FONU	22.07.2014	2	252.233

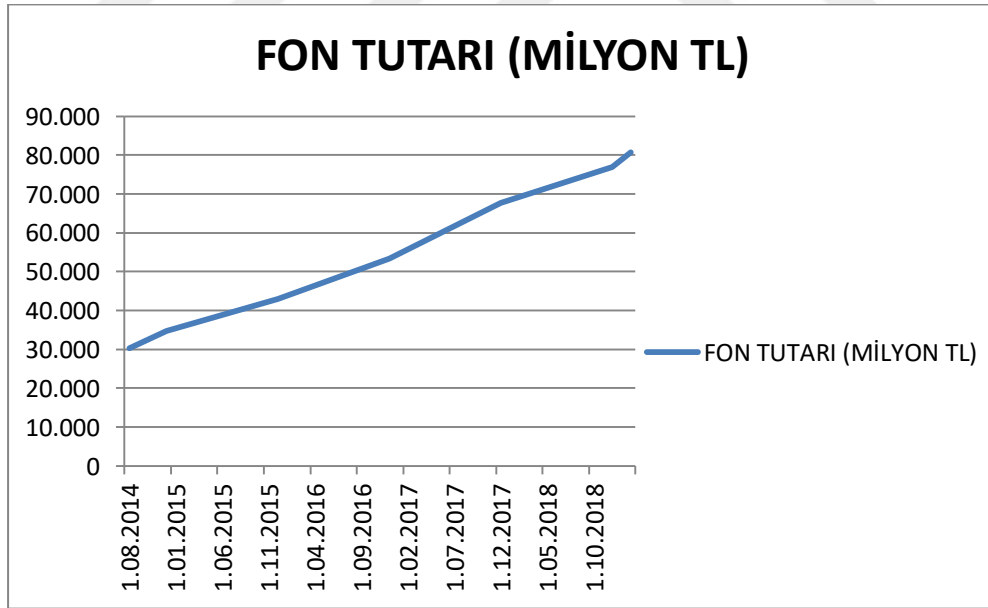
KEB	KATILIM EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. KATILIM STANDART EMEKLİLİK YATIRIM FONU	16.07.2014	2	253.793
KEF	KATILIM EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. ALTIN KATILIM EMEKLİLİK YATIRIM FONU	16.07.2014	6	122.579
KEG	KATILIM EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. DENGELİ KATILIM DEĞİŞKEN EMEKLİLİK YATIRIM FONU	16.07.2014	4	106.074
KEH	KATILIM EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. KATILIM HİSSE SENEDİ EMEKLİLİK YATIRIM FONU	16.07.2014	5	78.845
KEK	KATILIM EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. KATILIM DEĞİŞKEN GRUP EMEKLİLİK YATIRIM FONU	23.07.2014	3	44.849
MHA	METLİFE EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. KATILIM KATKI EMEKLİLİK YATIRIM FONU	28.02.2014	2	783
MHS	METLİFE EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. KATILIM STANDART EMEKLİLİK YATIRIM FONU	13.01.2014	3	813
VEA	VAKIF EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. KATILIM DEĞİŞKEN GRUP EMEKLİLİK YATIRIM FONU	15.02.2012	3	451
VEB	VAKIF EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. KATILIM DENGELİ DEĞİŞKEN EMEKLİLİK YATIRIM FONU	23.02.2012	4	76.921
VER	VAKIF EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. KATILIM KATKI EMEKLİLİK YATIRIM FONU	30.04.2013	2	185.480
VEY	VAKIF EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. KATILIM DİNAMİK DEĞİŞKEN GRUP EMEKLİLİK YATIRIM FONU	27.10.2010	4	4.528
VGA	VAKIF EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. ALTIN KATILIM EMEKLİLİK YATIRIM FONU	24.09.2013	5	334.424
VGB	VAKIF EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. KATILIM STANDART EMEKLİLİK YATIRIM FONU	1.03.2010	2	112.866
ZHA	ZİRAAT HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. KATILIM STANDART EMEKLİLİK YATIRIM FONU	1.07.2011	2	61.613

ZHN	ZİRAAT HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. ALTIN KATILIM EMEKLİLİK YATIRIM FONU	17.09.2013	6	94.964
ZHT	ZİRAAT HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. KATILIM KATKI EMEKLİLİK YATIRIM FONU	30.04.2013	2	86.040

Kaynak: <http://www.spk.gov.tr/SiteApps/PortfoyDegerleri/YatirimFonlari/E>

Tablo 8’de belirtilen 40 fonun risk değerleri fonun geçmiş performansına göre belirlenmiştir. Risk değeri her zaman değişebilir. Bu risk değerleri fonların en son güncellenmiş Kamu Aydınlatma Platformunda (KAP) yayınlanan fon tanıtım formlarından tespit edilmiştir. Risk seviyeleri fonun geçmiş haftalık getirilerinden elde edilen volatilité (piyasa oynaklığı) hesaplanması sonucu belirlenmiştir. Bu risk seviyeleri 1-7 arasında belirlenmiştir. 1-2 arası düşük risk, 3-5 arası orta risk, 6-7 arası yüksek risk seviyesi olarak belirlenmiştir. Risk değeri önemli riskleri kapsamakla birlikte; kredi riski, likidite riski, karşı taraf riski, ihraççı riski, operasyonel risk, türev araç kullanımından kaynaklanan riskler ile piyasalardaki olağanüstü durumlardan kaynaklanabilecek riskleri içermez.

Şekil 2: Bireysel Emeklilik Sisteminde 2014-2019 Yılları Arasındaki Fon Tutarı Değişimi



Şekil 2’de gösterildiği üzere veri analizin başladığı 01.08.2014 tarihinde 30.308.506.276 TL olan fon tutarı, 28.02.2019 tarihi itibarıyla 80.801.929.605 TL’ye ulaşmıştır.

Tablo 9: Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler (2014/08-2019/02)

Değişkenler	Gözlem Sayısı	Ortalama Getiri	Standart Sapma	Basıklık	Çarpıklık	Maksimum Getiri	Minimum Getiri
AEA	1157	0,0007	0,0111	29,2044	1,9491	-0,0721	0,1393
AER	1157	0,0004	0,0011	15,0818	-0,6024	-0,0083	0,0090
AGE	1157	0,0003	0,0024	7,9815	-0,7759	-0,0184	0,0149
AEL	1157	0,0008	0,0112	24,1250	1,7019	-0,0685	0,1337
HEA	1157	0,0007	0,0107	29,2675	2,0042	-0,0696	0,1359
HEE	1157	0,0004	0,0027	3,4313	-0,5832	-0,0184	0,0131
HER	1157	0,0004	0,0011	12,5433	-0,1394	-0,0087	0,0075
AGA	1157	0,0008	0,0113	25,7487	1,7831	-0,0700	0,1374
AGB	1157	0,0004	0,0031	5,3267	-0,7705	-0,0241	0,0153
AGD	1157	0,0003	0,0008	14,2643	-0,2170	-0,0060	0,0069
AGG	1157	0,0004	0,0025	4,4462	-0,5091	-0,0165	0,0146
AGH	1157	0,0004	0,0092	4,3666	-0,9416	-0,0633	0,0323
AGM	1157	0,0004	0,0030	56,4678	2,3438	-0,0292	0,0432
AGT	1157	0,0003	0,0025	96,3664	-4,1228	-0,0372	0,0298
BNA	1157	0,0007	0,0114	26,1055	1,7916	-0,0711	0,1391
GEA	1157	0,0003	0,0027	3,3644	-0,6442	-0,0183	0,0100
GES	1157	0,0003	0,0010	16,2400	-0,1872	-0,0079	0,0085

GHA	1157	0,0007	0,0111	28,2099	1,8887	-0,0707	0,1384
GHL	1157	0,0004	0,0010	6,8042	0,0764	-0,0056	0,0067
HHA	1157	0,0004	0,0012	5,8357	-0,6248	-0,0075	0,0057
HHD	1157	0,0003	0,0008	14,6741	-0,1817	-0,0054	0,0065
HHM	1157	0,0004	0,0097	5,4050	-1,0765	-0,0733	0,0394
HHN	1157	0,0003	0,0034	8,6636	-1,2233	-0,0277	0,0143
KEA	1157	0,0004	0,0010	12,1554	-0,3675	-0,0074	0,0080
KEB	1157	0,0004	0,0009	25,8509	-1,3807	-0,0106	0,0071
KEF	1157	0,0008	0,0111	27,5545	1,9022	-0,0704	0,1378
KEG	1157	0,0004	0,0024	6,9790	-0,9753	-0,0189	0,0111
KEH	1157	0,0004	0,0092	5,0362	-1,0109	-0,0636	0,0359
KEK	1157	0,0005	0,0024	6,3593	0,0343	-0,0123	0,0194
MHA	1157	0,0003	0,0012	19,4493	-2,0650	-0,0130	0,0057
MHS	1157	0,0003	0,0026	2,8369	-0,6095	-0,0151	0,0090
VEA	1157	0,0003	0,0018	13,2749	-0,6852	-0,0126	0,0130
VEB	1157	0,0003	0,0031	6,5685	-1,0439	-0,0216	0,0152
VER	1157	0,0004	0,0012	4,0046	-0,6506	-0,0075	0,0052
VEY	1157	0,0004	0,0033	4,2413	-0,8395	-0,0207	0,0147
VGA	1157	0,0008	0,0111	28,0591	1,8898	-0,0690	0,1377

VGB	1157	0,0003	0,0012	5,8870	-0,9176	-0,0080	0,0056
ZHA	1157	0,0003	0,0009	7,4755	-0,2090	-0,0050	0,0056
ZHN	1157	0,0008	0,0113	26,5834	1,8611	-0,0675	0,1384
ZHT	1157	0,0004	0,0010	7,6802	-0,1784	-0,0060	0,0068
ORT_FON	1157	0,0004	0,0033	40,8095	1,9057	-0,0267	0,0454
BIST 100	1157	0,0002	0,0127	1,8979	-0,3928	-0,0735	0,0526

Katılım bankacılığı esasına yönelik örneklem olarak belirlediğimiz 40 fonun 01.08.2014-28.02.2019 tarihleri arasındaki 1157 günlük birim fiyatlarına göre hesaplanan ortalama, standart sapma, basıklık, çarpıklık değerleri, maksimum ve minimum getirileri Tablo 9’da gösterilmiştir. Ortalama getirisi ve standart sapması en yüksek olan fonlar Ziraat Hayat ve Emeklilik A.Ş. Altın Katılım Emeklilik Yatırım Fonu (ZHN) ile Bereket Emeklilik ve Hayat A.Ş. Altın Katılım Emeklilik Yatırım Fonu (AGA)’dur.

Tablo 10: Değişkenlere Ait Normallik ve Durağanlık Testleri (2014/08-2019/02)

Değişkenler	Gözlem Sayısı	Jarque-Bera Test İstatistiği (Normallik Testi) %5	Olasılık Değeri	Augmented Dickey Fuller Test İstatistiği (Durağanlık Testi) %5	Olasılık Değeri
AEA	1157	41328,400	0,000	-22,229	0,000
AER	1157	10891,780	0,000	-12,380	0,000
AGE	1157	3143,626	0,000	-32,608	0,000
AEL	1157	28257,700	0,000	-22,048	0,000
HEA	1157	41545,930	0,000	-21,914	0,000
HEE	1157	623,448	0,000	-31,897	0,000

HER	1157	7487,838	0,000	-33,902	0,000
AGA	1157	32167,520	0,000	-22,104	0,000
AGB	1157	1461,302	0,000	-33,307	0,000
AGD	1157	9689,213	0,000	-11,126	0,000
AGG	1157	987,941	0,000	-33,867	0,000
AGH	1157	1074,954	0,000	-32,044	0,000
AGM	1157	152877,500	0,000	-23,828	0,000
AGT	1157	445482,100	0,000	-27,766	0,000
BNA	1157	33054,440	0,000	-22,141	0,000
GEA	1157	616,219	0,000	-32,612	0,000
GES	1157	12555,740	0,000	-11,249	0,000
GHA	1157	38565,270	0,000	-22,178	0,000
GHL	1157	2201,106	0,000	-11,453	0,000
HHA	1157	1692,499	0,000	-31,171	0,000
HHD	1157	10250,970	0,000	-10,712	0,000
HHM	1157	1609,705	0,000	-32,044	0,000
HHN	1157	3855,490	0,000	-32,343	0,000
KEA	1157	7053,972	0,000	-10,995	0,000
KEB	1157	32174,410	0,000	-13,164	0,000

KEF	1157	36834,780	0,000	-22,219	0,000
KEG	1157	2497,021	0,000	-32,379	0,000
KEH	1157	1400,267	0,000	-32,075	0,000
KEK	1157	1921,604	0,000	-32,749	0,000
MHA	1157	18819,840	0,000	-34,645	0,000
MHS	1157	452,474	0,000	-33,156	0,000
VEA	1157	8473,253	0,000	-31,880	0,000
VEB	1157	2259,077	0,000	-32,512	0,000
VER	1157	842,025	0,000	-21,201	0,000
VEY	1157	988,804	0,000	-31,903	0,000
VGA	1157	38161,990	0,000	-22,211	0,000
VGB	1157	1807,753	0,000	-21,520	0,000
ZHA	1157	2664,410	0,000	-11,368	0,000
ZHN	1157	34301,890	0,000	-22,058	0,000
ZHT	1157	2809,738	0,000	-11,227	0,000
ORT_FON	1157	79985,920	0,000	-22,933	0,000
BIST 100	1157	199,756	0,000	-33,855	0,000

Katılım bankacılığı esasına dayalı emeklilik yatırım fonlarının performansı hesaplanmasında elde ettiğimiz veriler belli zaman aralığındaki fon getirileridir. Bu fon getirilerinin serisi bir zaman serisidir. Zaman serileri ile ilgili regresyon analizi çalışmaları serilerin durağan olup olmadığının test edildikten sonra yapılması gerekmektedir. Eğer seriler durağan değilse değişkenler arasında anlamlı bir ilişki

oluşmasa bile anlamlı ilişki varmış gibi test istatistik sonuçları ortaya çıkabilmektedir. Durağan olmayan serilerin kullanılması durumunda ise regresyon analizi sonuçlarının yanlış yorumlanmasına neden olmaktadır. Tablo 10’da belirtilen 42 değişkeninin %5 anlamlılık seviyesinde durağan olup olmadıkları birim kök testi (Augmented Dickey Fuller) ile analiz edilmiş ve tüm değişkenlerin durağan olduğu görülmüştür. Tüm değişkenlerimiz durağan olmasına rağmen normallik varsayımı koşulunu sağlamamaktadır. Normallik varsayımı Jarque Bera Test ile analiz edilmiştir. Olasılık değeri $<0,05$ değerinin altında kaldığından değişkenlerin sahip olduğu veri seti normallik varsayımını sağlamamaktadır.

4.9 Araştırma Hipotezleri

01.08.2014-28.02.2019 tarihleri arasında faaliyetine devam eden katılım esasına dayalı emeklilik yatırım fonlarının performanslarının varlık türü %50 ve üzerinde altına dayalı sermaye piyasası araçları ve kira sertifikalarından oluşan fon gruplarının performans ölçütleri, kamu şirketleri ve özel şirketlerden oluşan fon gruplarının performans ölçütleri, 11 fon şirketinin performans ölçütleri ve risk seviyelerine göre gruplandırılmış fon gruplarının performans ölçütleri arasında anlamlı bir farklılık olmadığı 4 adet hipotez testi ile analiz edilmiştir. Fon performans ölçütü olarak Sharpe Oranı, Treynor Oranı, Jensen Alfasi, M^2 , T^2 ve Değerleme Oranı kullanılmıştır. Bireysel emeklilik fonları tür yoğunluğu, şirket yönetimi ve risk seviyelerine göre gruplandırılmış olup, belirlenen fon gruplarının performansları arasında farklılık olup olmadığı aşağıda hipotez testleri ile analiz edilmiştir. Hipotez 5 testi ile ise politik bir krizin katılım esasına dayalı emeklilik fonlarının getirileri üzerinde bir etkisinin olup olmadığının testidir.

Hipotez 1: Aynı tür yoğunluğuna sahip katılım esasına dayalı emeklilik fonlarının performansları arasında anlamlı fark yoktur.

Hipotez 2: Farklı fon şirketlerinin katılım esasına dayalı emeklilik fonlarının performansları arasında fark yoktur.

Hipotez 3: Özel emeklilik fon şirketleri tarafından yönetilen katılım esasına dayalı emeklilik fonları performansları ile kamu emeklilik fon şirketleri tarafından yönetilen katılım emeklilik fonlarının performansları arasında fark yoktur.

Hipotez 4: Farklı risk grubu içerisinde bulunan katılım esasına dayalı emeklilik fonlarının performansları arasında fark yoktur.

Hipotez 5: Krizlerin katılım esasına dayalı emeklilik yatırım fonlarının getirisi üzerinde etkisi yoktur.

Yapılan analizler sonucunda Hipotez 1 ve Hipotez 4 ‘de belirlenen fon grupları arasında farklılık bulunurken, Hipotez 2 ve Hipotez 3 ‘de belirlenen fon grupları arasında farklılık bulunamamıştır. Hipotez 5 ‘de ise krizlerin katılım esasına dayalı bireysel emeklilik fonlarının getirileri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı negatif etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

4.9.1 Aynı Tür Yoğunluğuna Sahip Katılım Esasına Dayalı Bireysel Emeklilik Fonlarının Performansı

Araştırma konumuz kapsamında seçtiğimiz katılım bankacılığı esasına dayalı bireysel emeklilik fonlarının varlık türleri altına dayalı finansal araçlar, kira sertifikaları, ortaklık payları, katılım hesapları ve hisse senedinden oluştuğu fon tüzüklerinin ilgili maddelerinde belirtilmiştir. Ancak seçtiğimiz fonların varlık türleri incelediğinde; bu fonların varlık oran dağılımı %50 ve üzerinde kira sertifikaları ve altına dayalı sermaye piyasası araçlarından oluştuğu tespit edilmiştir.

Araştırma kapsamında seçtiğimiz 40 emeklilik yatırım fonu altın ve kira sertifikası varlık türü yoğunluğuna göre gruplanmış, 9 emeklilik yatırım fonunun altına dayalı sermaye piyasası araçları yoğun varlık türüne sahip olduğu, 31 emeklilik yatırım fonunun da kira sertifikasına dayalı yoğun varlık türüne sahip sermaye piyasası araçlarından oluştuğu belirlenmiştir. Altın ve kira sertifikası olarak gruplandırılan emeklilik yatırım fonlarının performansları arasında anlamlı farklılık olup olmadığı ile ilgili hipotezi test etmek için fonların Sharpe Oranı, Treynor Oranı, Jensen Alfa'sı, M^2 , T^2 Ve Değerleme Oranı hesaplanıp istatistik anlamlılık testlerinden t testi ve Mann Whitney U testi ile analiz edilmiştir.

H_0 : Aynı tür yoğunluğuna sahip katılım esasına dayalı emeklilik fonlarının performansları arasında anlamlı fark yoktur.

H_1 : Aynı tür yoğunluğuna sahip katılım esasına dayalı emeklilik fonlarının performansları arasında anlamlı fark vardır.

Tablo 11'de gösterilen performans ölçütlerinin hesaplamasında piyasa portföy getirisi (R_m) olarak kabul edilen BIST 100 endeks verilerinin logaritmik getirisi kullanılmıştır. Fon varlık türü oranı en fazla altına dayalı sermaye araçlarından oluşan fonların Sharpe Oranı, Jensen Alfa'sı, M^2 ve Değerleme Oranına göre en iyi performans getirisi sağlayan fon türü Katılım Emeklilik ve Hayat A.Ş. Altın Katılım Emeklilik Yatırım Fonu (KEF) iken Treynor ve T^2 Oranına göre en iyi performans getirisi sağlayan fon türü Axa Hayat ve Emeklilik A.Ş. Altın Katılım Emeklilik Yatırım Fonu (HEA)'dur. BIST 100 endeksine göre fon varlık türü oranı en fazla altına dayalı sermaye araçlarından oluşan fonların hepsinin performans getirileri pozitif olduğundan fon performansları başarılıdır.

Tablo 11'de gösterilen performans ölçütlerinin hesaplamasında ayrıca piyasa portföy getirisi olarak analizlere dahil edilen 40 fonun ortalama getirisi kullanılmıştır. Fon varlık türü oranı en fazla altına dayalı sermaye araçlarından oluşan fonların Sharpe Oranı, Treynor Oranı, Jensen Alfa'sı, M^2 , T^2 ve Değerleme Oranına göre en iyi performans getirisi sağlayan fon türü Katılım Emeklilik ve Hayat A.Ş. Altın Katılım Emeklilik Yatırım Fonu (KEF)'dur. 40 fonun ortalama getiri endeksine göre fon varlık türü oranı en fazla altına dayalı sermaye araçlarından oluşan fonların hepsinin performans getirileri pozitif olduğundan fon performansları başarılıdır.

Tablo 12’de gösterildiği üzere BIST 100 ve 40 fonun ortalama getiri endeksine göre belirlenen fon varlık türü oranı en fazla kira sertifikasına dayalı sermaye piyasası araçlarından oluşan fonlardan Sharpe Oranı, Treynor Oranı, Jensen Alfaşı, M^2 , T^2 ve Değerleme Oranına göre en iyi performans getirisi sağlayan fon türü Katılım Emeklilik ve Hayat A.ř. Katılım Değişken Grup Emeklilik Yatırım Fonu (KEK)’dur. Bu fon haricinde fon varlık türü en fazla kira sertifikasına dayalı sermaye araçlarından oluşan fonların hepsinin performans getirileri negatif olduğundan fon performansları başarılı değildir.



