

T.C.
CELAL BAYAR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
DOKTORA TEZİ

**TÜRKİYE'DE ÖZEL EMEKLİLİK FONLARININ
SERMAYE PİYASASINA
KATKILARININ DEĞERLENDİRİLMESİ**

HAZIRLAYAN
ŞULE KIRKIK

DANIŞMAN ÖĞRETİM ÜYESİ
YRD.DOÇ.DR. HAKAN ARACI

MANİSA
2007

YÜKSEK ÖĞRETİM KURULU DÖKÜMANTASYON MERKEZİ
TEZ VERİ FORMU

Tez No:

Konu:

Üniv. Kodu :

Not: Bu bölüm merkezimiz tarafından doldurulacaktır.

Tezin Yazarının

Soyadı: KIRKIK

Adı: Şule

Tezin Türkçe Adı: Türkiye’de Özel Emeklilik Fonlarının Sermaye Piyasalarına Katkılarının Değerlendirilmesi

Tezin Yabancı Adı: In respect of Their Contributions to Capital Markets, Evaluation of Pension Funds in Turkey

Tezin Yapıldığı

Üniversite: CELAL BAYAR ÜNİVERSİTESİ **Enstitü:** SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
Yılı: 2007

Diğer Kuruluşlar:

Tezin Türü: 1- Yüksek Lisans
2- Doktora
3- Tıpta Uzmanlık
4- Sanatta Yeterlilik

Dili: Türkçe
Sayfa Sayısı: 129
Referans Sayısı:110

Tez Danışmanın

Ünvanı: Yardımcı Doçent Dr.

Adı: Hakan

Soyadı: ARACI

Türkçe Anahtar Kelimeler:

- 1-
- 2-
- 3-
- 4-
- 5-

İngilizce Anahtar Kelimeler:

- 1-
- 2-
- 3-
- 4-
- 5-

Tarih
İmza

ÖZET

Son yıllarda hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde çarpıcı olarak sosyal güvenlik sorunlarına çözüm arayışında özel emeklilik fonlarının öneminin arttığı görülmektedir. Aynı zamanda sermaye piyasasına katılan kurumsal yatırımcılar arasında da önemli bir kimliğe sahip olan özel emeklilik fonları, uzun vadeli olarak bu fonların sermaye piyasasına yönlendirilmesinde de etkili rol oynamıştır.

Türk sermaye piyasasında da bu gelişmelerin paralelinde Ekim 2003'ten itibaren uygulamaya konan özel emeklilik fonları Türkiye'de piyasaya katkıda bulunacak finansal araçlar arasında görülmektedir. Bu amaçla çalışmamızda Türkiye'de özel emeklilik fonlarının piyasaya getireceği katkı üzerine değerlendirmeler yapılmıştır.

ABSTRACT

In searching of solutions to social security problems, the importance of private pension funds, both in developed and in developing countries, has been seen to increase in recent years, At the same time, private pension funds having significant entity among organizational investors have played also an effective role in directing of this funds into capital markets.

In Turkish capital market, parallel to such developments, private pension funds, which put into practice in October 2003, are considered among financial intermediates to contribute to the market in Turkey. For this purpose, in this study, some evaluations have been made on the contribution that private pension funds will make to the market.

Doktora tezi olarak sunduğum ‘‘Türkiye’de Özel Emeklilik Fonlarının Sermaye Piyasalarına Katkılarının Deđerlendirilmesi’’ adlı alışmanın, bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı dűşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin bibliyografyada gösterilen eserlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanmış olduğumu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

14.06.2007

şule KIRKIK

TEZ SAVUNMA SINAV TUTANAĞI

Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü 04/05/2007 tarih ve sayılı toplantısında oluşturulan jürimiz tarafından Lisans Üstü Öğretim Yönetmeliği'nin 8. Maddesi gereğince Enstitümüz İşletme Anabilim Dalı Doktora Programı öğrencisi Şule KIRKIK'ın "Türkiye'de Özel Emeklilik Fonlarının Sermaye Piyasasına Katkılarının Değerlendirilmesi" Konulu tezi incelenmiş ve aday 04/05/2007 tarihinde saat 13:30'da jüri önünde tez savunmasına alınmıştır.