Tablo 11: Fon Varlık Türü %50 ve Üzerinde Altına Dayalı Sermaye Piyasası Araçlarından Oluşan Fonların BIST 100 ve 40 Fon Ortalama Getiri Endeksine Göre Risk Performans Ölçüm Oranları

ALTIN YOĞUN FON GRUBU	BIST 100						ORTALAMA FON					
	SHARPE ORANI	TREYNOR ORANI	JENSEN ALFASI	M ² ORANI	T ² ORANI	DEĞERLEME ORANI	SHARPE ORANI	TREYNOR ORANI	JENSEN ALFASI	M ² ORANI	T ² ORANI	DEĞERLEME ORANI
AEA	0,02450	0,00789	0,00028	0,00057	0,00815	0,02532	0,02450	0,00010	0,00031	0,00009	0,00011	0,05266
AEL	0,02569	0,00860	0,00030	0,00059	0,00886	0,02648	0,02569	0,00010	0,00033	0,00010	0,00011	0,05362
HEA	0,02484	0,00888	0,00027	0,00058	0,00914	0,02558	0,02484	0,00010	0,00030	0,00010	0,00011	0,05386
AGA	0,02526	0,00839	0,00029	0,00058	0,00865	0,02606	0,02526	0,00010	0,00033	0,00010	0,00011	0,05319
BNA	0,02428	0,00820	0,00029	0,00057	0,00846	0,02506	0,02428	0,00010	0,00032	0,00009	0,00011	0,05160
GHA	0,02499	0,00845	0,00029	0,00058	0,00871	0,02578	0,02499	0,00010	0,00032	0,00010	0,00011	0,05303
KEF	0,02614	0,00887	0,00030	0,00059	0,00913	0,02692	0,02614	0,00010	0,00033	0,00010	0,00012	0,05527
VGA	0,02553	0,00845	0,00029	0,00059	0,00871	0,02633	0,02553	0,00010	0,00032	0,00010	0,00011	0,05623
ZHN	0,02492	0,00841	0,00029	0,00058	0,00867	0,02571	0,02492	0,00010	0,00032	0,00010	0,00011	0,05260
Toplamda katılım esasına dayalı 9 emeklilik yatırım fonu türü vardır.												

Tablo 12: Fon Varlık Türü %50 ve Üzerinde Kira Sertifikasına Dayalı Sermaye Piyasası Araçlarından Oluşan Fonların BIST 100 ve 40 Fon Ortalama Getiri Endeksine Göre Risk Performans Ölçüm Oranları

KİRA YOĞUN FON GRUBU	BIST 100						ORTALAMA FON					
	SHARPE ORANI	TREYNOR ORANI	JENSEN ALFASI	M ² ORANI	T ² ORANI	DEĞERLEME ORANI	SHARPE ORANI	TREYNOR ORANI	JENSEN ALFASI	M ² ORANI	T ² ORANI	DEĞERLEME ORANI
AER	-0,08872	-0,13382	-0,00010	-0,00087	-0,13356	-0,08855	-0,08872	-0,00208	-0,00010	-0,00028	-0,00206	-0,08902

AGE	-0,06393	-0,01916	-0,00015	-0,00055	-0,01890	-0,06312	-0,06393	-0,00076	-0,00015	-0,00020	-0,00075	-0,06534
HEE	-0,03414	-0,01236	-0,00009	-0,00017	-0,01210	-0,03344	-0,03414	-0,00038	-0,00009	-0,00010	-0,00037	-0,03445
HER	-0,04977	-0,03675	-0,00005	-0,00037	-0,03649	-0,04942	-0,04977	-0,00109	-0,00005	-0,00015	-0,00108	-0,04972
AGB	-0,03048	-0,02795	-0,00010	-0,00013	-0,02769	-0,03020	-0,03048	-0,00023	-0,00009	-0,00009	-0,00022	-0,03186
AGD	-0,16338	-0,10517	-0,00014	-0,00182	-0,10491	-0,16300	-0,16338	-0,00507	-0,00014	-0,00052	-0,00506	-0,16386
AGG	-0,03188	-0,03267	-0,00008	-0,00015	-0,03240	-0,03162	-0,03188	-0,00022	-0,00007	-0,00009	-0,00020	-0,03416
AGH	-0,01208	-0,01921	-0,00011	0,00011	-0,01895	-0,01192	-0,01208	-0,00014	-0,00010	-0,00003	-0,00013	-0,01139
AGM	-0,01575	-0,01305	-0,00005	0,00006	-0,01279	-0,01544	-0,01575	-0,00006	-0,00004	-0,00004	-0,00005	-0,02132
AGT	-0,07423	-0,03159	-0,00019	-0,00069	-0,03133	-0,07366	-0,07423	-0,00573	-0,00019	-0,00023	-0,00571	-0,07413
GEA	-0,04778	-0,01728	-0,00013	-0,00035	-0,01702	-0,04709	-0,04778	-0,00037	-0,00013	-0,00014	-0,00036	-0,05077
GES	-0,16631	0,19437	-0,00016	-0,00186	0,19463	-0,16654	-0,16631	-0,01120	-0,00016	-0,00053	-0,01119	-0,16630
GHL	-0,07590	-0,08667	-0,00008	-0,00071	-0,08641	-0,07567	-0,07590	-0,00158	-0,00008	-0,00024	-0,00156	-0,07621
HHA	-0,08113	-0,02990	-0,00009	-0,00077	-0,02964	-0,08047	-0,08113	-0,00121	-0,00009	-0,00025	-0,00120	-0,08223
HHD	-0,19869	-0,13423	-0,00016	-0,00227	-0,13397	-0,19833	-0,19869	-0,01094	-0,00016	-0,00064	-0,01092	-0,19879
HHM	-0,00842	-0,00659	-0,00008	0,00015	-0,00633	-0,00809	-0,00842	-0,00010	-0,00007	-0,00001	-0,00008	-0,00756
HHN	-0,03723	-0,02982	-0,00013	-0,00021	-0,02955	-0,03691	-0,03723	-0,00035	-0,00012	-0,00011	-0,00033	-0,03825
KEA	-0,10047	-0,29933	-0,00010	-0,00102	-0,29907	-0,10038	-0,10047	-0,00457	-0,00010	-0,00032	-0,00456	-0,10043
KEB	-0,11632	0,14258	-0,00011	-0,00122	0,14284	-0,11653	-0,11632	-0,00378	-0,00011	-0,00037	-0,00377	-0,11649
KEG	-0,02553	-0,01145	-0,00006	-0,00007	-0,01119	-0,02496	-0,02553	-0,00016	-0,00006	-0,00007	-0,00015	-0,02723
KEH	-0,01057	-0,02545	-0,00010	0,00013	-0,02519	-0,01046	-0,01057	-0,00013	-0,00009	-0,00002	-0,00011	-0,00982
KEK	0,00682	0,00235	0,00002	0,00035	0,00261	0,00758	0,00682	0,00004	0,00002	0,00004	0,00005	0,01148
MHA	-0,13957	-0,14316	-0,00017	-0,00152	-0,14289	-0,13933	-0,13957	-0,00318	-0,00017	-0,00045	-0,00317	-0,14044
MHS	-0,06243	-0,03482	-0,00016	-0,00054	-0,03456	-0,06198	-0,06243	-0,00073	-0,00016	-0,00019	-0,00072	-0,06382
VEA	-0,08906	-0,01998	-0,00015	-0,00088	-0,01972	-0,08804	-0,08906	-0,00329	-0,00016	-0,00028	-0,00327	-0,08905
VEB	-0,04784	-0,03134	-0,00015	-0,00035	-0,03108	-0,04745	-0,04784	-0,00051	-0,00015	-0,00014	-0,00049	-0,04898
VER	-0,07453	-0,09539	-0,00009	-0,00069	-0,09513	-0,07433	-0,07453	-0,00115	-0,00009	-0,00023	-0,00113	-0,07539
VEY	-0,03310	-0,01975	-0,00011	-0,00016	-0,01949	-0,03267	-0,03310	-0,00036	-0,00011	-0,00010	-0,00034	-0,03344
VGB	-0,10457	-0,06972	-0,00012	-0,00107	-0,06946	-0,10420	-0,10457	-0,00141	-0,00012	-0,00033	-0,00140	-0,10679
ZHA	-0,14575	0,21313	-0,00012	-0,00160	0,21339	-0,14592	-0,14575	-0,00352	-0,00012	-0,00047	-0,00350	-0,14655
ZHT	-0,06115	0,20919	-0,00006	-0,00052	0,20945	-0,06122	-0,06115	-0,00154	-0,00006	-0,00019	-0,00153	-0,06113

Toplamda katılım esasına dayalı 31 emeklilik yatırım fonu türü vardır.

Tablo 13: Altın ve Kira Sertifikası Yoğunluğu Fazla Olan Fonların BIST 100 Endeksine Göre İstatistiksel Analizi

Altın ve Kira Fon Türüne Göre İstatistiksel Analiz/BIST 100	Normallik Testi		t Testi		Mann Whitney U Testi	
	İstatistik Değeri	Olasılık Değeri (Sign)	İstatistik Değeri	Olasılık Değeri (Sign)	İstatistik Değeri	Olasılık Değeri (Sign)
Sharpe Oranı	0,111	0,200	5,497	0,000***		
Treynor Oranı	0,292	0,000			36,000	0,001***
Jensen Alfa	0,314	0,000			0,000	0,000***
M²	0,111	0,200	5,497	0,000**		
T²	0,292	0,000			36,000	0,001***
Değerleme Oranı	0,111	0,200	5,513	0,000**		

Not: * % 10 seviyesinde, ** % 5 seviyesinde, *** % 1 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

Altın ve kira sertifikası yoğunluğuna göre fonları grupladığımızda hesaplanmış olan her bir performans ölçütü için grupların performanslarının istatistiksel olarak birbirinden farklı olup olmadıkları Tablo 13'de gösterilmiştir. Altın ve kira gruplarının performansları arasında farklılık olup olmadığının test edilmesi için önce fon serisinin normallik varsayımı sağlayıp sağlamadığının analiz edilmesi gerekmektedir. Fon sayımızın toplam 40 olması sebebiyle normallik varsayımı Kolmogrov-Smimov testine göre karar verilmiştir. Fon sayısının 30'dan küçük olması durumunda normallik varsayımı Shapiro-Wilk testine göre karar verilecektir (Akdeniz, 2016: 405). Serilerinin normallik varsayımı sağlama şartı Kolmogrov-Smimov testinde bulunan olasılık değeri olan $\text{sign} > 0,05$ olduması durumunda geçerli olacaktır. Altın ve kira sertifikası varlık türü oranı fazla olan fon gruplarının Sharpe Oranı, M² ve Değerleme Oranına göre hesaplanmış performansları normal dağılmaktadır. Normal dağılıma sahip fon gruplarımızın performans ölçütleri arasında anlamlı farklılık olup olmadığı fon grubumuzun iki olması (altın ve kira) sebebiyle t testi analizi ile yapılmıştır (Büyüköztürk, 2019: 39). Altın ve kira sertifikası varlık türü oranı fazla olan fon gruplarının Treynor Oranı, Jensen Alfası ve T² Oranına göre hesaplanmış performansları normal dağılmamaktadır. Normal dağılıma sahip olmayan performans ölçütleri arasında anlamlı bir farklılık olup olmadığı fon grubumuzun iki olması (altın ve kira) sebebiyle Mann Whitney U testi ile analiz yapılmıştır. Performans ölçütlerinin analizleri normallik

varsayımı sağlayıp sağlamadığına göre test edilmiş olup hem normallik varsayımı sağlayan hem de normallik varsayımı sağlamayan performans ölçütlerinin test istatistiklerindeki (t testi ve Mann White U testi) olasılık değeri sign: <0,05 olduğundan dolayı hipotez 1 reddedilmiştir. Altın varlık türü yoğunluğu fazla olan fonların performansları ile kira sertifikası türü yoğunluğu fazla fonların performansları arasında anlamlı bir farklılık bulunmaktadır. Altın varlık türü yoğunluğu fazla olan fonların tümünün performans getirileri pozitif olması dolayısıyla, bu fonların performansları kira sertifikası türü yoğunluğu fazla olan fonların performanslarından daha iyidir.

Tablo 14: Altın ve Kira Sertifikası Yoğunluğu Fazla Olan Fonların 40 Fonun Ortalama Getiri Endeksine Göre İstatistiksel Analizi

Altın ve Kira Fon Türüne Göre İstatistiksel Analiz/ORT_FON	Normallik Testi		t Testi		Mann Whitney U Testi	
	İstatistik değeri	Olasılık değeri (sign)	İstatistik değeri	Olasılık Değeri (Sign)	İstatistik Değeri	Olasılık Değeri (Sign)
Sharpe Oranı	0,111	0,200	5,497	0,000***		
Treynor Oranı	0,261	0,000			0,000	0,000***
Jensen Alfa	0,316	0,000			0,000	0,000***
M²	0,111	0,200	5,495	0,000***		
T²	0,261	0,000			0,000	0,000***
Değerleme Oranı	0,138	0,053	7,158	0,000***		

Not: * % 10 seviyesinde, ** % 5 seviyesinde, *** % 1 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

Tablo 14 'de gösterildiği üzere performans ölçütlerinin analizleri normallik varsayımı sağlayıp sağlamadığına göre test edilmiş, hem normallik varsayımı sağlayan hem de normallik varsayımı sağlamayan performans ölçütlerinin test istatistiklerindeki (t testi ve mann whitney u testi) olasılık değeri sign: < 0,05 olduğundan dolayı hipotez 1 reddedilmiştir. 40 fonun ortalama getirisi endeksine göre hesaplanmış altın varlık türü yoğunluğu fazla olan fonların performansları ile kira sertifikası türü yoğunluğu fazla fonların performansları arasında anlamlı bir farklılık bulunmaktadır. Altın varlık türü yoğunluğu fazla olan fonların tümünün performans getirileri pozitif olması dolayısıyla bu fonların performansları kira sertifikası türü yoğunluğu fazla olan fonların performanslarından daha iyidir.

4.9.2 Katılım Esasına Dayalı Bireysel Emeklilik Fonlarını Yöneten Fon Şirketlerinin Performansları

Araştırma konumuz kapsamında seçtiğimiz katılım esasına dayalı bireysel emeklilik fonları 11 şirket tarafından yönetilmektedir. Bu şirketler Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş., Avivasa Emeklilik ve Hayat A.Ş., Axa Hayat ve Emeklilik A.Ş., Bereket Emeklilik ve Hayat A.Ş., BNP Paribas Cardif Emeklilik A.Ş., Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş., Halk Hayat ve Emeklilik A.Ş., Katılım Emeklilik ve Hayat A.Ş., Metlife Emeklilik ve Hayat A.Ş., Vakıf Emeklilik ve Hayat A.Ş. ve Ziraat Hayat Ve Emeklilik A.Ş.' dir. Bu 11 şirketin performansları arasında anlamlı farklılık olup olmadığı ile ilgili hipotezimiz istatistik anlamlılık testlerinden Anova Testi ve Kruskal Wallis Testi ile analiz edilmiştir.

H_0 : Farklı fon şirketlerinin katılım esasına dayalı emeklilik fonlarının performansları arasında fark yoktur.

H_1 : Farklı fon şirketlerinin katılım esasına dayalı emeklilik fonlarının performansları arasında fark vardır.

Tablo 15'de gösterildiği üzere piyasa portföy getirisi BIST 100 endeksi ve 40 fonun ortalama getiri endeksi baz alınarak Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş.' nin katılım esasına dayalı emeklilik yatırım fonları için performans ölçütleri hesaplanmıştır. Hem BIST 100 endeksi hem de fon ortalama getirisi endeksine göre hesaplanmış risk ölçütlerine göre en iyi performansı Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. Altın Katılım Emeklilik Yatırım Fonu (AEA) elde etmiştir. İlgili şirketin diğer fonları negatif getiri elde ettiğinden fon performansları başarılı değildir.

Tablo 16'da gösterildiği üzere piyasa getirisi BIST 100 endeksi ve 40 fonun ortalama getiri endeksi baz alınarak Avivasa Emeklilik ve Hayat A.Ş.'nin katılım esasına dayalı fonu için performans ölçütleri hesaplanmıştır. Hem BIST 100 endeksi hem de 40 fonun ortalama getiri endeksine göre hesaplanmış risk ölçütlerine göre Avivasa Emeklilik ve Hayat A.Ş. Altın Emeklilik Yatırım Fonu (AEL) pozitif getiri elde etmiş olduğundan fon performansı başarılıdır.

Tablo 17'de gösterildiği üzere piyasa getirisi BIST 100 endeksi ve 40 fonun ortalama getiri endeksi baz alınarak Axa Hayat ve Emeklilik A.Ş.'nin katılım esasına dayalı fonları için performans ölçütleri hesaplanmıştır. Hem BIST 100 endeksi hem de 40 fonun ortalama getiri endeksine göre hesaplanmış risk ölçütlerine göre Axa Hayat ve Emeklilik A.Ş. Altın Katılım Emeklilik Yatırım Fonu (HEA) pozitif getiri elde etmiştir. İlgili şirketin diğer fonları negatif getiri elde ettiğinden fon performansları başarılı değildir.

Tablo 18'de gösterildiği üzere piyasa getirisi BIST 100 endeksi ve 40 fonun ortalama getiri endeksi baz alınarak Bereket Emeklilik Ve Hayat A.Ş.'nin katılım esasına dayalı fonları için performans ölçütleri hesaplanmıştır. Hem BIST 100 endeksi hem de 40 fonun ortalama getiri endeksine göre hesaplanmış risk ölçütlerine göre Bereket Emeklilik ve

Hayat A.Ş. Altın Katılım Emeklilik Yatırım Fonu (AGA) pozitif getiri elde etmiştir. İlgili şirketin diğer fonları negatif getiri elde ettiğinden fon performansları başarılı değildir.

Tablo 19’da gösterildiği üzere piyasa getirisi BIST 100 endeksi ve 40 fonun ortalama getiri endeksi baz alınarak BNP Paribas Cardif Emeklilik A.Ş şirketinin katılım esasına dayalı fonu için performans ölçütleri hesaplanmıştır. Hem BIST 100 endeksi hem de 40 fonun ortalama getiri endeksine göre hesaplanmış risk ölçütlerine göre BNP Paribas Cardif Emeklilik A.Ş. Altın Emeklilik Yatırım Fonu (BNA) pozitif getiri elde ettiğinden fon performansı başarılıdır.

Tablo 20’de gösterildiği üzere piyasa getirisi BIST 100 endeksi ve 40 fonun ortalama getiri endeksi baz alınarak Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş.’nin katılım esasına dayalı fonları için performans ölçütleri hesaplanmıştır. Hem BIST 100 endeksi hem de 40 fonun ortalama getiri endeksine göre hesaplanmış risk ölçütlerine göre Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş. Altın Emeklilik Yatırım Fonu (GHA) pozitif getiri elde etmiştir. İlgili şirketin diğer fonları negatif getiri elde ettiğinden fon performansları başarılı değildir.

Tablo 21’de gösterildiği üzere piyasa getirisi BIST 100 endeksi ve 40 fonun ortalama getiri endeksi baz alınarak Halk Hayat ve Emeklilik A.Ş.’nin katılım esasına dayalı fonları için performans ölçütleri hesaplanmıştır. Hem BIST 100 endeksi hem de 40 fonun ortalama getiri endeksine göre hesaplanmış risk ölçütlerine göre Halk Hayat ve Emeklilik A.Ş.’nin katılım esasına dayalı tüm fonları negatif getiri elde ettiğinden fon performansları başarılı değildir.

Tablo 22’de gösterildiği üzere piyasa getirisi BIST 100 endeksi ve 40 fonun ortalama getiri endeksi baz alınarak performans ölçümleri Katılım Emeklilik ve Hayat A.Ş.’nin katılım esasına dayalı fonları için performans ölçütleri hesaplanmıştır. Hem BIST 100 endeksi hem de 40 fonun ortalama getiri endeksine göre hesaplanmış risk ölçütlerine göre Katılım Emeklilik ve Hayat A.Ş. Altın Katılım Emeklilik Yatırım Fonu (KEF) ve Katılım Emeklilik ve Hayat A.Ş. Katılım Değişken Grup Emeklilik Yatırım Fonu (KEK) pozitif getiri elde etmiştir. İlgili şirketin diğer fonları negatif getiri elde ettiğinden fon performansları başarılı değildir.

Tablo 23’de gösterildiği üzere piyasa getirisi BIST 100 endeksi ve 40 fonun ortalama getiri endeksi baz alınarak Metlife Emeklilik ve Hayat A.Ş’ nin katılım esasına dayalı fonları için performans ölçütleri hesaplanmıştır. Hem BIST 100 endeksi hem de 40 fonun ortalama getiri endeksine göre hesaplanmış risk ölçütlerine göre Metlife Emeklilik Ve Hayat A.Ş’ nin katılım esasına dayalı fonları negatif getiri elde ettiğinden fon performansları başarılı değildir.

Tablo 24’de gösterildiği üzere piyasa getirisi BIST 100 endeksi ve 40 fonun ortalama getiri endeksi baz alınarak Vakıf Emeklilik ve Hayat A.Ş’ nin katılım esasına dayalı fonları için performans ölçütleri hesaplanmıştır. Hem BIST 100 endeksi hem de 40 fonun ortalama getiri endeksine göre hesaplanmış risk ölçütlerine Vakıf Emeklilik ve Hayat

A.Ş. Altın Katılım Emeklilik Yatırım Fonu (VGA) pozitif getiri elde etmiştir. İlgili şirketin diğer fonları negatif getiri elde ettiğinden fon performansları başarılı değildir.

Tablo 25’de gösterildiği üzere piyasa getirisi BIST 100 endeksi ve 40 fonun ortalama getiri endeksi baz alınarak Ziraat Hayat ve Emeklilik A.Ş’ nin katılım esasına dayalı fonları için performans ölçütleri hesaplanmıştır. Hem BIST 100 endeksi hem de 40 fonun ortalama getiri endeksine göre hesaplanmış risk ölçütlerine göre Ziraat Hayat ve Emeklilik A.Ş. Altın Katılım Emeklilik Yatırım Fonu (ZHN) pozitif getiri elde etmiştir. İlgili şirketin diğer fonları negatif getiri elde ettiğinden fon performansları başarılı değildir.

Araştırma kapsamında seçilen 11 şirketin 40 fonunun kendi şirket bünyesinde fonlarının performans analizleri yapılmıştır. Bu şirketlerin altına dayalı sermaye piyasası araçlarından oluşan fonları haricinde diğer fonlarının negatif getiri elde ettiği tespit edilmiştir. 11 şirketin katılım esasına dayalı 40 fonundan sadece 10’unun pozitif getiri elde etmesi dolayısıyla fon performansları başarılı değildir.

Tablo 15: Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş.' nin BIST 100 ve 40 Fonun Ortalama Getiri Endeksine Göre Performans Ölçütleri

ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK A.Ş.	BIST 100						ORTALAMA FON					
	SHARPE ORANI	TREYNOR ORANI	JENSEN ALFASI	M ² ORANI	T ² ORANI	DEĞERLEME ORANI	SHARPE ORANI	TREYNOR ORANI	JENSEN ALFASI	M ² ORANI	T ² ORANI	DEĞERLEME ORANI
AEA	0,02450	0,00789	0,00028	0,00057	0,00815	0,02532	0,02450	0,00009	0,00031	0,00009	0,00011	0,05266
AER	-0,08872	-0,13382	-0,00010	-0,00087	-0,13356	-0,08855	-0,08872	-0,00208	-0,00010	-0,00028	-0,00206	-0,08902
AGE	-0,06393	-0,01916	-0,00015	-0,00055	-0,01890	-0,06312	-0,06393	-0,00076	-0,00015	-0,00020	-0,00075	-0,06534
Toplamda katılım esasına dayalı 3 emeklilik yatırım fonu türü vardır.												

Tablo 16: Avivasa Emeklilik ve Hayat A.Ş.' nin BIST 100 ve 40 Fonun Ortalama Getiri Endeksine Göre Performans Ölçütleri

AVIVASA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş.	BIST 100						ORTALAMA FON					
	SHARPE ORANI	TREYNOR ORANI	JENSEN ALFASI	M ² ORANI	T ² ORANI	DEĞERLEME ORANI	SHARPE ORANI	TREYNOR ORANI	JENSEN ALFASI	M ² ORANI	T ² ORANI	DEĞERLEME ORANI
AEL	0,02568	0,00860	0,00030	0,00059	0,00886	0,02648	0,02568	0,00010	0,00033	0,00010	0,00011	0,05362
Toplamda katılım esasına dayalı 1 emeklilik yatırım fonu türü vardır.												

Tablo 17: Axa Hayat ve Emeklilik A.Ş' nin BIST 100 ve 40 Fonun Ortalama Getiri Endeksine Göre Performans Ölçütleri

AXA HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş	BIST 100						ORTALAMA FON					
	SHARPE ORANI	TREYNOR ORANI	JENSEN ALFASI	M ² ORANI	T ² ORANI	DEĞERLEME ORANI	SHARPE ORANI	TREYNOR ORANI	JENSEN ALFASI	M ² ORANI	T ² ORANI	DEĞERLEME ORANI
HEA	0,02484	0,00888	0,00027	0,00058	0,00914	0,02558	0,02484	0,00010	0,00030	0,00010	0,00011	0,05386
HEE	-0,03414	-0,01236	-0,00009	-0,00017	-0,01210	-0,03344	-0,03414	-0,00038	-0,00009	-0,00010	-0,00037	-0,03445
HER	-0,04977	-0,03675	-0,00005	-0,00037	-0,03649	-0,04942	-0,04977	-0,00109	-0,00005	-0,00015	-0,00108	-0,04972
Toplamda katılım esasına dayalı 3 emeklilik yatırım fonu türü vardır.												

Tablo 18: Bereket Emeklilik ve Hayat A.Ş' nin BIST 100 ve 40 Fonun Ortalama Getiri Endeksine Göre Performans Ölçütleri

BEREKET EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş	BIST 100						ORTALAMA FON					
	SHARPE ORANI	TREYNOR ORANI	JENSEN ALFASI	M ² ORANI	T ² ORANI	DEĞERLEME ORANI	SHARPE ORANI	TREYNOR ORANI	JENSEN ALFASI	M ² ORANI	T ² ORANI	DEĞERLEME ORANI
AGA	0,02526	0,00839	0,00029	0,00058	0,00865	0,02606	0,02526	0,00010	0,00032	0,00010	0,00011	0,05319
AGB	-0,03048	-0,02795	-0,00009	-0,00013	-0,02769	-0,03020	-0,03048	-0,00023	-0,00009	-0,00009	-0,00022	-0,03186
AGD	-0,16338	-0,10517	-0,00014	-0,00182	-0,10491	-0,16300	-0,16338	-0,00507	-0,00014	-0,00052	-0,00506	-0,16386
AGG	-0,03188	-0,03267	-0,00008	-0,00015	-0,03240	-0,03162	-0,03188	-0,00022	-0,00007	-0,00009	-0,00020	-0,03416
AGH	-0,01208	-0,01921	-0,00011	0,00011	-0,01895	-0,01192	-0,01208	-0,00014	-0,00010	-0,00003	-0,00013	-0,01139
AGM	-0,01575	-0,01305	-0,00005	0,00006	-0,01279	-0,01544	-0,01575	-0,00006	-0,00004	-0,00004	-0,00005	-0,02132
AGT	-0,07423	-0,03159	-0,00019	-0,00069	-0,03133	-0,07366	-0,07423	-0,00573	-0,00019	-0,00023	-0,00571	-0,07413
Toplamda katılım esasına dayalı 7 emeklilik yatırım fonu türü vardır.												

Tablo 19: BNP Paribas Cardif Emeklilik A.Ş. BIST 100 Endeksine ve 40 Fonun Ortalama Getiri Endeksine Göre Performans Ölçütleri

BNP PARIBAS CARDİF EMEKLİLİK	BIST 100						ORTALAMA FON					
	SHARPE ORANI	TREYNOR ORANI	JENSEN ALFASI	M ² ORANI	T ² ORANI	DEĞERLEME ORANI	SHARPE ORANI	TREYNOR ORANI	JENSEN ALFASI	M ² ORANI	T ² ORANI	DEĞERLEME ORANI
BNA	0,02428	0,00820	0,00029	0,00057	0,00846	0,02506	0,02428	0,00009	0,00032	0,00009	0,00011	0,05160
Toplamda katılım esasına dayalı 1 emeklilik yatırım fonu türü vardır.												

Tablo 20: Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş' nin BIST 100 Endeksine ve 40 Fonun Ortalama Getiri Endeksine Göre Performans Ölçütleri

GARANTİ EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş	BIST 100						ORTALAMA FON					
	SHARPE ORANI	TREYNOR ORANI	JENSEN ALFASI	M ² ORANI	T ² ORANI	DEĞERLEME ORANI	SHARPE ORANI	TREYNOR ORANI	JENSEN ALFASI	M ² ORANI	T ² ORANI	DEĞERLEME ORANI
GEA	-0,04778	-0,01728	-0,00013	-0,00035	-0,01702	-0,04709	-0,04778	-0,00037	-0,00013	-0,00014	-0,00036	-0,05077
GES	-0,16631	0,19437	-0,00016	-0,00186	0,19463	-0,16654	-0,16631	-0,01120	-0,00016	-0,00053	-0,01119	-0,16630
GHA	0,02499	0,00845	0,00029	0,00058	0,00871	0,02578	0,02499	0,00010	0,00032	0,00010	0,00011	0,05303
GHL	-0,07590	-0,08667	-0,00008	-0,00071	-0,08641	-0,07567	-0,07590	-0,00158	-0,00008	-0,00024	-0,00156	-0,07621
Toplamda katılım esasına dayalı 4 emeklilik yatırım fonu türü vardır.												

Tablo 21: Halk Hayat ve Emeklilik A.Ş' nin BIST 100 Endeksine ve 40 Fonun Ortalama Getiri Endeksine Göre Performans Ölçütleri

HALK HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş	BIST 100						ORTALAMA FON					
	SHARPE ORANI	TREYNOR ORANI	JENSEN ALFASI	M ² ORANI	T ² ORANI	DEĞERLEME ORANI	SHARPE ORANI	TREYNOR ORANI	JENSEN ALFASI	M ² ORANI	T ² ORANI	DEĞERLEME ORANI
HHA	-0,08113	-0,02990	-0,00009	-0,00077	-0,02964	-0,08047	-0,08113	-0,00121	-0,00009	-0,00025	-0,00120	-0,08223
HHD	-0,19869	-0,13423	-0,00016	-0,00227	-0,13397	-0,19833	-0,19869	-0,01094	-0,00016	-0,00064	-0,01092	-0,19879
HHM	-0,00842	-0,00659	-0,00008	0,00015	-0,00633	-0,00809	-0,00842	-0,00010	-0,00007	-0,00001	-0,00008	-0,00756
HHN	-0,03723	-0,02982	-0,00013	-0,00021	-0,02955	-0,03691	-0,03723	-0,00035	-0,00012	-0,00011	-0,00033	-0,03825
Toplamda katılım esasına dayalı 4 emeklilik yatırım fonu türü vardır.												

Tablo 22: Katılım Emeklilik ve Hayat A.Ş' nin BIST 100 ve 40 Fonun Ortalama Getiri Endeksine Göre Performans Ölçütleri

KATILIM EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş	BIST 100						ORTALAMA FON					
	SHARPE ORANI	TREYNOR ORANI	JENSEN ALFASI	M ² ORANI	T ² ORANI	DEĞERLEME ORANI	SHARPE ORANI	TREYNOR ORANI	JENSEN ALFASI	M ² ORANI	T ² ORANI	DEĞERLEME ORANI
KEA	-0,10047	-0,29933	-0,00010	-0,00102	-0,29907	-0,10038	-0,10047	-0,00457	-0,00010	-0,00032	-0,00456	-0,10043
KEB	-0,11632	0,14258	-0,00011	-0,00122	0,14284	-0,11653	-0,11632	-0,00378	-0,00011	-0,00037	-0,00377	-0,11649
KEF	0,02614	0,00887	0,00030	0,00059	0,00913	0,02692	0,02614	0,00010	0,00033	0,00010	0,00012	0,05527
KEG	-0,02553	-0,01145	-0,00006	-0,00007	-0,01119	-0,02496	-0,02553	-0,00016	-0,00006	-0,00007	-0,00015	-0,02723
KEH	-0,01057	-0,02545	-0,00010	0,00013	-0,02519	-0,01046	-0,01057	-0,00013	-0,00009	-0,00002	-0,00011	-0,00982
KEK	0,00682	0,00235	0,00002	0,00035	0,00261	0,00758	0,00682	0,00004	0,00002	0,00004	0,00005	0,01148
Toplamda katılım esasına dayalı 6 emeklilik yatırım fonu türü vardır.												

Tablo 23: Metlife Emeklilik ve Hayat A.Ş' nin BIST 100 ve 40 Fonun Ortalama Getiri Endeksine Göre Performans Ölçütleri

METLİFE EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş	BIST 100						ORTALAMA FON					
	SHARPE ORANI	TREYNOR ORANI	JENSEN ALFASI	M ² ORANI	T ² ORANI	DEĞERLEME ORANI	SHARPE ORANI	TREYNOR ORANI	JENSEN ALFASI	M ² ORANI	T ² ORANI	DEĞERLEME ORANI
MHA	-0,13957	-0,14316	-0,00017	-0,00152	-0,14289	-0,13933	-0,13957	-0,00318	-0,00017	-0,00045	-0,00317	-0,14044
MHS	-0,06243	-0,03482	-0,00016	-0,00054	-0,03456	-0,06198	-0,06243	-0,00073	-0,00016	-0,00019	-0,00072	-0,06382
Toplamda katılım esasına dayalı 2 emeklilik yatırım fonu türü vardır.												

Tablo 24: Vakıf Emeklilik ve Hayat A.Ş' nin BIST 100 Endeksine ve 40 Fonun Ortalama Getiri Endeksine Göre Performans Ölçütleri

VAKIF EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş	BIST 100						ORTALAMA FON					
	SHARPE ORANI	TREYNOR ORANI	JENSEN ALFASI	M ² ORANI	T ² ORANI	DEĞERLEME ORANI	SHARPE ORANI	TREYNOR ORANI	JENSEN ALFASI	M ² ORANI	T ² ORANI	DEĞERLEME ORANI
VEA	-0,08906	-0,01998	-0,00015	-0,00088	-0,01972	-0,08804	-0,08906	-0,00329	-0,00016	-0,00028	-0,00327	-0,08905
VEB	-0,04784	-0,03134	-0,00015	-0,00035	-0,03108	-0,04745	-0,04784	-0,00051	-0,00015	-0,00014	-0,00049	-0,04898
VER	-0,07453	-0,09539	-0,00009	-0,00069	-0,09513	-0,07433	-0,07453	-0,00115	-0,00009	-0,00023	-0,00113	-0,07539
VEY	-0,03310	-0,01975	-0,00011	-0,00016	-0,01949	-0,03267	-0,03310	-0,00036	-0,00011	-0,00010	-0,00034	-0,03344
VGA	0,02553	0,00845	0,00029	0,00059	0,00871	0,02633	0,02553	0,00010	0,00032	0,00010	0,00011	0,05623
VGB	-0,10457	-0,06972	-0,00012	-0,00107	-0,06946	-0,10420	-0,10457	-0,00141	-0,00012	-0,00033	-0,00140	-0,10679
Toplamda katılım esasına dayalı 6 emeklilik yatırım fonu türü vardır.												

Tablo 25: Ziraat Hayat ve Emeklilik A.Ş.' nin BIST 100 ve 40 Fonun Ortalama Getiri Endeksine Göre Performans Ölçütleri

ZİRAAT HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş.	BIST 100						ORTALAMA FON					
	SHARPE ORANI	TREYNOR ORANI	JENSEN ALFASI	M ² ORANI	T ² ORANI	DEĞERLEME ORANI	SHARPE ORANI	TREYNOR ORANI	JENSEN ALFASI	M ² ORANI	T ² ORANI	DEĞERLEME ORANI
ZHA	-0,14575	0,21313	-0,00012	-0,00160	0,21339	-0,14592	-0,14575	-0,00352	-0,00012	-0,00047	-0,00350	-0,14655
ZHN	0,02492	0,00841	0,00029	0,00058	0,00867	0,02571	0,02492	0,00010	0,00032	0,00010	0,00011	0,05260
ZHT	-0,06115	0,20919	-0,00006	-0,00052	0,20945	-0,06122	-0,06115	-0,00154	-0,00006	-0,00019	-0,00153	-0,06113
Toplamda katılım esasına dayalı 3 emeklilik yatırım fonu türü vardır.												

Tablo 26: Fon Şirketlerinin Fonlarının BIST 100 Endeksine Göre İstatistiksel Analizi

Fon Şirketlerine Göre İstatistiksel Analiz/BIST 100	Normallik Testi		Anova Testi		Kruskal Wallis Testi	
	İstatistik Değeri	Olasılık Değeri (Sign)	İstatistik Değeri	Olasılık Değeri (Sign)	İstatistik Değeri	Olasılık Değeri (Sign)
Sharpe Oranı	0,111	0,200	0,644	0,764		
Treynor Oranı	0,292	0,000			14,636	0,146
Jensen Alfa	0,321	0,000			13,074	0,220
M²	0,111	0,200	0,647	0,762		
T²	0,292	0,000			14,636	0,146
Değerleme Oranı	0,111	0,200	0,644	0,764		

Not: * % 10 seviyesinde, ** % 5 seviyesinde, *** % 1 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

Tablo 26’da gösterilen BIST 100 endeksine göre hesaplanmış normal dağılıma sahip fon gruplarımızın performans ölçütleri arasında anlamlı farklılık olup olmadığı fon grubumuzun ikiden fazla olması sebebiyle Anova testi (Tek Yönlü Varyans Analizi) ile analiz yapılmıştır. Normal dağılıma sahip olmayan performans ölçütleri arasında anlamlı bir farklılık olup olmadığı fon grubumuzun ikiden fazla olması sebebiyle Kruskal Wallis testi ile analiz yapılmıştır. Performans ölçütlerinin analizleri normallik varsayımı sağlayıp sağlamadığına göre test edilmiş olup hem normallik varsayımı sağlayan hem de normallik varsayımı sağlamayan performans ölçümlerinin test istatistiklerindeki olasılık değeri sign:> 0,05 olduğundan dolayı hipotez 2 kabul edilmiştir. Farklı fon şirketlerinin fon performansları arasında anlamlı bir farklılık yoktur.

Tablo 27: Fon Şirketlerinin Fonlarının 40 Fonun Ortalama Getiri Endeksine Göre İstatistiksel Analizi

Fon şirketlerine göre istatistiksel analiz/ORT_FON	Normallik Testi		Anova Testi		Kruskal Wallis Testi	
	İstatistik Değeri	Olasılık Değeri (Sign)	İstatistik Değeri	Olasılık Değeri (Sign)	İstatistik Değeri	Olasılık Değeri (Sign)
Sharpe Oranı	0,111	0,200	0,644	0,764		
Treynor Oranı	0,356	0,000			5,345	0,867
Jensen Alfa	0,240	0,000			11,939	0,289
M²	0,102	0,200	0,812	0,619		
T²	0,266	0,000			7,144	0,712
Değerleme Oranı	0,114	0,200	0,788	0,640		

Not: * % 10 seviyesinde, ** % 5 seviyesinde, *** % 1 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

Tablo 27’de gösterilen 40 fonun ortalama getiri endeksine göre hesaplanmış performans ölçütlerinin analizleri normallik varsayımı sağlayıp sağlamadığına göre test edilmiş, hem normallik varsayımı sağlayan hem de normallik varsayımı sağlamayan performans ölçütlerinin test istatistiklerinin olasılık değeri sign: > 0,05 olduğundan dolayı hipotez 2 kabul edilmiştir. Farklı fon şirketlerinin fon performansları arasında anlamlı bir farklılık yoktur.

4.9.3 Katılım Esasına Dayalı Bireysel Emeklilik Fonlarının Kamu ve Özel Şirket Olma Özellikleri Açısından Performansları

Araştırma konumuz kapsamında katılım bankacılığı esasına dayalı bireysel emeklilik fonlarının 20’si kamu şirketi 20’si özel şirket tarafından yönetilmektedir. Kamu ve özel fon şirketlerinin bireysel emeklilik fonlarının performansları arasında fark olup olmadığı hipotezi, t testi ve Mann Whitney U testi ile analiz edilmiştir.

H₀: Özel emeklilik fon şirketleri tarafından yönetilen katılım esasına dayalı emeklilik fonları performansları ile kamu emeklilik fon şirketleri tarafından yönetilen katılım emeklilik fonlarının performansları arasında fark yoktur.

H₁: Özel emeklilik fon şirketleri tarafından yönetilen katılım esasına dayalı emeklilik fonları performansları ile kamu emeklilik fon şirketleri tarafından yönetilen katılım emeklilik fonlarının performansları arasında fark vardır.

Tablo 28’de gösterildiği üzere piyasa getirisi BIST 100 endeksi ve 40 fonun ortalama getiri endeksi baz alınarak kamu tarafından yönetilen bireysel emeklilik yatırım fonları için hesaplanan performans ölçütlerine göre Ziraat Hayat ve Emeklilik A.Ş. Altın Katılım Emeklilik Yatırım Fonu (ZHN), Vakıf Emeklilik ve Hayat A.Ş. Altın Katılım Emeklilik Yatırım Fonu (VGA), Bereket Emeklilik ve Hayat A.Ş. Altın Katılım Emeklilik Yatırım Fonu (AGA) pozitif getiri sağlarken diğer kamu şirketleri tarafından yönetilen bireysel emeklilik fonları negatif getiri sağlamaktadır.

Tablo 29’da gösterildiği üzere piyasa getirisi BIST 100 endeksi ve 40 fonun ortalama getiri endeksi baz alınarak özel şirket tarafından yönetilen bireysel emeklilik fonları için hesaplanan performans ölçütlerine göre Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. Altın Katılım Emeklilik Yatırım Fonu (AEA), Avivasa Emeklilik ve Hayat A.Ş. Altın Emeklilik Yatırım Fonu (AEL), Axa Hayat ve Emeklilik A.Ş. Altın Katılım Emeklilik Yatırım Fonu (HEA), BNP Paribas Cardif Emeklilik A.Ş. Altın Emeklilik Yatırım Fonu (BNA), Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş. Altın Emeklilik Yatırım Fonu (GHA) , Katılım Emeklilik ve Hayat A.Ş. Altın Katılım Emeklilik Yatırım Fonu (KEF), Katılım Emeklilik ve Hayat A.Ş. Katılım Değişken Grup Emeklilik Yatırım Fonu (KEK) pozitif getiri sağlarken diğer özel şirketler tarafından yönetilen bireysel emeklilik fonları negatif getiri sağlamaktadır.

Tablo 28: Kamu Şirketleri Tarafından Yönetilen Katılım Esasına Dayalı Emeklilik Yatırım Fonlarının BIST 100 Endeksine 40 Fonun Ortalama Getiri Endeksine Göre Performans Ölçütleri

KAMU ŞİRKETLERİ FON GRUPLARI	BIST 100						ORTALAMA FON					
	SHARPE ORANI	TREYNOR ORANI	JENSEN ALFASI	M ² ORANI	T ² ORANI	DEĞERLEME ORANI	SHARPE ORANI	TREYNOR ORANI	JENSEN ALFASI	M ² ORANI	T ² ORANI	DEĞERLEME ORANI
AGA	0,02526	0,00010	0,00032	0,00010	0,00011	0,05319	0,02526	0,0001	0,00032	0,0001	0,00011	0,05319
AGB	-0,03048	-0,00023	-0,00009	-0,00009	-0,00022	-0,03186	-0,03048	-0,00023	-0,00009	-0,00009	-0,00022	-0,03186
AGD	-0,16338	-0,00507	-0,00014	-0,00052	-0,00506	-0,16386	-0,16338	-0,00507	-0,00014	-0,00052	-0,00506	-0,16386
AGG	-0,03188	-0,00022	-0,00007	-0,00009	-0,00020	-0,03416	-0,03188	-0,00022	-0,00007	-0,00009	-0,0002	-0,03416
AGH	-0,01208	-0,00014	-0,00010	-0,00003	-0,00013	-0,01139	-0,01208	-0,00014	-0,0001	-0,00003	-0,00013	-0,01139
AGM	-0,01575	-0,00006	-0,00004	-0,00004	-0,00005	-0,02132	-0,01575	-0,00006	-0,00004	-0,00004	-0,00005	-0,02132
AGT	-0,07423	-0,00573	-0,00019	-0,00023	-0,00571	-0,07413	-0,07423	-0,00573	-0,00019	-0,00023	-0,00571	-0,07413
HHA	-0,08113	-0,00121	-0,00009	-0,00025	-0,00120	-0,08223	-0,08113	-0,00121	-0,00009	-0,00025	-0,0012	-0,08223
HHD	-0,19869	-0,01094	-0,00016	-0,00064	-0,01092	-0,19879	-0,19869	-0,01094	-0,00016	-0,00064	-0,01092	-0,19879
HHM	-0,00842	-0,00010	-0,00007	-0,00001	-0,00008	-0,00756	-0,00842	-0,0001	-0,00007	-0,00001	-0,00008	-0,00756
HHN	-0,03723	-0,00035	-0,00012	-0,00011	-0,00033	-0,03825	-0,03723	-0,00035	-0,00012	-0,00011	-0,00033	-0,03825
VEA	-0,08906	-0,00329	-0,00016	-0,00028	-0,00327	-0,08905	-0,08906	-0,00329	-0,00016	-0,00028	-0,00327	-0,08905
VEB	-0,04784	-0,00051	-0,00015	-0,00014	-0,00049	-0,04898	-0,04784	-0,00051	-0,00015	-0,00014	-0,00049	-0,04898
VER	-0,07453	-0,00115	-0,00009	-0,00023	-0,00113	-0,07539	-0,07453	-0,00115	-0,00009	-0,00023	-0,00113	-0,07539
VEY	-0,03310	-0,00036	-0,00011	-0,00010	-0,00034	-0,03344	-0,03310	-0,00036	-0,00011	-0,0001	-0,00034	-0,03344
VGA	0,02553	0,00010	0,00032	0,00010	0,00011	0,05623	0,02553	0,0001	0,00032	0,0001	0,00011	0,05623
VGB	-0,10457	-0,00141	-0,00012	-0,00033	-0,00140	-0,10679	-0,10457	-0,00141	-0,00012	-0,00033	-0,0014	-0,10679
ZHA	-0,14575	-0,00352	-0,00012	-0,00047	-0,00350	-0,14655	-0,14575	-0,00352	-0,00012	-0,00047	-0,0035	-0,14655
ZHN	0,02492	0,00010	0,00032	0,00010	0,00011	0,05260	0,02492	0,0001	0,00032	0,0001	0,00011	0,0526
ZHT	-0,06115	-0,00154	-0,00006	-0,00019	-0,00153	-0,06113	-0,06115	-0,00154	-0,00006	-0,00019	-0,00153	-0,06113
Toplamda katılım esasına dayalı 20 emeklilik yatırım fonu türü vardır.												

Tablo 29: Özel Şirketler Tarafından Yönetilen Katılım Esasına Dayalı Emeklilik Yatırım Fonlarının BIST 100 Endeksine ve 40 Fonun Ortalama Getiri Endeksine Göre Performans Ölçütleri

ÖZEL ŞİRKETLER FON GRUPLARI	BIST 100						ORTALAMA FON					
	SHARPE ORANI	TREYNOR ORANI	JENSEN ALFASI	M ² ORANI	T ² ORANI	DEĞERLEME ORANI	SHARPE ORANI	TREYNOR ORANI	JENSEN ALFASI	M ² ORANI	T ² ORANI	DEĞERLEME ORANI
AEA	0,02450	0,00789	0,00028	0,00057	0,00815	0,02532	0,02450	0,00009	0,00031	0,00009	0,00011	0,05266
AER	-0,08872	-0,13382	-0,00010	-0,00087	-0,13356	-0,08855	-0,08872	-0,00208	-0,00010	-0,00028	-0,00206	-0,08902
AGE	-0,06393	-0,01916	-0,00015	-0,00055	-0,01890	-0,06312	-0,06393	-0,00076	-0,00015	-0,00020	-0,00075	-0,06534
AEL	0,02568	0,00860	0,00030	0,00059	0,00886	0,02648	0,02568	0,00010	0,00033	0,00010	0,00011	0,05362
HEA	0,02484	0,00888	0,00027	0,00058	0,00914	0,02558	0,02484	0,00010	0,00030	0,00010	0,00011	0,05386
HEE	-0,03414	-0,01236	-0,00009	-0,00017	-0,01210	-0,03344	-0,03414	-0,00038	-0,00009	-0,00010	-0,00037	-0,03445
HER	-0,04977	-0,03675	-0,00005	-0,00037	-0,03649	-0,04942	-0,04977	-0,00109	-0,00005	-0,00015	-0,00108	-0,04972
BNA	0,02428	0,00820	0,00029	0,00057	0,00846	0,02506	0,02428	0,00009	0,00032	0,00009	0,00011	0,05160
GEA	-0,04778	-0,01728	-0,00013	-0,00035	-0,01702	-0,04709	-0,04778	-0,00037	-0,00013	-0,00014	-0,00036	-0,05077
GES	-0,16631	0,19437	-0,00016	-0,00186	0,19463	-0,16654	-0,16631	-0,01120	-0,00016	-0,00053	-0,01119	-0,16630
GHA	0,02499	0,00845	0,00029	0,00058	0,00871	0,02578	0,02499	0,00010	0,00032	0,00010	0,00011	0,05303
GHL	-0,07590	-0,08667	-0,00008	-0,00071	-0,08641	-0,07567	-0,07590	-0,00158	-0,00008	-0,00024	-0,00156	-0,07621
KEA	-0,10047	-0,29933	-0,00010	-0,00102	-0,29907	-0,10038	-0,10047	-0,00457	-0,00010	-0,00032	-0,00456	-0,10043
KEB	-0,11632	0,14258	-0,00011	-0,00122	0,14284	-0,11653	-0,11632	-0,00378	-0,00011	-0,00037	-0,00377	-0,11649
KEF	0,02614	0,00887	0,00030	0,00059	0,00913	0,02692	0,02614	0,00010	0,00033	0,00010	0,00012	0,05527
KEG	-0,02553	-0,01145	-0,00006	-0,00007	-0,01119	-0,02496	-0,02553	-0,00016	-0,00006	-0,00007	-0,00015	-0,02723
KEH	-0,01057	-0,02545	-0,00010	0,00013	-0,02519	-0,01046	-0,01057	-0,00013	-0,00009	-0,00002	-0,00011	-0,00982
KEK	0,00682	0,00235	0,00002	0,00035	0,00261	0,00758	0,00682	0,00004	0,00002	0,00004	0,00005	0,01148
MHA	-0,13957	-0,14316	-0,00017	-0,00152	-0,14289	-0,13933	-0,13957	-0,00318	-0,00017	-0,00045	-0,00317	-0,14044
MHS	-0,06243	-0,03482	-0,00016	-0,00054	-0,03456	-0,06198	-0,06243	-0,00073	-0,00016	-0,00019	-0,00072	-0,06382
Toplamda katılım esasına dayalı 20 emeklilik yatırım fonu türü vardır.												

Tablo 30: Kamu Şirketleri ve Özel Şirketler Tarafından Yönetilen Fonlarının BIST 100 Endeksine Göre İstatistiksel Analizi

Kamu ve Özel Şirketlere Göre İstatistiksel Analiz/BIST 100	Normallik Testi		t Testi		Mann Whitney U Testi	
	İstatistik Değeri	Olasılık Değeri (Sign)	İstatistik Değeri	Olasılık Değeri (Sign)	İstatistik Değeri	Olasılık Değeri (Sign)
Sharpe Oranı	0,111	0,200	-0,802	0,428		
Treynor Oranı	0,292	0,000			171,500	0,441
Jensen Alfa	0,321	0,000			163,000	0,316
M²	0,111	0,200	-0,803	0,427		
T²	0,292	0,000			171,500	0,441
Değerleme Oranı	0,111	0,200	-0,803	0,427		

Not: * % 10 seviyesinde, ** % 5 seviyesinde, *** % 1 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

Tablo 30’da gösterildiği üzere BIST 100 endeksine göre hesaplanmış performans ölçütlerinin analizleri normallik varsayımı sağlayıp sağlamadığına göre test edilmiş olup hem normallik varsayımı sağlayan hem de normallik varsayımı sağlamayan performans ölçütlerinin test istatistiklerinin olasılık değeri sign:> 0,05 olduğundan dolayı hipotez 3 kabul edilmiştir. Kamu tarafından yönetilen katılım esasına dayalı bireysel emeklilik fonları ile özel şirket tarafından yönetilen katılım esasına dayalı bireysel emeklilik fonlarının performansları arasında anlamlı bir farklılık yoktur.

Tablo 31: Kamu Şirketleri ve Özel Şirketler Tarafından Yönetilen Fonlarının 40 Fonun Ortalamasına Göre İstatistiksel Analizi

Kamu ve Özel Şirketlere Göre İstatistiksel Analiz/ORT_FON	Normallik Testi		t Testi		Mann Whitney U Testi	
	İstatistik Değeri	Olasılık Değeri (Sign)	İstatistik Değeri	Olasılık Değeri (Sign)	İstatistik Değeri	Olasılık Değeri (Sign)
Sharpe Oranı	0,111	0,200	-0,802	0,428		
Treynor Oranı	0,261	0,000			177,000	0,534
Jensen Alfa	0,316	0,000			166,000	0,358
M²	0,111	0,200	-0,802	0,428		
T²	0,261	0,000			177,000	0,534
Değerleme Oranı	0,138	0,200	-0,917	0,365		

Not: * % 10 seviyesinde, ** % 5 seviyesinde, *** % 1 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

Tablo 31’de gösterildiği üzere 40 fonun ortalama getiri endeksine göre performans ölçütlerinin analizleri normallik varsayımı sağlayıp sağlamadığına göre test edilmiş olup hem normallik varsayımı sağlayan hem de normallik varsayımı sağlamayan performans ölçütlerinin test istatistiklerinin olasılık değeri sign:> 0,05 olduğundan dolayı hipotez 3 kabul edilmiştir. Kamu tarafından yönetilen katılım esasına dayalı bireysel emeklilik fonlarının özel şirket tarafından yönetilen katılım esasına dayalı bireysel emeklilik fonlarının performansları arasında anlamlı bir farklılık yoktur.

4.9.4 Katılım Esasına Dayalı Bireysel Emeklilik Fonlarının Risk Seviyelerine Göre Performansları

Belirtilen risk değeri fonun geçmiş performansına göre belirlenmiştir. Risk değeri her zaman değişebilir. Bu risk değerleri fonların en son güncellenmiş Kamu Aydınlatma Platformunda (KAP) yayınlanan fon tanıtım formlarından tespit edilmiştir. Risk seviyeleri fonun geçmiş haftalık getirilerinden elde edilen volatilité (piyasa oynaklığı) hesaplanması sonucu belirlenmiştir. Bu risk seviyeleri 1-7 arasında belirlenmiştir. 1-2 arası düşük risk, 3-5 arası orta risk, 6-7 arası yüksek risk seviyesi olarak belirlenmiştir. Örneklem olarak seçtiğimiz katılım bankacılığı esasına yönelik bireysel emeklilik fonları incelendiğinde 2-6 arasındaki risk grubunda bulunmaktadır. Bu risk gruplarına göre

belirlenmiş fon performansları arasında fark olup olmadığı hipotezini test etmek için istatistik anlamlılık testlerinden Anova Testi ve Kruskal Wallis Testi ile analiz edilmiştir.

H_0 : Farklı risk grubu içerisinde bulunan katılım esasına dayalı emeklilik fonlarının performansları arasında fark yoktur.

H_1 : Farklı risk grubu içerisinde bulunan katılım esasına dayalı emeklilik fonlarının performansları arasında fark vardır.

Tablo 32’de gösterildiği üzere piyasa portföy getirisi BIST 100 ve 40 fonun ortalama getiri endeksi baz alınarak yapılan performans ölçütleri 6 risk grubu içinde bulunan katılım esasına dayalı fonlar için hesaplanmıştır. Hem BIST 100 endeksi hem de 40 fonun ortalama getiri endeksi baz alınarak yapılan risk ölçütlerine göre Bereket Emeklilik ve Hayat A.Ş. Katılım Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonu (AGH)’nun risk seviyesi 6 olmasına rağmen negatif getiri sağlamıştır. Diğer 6 risk grubundaki bulunan katılım bankacılığın esasına dayalı fonlar altın varlık türü yoğunluğu fazla olan fonlar olup pozitif getiri elde ettiğinden fon performansları başarılıdır.

Tablo 33’de gösterildiği üzere piyasa getirisi BIST 100 endeksi ve 40 fonun ortalama getiri endeksi baz alınarak yapılan performans ölçütleri 5 risk grubu içinde bulunan katılım esasına dayalı fonlar için hesaplanmıştır. Hem BIST 100 endeksi hem de 40 fonun ortalama getiri endeksi baz alınarak yapılan risk ölçütlerine göre Avivasa Emeklilik ve Hayat A.Ş. Altın Emeklilik Yatırım Fonu (AEL), Vakıf Emeklilik ve Hayat A.Ş. Altın Katılım Emeklilik Yatırım Fonu (VGA) pozitif getiri sağlarken diğer risk seviyesi 5 olan fonlar negatif getiri sağlamıştır.

Tablo 34’de gösterildiği üzere piyasa getirisi BIST 100 endeksi ve 40 fonun ortalama getiri endeksi baz alınarak yapılan performans ölçütleri 4 risk grubu içinde bulunan katılım esasına dayalı fonlar için hesaplanmıştır. Hem BIST 100 endeksi hem de 40 fonun ortalama getiri endeksi baz alınarak yapılan risk ölçütlerine göre risk seviyesi 4 olan katılım esasına dayalı tüm fonlar negatif getiri sağlamıştır.

Tablo 35’de gösterildiği üzere piyasa getirisi BIST 100 endeksi ve 40 fonun ortalama getiri endeksi baz alınarak yapılan performans ölçütleri 3 risk grubu içinde bulunan katılım esasına dayalı fonlar için hesaplanmıştır. Hem BIST 100 endeksi hem de 40 fonun ortalama getiri endeksi baz alınarak yapılan risk ölçütlerine göre Katılım Emeklilik ve Hayat A.Ş. Katılım Değişken Grup Emeklilik Yatırım Fonu (KEK) pozitif getiri sağlarken diğer risk seviyesi 3 olan fonlar negatif getiri sağlamıştır.

Tablo 36’da gösterildiği üzere piyasa getirisi BIST 100 endeksi ve 40 fonun ortalama getiri endeksi baz alınarak 2 risk grubu içinde bulunan katılım esasına dayalı fonlar için performans ölçütleri hesaplanmıştır. Hem BIST 100 endeksi hem de 40 fonun ortalama getiri endeksi baz alınarak yapılan risk ölçütlerine göre risk seviyesi 2 olan katılım esasına dayalı tüm fonlar negatif getiri sağlamıştır.

Tablo 32: 6 Risk Grubunda Bulunan Katılım Esasına Dayalı Emeklilik Yatırım Fonlarının BIST 100 Endeksine ve 40 Fonun Ortalama Getiri Endeksine Göre Performans Ölçütleri

6 RISK GRUBUNDA BULUNAN FONLAR	BIST 100						ORTALAMA FON					
	SHARPE ORANI	TREYNOR ORANI	JENSEN ALFASI	M ² ORANI	T ² ORANI	DEĞERLEME ORANI	SHARPE ORANI	TREYNOR ORANI	JENSEN ALFASI	M ² ORANI	T ² ORANI	DEĞERLEME ORANI
AEA	0,02450	0,00789	0,00028	0,00057	0,00815	0,02532	0,02450	0,00009	0,00031	0,00009	0,00011	0,05266
HEA	0,02484	0,00888	0,00027	0,00058	0,00914	0,02558	0,02484	0,00010	0,00030	0,00010	0,00011	0,05386
AGA	0,02526	0,00839	0,00029	0,00058	0,00865	0,02606	0,02526	0,00010	0,00032	0,00010	0,00011	0,05319
AGH	-0,01208	-0,01921	-0,00011	0,00011	-0,01895	-0,01192	-0,01208	-0,00014	-0,00010	-0,00003	-0,00013	-0,01139
BNA	0,02428	0,00820	0,00029	0,00057	0,00846	0,02506	0,02428	0,00009	0,00032	0,00009	0,00011	0,05160
GHA	0,02499	0,00845	0,00029	0,00058	0,00871	0,02578	0,02499	0,00010	0,00032	0,00010	0,00011	0,05303
KEF	0,02614	0,00887	0,00030	0,00059	0,00913	0,02692	0,02614	0,00010	0,00033	0,00010	0,00012	0,05527
ZHN	0,02492	0,00841	0,00029	0,00058	0,00867	0,02571	0,02492	0,00010	0,00032	0,00010	0,00011	0,05260
Toplamda katılım esasına dayalı 8 emeklilik yatırım fonu türü vardır.												

Tablo 33: 5 Risk Grubunda Bulunan Katılım Esasına Dayalı Emeklilik Yatırım Fonlarının BIST 100 Endeksine ve 40 Fonun Ortalama Getiri Endeksine Göre Performans Ölçütleri

5 RISK GRUBUNDA BULUNAN FONLAR	BIST 100						ORTALAMA FON					
	SHARPE ORANI	TREYNOR ORANI	JENSEN ALFASI	M ² ORANI	T ² ORANI	DEĞERLEME ORANI	SHARPE ORANI	TREYNOR ORANI	JENSEN ALFASI	M ² ORANI	T ² ORANI	DEĞERLEME ORANI
AEL	0,02568	0,00860	0,00030	0,00059	0,00886	0,02648	0,02568	0,00010	0,00033	0,00010	0,00011	0,05362
AGB	-0,03048	-0,02795	-0,00009	-0,00013	-0,02769	-0,03020	-0,03048	-0,00023	-0,00009	-0,00009	-0,00022	-0,03186

HHM	-0,00842	-0,00659	-0,00008	0,00015	-0,00633	-0,00809	-0,00842	-0,00010	-0,00007	-0,00001	-0,00008	-0,00756
KEH	-0,01057	-0,02545	-0,00010	0,00013	-0,02519	-0,01046	-0,01057	-0,00013	-0,00009	-0,00002	-0,00011	-0,00982
VGA	0,02553	0,00845	0,00029	0,00059	0,00871	0,02633	0,02553	0,00010	0,00032	0,00010	0,00011	0,05623
Toplamda katılım esasına dayalı 5 emeklilik yatırım fonu türü vardır.												

Tablo 34: 4 Risk Grubunda Bulunan Katılım Esasına Dayalı Emeklilik Yatırım Fonlarının BIST 100 Endeksine ve 40 Fonun Ortalama Getiri Endeksine Göre Performans Ölçütleri

4 RISK GRUBUNDA BULUNAN FONLAR	BIST 100						ORTALAMA FON					
	SHARPE ORANI	TREYNOR ORANI	JENSEN ALFASI	M ² ORANI	T ² ORANI	DEĞERLEME ORANI	SHARPE ORANI	TREYNOR ORANI	JENSEN ALFASI	M ² ORANI	T ² ORANI	DEĞERLEME ORANI
HEE	-0,03414	-0,01236	-0,00009	-0,00017	-0,01210	-0,03344	-0,03414	-0,00038	-0,00009	-0,00010	-0,00037	-0,03445
AGG	-0,03188	-0,03267	-0,00008	-0,00015	-0,03240	-0,03162	-0,03188	-0,00022	-0,00007	-0,00009	-0,00020	-0,03416
GEA	-0,04778	-0,01728	-0,00013	-0,00035	-0,01702	-0,04709	-0,04778	-0,00037	-0,00013	-0,00014	-0,00036	-0,05077
HHN	-0,03723	-0,02982	-0,00013	-0,00021	-0,02955	-0,03691	-0,03723	-0,00035	-0,00012	-0,00011	-0,00033	-0,03825
KEG	-0,02553	-0,01145	-0,00006	-0,00007	-0,01119	-0,02496	-0,02553	-0,00016	-0,00006	-0,00007	-0,00015	-0,02723
VEB	-0,04784	-0,03134	-0,00015	-0,00035	-0,03108	-0,04745	-0,04784	-0,00051	-0,00015	-0,00014	-0,00049	-0,04898
VEY	-0,03310	-0,01975	-0,00011	-0,00016	-0,01949	-0,03267	-0,03310	-0,00036	-0,00011	-0,00010	-0,00034	-0,03344
Toplamda katılım esasına dayalı 7 emeklilik yatırım fonu türü vardır.												

Tablo 35: 3 Risk Grubunda Bulunan Katılım Esasına Dayalı Emeklilik Yatırım Fonlarının BIST 100 Endeksine ve 40 Fonun Ortalama Getiri Endeksine Göre Performans Ölçütleri

3 RISK GRUBUNDA BULUNAN FONLAR	BIST 100						ORTALAMA FON					
	SHARPE ORANI	TREYNOR ORANI	JENSEN ALFASI	M ² ORANI	T ² ORANI	DEĞERLEME ORANI	SHARPE ORANI	TREYNOR ORANI	JENSEN ALFASI	M ² ORANI	T ² ORANI	DEĞERLEME ORANI
HER	-0,04977	-0,03675	-0,00005	-0,00037	-0,03649	-0,04942	-0,04977	-0,00109	-0,00005	-0,00015	-0,00108	-0,04972
KEK	0,00682	0,00235	0,00002	0,00035	0,00261	0,00758	0,00682	0,00004	0,00002	0,00004	0,00005	0,01148
MHS	-0,06243	-0,03482	-0,00016	-0,00054	-0,03456	-0,06198	-0,06243	-0,00073	-0,00016	-0,00019	-0,00072	-0,06382
VEA	-0,08906	-0,01998	-0,00015	-0,00088	-0,01972	-0,08804	-0,08906	-0,00329	-0,00016	-0,00028	-0,00327	-0,08905
Toplamda katılım esasına dayalı 4 emeklilik yatırım fonu türü vardır.												

Tablo 36: 2 Risk Grubunda Bulunan Katılım Esasına Dayalı Emeklilik Yatırım Fonlarının BIST 100 Endeksine ve 40 Fonun Ortalama Getiri Endeksine Göre Performans Ölçütleri

2 RISK GRUBUNDA BULUNAN FONLAR	BIST 100						ORTALAMA FON					
	SHARPE ORANI	TREYNOR ORANI	JENSEN ALFASI	M ² ORANI	T ² ORANI	DEĞERLEME ORANI	SHARPE ORANI	TREYNOR ORANI	JENSEN ALFASI	M ² ORANI	T ² ORANI	DEĞERLEME ORANI
AER	-0,08872	-0,00208	-0,00010	-0,00028	-0,00206	-0,08902	-0,08872	-0,13382	-0,00010	-0,00087	-0,13356	-0,08855
AGE	-0,06393	-0,00076	-0,00015	-0,00020	-0,00075	-0,06534	-0,06393	-0,01916	-0,00015	-0,00055	-0,01890	-0,06312
AGD	-0,16338	-0,00507	-0,00014	-0,00052	-0,00506	-0,16386	-0,16338	-0,10517	-0,00014	-0,00182	-0,10491	-0,16300
AGM	-0,01575	-0,00006	-0,00004	-0,00004	-0,00005	-0,02132	-0,01575	-0,01305	-0,00005	0,00006	-0,01279	-0,01544
AGT	-0,07423	-0,00573	-0,00019	-0,00023	-0,00571	-0,07413	-0,07423	-0,03159	-0,00019	-0,00069	-0,03133	-0,07366
GES	-0,16631	-0,01120	-0,00016	-0,00053	-0,01119	-0,16630	-0,16631	0,19437	-0,00016	-0,00186	0,19463	-0,16654

GHL	-0,07590	-0,00158	-0,00008	-0,00024	-0,00156	-0,07621	-0,07590	-0,08667	-0,00008	-0,00071	-0,08641	-0,07567
HHA	-0,08113	-0,00121	-0,00009	-0,00025	-0,00120	-0,08223	-0,08113	-0,02990	-0,00009	-0,00077	-0,02964	-0,08047
HHD	-0,19869	-0,01094	-0,00016	-0,00064	-0,01092	-0,19879	-0,19869	-0,13423	-0,00016	-0,00227	-0,13397	-0,19833
KEA	-0,10047	-0,00457	-0,00010	-0,00032	-0,00456	-0,10043	-0,10047	-0,29933	-0,00010	-0,00102	-0,29907	-0,10038
KEB	-0,11632	-0,00378	-0,00011	-0,00037	-0,00377	-0,11649	-0,11632	0,14258	-0,00011	-0,00122	0,14284	-0,11653
MHA	-0,13957	-0,00318	-0,00017	-0,00045	-0,00317	-0,14044	-0,13957	-0,14316	-0,00017	-0,00152	-0,14289	-0,13933
VER	-0,07453	-0,00115	-0,00009	-0,00023	-0,00113	-0,07539	-0,07453	-0,09539	-0,00009	-0,00069	-0,09513	-0,07433
VGB	-0,10457	-0,00141	-0,00012	-0,00033	-0,00140	-0,10679	-0,10457	-0,06972	-0,00012	-0,00107	-0,06946	-0,10420
ZHA	-0,14575	-0,00352	-0,00012	-0,00047	-0,00350	-0,14655	-0,14575	0,21313	-0,00012	-0,00160	0,21339	-0,14592
ZHT	-0,06115	-0,00154	-0,00006	-0,00019	-0,00153	-0,06113	-0,06115	0,20919	-0,00006	-0,00052	0,20945	-0,06122
Toplamda katılım esasına dayalı 16 emeklilik yatırım fonu türü vardır.												

Tablo 37: Risk Seviyesine Göre Belirlenen Fonlarının BIST 100 Endeksine Göre İstatiksel Analizi

Risk seviyelerine göre istatistiksel analiz/BIST 100	Normallik Testi		Anova Testi		Kruskal Wallis Testi	
	İstatistik Değeri	Olasılık Değeri (Sign)	İstatistik Değeri	Olasılık Değeri (Sign)	İstatistik Değeri	Olasılık Değeri (Sign)
Sharpe Oranı	0,111	0,200	20,504	0,000***		
Treynor Oranı	0,292	0,000			9,158	0,057*
Jensen Alfa	0,314	0,000			16,256	0,003***
M²	0,111	0,200	20,504	0,000***		
T²	0,292	0,000			9,158	0,057*
Değerleme Oranı	0,111	0,200	20,542	0,000***		

Not: * % 10 seviyesinde, ** % 5 seviyesinde, *** % 1 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

Tablo 37’de gösterildiği üzere BIST 100 endeksine göre hesaplanmış performans ölçütlerinin analizleri normallik varsayımını sağlayıp sağlamadığına göre test edilmiş, hem normallik varsayımı sağlayan hem de normallik varsayımı sağlamayan performans ölçütlerinden Sharpe Oranı, Jensen Alfa, M², T² oranlarına göre test istatistiklerinin olasılık değeri <0,05 olduğundan dolayı hipotezimiz ret edilmiş olmasına rağmen Treynor Oranı ve T² oranı test istatistiklerinin olasılık değeri sign: > 0,05 olduğu durumda hipotez 4 kabul edilecektir. Ancak çoğunluk istatistiğine göre hipotez ret edildiğinden risk seviyesine göre belirlenmiş katılım esasına dayalı bireysel emeklilik fonları arasında anlamlı bir farklılık bulunmaktadır. Bu fonlar gruplandırılırsa; 6 risk grubu ve 5 risk grubu fonları bir grup olarak diğer risk gruplarını da bir grup olarak değerlendirecektir.

Tablo 38: Risk Seviyesine Göre Belirlenen Fonlarının 40 Fonun Ortalama Getiri Endeksine Göre İstatiksel Analizi

Risk seviyelerine göre istatistiksel analiz/ORT_FON	Normallik Testi		Anova Testi		Kruskal Wallis Testi	
	İstatistik Değeri	Olasılık Değeri (Sign)	İstatistik Değeri	Olasılık Değeri (Sign)	İstatistik Değeri	Olasılık Değeri (Sign)
Sharpe Oranı	0,111	0,200	20,504	0,000***		
Treynor Oranı	0,261	0,000			28,989	0,000***
Jensen Alfa	0,316	0,000			18,098	0,001***
M²	0,111	0,200	20,504	0,000***		
T²	0,261	0,000			28,989	0,000***
Değerleme Oranı	0,138	0,053	24,858	0,000***		

Not: * % 10 seviyesinde, ** % 5 seviyesinde, *** % 1 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

Tablo 38’de gösterildiği üzere 40 fonun getiri endeksine göre hesaplanmış performans ölçütlerinin analizleri normallik varsayımı sağlayıp sağlamadığına göre test edilmiş, hem normallik varsayımı sağlayan hem de normallik varsayımı sağlamayan performans ölçütlerinin test istatistiklerinin olasılık değeri sign: < 0,05 olduğundan dolayı hipotez 4 reddedilmiştir. Risk seviyesine göre belirlenmiş katılım esasına dayalı bireysel emeklilik fonları arasında anlamlı bir farklılık bulunmaktadır. Bu fonlar gruplandırılırsa; 6 risk grubu ve 5 risk grubu fonları bir grup olarak diğer risk grupları da bir grup olarak değerlendirilecektir.

4.9.5 Krizin Katılım Esasına Dayalı Emeklilik Yatırım Fonlarının Getirileri Üzerindeki Etkisi

Kriz Türk Dil Kurumu’nda bir ülkede ya da ülkeler arasında toplumun ya da bir kuruluşun yaşamında görülen güç durum olarak tanımlanmaktadır (<http://sozluk.gov.tr/>). Politik kriz ise bir ülke için yerel olmanın dışında domino etkisiyle ülke dışına çıkarak birden çok bölgeyi ve sektörü etkisi altına alabilecek kriz türlerinden biridir (Yenişehirlioğlu vd., 2013:59). Türkiye’de 27 Mayıs 1960 darbesi ile başlayan politik krizler 2 Şubat 1962 ayaklanması, 12 Mart 1971 muhtırası, 12 Eylül 1980 müdahalesi, 28 Şubat süreci, 27 Nisan 2007 e-muhtırası, 15 Temmuz 2016 Darbe Girişimi ile devam etmiştir (Dinçer, 2018: 107). Katılım esasına dayalı bireysel emeklilik fonlarının

performanslarını incelediğimiz veri döneminde 15 Temmuz 2016 tarihinde bir politik kriz yaşanmıştır. Katılım esasına dayalı bireysel emeklilik fonlarının faize endeksli olmaması sebebiyle herhangi bir kriz anında fiyatlarında herhangi bir anormal değişikliğin olmayacağı düşünülmektedir. Ancak Türkiye’deki piyasanın yarı etkin formda olmaması sebebiyle krizler karşısında fonların fiyatlarında anormal getirilere rastlanmıştır. Politik krizin katılım esasına dayalı emeklilik yatırım fonlarının getirisi üzerindeki etkisi, 1985 yılında Brown ve Warner’in çalışmasında kullandığı olay etüdü yöntemi ile analiz edilmiştir. Hipotezler aşağıda sıralanmıştır.

H_0 : Krizlerin katılım esasına dayalı emeklilik yatırım fonlarının getirisi üzerinde etkisi yoktur.

H_1 : Krizlerin katılım esasına dayalı emeklilik yatırım fonlarının getirisi üzerinde etkisi vardır.

Tablo 39: Düzeltilmiş Ortalama Getiri Yöntemi ile Hesaplanan 40 Fonun Anormal Getirileri (19/07/2016 Tarihli Getiriler)

Fon Kodu	Fonun Halka Arz Tarihi	Risk Oranı (1-7 Arasında)	AR (Anormal Getiri) 19.07.2016 T+2 Dönemi	t istatistiği
AEA	30.04.2013	6	0,0182	1,6254
AER	30.04.2013	2	-0,0034	-4,1000**
AGE	30.11.2010	2	-0,0187	-5,3757**
AEL	7.08.2013	5	0,0185	1,5715
HEA	1.10.2013	6	0,0154	1,3922
HEE	1.10.2013	4	-0,0187	-5,3705**
HER	1.10.2013	3	-0,0033	-3,7576**
AGA	7.05.2013	6	0,0185	1,5673
AGB	5.06.2012	5	-0,0243	-7,3247**
AGD	7.05.2013	2	-0,0005	-0,8627
AGG	12.06.2012	4	-0,0167	-6,8150**
AGH	28.05.2012	6	-0,0635	-7,5153**
AGM	21.05.2012	2	-0,0021	-1,8025**
AGT	2.05.2013	2	-0,0003	-0,5024
BNA	30.04.2013	6	0,0185	1,5668
GEA	6.05.2009	4	-0,0186	-5,5986**
GES	26.06.2013	2	-0,0005	-0,7901
GHA	26.06.2013	6	0,0176	1,5322
GHL	2.05.2013	2	-0,0039	-3,4339**
HHA	21.11.2013	2	-0,0075	-6,6502**
HHD	21.11.2013	2	-0,0005	-0,7108
HHM	2.12.2013	5	-0,0736	-7,3974**
HHN	21.11.2013	4	-0,0250	-6,2270**

KEA	22.07.2014	2	-0,0004	-0,6272
KEB	16.07.2014	2	-0,0028	-4,5863**
KEF	16.07.2014	6	0,0184	1,5703
KEG	16.07.2014	4	-0,0192	-8,9129**
KEH	16.07.2014	5	-0,0639	-7,8921**
KEK	23.07.2014	3	-0,0126	-3,6604**
MHA	28.02.2014	2	-0,0019	-2,3699**
MHS	13.01.2014	3	-0,0115	-4,6011**
VEA	15.02.2012	3	-0,0113	-7,3001**
VEB	23.02.2012	4	-0,0221	-5,8955**
VER	30.04.2013	2	-0,0063	-5,1857**
VEY	27.10.2010	4	-0,0211	-5,9068**
VGA	24.09.2013	5	0,0143	1,2561
VGB	1.03.2010	2	-0,0068	-6,3320**
ZHA	1.07.2011	2	-0,0015	-2,7640**
ZHN	17.09.2013	6	0,0185	1,5699
ZHT	30.04.2013	2	-0,0033	-4,4101**

Not: ** % 5 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

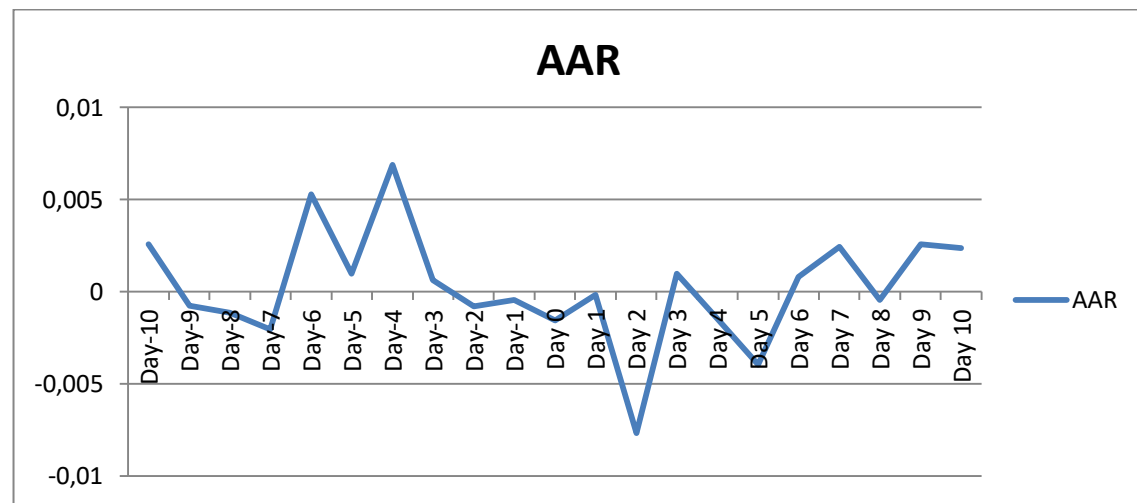
Tablo 39’da gösterildiği üzere 15.07.2016 tarihinde yaşanan politik kriz olayından sonra altın oranı yoğun olan 9 katılım esasına dayalı emeklilik yatırım fonunun (AEA, AEL, HEA, AGA, BNA, GHA, KEF, VGA, ZHN) anormal getirileri istatistiksel olarak anlamlı olmamasına rağmen anormal getirileri pozitif yönlüdür. Emeklilik yatırım fonlarında pay alım talimatları; ileri fiyat uygulanan fonlarda talimatın verilmesini takip eden ilk iş gününde (T+1), geri fiyat uygulanan fonlarda ise talimatın verildiği iş günü (T) verilmektedir (<http://spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/1205>). Bundan dolayı anormal getiriler olayın gerçekleştiği günü takip eden 19.07.2016 tarihi baz alınarak değerlendirilmiştir. Varlık türü çeşitliliğinde %75 ve üzerinde kira sertifikaları oranına sahip (AGD, AGT, GES, HHD, KEA) 5 katılım esasına dayalı emeklilik yatırım fonunun anormal getirileri istatistiksel olarak anlamlı olmamasına rağmen negatif yönlüdür. Ancak varlık türü çeşitliliğinde %50-%75 arasında kira sertifikaları oranına sahip 26 katılım esasına dayalı emeklilik yatırım fonunun anormal getirileri istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönlüdür. Politik krizin varlık türü kira sertifikalarına dayalı katılım esasına dayalı emeklilik yatırım fonlarının fiyatları üzerinde etkisi vardır ve anormal getiri elde edilmiştir. Risk oranı 6 olup altın yoğunluğu fazla olan ve risk oranı 2 olup kira sertifikası yoğunluğu %75’in üzerinde olan 14 katılım esasına dayalı emeklilik yatırım fonunun (AEA, AEL, HEA, AGA, BNA, GHA, KEF, VGA, ZHN, AGD, AGT, GES, HHD, KEA) ortalama anormal getirileri istatistiksel olarak anlamlı olmadığından bu fonların krizden etkilenmediği analiz edilmiştir.

Tablo 40: 40 Fonun Yaşanan Politik Kriz Olayının Öncesi ve Sonrasındaki Ortalama Anormal Getirileri

Tarih	Olay Günü	AAR (Ortalama Anormal Getiri)	t istatistiği
28.06.2016	t-10	0,0026	5,1800**
29.06.2016	t-9	-0,0008	-0,4449
30.06.2016	t-8	-0,0011	-8,1097**
1.07.2016	t-7	-0,0021	-5,9455**
4.07.2016	t-6	0,0053	8,3605**
8.07.2016	t-5	0,0010	4,5969**
11.07.2016	t-4	0,0069	3,7663**
12.07.2016	t-3	0,0006	1,0130
13.07.2016	t-2	-0,0008	-0,8483
14.07.2016	t-1	-0,0005	-1,3594
15.07.2016	t=0	-0,0016	-1,5219
18.07.2016	t+1	-0,0002	-0,8051
19.07.2016	t+2	-0,0077	-2,2379**
20.07.2016	t+3	0,0010	1,0158
21.07.2016	t+4	-0,0015	-1,5788
22.07.2016	t+5	-0,0040	-1,6775**
25.07.2016	t+6	0,0008	1,4350
26.07.2016	t+7	0,0024	1,2245
27.07.2016	t+8	-0,0005	-2,5863**
28.07.2016	t+9	0,0026	4,2164**
29.07.2016	t+10	0,0024	4,8186**

Not: ** % 5 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

Şekil 3: 40 Fonun Yaşanan Politik Kriz Olayının Öncesi ve Sonrasındaki Ortalama Anormal Getiri Grafiği



Tablo 40 ve Şekil 3’de gösterildiği üzere 15.07.2016 tarihinde gerçekleşen politik olayın fonların getirisi üzerindeki etkisi 19.07.2016 tarihinde (t+2) istatistiksel olarak anlamlı ve negatif anormal getiri olarak gözlenmiştir. Bu nedenle politik bir olayın katılım esasına dayalı emeklilik yatırım fonlarının getirisi üzerinde etkisi olduğundan Hipotez 5 reddedilmiştir.

4.10 Katılım Bankacılığı Esasına Dayalı Fonları Yönetenlerin Seçicilik ve Piyasa Zamanlama Yeteneğinin Kuadratik Regresyon Modeli Belirlenmesi

Treynor-Mazuy tarafından geliştirilen fon yöneticisinin fon varlık fonunun çeşitliliğinin seçiminin ve fon yöneticisinin piyasa zamanlama kabiliyeti yeteneğinin belirlendiği regresyon modeli aşağıdaki gibidir.

$$R_p - R_f = \alpha + \beta * (R_m - R_f) + C * (R_m - R_f)^2 + e_p$$

Modelde α katsayısı fon yöneticinin varlık seçimindeki başarısını, β katsayısı fonun sistematik riskini, C katsayısı da fon yöneticisinin zamanlama yeteneğini göstermektedir. Katılım esasına dayalı fonların, fon yöneticilerinin seçicilik ve zamanlama yeteneği yukarıda ki regresyon modeline göre analiz edilmiş ve Tablo 41 ve Tablo 42 de raporlanmıştır.

Kuadratik regresyon analizi sonucunda belirlenen α , β ve C katsayıların anlamlı olup olmadığı t testi ile analiz edilmiştir. Bir katsayının istatistiksel olarak anlamlı olması elde edilen katsayısının gerçek değerinin sıfırdan farklı olduğu göstermektedir. Tablo 41’de gösterilen BIST 100 endeksi baz alınarak kuadratik regresyon modeline göre hesaplanan 40 fonun C katsayısının katsayısının 21 fonda anlamsız olduğu (AEA, AER, AEL, HEA, HER, AGA, AGD, AGM, AGT, BNA, GES, GHA, GHL, HHD, KEA, KEB, KEF, MHA, MHS, VGA, ZHN) 19 fonda anlamlı olduğu (AGE, HEE, AGB, AGG, AGH, GEA, HHA, HHM, HHN, KEG, KEH, KEK, VEA, VEB, VER, VEY, VGB, ZHA, ZHT) t istatistiği sonucuna göre belirlenmiştir. Kuadratik regresyon analizinde C katsayısının anlamlı olduğu fonlarda bu değer sıfırdan büyük olması durumunda fon yöneticilerinin piyasa zamanlama yeteneği olduğu sonucuna ulaşılır.

BIST 100 endeksi baz alınarak yapılan kuadratik regresyon analizi sonuçlarında hesaplanan 40 fonun α katsayısına göre 7 fonda anlamlı olduğu (AGD, GES, HHD, KEA, KEB, MHA, ZHA) diğer 31 fonda anlamsız olduğu t istatistiği sonucuna göre belirlenmiştir. Kuadratik regresyon analizinde α katsayısının anlamlı olduğu fonlarda bu değer sıfırdan büyük olması durumunda fon yöneticilerinin portföyü çeşitlendirilebildiği sonucuna ulaşılır.

Tablo 42’de gösterilen 40 fonun getiri endeksi baz alınarak kuadratik regresyon modeline göre hesaplanan 40 fonun C katsayısının katsayısının 3 fonda anlamsız olduğu (AGT, HHD, KEK) diğer 37 fonun da anlamlı olduğu t istatistiği sonucuna göre belirlenmiştir. Kuadratik regresyon analizi sonucuna göre C katsayısının anlamlı olduğu fonlarda bu

değer sıfırdan büyük olması durumunda fon yöneticilerin piyasa zamanlama yeteneğini olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

40 fonun getiri endeksi baz alınarak kuadratik regresyon modeline göre hesaplanan 40 fonun α katsayısına göre 13 fonda anlamlı olduğu (AER, AGD, AGT, GES, GHL, HHA, HHD, KEA, KEB, MHA, VEA, VGB, ZHA) diğer 27 fonda anlamsız olduğu t istatistiği sonucuna göre belirlenmiştir. Kuadratik regresyon analizinde α katsayısının anlamlı olduğu fonlarda bu değer sıfırdan büyük olması durumunda fon yöneticilerinin portföyü çeşitlendirilebildiği sonucuna ulaşılmaktadır.

Fon yöneticilerin piyasa zamanlama yeteneklerine baktığımızda incelediğimiz 40 fondan sadece 10'unun C katsayısının pozitif değere sahip olduğu tespit edilmiştir. Piyasa getirisi olarak BIST 100 endeksi baz alındığında 9 fonun yöneticisinin piyasa zamanlama yeteneğinin olduğunu, piyasa getirisi olarak 40 fonun ortalama getirisi baz alındığında ise 10 fonun piyasa zamanlama yeteneğinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Tablo 43'de gösterildiği üzere BIST 100 endeksine göre hesaplanan C katsayılarından 40 fondan 19'unun istatistiksel olarak anlamlı olduğu, istatistiksel olarak anlamlı olan fonların fon yöneticilerinin piyasa zamanlama yeteneklerinin olmadığı, 40 fonun ortalama getiri endeksine göre hesaplanan C katsayılarından 37 fonun istatistiksel olarak anlamlı olduğu ve 40 fonun yöneticisinden 10 fonun yöneticisinin piyasa zamanlama yeteneği olduğu görülmüştür. C katsayısının pozitif çıktığı fonlar altın varlık türü oranı %50 inin üzerinde olan fonlardır. Bu fonları yöneten yöneticilerin seçicilik ve piyasa zamanlama yeteneklerinde başarılı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Tablo 41 :Katılım Esasına Dayalı 40 Emeklilik Yatırım Fonunun Kuadratik Regresyon Katsayıları (BIST 100 Endeksine Göre Belirlenmiş)

BIST 100	Katsayı	Katsayı değeri	Standart Hata	t İstaistik	Olasılık Değeri (p)	R²	F İstatistik	Olasılık Değeri (p)
AEA	α	0,0002	0,0004	0,5405	0,5890	0,0018	1,0378	0,3546
	β	0,0375	0,0262	1,4270	0,1538			
	C	0,5266	1,0401	0,5063	0,6128			
AER	α	-0,0001	0,0000	-1,7860	0,0744*	0,0029	1,6823	0,1864
	β	-0,0004	0,0027	-0,1437	0,8858			
	C	-0,1922	0,1058	-1,8156	0,0697*			
AGE	α	-0,0001	0,0001	-0,6134	0,5398	0,0084	4,8750	0,0078***
	β	0,0045	0,0057	0,7943	0,4272			
	C	-0,6240	0,2251	-2,7719	0,0057***			
AEL	α	0,0002	0,0004	0,5680	0,5701	0,0017	0,9781	0,3763
	β	0,0366	0,0265	1,3804	0,1677			
	C	0,5487	1,0502	0,5225	0,6014			
HEA	α	0,0002	0,0004	0,5998	0,5487	0,0014	0,8166	0,4422
	β	0,0323	0,0254	1,2725	0,2034			

	C	0,3969	1,0067	0,3942	0,6935			
HEE	α	0,0001	0,0001	0,6542	0,5131	0,0123	7,1519	0,0008***
	β	0,0024	0,0064	0,3736	0,7088			
	C	-0,9157	0,2551	-3,5898	0,0003***			
HER	α	0,0000	0,0000	-0,7250	0,4686	0,0024	1,3586	0,2574
	β	0,0005	0,0025	0,1861	0,8524			
	C	-0,1553	0,0997	-1,5571	0,1197			
AGA	α	0,0002	0,0004	0,5595	0,5760	0,0017	0,9879	0,3727
	β	0,0372	0,0268	1,3894	0,1650			
	C	0,5444	1,0611	0,5131	0,6080			
AGB	α	0,0000	0,0001	0,4241	0,6716	0,0073	4,2408	0,0146**
	β	-0,0014	0,0074	-0,1849	0,8534			
	C	-0,8416	0,2926	-2,8762	0,0041***			
AGD	α	-0,0001	0,0000	-4,0311	0,0001***	0,0033	1,9178	0,1474
	β	0,0004	0,0020	0,2177	0,8277			
	C	-0,1443	0,0779	-1,8511	0,0644*			
AGG	α	0,0000	0,0001	0,3507	0,7259	0,0069	3,9859	0,0188**
	β	-0,0013	0,0058	-0,2164	0,8287			
	C	-0,6406	0,2293	-2,7940	0,0053***			

AGH	α	0,0004	0,0003	1,1769	0,2395	0,0097	5,6421	0,0036***
	β	-0,0102	0,0218	-0,4699	0,6385			
	C	-2,8892	0,8629	-3,3482	0,0008***			
AGM	α	0,0000	0,0001	-0,0335	0,9733	0,0009	0,5275	0,5902
	β	0,0022	0,0072	0,3115	0,7555			
	C	-0,2519	0,2841	-0,8866	0,3755			
AGT	α	-0,0002	0,0001	-1,8056	0,0713*	0,0015	0,8707	0,4189
	β	0,0049	0,0060	0,8115	0,4172			
	C	-0,1995	0,2383	-0,8372	0,4027			
BNA	α	0,0002	0,0004	0,5329	0,5942	0,0017	0,9562	0,3847
	β	0,0369	0,0270	1,3667	0,1720			
	C	0,5408	1,0701	0,5054	0,6134			
GEA	α	0,0000	0,0001	-0,0239	0,9810	0,0090	5,2315	0,0055***
	β	0,0033	0,0065	0,5077	0,6117			
	C	-0,7718	0,2568	-3,0053	0,0027***			
GES	α	-0,0001	0,0000	-4,2106	0,0000***	0,0028	1,6049	0,2014
	β	-0,0018	0,0023	-0,7932	0,4279			
	C	-0,1556	0,0894	-1,7413	0,0819*			
GHA	α	0,0002	0,0004	0,5791	0,5626	0,0016	0,9268	0,3961

	β	0,0356	0,0263	1,3522	0,1766			
	C	0,4712	1,0430	0,4517	0,6516			
GHL	α	-0,0001	0,0000	-1,4150	0,1573	0,0029	1,6675	0,1892
	β	-0,0002	0,0024	-0,0666	0,9469			
	C	-0,1734	0,0966	-1,7951	0,0729*			
HHA	α	-0,0001	0,0000	-1,3344	0,1823	0,0057	3,3045	0,0371**
	β	0,0017	0,0027	0,6127	0,5402			
	C	-0,2457	0,1068	-2,3014	0,0216**			
HHD	α	-0,0001	0,0000	-5,4042	0,0000***	0,0016	0,9247	0,3970
	β	0,0006	0,0019	0,3209	0,7483			
	C	-0,0902	0,0740	-1,2189	0,2231			
HHM	α	0,0003	0,0003	0,9933	0,3208	0,0065	3,7787	0,0231**
	β	-0,0011	0,0230	-0,0463	0,9631			
	C	-2,4531	0,9113	-2,6918	0,0072***			
HHN	α	0,0000	0,0001	0,0772	0,9384	0,0059	3,4289	0,0328**
	β	-0,0004	0,0080	-0,0508	0,9595			
	C	-0,8126	0,3167	-2,5656	0,0104**			
KEA	α	-0,0001	0,0000	-2,1158	0,0346**	0,0031	1,7776	0,1695
	β	-0,0007	0,0023	-0,3063	0,7594			

	C	-0,1743	0,0926	-1,8824	0,0600*			
KEB	α	-0,0001	0,0000	-2,6467	0,0082***	0,0030	1,7507	0,1741
	β	-0,0018	0,0022	-0,7993	0,4243			
	C	-0,1583	0,0867	-1,8260	0,0681*			
KEF	α	0,0002	0,0004	0,5723	0,5672	0,0017	0,9669	0,3806
	β	0,0361	0,0264	1,3683	0,1715			
	C	0,5670	1,0454	0,5424	0,5877			
KEG	α	0,0001	0,0001	0,8003	0,4237	0,0104	6,0253	0,0025***
	β	0,0011	0,0058	0,1911	0,8485			
	C	-0,7619	0,2281	-3,3397	0,0009***			
KEH	α	0,0004	0,0003	1,2160	0,2242	0,0096	5,5836	0,0039***
	β	-0,0122	0,0218	-0,5574	0,5774			
	C	-2,8830	0,8640	-3,3369	0,0009***			
KEK	α	0,0001	0,0001	1,4378	0,1508	0,0071	4,0871	0,0170**
	β	0,0038	0,0058	0,6576	0,5110			
	C	-0,5877	0,2286	-2,5703	0,0103**			
MHA	α	-0,0001	0,0000	-3,2862	0,0011***	0,0033	1,8992	0,1502
	β	-0,0001	0,0029	-0,0262	0,9791			
	C	-0,2224	0,1166	-1,9070	0,0568*			

MHS	α	-0,0001	0,0001	-1,0005	0,3173	0,0034	1,9901	0,1372
	β	0,0021	0,0061	0,3497	0,7266			
	C	-0,4420	0,2403	-1,8395	0,0661*			
VEA	α	-0,0001	0,0001	-1,6432	0,1006	0,0072	4,1467	0,0161**
	β	0,0058	0,0041	1,3999	0,1618			
	C	-0,3508	0,1633	-2,1482	0,0319**			
VEB	α	0,0000	0,0001	0,0145	0,9884	0,0088	5,0953	0,0063***
	β	-0,0004	0,0074	-0,0479	0,9618			
	C	-0,9160	0,2931	-3,1246	0,0018***			
VER	α	0,0000	0,0000	-0,9263	0,3545	0,0068	3,9247	0,0200**
	β	-0,0009	0,0029	-0,3129	0,7544			
	C	-0,3142	0,1128	-2,7850	0,0054***			
VEY	α	0,0001	0,0001	0,6240	0,5327	0,0109	6,3243	0,0019***
	β	-0,0005	0,0078	-0,0634	0,9494			
	C	-1,0779	0,3095	-3,4832	0,0005***			
VGA	α	0,0002	0,0004	0,5903	0,5551	0,0017	0,9685	0,3799
	β	0,0362	0,0262	1,3820	0,1672			
	C	0,4813	1,0376	0,4638	0,6429			
VGB	α	-0,0001	0,0000	-1,8208	0,0689*	0,0073	4,2287	0,0148**

	β	-0,0001	0,0028	-0,0271	0,9784			
	C	-0,3131	0,1101	-2,8431	0,0046***			
ZHA	α	-0,0001	0,0000	-3,0980	0,0020***	0,0071	4,0970	0,0169**
	β	-0,0019	0,0020	-0,9726	0,3310			
	C	-0,2227	0,0784	-2,8400	0,0046***			
ZHN	α	0,0002	0,0004	0,5438	0,5867	0,0017	0,9666	0,3807
	β	0,0366	0,0267	1,3714	0,1705			
	C	0,5542	1,0571	0,5242	0,6002			
ZHT	α	0,0000	0,0000	-0,3363	0,7367	0,0088	5,0853	0,0063***
	β	-0,0019	0,0022	-0,8706	0,3842			
	C	-0,2817	0,0885	-3,1843	0,0015***			

Not: * % 10 seviyesinde, ** % 5 seviyesinde, *** % 1 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

Tablo 42: Katılım Esasına Dayalı 40 Emeklilik Yatırım Fonunun Kuadratik Regresyon Katsayıları (40 Fonun Ortalama Getiri Endeksine Göre Belirlenmiş)

ORT_FON	Katsayı	Katsayı değeri	Standart Hata	t İstaistik	Olasılık Değeri (p)	R ²	F İstatistik	Olasılık Değeri (p)
AEA	α	0,0002	0,0002	1,1791	0,2386	0,7217	1493,308	0,0000***
	β	2,8072	0,0546	51,4564	0,0000***			
	C	9,1252	2,5607	3,5635	0,0004***			
AER	α	-0,0001	0,0000	-2,2266	0,0262**	0,0364	21,7825	0,0000***
	β	0,0608	0,0103	5,8803	0,0000***			
	C	-2,1816	0,4850	-4,4979	0,0000***			
AGE	α	-0,0001	0,0001	-1,5122	0,1308	0,0897	56,7532	0,0000***
	β	0,2265	0,0214	10,5728	0,0000***			
	C	-4,1898	1,0055	-4,1668	0,0000***			
AEL	α	0,0002	0,0002	1,3430	0,1795	0,7074	1392,6450	0,0000***
	β	2,8196	0,0565	49,9317	0,0000***			
	C	7,2000	2,6506	2,7164	0,0067***			
HEA	α	0,0002	0,0002	1,1861	0,2358	0,7274	1537,2930	0,0000***
	β	2,7244	0,0522	52,1524	0,0000***			
	C	9,2737	2,4521	3,7820	0,0002***			

HEE	α	0,0000	0,0001	-0,0238	0,9810	0,1243	81,7666	0,0000***
	β	0,2906	0,0239	12,1810	0,0000***			
	C	-7,9386	1,1197	-7,0897	0,0000***			
HER	α	0,0000	0,0000	-1,0309	0,3028	0,0332	19,7669	0,0000***
	β	0,0577	0,0098	5,9209	0,0000***			
	C	-1,6756	0,4577	-3,6610	0,0003***			
AGA	α	0,0002	0,0002	1,2821	0,2001	0,7117	1422,1340	0,0000***
	β	2,8524	0,0566	50,3691	0,0000***			
	C	8,0168	2,6582	3,0159	0,0026***			
AGB	α	0,0000	0,0001	-0,1020	0,9188	0,2133	156,1973	0,0000***
	β	0,4561	0,0259	17,6298	0,0000***			
	C	-7,3524	1,2144	-6,0544	0,0000***			
AGD	α	-0,0001	0,0000	-4,9205	0,0000***	0,0209	12,2673	0,0000***
	β	0,0337	0,0077	4,3951	0,0000***			
	C	-1,2258	0,3601	-3,4038	0,0007***			
AGG	α	0,0000	0,0001	-0,1291	0,8973	0,2600	202,3659	0,0000***
	β	0,3951	0,0197	20,1001	0,0000***			
	C	-5,8462	0,9227	-6,3363	0,0000***			
AGH	α	0,0002	0,0003	0,7842	0,4331	0,1205	78,9401	0,0000***

	β	0,9541	0,0808	11,8132	0,0000***			
	C	- 27,9096	3,7912	-7,3618	0,0000***			
AGM	α	-0,0001	0,0001	-1,2571	0,2090	0,6648	1142,4210	0,0000***
	β	0,7337	0,0163	44,8871	0,0000***			
	C	2,6604	0,7672	3,4677	0,0005***			
AGT	α	-0,0002	0,0001	-2,3233	0,0203**	0,0024	1,4017	0,2466
	β	0,0388	0,0237	1,6419	0,1009			
	C	-0,8510	1,1104	-0,7663	0,4436			
BNA	α	0,0002	0,0002	1,2248	0,2209	0,7142	1439,0390	0,0000***
	β	2,8815	0,0569	50,6663	0,0000***			
	C	8,1090	2,6695	3,0377	0,0024***			
GEA	α	-0,0001	0,0001	-0,7557	0,4500	0,2017	145,5159	0,0000***
	β	0,3894	0,0229	17,0083	0,0000***			
	C	-6,3884	1,0746	-5,9447	0,0000***			
GES	α	-0,0001	0,0000	-5,0113	0,0000***	0,0127	7,4314	0,0006***
	β	0,0220	0,0088	2,4879	0,0130**			
	C	-1,4572	0,4146	-3,5152	0,0005***			
GHA	α	0,0002	0,0002	1,2150	0,2246	0,7157	1449,6760	0,0000***

	β	2,8048	0,0553	50,7324	0,0000***			
	C	8,8545	2,5951	3,4121	0,0007***			
GHL	α	-0,0001	0,0000	-1,7886	0,0740*	0,0421	25,3087	0,0000***
	β	0,0610	0,0094	6,4848	0,0000***			
	C	-2,0285	0,4414	-4,5955	0,0000***			
HHA	α	-0,0001	0,0000	-2,1221	0,0340**	0,0593	36,3402	0,0000***
	β	0,0865	0,0103	8,3893	0,0000***			
	C	-1,8215	0,4841	-3,7630	0,0002***			
HHD	α	-0,0002	0,0000	-6,3893	0,0000***	0,0054	3,1343	0,0439**
	β	0,0170	0,0073	2,3198	0,0205**			
	C	-0,5311	0,3442	-1,5429	0,1231			
HHM	α	0,0003	0,0003	0,9985	0,3182	0,1294	85,6081	0,0000***
	β	1,0340	0,0847	12,2033	0,0000***			
	C	-31,3912	3,9772	-7,8927	0,0000***			
HHN	α	0,0000	0,0001	-0,3908	0,6960	0,1475	99,6826	0,0000***
	β	0,4079	0,0291	14,0022	0,0000***			
	C	-7,6497	1,3673	-5,5946	0,0000***			
KEA	α	-0,0001	0,0000	-2,7483	0,0061***	0,0160	9,3503	0,0001***

	β	0,0303	0,0091	3,3130	0,0010***			
	C	-1,5366	0,4289	-3,5826	0,0004***			
KEB	α	-0,0001	0,0000	-3,4393	0,0006***	0,0160	9,3899	0,0001***
	β	0,0342	0,0086	3,9985	0,0001***			
	C	-1,0862	0,4015	-2,7051	0,0069***			
KEF	α	0,0002	0,0002	1,2977	0,1946	0,7167	1457,0890	0,0000***
	β	2,8144	0,0553	50,8798	0,0000***			
	C	8,7436	2,5964	3,3676	0,0008***			
KEG	α	0,0000	0,0001	0,0578	0,9539	0,2813	225,4057	0,0000***
	β	0,4100	0,0193	21,2314	0,0000***			
	C	-5,4588	0,9063	-6,0230	0,0000***			
KEH	α	0,0002	0,0003	0,8673	0,3860	0,1179	76,9549	0,0000***
	β	0,9346	0,0810	11,5409	0,0000***			
	C	- 28,6895	3,8014	-7,5471	0,0000***			
KEK	α	0,0000	0,0001	0,5184	0,6043	0,3506	310,9477	0,0000***
	β	0,4436	0,0184	24,1543	0,0000***			
	C	-0,5796	0,8620	-0,6724	0,5015			
MHA	α	-0,0002	0,0000	-4,0467	0,0001***	0,0339	20,2039	0,0000***

	β	0,0669	0,0114	5,8633	0,0000***			
	C	-2,1265	0,5354	-3,9719	0,0001***			
MHS	α	-0,0001	0,0001	-0,9797	0,3275	0,1199	78,4589	0,0000***
	β	0,2635	0,0224	11,7517	0,0000***			
	C	-7,7885	1,0526	-7,3992	0,0000***			
VEA	α	-0,0001	0,0001	-2,3456	0,0192**	0,0204	12,0078	0,0000***
	β	0,0637	0,0161	3,9559	0,0001***			
	C	-2,9252	0,7563	-3,8679	0,0001***			
VEB	α	-0,0001	0,0001	-0,9579	0,3383	0,1096	70,8889	0,0000***
	β	0,3274	0,0276	11,8636	0,0000***			
	C	-5,4867	1,2953	-4,2360	0,0000***			
VER	α	-0,0001	0,0000	-1,7089	0,0877*	0,0651	40,1308	0,0000***
	β	0,0928	0,0109	8,5391	0,0000***			
	C	-2,5271	0,5103	-4,9519	0,0000***			
VEY	α	0,0000	0,0001	-0,1049	0,9165	0,1235	81,1223	0,0000***
	β	0,3575	0,0289	12,3547	0,0000***			
	C	-8,6573	1,3582	-6,3743	0,0000***			
VGA	α	0,0002	0,0002	1,3397	0,1806	0,7365	1609,7680	0,0000***
	β	2,8360	0,0530	53,5608	0,0000***			

	C	8,1870	2,4854	3,2941	0,0010***			
VGB	α	-0,0001	0,0000	-2,7586	0,0059***	0,0804	50,3336	0,0000***
	β	0,1020	0,0105	9,6870	0,0000***			
	C	-2,5565	0,4941	-5,1739	0,0000***			
ZHA	α	-0,0001	0,0000	-4,2490	0,0000***	0,0331	19,7243	0,0000***
	β	0,0433	0,0077	5,6293	0,0000***			
	C	-1,5244	0,3608	-4,2249	0,0000***			
ZHN	α	0,0002	0,0002	1,2052	0,2284	0,7125	1427,6970	0,0000***
	β	2,8365	0,0563	50,3476	0,0000***			
	C	8,9452	2,6445	3,3826	0,0007***			
ZHT	α	0,0000	0,0000	-1,4369	0,1510	0,0267	15,7931	0,0000***
	β	0,0453	0,0087	5,2080	0,0000***			
	C	-1,4148	0,4087	-3,4621	0,0006***			

Not: * % 10 seviyesinde, ** % 5 seviyesinde, *** % 1 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

Tablo 43: Kuadratik Regresyon Modeli ile Belirlenen Fonların Yöneticilerinden Piyasa Zamanlama Yeteneğine Sahip Fonlar (BIST 100 ve 40 Fonun Ortalama Getiri Endeksine Göre Belirlenmiş)

Fon Kodu	C Katsayısı/ BIST100	Sıra No	İstatistik değeri (t)	Olasılık Değeri/ sign	Fon Kodu	C Katsayısı / ORT_FON	Sıra No	İstatistik değeri (t)	Olasılık Değeri/ sign
KEF	0,5670	1	0,5424	0,5877	HEA	9,2737	1	3,7820	0,0002***
ZHN	0,5542	2	0,5242	0,6002	AEA	9,1252	2	3,5635	0,0004***
AEL	0,5487	3	0,5225	0,6014	ZHN	8,9452	3	3,3826	0,0007***
AGA	0,5444	4	0,5131	0,6080	GHA	8,8545	4	3,4121	0,0007***
BNA	0,5408	5	0,5054	0,6134	KEF	8,7436	5	3,3676	0,0008***
AEA	0,5266	6	0,5063	0,6128	VGA	8,1870	6	3,2941	0,0010***
VGA	0,4813	7	0,4638	0,6429	BNA	8,1090	7	3,0377	0,0024***
GHA	0,4712	8	0,4517	0,6515	AGA	8,0168	8	3,0159	0,0026***
HEA	0,3969	9	0,3942	0,6935	AEL	7,2000	9	2,7164	0,0067***
					AGM	2,6604	10	3,4677	0,0005***

Not: * % 10 seviyesinde, ** % 5 seviyesinde, *** % 1 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

SONUÇ VE ÖNERİLER

Ülkemizde kurumsal yatırımcılar arasında en fazla sermayeye sahip kamuya ait olan sosyal güvenlik kuruluşları hazineden aldığı fon desteğine rağmen aktif-pasif dengesini yönetmede başarısız kalmıştır. Bu durum, aktif çalışma hayatında bireyleri emekli olduklarında daha iyi yaşam koşulları elde etmek için kendilerinden tahsil edilen sosyal güvenlik primleri haricinde elde ettikleri birikimlerden daha fazla tasarruf etme eğilimine yöneltmiştir. Bireysel yatırımcılardan elde edilecek tasarrufların uzun vadede yatırıma dönüşmesini ve bu yatırıma dönüşen kaynakların bireylere emeklilik döneminde ek gelir elde etmeyi sağlayacak, özel ve tamamlayıcı emeklilik sistemi olan bireysel emeklilik sistemi 27.10.2003 tarihinde yürürlüğe girmiştir. Bireysel emeklilik sisteminde uzun vadede fon kaynağı yaratılması fon şirketleri tarafından kurulan emeklilik yatırım fonları ile sağlanmaktadır. BES'in yürürlüğe girdiği tarihten bu zamana kadar 266 emeklilik yatırım fonu faaliyete başlamıştır. Ancak faiz getirisi elde etmek istemeyen yatırımcıların tasarruflarını değerlendirebileceği özel bireysel emeklilik yatırım fonlarının faaliyete başlaması, 12/01/2008 tarihli Resmi Gazetede yapılan değişikle emeklilik yatırım fonlarının varlık türü çeşitliliğinde en az %30 oranında devlet tahvili ve hazine bonusu bulundurma şartının kaldırılmasıyla oluşmuştur.

Sermaye piyasasının temel fonksiyonu fon transferi üzerine kurulmuştur. Fon fazlasına sahip olan sermaye piyasası katılımcıları yatırımcı olarak isimlendirilir. Yatırımcı için sermaye piyasası varlık türlerinin fiyatlandırılması, fonların risk seviyesi ve fonlardan beklenen getiri arasında ilişkinin tespit edilmesi önemli bir durumdur. Ancak bireysel yatırımcılar biriktirdiği tasarrufu doğru yatırıma yönlendirme konusunda yeterli bilgiye sahip değildir. Bundan dolayı doğru yatırım konusunda profesyonel olan sigorta şirketleri, yatırım ortakları, yatırım fonları ve sosyal güvenlik kuruluşlarından oluşan kurumsal yatırımcılar, bireysel yatırımcılara risk yönetimi, profesyonel portföy yönetimi, likidite sağlama ve tasarrufları uzun vadede maksimize etme konusunda yardımcı olmaktadır. Kurumsal yatırımcının bireysel yatırımcıya destek olmasındaki amacı da bireysel yatırımcının tasarruflarını kendi portföyüne katarak sermayesini artırmaktır. Bireysel yatırımcı, tasarruflarını hangi yatırım fonlarına yapacağına fon şirketlerinin riski yönetebilme başarısını ve yönettiği fonların performans sonuçlarını göz önünde bulundurarak karar vermektedir. Emeklilik yatırım fonlarının performansları, birim risk başına risksiz getiriden elde edilen getiriyi ölçen Sharpe Oranı, portföy riskinin yanında piyasa riskini de baz alarak elde edilen getiriyi ölçen M^2 oranı, portföyün toplam riski yerine sistematik riski baz alarak elde edilen getiriyi ölçen Treynor Oranı ve Treynor oranından risksiz getiriden arındırılmış getiriyi ölçen T^2 oranı, sistematik riskin yanında piyasa riskini de baz alarak elde edilen getiriyi hesaplayan Jensen Alfa oranı, getiri hesaplamasından sistematik olmayan riski baz alan değerlendirme oranı ile belirlenmektedir.

Araştırma kapsamında Türkiye'de katılım esasına dayalı 40 emeklilik yatırım fonunun 01.08.2014-28.02.2019 tarihleri arasındaki performansları analiz edilmiş, Sharpe oranına göre en iyi performansa sahip emeklilik yatırım fonu Katılım Emeklilik ve Hayat A.Ş.

Altın Katılım Emeklilik Yatırım Fonu (KEF) iken Treynor oranına göre piyasa portföy getirisi olarak BIST 100 endeksi baz alındığında en iyi performansa sahip emeklilik yatırım fonu ise Ziraat Hayat ve Emeklilik A.Ş. Katılım Standart Emeklilik Yatırım Fonu (ZHA) olmuştur. Ayrıca, piyasa portföy getirisi olarak 40 fonun ortalama getiri endeksi baz alındığında en iyi performansa sahip emeklilik yatırım fonu Katılım Emeklilik ve Hayat A.Ş. Altın Katılım Emeklilik Yatırım Fonu (KEF), Jensen Alfasına göre ise en iyi performansa sahip emeklilik yatırım fonu Katılım Emeklilik ve Hayat A.Ş. Altın Katılım Emeklilik Yatırım Fonu (KEF) olmuştur.

Fon performans ölçütü olarak Sharpe Oranı, Treynor Oranı, T^2 Oranı hesaplanarak yapılan kıyaslamada piyasa gösterge endeksi BIST 100 ve 40 fonun ortalama getirisi alınmış, Sharpe oranına göre analize dahil olan 40 fondan 11 fonun performansı BIST 100 endeksinin üzerinde, 15 fonun performansının ise 40 fonun ortalama getirisi endeksinin üzerinde olduğu tespit edilmiştir. Treynor ve T^2 Oranına göre ise 40 fondan 15 fonun performansı hem BIST 100 hem de 40 fonun ortalama getirisi endeksinin üzerinde olduğu sonucuna ulaşılmıştır. BIST 100 ve 40 fonun ortalama getirisi endeksinin Sharpe Oranı, Treynor Oranı ve T^2 Oranı performans ölçütlerinin 40 fondan 15 fonun piyasa gösterge endekslerinin üzerinde olmasına rağmen sadece 10 fonun performansı, Sharpe Oranı, Treynor Oranı, Jensen Alfası, M^2 , T^2 ve Değerleme Oranına göre pozitif değere sahiptir.

Araştırma kapsamında katılım esasına dayalı 40 emeklilik yatırım fonu 4 farklı grup bazında değerlendirilerek 4 farklı hipotez, istatistiksel olarak test edilmiştir. İlk hipotezimizde altın ve kira sertifikaları varlık türü yoğunluğuna sahip fonların performans ölçütleri arasında farklılık olup olmadığı, normallik varsayımı koşulu sağlayıp sağlamasına göre t testi ve Kruskal Wallis Testi ile analiz edilmiştir. Analiz sonucunda altın ve kira sertifikası yoğun fonların performansları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık bulunmuş, altına dayalı sermaye piyasası araçları yoğun olan 9 emeklilik yatırım fonunun performans ölçütlerinin pozitif olması dolayısıyla fon performanslarının başarılı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Altına dayalı sermaye piyasası araçları yoğun olan 9 emeklilik yatırım fonunun şans eseri mi yoksa fon yöneticilerinin portföy çeşitlendirme seçiciliği ve piyasa zamanlama yeteneğinin bulunmasından mı kaynaklandığı Treynor-Mazuy tarafından geliştirilen Kuadratik regresyon analizi ile incelenmiş, altına dayalı sermaye piyasası araçları yoğun olan 9 emeklilik yatırım fonu yöneticilerinin seçicilik ve piyasa zamanlama yeteneğinin olması sebebiyle fonların pozitif getiri elde ettiği sonucuna ulaşılmıştır. Mansor ve Bhatti (2011)'de yaptığı çalışmada İslami yatırım fonlarının fon yöneticilerinin doğru portföy çeşitlendirmesi yaptıkları dolayısıyla seçicilik ve piyasa zamanlama yeteneklerinin olduğu sonucuna ulaşırken, Grinblatt ve Titman (1992) ise fon portföylerini geçmiş performans sonuçlarına göre değerlendirerek fon performanslarının piyasada kalıcı olduğu ve bu kalıcılığın fon yöneticilerinin elde ettikleri piyasa zamanlama yeteneklerinden kaynaklandığı sonucuna ulaşmıştır. Bu iki çalışmanın sonuçları ile yapılan analizlerin sonuçlarının tutarlı olduğu görülmüştür.

Sharpe (1966), Treynor ve K.Mazuy (1966), Jensen (1966), McDonald (1967), Henriksson (1984), Kalkan (1992), Karacabey (1999), Kılıç (2000), Turan (2005), Dağar (2006), Abdullah vd (2007), Akel (2007), Korkmaz ve Uyguntürk (2007), Taşcıyan (2009), Shah vd. (2012), Tezcan (2012), Ayaydın (2013), Kızılgeçit (2014), Abdullah (2014), Karabacak (2015), Boo vd (2017), Şahin (2017), Saleck (2018), Baykara (2018) de yaptığı çalışmalarda yatırım fonlarının performanslarının düşük olduğu ve fon performanslarının düşük olmasının nedeninin fon yöneticilerinin portföy çeşitlendirmede yetersiz olmasından ve piyasa zamanlama yeteneklerinin olmamasından kaynaklandığı sonucuna ulaşmıştır. Analize dahil 40 fondan 31 fonun yoğun kira sertifikalarına dayalı sermaye piyasası araçlarından oluştuğu, bu fonların performanslarının negatif getiri elde etmesinden dolayı başarılı olmadığı tespit edilmiştir. Bu başarısızlığının fon yöneticilerinin portföyü çeşitlendirme seçiciliğinin yetersizliğinden ve piyasa zamanlama yeteneklerinin olmamasından kaynaklandığı sonucuna ulaşılmıştır. Analiz sonucunda elde ettiğimiz neticenin daha önce fon performans analizi yapılan çalışmalarla tutarlı olduğu görülmüştür.

İkinci hipotezimizde kamu şirketleri ve özel şirketler tarafından yönetilen katılım esasına dayalı emeklilik yatırım fonlarının performansları arasında anlamlı farklılık olup olmadığı ve normallik varsayım koşulunun sağlanıp sağlanmamasına göre t testi ve Kruskal Wallis Testi ile analiz edilmiş, sonuç olarak kamu şirketleri ve özel şirketler tarafından yönetilen fonların performansları arasında istatistiksel olarak anlamlı farklılık bulunmamıştır.

Üçüncü hipotezimizde 11 fon şirketi tarafından yönetilen katılım esasına dayalı emeklilik yatırım fonlarının performansları arasında anlamlı farklılık olup olmadığı ve normallik varsayım koşulunun sağlanıp sağlanmamasına göre Anova testi ve Mann Whitney U ile analiz edilmiş, sonuç olarak 11 fon şirketinin fon performansları arasında istatistiksel olarak anlamlı farklılık bulunmamıştır.

Dördüncü hipotezimizde 2-6 arasında risk seviyesine sahip olan katılım esasına dayalı emeklilik yatırım fonlarının performansları arasında anlamlı farklılık olup olmadığı ve normallik varsayım koşulunun sağlanıp sağlanmamasına göre Anova testi ve Mann Whitney U ile analiz edilmiş, risk grubuna göre ayrılmış fon performansları arasında anlamlı farklılık olduğu tespit edilmiştir. Risk seviyesi 6 ve 5 olan 10 emeklilik yatırım fonunun getirilerinin pozitif olmasından dolayı fon performanslarının başarılı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Beşinci hipotezimizde 15.07.2016 tarihinde gerçekleşen politik krizden katılım esasına dayalı emeklilik yatırım fonlarının etkilenip etkilenmediği olay etüdü yöntemiyle analiz edilmiş, bu politik olay sonrasında 40 fondan 26'sında istatistiksel olarak anlamlı negatif anormal getiri olduğu tespit edilmiştir. Bu durum katılım esasına dayalı fonların krizden etkilendiği şeklinde yorumlanmıştır. Ayrıca altın yoğun katılım esasına dayalı emeklilik yatırım fonlarının krizde değer kaybetmediği ve altının kriz dönemlerinde güvenli bir liman olduğu tespit edilmiştir. Ülkenin ekonomik, politik ve sosyal yapısı kira sertifikasına ait temel risklerden birini oluşturmaktadır. Kira sertifikasına dayalı sermaye

piyasası araçlarından oluşan emeklilik fonlarının politik krizden olumsuz etkilendiği analiz sonuçları ile tespit edilmiştir.

Sonuç olarak araştırma kapsamında incelediğimiz 40 katılım esasına dayalı emeklilik yatırım fonundan altına dayalı sermaye piyasası araçlarından oluşan emeklilik yatırım fonlarının yüksek risk seviyesine sahip olmasına rağmen fon yöneticilerinin doğru portföy çeşitlendirmesi yapması ve fonları doğru zamanda piyasada alıp satmasından dolayı başarılı performansa sahip olduğu tespit edilmiştir. Kira sertifikasına dayalı sermaye piyasası araçlarından oluşan fonların yöneticileri fonları iyi yönetemediğinden fonlardan negatif getiri elde edildiği ve tasarruf sahiplerinin bu fonlara yatırım yaptığında uzun vadede iyi bir getiri sağlayamayacağı görülmüştür. Faiz getirisi istemeyen bireysel yatırımcıların tasarruflarının emeklilik yatırım fonlarında kalıcı olarak tutulmasının sağlanması için fon yöneticilerinin doğru portföy çeşitliliği yapması gerektiği aksi takdirde bu fonlara yatırım yapacak tasarruf sahiplerinin olmayacağı kanaatine varılmıştır.

Katılım esasına dayalı emeklilik yatırım fonları kira sertifikaları, katılma hesapları, ortaklık payları, altın ve diğer kıymetli madenler ile Sermaye Piyasası Kurulunca uygun görülen diğer faize dayalı olmayan para ve sermaye piyasası araçlarından oluşmaktadır. Bu varlık türlerinden altın ve diğer kıymetli madenlere dayalı varlık türünün yoğun olduğu emeklilik yatırım fonlarının başarılı performansa sahip olmasının ve diğer varlık türlerine yapılan fonların performans getirilerinin negatif olmasının nedenlerinin kapsamlı çalışma yapılarak araştırılması literatüre katkı sağlayacaktır.

KAYNAKÇA

- Abdullah, F. (2014). A Comparative Performance of Malaysian Islamic and Conventional Mutual Funds.(https://www.researchgate.net/publication/267248713_A_Comparative_Performance_of_Malaysian_Islamic_and_Conventional_Mutual_Funds).
- Abdullah, F. Hassan, T. and Mohamed, S. (2007). "Investigation of the performance of Malaysian Islamic unit trust funds: comparison with conventional unit trust funds".*Managerial Finance*. (33). (142-153).
- Akdeniz, F. (2016). Olasılık ve İstatistik. Ankara: Akademisyen Yay.
- Akel, V. (2007) Türkiye'deki A Ve B Tipi Yatırım Fonları Performansının Devamlılığının Parametrik Ve Parametrik Olmayan Yöntemlerle Değerlendirilmesi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*. 22 (2). (147-177).
- Akın, C. (1986). *Faizsiz Bankacılık ve Kalkınma*. İstanbul: Kayıhan Yay.
- Akın, F. ve Ece, N. (2011). Kurumsal Yatırımcılar ve Türk Sermaye Piyasasında Kurumsal Yatırımcıların Gelişimi Üzerine Bir Değerlendirme. *Anadolu Bil Meslek Yüksekokulu Dergisi*. 6(22). (11-26).
- Aktepe, İ. E. (2010). *İslam Hukuku Çerçevesinde Finansman ve Bankacılık*. İstanbul: Erkam Yay.
- Algüner, A. (2006). *Kurumsal Yatırımcılar Finansal Piyasalara Etkileri ve Türkiye Örneği*. Sermaye Piyasası Kurulu. Ankara: Onuray Reklamcılık ve Matbacılık Ltd.Şti, Yay.
- Alper, Y. (2002). Sosyal Güvenlikte Yeni Bir Adım: Bireysel Emeklilik. *Çimento İşveren Dergisi*. 16(2). (12-32).
- Altan, M. (2010). Faizsiz Bankacılığın Temelleri. *İslami Hukuku Araştırmaları Dergisi*. (16). (125-140).
- Asutay, M. (çev: Mustafa Kenan Erkan). (2015). İslami Finansın Sosyal Başarısızlığının Belirlenmesi Ve Kavramsallaştırılması: İslam Ahlâk İktisadının İdeallerine Karşı İslami Finansın Gerçekleri. *Siyaset, Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi*. (1). (125-144).
- Avcu, E. C. (2015). *Katılım Bankacılığı ve Sukuk Modelleri*. Yüksek Lisans Tezi. Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Isparta.
- Ayaydın, H. (2013). Türkiye'deki Emeklilik Yatırım Fonlarının Performanslarının Analizi. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. 22(2). (59-80).
- Balkan, B. (2006). *Bankacılıkta Temel Etik Yaklaşım*. Yüksek Lisans Tezi. Marmara Üniversitesi Bankacılık Ve Sigortacılık Enstitüsü. İstanbul.
- Ball, R. ve Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*. 6(2). (159-178).

- Başdaş, Ü.(2013). Event Study Methodology For the Borsa İstanbul. Doktora Tezi. Ortadoğu Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimleri Enstitüsü. Ankara.
- Battal, A. (2009). Katılım Bankacılığında Kırmızı Çizgiler; Kalkıyor Mu, Kalkmalı Mı?. *Active Bankacılık ve Finans Dergisi*. (62). (1-22).
- Baykara, B. (2018).*İslami Yatırım Fonları Ve Türkiye’de İslami Yatırım Fonlarının Geleneksel Fonlarla Karşılaştırılmalı Analizi*. Yüksek Lisans Tezi. Ufuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Ankara.
- Benson, K. L. Brailsford, T.J ve Humphrey, J.E. (2006). Do Socially Responsible Funds Managers Really Invest Differently. *Journal of Business Ethics*. (65). (337-357).
- Bilge, F. (2015). *Dünyada Ve Türkiye’de Faizsiz Bankacılık Uygulamaları Ve 2008 Küresel Finans Krizi Sürecinde Faizsiz Bankaların Ve Konvansiyonel Bankaların Performansı Üzerine Bir Analiz*. Yüksek Lisans Tezi. Düzce Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Düzce.
- Bireysel Emeklilik Aracıları Hakkında Yönetmelik Resmi Gazete Tarihi:29.08.2009 Resmi Gazete No:27334. (<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2009/08/20090829-1.htm>).
- Bireysel Emeklilik Danışma Kurulunun Çalışma Esas ve Usulleri Hakkında Yönetmelik Resmi Gazete Tarihi ve Sayısı 31.10.2001 / 24569 (<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2001/10/20011031.htm#3>).
- Bireysel Emeklilik Sistemi Gelişim Raporu. (2017). <https://www.egm.org.tr/bilgi-merkezi/yillik-gelisim-raporlari/> Erişim tarihi: 23.02.2019.
- Bireysel Emeklilik Sistemi Hakkında Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik Resmi Gazete Tarih ve Sayısı: 17.12.2016/ 29921 <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2016/12/20161217-9.htm>.
- Bireysel Emeklilik Sisteminde Devlet Katkısı Hakkında Yönetmelik Resmi Gazete Tarih ve Sayısı: 29.12.2012/28512 <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2012/12/20121229-7.htm>.
- Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanununu. Resmî Gazete Tarihi ve Sayısı: 07.04.2001/24366 <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2001/04/20010407.htm>.
- Boo, Y. L. Ee, M. S. Li, B. ve Rashid, M. (2017). Islamic or Conventional Mutual Funds:Who Has the Upper Hand? Evidence from Malaysia. *Pacific-Basin Finance Journal*, (42). (183-192).
- Brown, S. J. ve Warner, J. B. (1985).Using Daily Stock Returns, The Case of Event Studies. *Journal of Financial Economics*. (14).(3-31).
- Bushee, B. J. Carter, M. E. Gerakos, J. J. (2014). Institutional Investor Preferences for Corporate Governance Mechanisms. *Journal Of Management Accounting Research*. 26(2). (1-49).

- Büyükkara G. ve Balcı, M. (2014). Bireysel Emeklilik Sisteminde Eski Ve Yeni Teşvik Düzenlemeleri Üzerine Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme. Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi İİBF Dergisi. 2014(1). (1-17).
- Büyüköztürk, Ş. (2019). *Sosyal Bilimler İçin Veri Analizi El Kitabı İstatistik, Araştırma Deseni SPSS Uygulamaları ve Yorum*. Ankara: Pegem Akademi.
- Cable, J. ve Holland K. (1999). Modelling Normal Returns İn Event Studies: A Model-Selection Approach and Pilot Study. *The European Journal of Finance*.5(4). (331-441).
- Campell, J.Y. Lo, A.W. ve MacKinlay, A.C. (1997). *The Econometrics of Financial Markets*. New Jersey: Princeton University Press.
- Cebeci, İ. (2010). *Modern İslam İktisadı Literatüründe Murabaha Tartışmaları*. Doktora Tezi. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. İstanbul.
- Cortez, M.C. Silva, F. ve Areal, N. (2009). The Performance of European Socially Responsible Funds. *Journal of Business Ethics*. (87). (573-578).
- Çıtak, L. (2008). Türkiye'deki Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının Etkinliklerinin Veri Zarflama Analizi İle Değerlendirilmesi. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. (31). (69-94).
- Çizikça, M. (1993). *Risk Sermayesi Özel Finans Kurumları ve Para Vakıfları*. İstanbul: İlmi Neşriyat Vakfı Yay.
- Dağlı, H. Bank, S. ve Er, B. (2008). Türkiye'deki Bireysel Emeklilik Yatırım Fonlarının Performans Değerlendirmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*. (40). (84-95).
- Dalğar, H. (2006). *Kurumsal Yatırımcılar Olarak Emeklilik Yatırım Fonları ve Performanslarının Değerlendirilmesi*. İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği Yay.
- Dede, K. (2017). *Katılım Bankalarında Hazine Ürünleri Ve Sermaye Piyasaları Uygulamaları*. İstanbul: Türkiye Katılım Bankaları Birliği Yay.
- Demir, M. S. (2015). *Türkiye'de Katılım Bankalarının Gelişimi ve Performanslarının Değerlendirilmesi*. Yüksek Lisans Tezi. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Ankara.
- Dinçel, R.E. (2010). Bireysel Emeklilik Sisteminde Geleceğin Planlaması Ve Emeklilik Fonlarının Performans Analizi. Yüksek Lisans Tezi, Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Edirne.
- Dinçer, H. (2018). Finansal Serbestleşme Sonrası Yaşanan Ekonomik Ve Politik Krizlerin Türkiye Ekonomisine Etkisi. Yüksek Lisans Tezi. Medipol Üniversitesi Sosyal Bilimleri Enstitüsü. İstanbul.
- Emeklilik Gözetim Merkezi (<https://www.egm.org.tr/bireysel-emeklilik/tarihce/>). Erişim Tarihi: 23.02.2019

- Emeklilik Gözetim Merkezi Çalışma Esasları Yönetmeliği. Resmi Gazete Tarihi ve Sayısı 12.01.2008 /28586 (<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2008/01/20080112-1.htm>).
- Emeklilik Gözetim Merkezi. (<https://www.egm.org.tr/bireysel-emeklilik/emeklilik-yatirim-fonlari/>). Erişim Tarihi: 13.06.2019
- Emeklilik Gözetim Merkezi. 2004 Gelişim Raporu. Sayfa:27 Erişim Tarihi: 23.02.2019
- Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş Ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik Resmi Gazete Tarih ve Sayısı: 12.01.2008 (<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2008/01/20080112-8.htm>).
- Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş Ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik. Sermaye Piyasası Kurulu Resmî Gazete Tarihi: 13.03.2013 Resmî Gazete Sayısı: 28586 (<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/03/20130313-13.htm>).
- Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş Ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik. Resmi Gazete Tarihi: 13.03.2013 Resmi Gazete No: 28586 (<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/03/20130313-13.htm>).
- Erdoğan, D. (2011). *Katılım Bankacılığı ve Türk Ekonomisine Katkıları*. Yüksek Lisans Projesi. Marmara Üniversitesi. Bankacılık Ve Sigortacılık Enstitüsü. İstanbul.
- Erdoğan, O. ve Özer, L. (1998). *Sermaye Piyasasında Kurumsal Yatırımcılar*. İstanbul: İstanbul Menkul Borsası Yay.
- Eskici, M. M. (2007). *Türkiye’de Katılım Bankacılığı Uygulaması ve Katılım Bankaları’nın Müşteri Özellikleri*. Yüksek Lisans Tezi. Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Isparta.
- Faizsiz Finans Standartları (<http://www.tkbb.org.tr/documents/yonetmelikler/faizsiz-finans-standartlari.pdf> Erişim tarihi: 27.12.2018).Faizsiz Finans Standartları. Faizsiz Finans Kuruluşları Muhasebe ve Denetleme Kurumu.
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*. 25 (2). (383-417).
- Feruz, L. Marco, I. ve Ortiz, C. (2007). Socially Responsible Investment: Mutual Funds. Global and Local Trends. *International Journal Of Applied Economics And Finance*. 1(2). (120-125).
- Görmüş, Ş. (2015). İslam İktisadı İnsanlık için Bir İhtiyaç mı?. *International Journal Of Islamic Economics And Finance Studies*. 1(2). (161-170).
- Grinblatt, M. and Titman, S. (1992). The Persistence of Mutual Fund Performance. *The Journal of Finance*. (47). (1977-1984).
- Gül, A. R. (2010). İslam İktisat Düşüncesinin Kur’ân’daki Temelleri. *Ankara Üniversitesi İlahiyat Fakültesi Dergisi*. 51(2). (27-78).

- Güney, A. (2018). *Türkiye'de Katılım Bankacılığı Uygulamaları Ve Kamunun Katılım Bankacılığı'ndaki Rolü Ve Girişiminin Değerlendirilmesi*. Yüksek Lisans Tezi. Türk Hava Kurumu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Ankara.
- Hamilton, S. Jo,H. ve Statman, M. (1993). Doing Well While Doing Good? The Investment Performance of Socially Responsible Mutual Funds. *Financial Analysts Journal*. 49 (6). (62-66).
- Henriksson, R. D. (1984). Market Timing and Mutual Fund Performance: An Empirical Investigation. *Journal of Business*. (57). (73-96).
- <https://www.egm.org.tr/bilgi-merkezi/terimler-sozlugu/> Erişim Tarihi: 23.02.2019.
- <https://www.egm.org.tr/bireysel-emeklilik/bireysel-emeklilik-nedir/> Erişim tarihi: 23.02.2019.
- Hunt-Ahmet, K. (2013). *Contemporary Islamic Finance: Innovations, Applications and Best Practices*. John Wiley & Sons, Incorporated Yay.
- İşseveroğlu, G. (2005). *Sigorta Şirketlerinde Finansal Başarının Ölçülmesi Ve Bir Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi, Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Bursa.
- Jensen, M. C. (1967). The Performance of Mutual Fund in the Period 1945-1964. *The Journal of Finance*. 23(2). (389-416).
- Kalaycı, İ. (2013). Katılım Bankacılığı: Mali Kesimde Nasıl Bir Seçenek?. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*. 9(19). (51-74).
- Kalkan, H. (1994). *Türk yatırım fonlarının performansı: Deneysel bir araştırma*. Yüksek Lisans Tezi. Bilkent Üniversitesi İşletme Enstitüsü. Ankara.
- Karabacak, S. A. (2015). *Bireysel Emeklilik Sistemi, Finansal Açıdan Değerlendirilmesi Ve Oyak Modeli Uygulaması*. Yüksek Lisans Tezi. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Ankara.
- Karacabey, A. A. (1999). A Tipi Hisse Senedi Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi. *Kara Harp Okulu Bilim Dergisi*. 2. (84-99).
- Karkı, T. (2016). *Türkiye’de Sigorta Şirketlerinin Ve Hizmetlerinin Vergilendirilmesi*, Yüksek Lisans Tezi. Celal Bayar Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü. Manisa.
- Kaya, B. (2013). *Katılım Bankalarında Bireysel Emeklilik Sistemi Ve İşleyişi*. Yüksek Lisans Tezi. Gazi Üniversitesi Eğitim Bilimleri Enstitüsü. Ankara.
- Kaydu, Z. (2006). *Bireysel Emeklilik Sisteminde Tüketici Profillerinin Farklaşması: Antalya Ve Isparta İllerinin Karşılaştırılması Örneği*. Yüksek Lisans Tezi. Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Isparta.
- Kazgan, G. (2012). *2008 Küresel Krizi: Nedenleri, Etik İlkeleri ve İktisat Eğitimi*. Ankara: Türkiye Ekonomi Kurumu Yay.

- Kelleroğlu, F. (2017). *Katılım Bankacılığı Sistemi ve Türkiye’de Katılım Bankacılığı*. Yüksek Lisans Tezi. Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Kahramanmaraş.
- Kılıç, S. (2002). *Türkiye’deki Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi*. Yüksek Lisans Tezi. Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Ankara.
- Kırkık, Ş. (2006). *Türkiye’de Özel Emeklilik Fonlarının Sermaye Piyasasına Katkılarının Değerlendirilmesi*. Doktora Tezi. Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Manisa.
- Kızılgöç, Z. (2014). *Bireysel Emeklilik Sistemi Ve Bireysel Emeklilik Sistemindeki Sigorta Şirketlerinde Fon Yönetimi*. Yüksek Lisans Tezi. Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Erzurum.
- Korkmaz, E. Akgeyik, T. Yılmaz, B.E., Oktayer, N. Susam, N. ve Şeker, M. (2007). *Sosyal Güvenlikte Yeni Yaklaşım: Bireysel Emeklilik*. İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yay.
- Korkmaz, T. ve Uygurtürk H. (2007). Türk Emeklilik Fonlarının Performans Ölçümünde Regresyon Analizinin Kullanılması. *Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*. 3(5). (37-52).
- Korkmaz, T. ve Uygurtürk, H. (2008). Türkiye’deki Emeklilik Fonları ile Yatırım Fonlarının Performans Karşılaştırması ve Fon Yöneticilerinin Zamanlama Yetenekleri. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. (15). (114-147)
- Kurun, E. (2005). *Faiz Riski Yönetimi ve Türkiye Uygulaması*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yay.
- Mansor, F. and Bhatti, M.I. (2011). “The Islamic Mutual Fund Performance: New Evidence On Market Timing And Stock Selectivity”. *Paper presented at 2011 International Conference on Economics and Finance Research*. (4). (487-494).
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *Journal of Finance*. (7). (77–91).
- McDonald, J. G. (1973). French Mutual Fund Performance; Evaluation of Internationally-Diversified Portfolios. *Journal of Finance*. 28(5). (1161-1180).
- Merdad, H. Hassan, M. K. ve Alhenawi, Y. (2010). Islamic Versus Conventional Mutual Funds Performance in Saudi Arabia: A Case Study. *Islamic Econ*. 23(2). (157-193).
- Metin, O. (2018). *Aktif Olarak Yönetilen ve Pasif Olarak Yönetilen Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi*. Yüksek Lisans Tezi. Nuh Naci Yazgan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Kayseri.
- Mızrak, G. (2017). *Sistemik Riskin Modellenmesi Ve Uygulamaları*. Yüksek Lisans Tezi. İstanbul Ticaret Üniversitesi Finans Enstitüsü. İstanbul.
- Modigliani, F. ve Modigliani, L. (1997). Risk-Adjusted Performance. *The Journal of Portfolio Management*. 23(2). (45-54).

- Özsoy, İ. (2012). *Fıkıh Doktrinde Para ve Faiz*. İstanbul: Ensar Yay.
- Özsoy, İ. (2012). *Türkiye’de Katılım Bankacılığı*. İstanbul: Türkiye Katılım Bankaları Birliği Yay.
- Polat, A. (2018). Mesleki Ahlak Kuralları ve Katılım Bankacılığı: Türk Bankacılık Etik İlkeleri ve AAOIFI Standartlarının Karşılaştırılması. 1. *Uluslararası Sigortacılık, Bankacılık ve Finans Sempozyumu “Katılım Finansın Ekonomi Politikası”*. Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi. Ankara.
- Rakıcı C. ve Ela, M. (2016). Türkiye’de Bireysel Emeklilik Sistemine Yönelik Vergisel Teşvikler. *Bolu İzzet Abant Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. 16 (3). (89-110).
- Saleck, C. (2018). *Yatırım Fonları Risk Ve Getiri Analizi: Türkiye Üzerine Bir Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi. Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. İzmir.
- Sancakdar, C. (2006). *Sermaye Piyasasının Gelişiminde Kurumsal Yatırımcıların Önemi*. Yüksek Lisans Tezi. Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. İzmir.
- Sarıkamış, C. (2000). *Sermaye Pazarları*. İstanbul: Alfa Yay.
- Sarıkamış, C. Ceylan, A. Aydın, N. ve Çoşkun, M. (2010). *Sermaye Piyasası Ve Finansal Kurumlar*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yay.
- Selmi, J. (2018). *Katılım Bankacılığı Sistemi Ve Faizin Yeri: Türkiye Örneği*. Yüksek Lisans Tezi. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Ankara.
- Sermaye Piyasası Kanunu. (6362 sayılı Kanun). 2012. (<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2012/12/20121230-1.htm>).
- Sermaye Piyasası Kurulu. (2016). Menkul Kıymet Yatırım Fonları. Tanıtım Rehberi. (Erişim Tarihi: 01.02.2017 <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/78>).
- Sermaye Piyasası Kurulu. (2016). Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları Tanıtım Rehberi. (Erişim Tarihi: 01.02.2017 <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/79>).
- Sermaye Piyasası Kurulu. Emeklilik Yatırım Fonlarına İlişkin Rehber. (<http://www.spk.gov.tr/sayfa/dosya/1205>) .
- Shah, I.U. Iqbal, J. and Malik, M.F. (2012). *Comparative Valuation Between Islamic And Conventional Mutual Fund*. International Research Journal of Finance and Economics. (96).(28-33).
- Sharpe, W. F. (1966). Mutual Fund Performance. *The Journal of Business*. 39(1). (119-138).
- Somer, A. T. T. (2011). *Bankacılık Sektöründe Etik Kodların Karakteristiği ve Etik Etkisini Geliştirme Modelinin Özel Sermayeli Mevduat Bankaları Üzerine Uygulanması*. Doktora Tezi. Marmara Üniversitesi Bankacılık Ve Sigortacılık Enstitüsü. İstanbul.

- Sosyal Sigortalar ve Genel Sağlık Sigortası Kanunu. Resmi Gazete Tarihi: 16.06.2006 Resmi Gazete No: 26200 (<http://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.5510.pdf>)
- Şahin, A. (2017). BİST 30 Endeks Fonlarının Seçme ve Zamanlama Yeteneği. *Business and Economics Research Journal*. 8(1). (63-81).
- Tabakoğlu, A. (2016). Bir İlim Olarak İslam İktisadı. *İslam Hukuku Araştırmaları Dergisi*. (16). (11-34).
- Taşçıyan, K. H. (2009). *Emeklilik Yatırım Fonları Performanslarının Klasik Performans Ölçüm Yöntemleri Ve Veri Zarflama Analizi İle Değerlendirilmesi*. Yüksek Lisans Tezi. Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. İstanbul.
- Tekbaş, M. Ş. Köse, A. Sarıkovanlık, V. Sarıkovanlık, S. E. Kalfa Baş, N. ve Özdemir, K. (2014). *Temel Finans Matematiği ve Değerleme Yöntemleri*. Ankara: Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu A.Ş. Yay.
- Teker, S. Karakurum, E. ve Tav, O. (2008). Yatırım Fonlarının Risk Odaklı Performans Değerlemesi. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*. 9(1). (89-105).
- Temizel, F. (2010). Yatırımcı İlişkileri Yönetimi Uygulamaları. *Muhasebe Finansman Dergisi*. (46). (175-188).
- Tezcan, H. Ç. (2012). *Performance Evaluation Of Turkish Pension Funds: Selectivity, Market Timing And Persistence*. Yüksek Lisans Tezi. Koç Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. İstanbul.
- Tok, A. (2009). *İslami Finans Sistemi Çerçevesinde Sukuk (İslami Tahvil) Uygulamaları, Katılım Bankaları Ve Türkiye Açısından Değerlendirmeler*. Yeterlilik Etüdü. Sermaye Piyasası Kurulu Aracılık Faaliyetleri Dairesi. Ankara.
- Treynor, J. L. (1965). How to Rate Management of Investment Fund. *Harvard Business Review*. 43(1). (63-75).
- Treynor, J. L. ve Mazuy, K. K. (1966). Can mutual funds outguess the market?. *Harvard Business Review*. 44(4). (131-136).
- Tunay, B. (2016). İslami Bankacılık ile Ekonomik Büyüme Arasındaki Nedensellik İlişkileri. *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*. 23(2). (485-502).
- Tunç, H. (2010). *Katılım Bankacılığı Felsefesi, Teorisi ve Türkiye Uygulaması*. İstanbul: Nesil Yay.
- Turan, A. (2005). *Türkiye'de Emeklilik Yatırım Fonları Ve Performans Değerlendirmesi*. Yüksek Lisans Tezi. Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Trabzon.
- Türk Dil Kurumu (<http://sozluk.gov.tr/>) Erişim Tarihi: 12.06.2019

- Türker, H. (2010). *İslami Finans Sisteminde Finansal Aracılık: Dünyadaki Gelişmeler ve Sermaye Piyasasının Geliştirilmesi Açısından Türkiye İçin Öneriler*. Yeterlilik Etüdü. Sermaye Piyasası Kurulu Aracılık Faaliyetleri Dairesi. Ankara.
- Türkmenoğlu, R. E. (2007). *Katılım Bankacılığı Ve Türkiye'deki Finansal Yapı*. Yüksek Lisans Tezi. Kırıkkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Kırıkkale.
- Uysal, M. ve Adalı, Z. (2018). Türkiye'deki Emeklilik Yatırım Fonlarının Performans Ölçümü: İslami Emeklilik Yatırım Fonları İle Geleneksel Emeklilik Yatırım Fonlarının Performans Karşılaştırması. *Fiscaoeconomia*. 2(2). (50-73).
- Üngir, K. (2014). *2008-2012 Dönemi Arası Türk Yatırım Fonlarının Portföy Performans Analizi: Bir Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi. Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Sakarya.
- Yanık, S. İçke, B.T. ve Aytürk, Y. (2010). Sosyal Sorumlu Yatırım Fonları ve Performans Özellikleri. *İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*. (43). (109-134).
- Yaslıdağ, B. (2004). *Bireysel Emeklilik Sistemi ve Soru Bankası*. İstanbul: Detay Yay.
- Yenişehirlioğlu, E. Erdoğan Ç. Polat, S. ve Sarıışık, M. (2013). Politik Krizlerin Turizm Talebi Üzerindeki Etkisine Yönelik Bir Araştırma "Mısır Turizmi. *Akademik Turizm ve Yönetim Araştırmaları Dergisi*.1 (1). (57-69).
- Yıldırım, İ. (2015). *Katılım Bankacılığı ve Faizsiz Finans Sertifika Programı*. İstanbul: Türkiye Katılım Bankaları Birliği Yay.
- Yılmaz, B. (2017). *Türkiye'de Yatırım Ve Emeklilik Fonlarının Risk Ölçüm Yöntemlerine Bakış Ve Kredi Riski Dahil Edilerek Riskin Tahmin Edilmesi*. Yüksek Lisans Tezi. Kadir Has Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü. İstanbul.
- Yılmaz, E. (2014). Yeni Bir Finansal Araç Olarak Sukuk: Çeşitleri, Türkiye Uygulaması ve Vergilendirilmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*. (61). (81-100).
- Yöney Fırat, Z. (2003). Yeni Bir Meslek: Bireysel Emeklilik Aracıları. *İş Güç Endüstri İlişkileri Ve İnsan Kaynakları Dergisi*.5(2). (1-5).
- Zor, İ. ve Aslanoğlu, S. (2005). Kurumsal Yatırımcı Olarak Özel Emeklilik Fonları: Türkiye'de Oluşturulan Sisteme Yönelik Değerlendirme ve Geleceğe Yönelik Bir Tahmin. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*. 26. (184-196).

ÖZGEÇMİŞ

01.01.1988 tarihinde Yalova ilinde doğmuştur. 2004 yılında Yalova Lisesini bitirdikten sonra Mimar Sinan Üniversitesi İstatistik bölümünden 2009 yılında, Yalova Üniversitesi Sosyal Hizmet Bölümünden 2018 yılında mezun olmuştur. 2016 yılından beri Sosyal Güvenlik Kurumunda Denetmen Yardımcısı olarak çalışmaktadır. 01.03.2013 tarihinde başladığı Yalova Üniversitesi İşletme Tezli Yüksek Lisansına devam etmektedir.