Adayın kişisel çalışmasına dayanan tezini savunmasından sonra dakikalık süre içinde gerek tez konusu, gerekse tezin dayanağı olan anabilim dallarından jüri üyelerine sorulan sorulara verdiği cevaplar değerlendirilerek tezin,

BAŞARILI olduğuna

OY BİRLİĞİ

DÜZELTME yapılmasına *

OY ÇOKLUĞU

RED edilmesine **

ile karar verilmiştir.

BAŞKAN

ÜYE

ÜYE

ÜYE

ÜYE

ÜYE

Evet

Hayır

*** Tez, burs, ödül veya Teşvik prog. (Tüba, Fllbright vb.) aday olabilir.

Tez mutlaka basılmalıdır.

Tez, mevcut haliyle basılmalıdır.

Tez, gözden geçirildikten sonra basılmalıdır.

Tez, basımı gereksizdir.

GİRİŞ

Günümüzde sermayenin tabana yayılması, fon ihtiyacının karşılanması ve daha etkin ve verimli bir piyasa anlayışı yönünde yapılan çalışmalar, çeşitli kurumsal yapılanmaların doğmasına ve gelişmesine yol açmıştır. Sermaye piyasası işletmeler açısından fon gereksiniminin düşük maliyet ve daha az işlemle sağlanabileceği bir ortam olarak bu konuda geniş olanaklara sahiptir. Bu geniş olanakların kullanılması da ancak sermaye piyasasında birikecek fonların yeterli miktara ulaşması ve piyasanın derinleşmesi ile sağlanabilecektir.

Derin bir piyasa anlayışı için çok çeşitli kurumlara ve bunlarla ilgili ayrıntılı yasal alt yapılara gereksinim duyulmaktadır. Özellikle de sermaye piyasasına fon arz eden tarafların sayısının ve çeşitliliğinin artması konusunda atılan adımlar, gelişmiş ülkelere paralel ancak ülkemiz koşullarına uygun düzenlemelerle sözkonusu olacaktır. Bu anlamda, son yıllarda ülkemizde atılmış olan en önemli adımlardan biri sermaye piyasasına önemli miktarda fon arzı sağlayabilecek olan özel emeklilik fonlarının kurulmasıdır.

Ekim 2003'ten beri ülkemizde faaliyette bulunan özel emeklilik fonlarının dünya geçmişi bazı ülkelerde 20 yıl gibi uzun bir vadeye uzanmaktadır ve etkin bir fon sunucusu olarak sermaye piyasasının önemli aktörlerinden biri olmuştur. Özellikle de Şili'de 1981'den beri faaliyette bulunan özel emeklilik fonları sermaye piyasasının kapitalizasyonunda etkili ve verimli bir kurumsal yatırımcı olarak bu rolünü başarı ile yerine getirmiştir.

Elbette Avrupa Birliği, ABD gibi gelişmiş piyasalara sahip yerlerde de özel emeklilik fonlarının başarısı gözden kaçırılmayacak niteliktedir. Avrupa Birliği'nde piyasanın % 65'ine özel emeklilik fonları ve sigorta şirketlerinin yatırım yaptığı göz önüne alınacak olursa özel emeklilik fonları potansiyeli olan bir kurumsal yatırımcıdır.

Tüm bunların ışığında, özel emeklilik fonları ülkemizde de başarı ile sermaye piyasasını kapitalize edebilecek kurumsal bir yapılanmadır. Ancak çok yeni bir uygulama oluşu ve diğer yandan çoğu ülkede daha çok sosyal güvenlik sisteminden doğan sorunları çözmek amacıyla kurulmuş ve işletilmiş olmasından dolayı bu kurumların sermaye piyasasına sağlayacağı katkı konusunda belirsizlik hakimdir.

Çalışmamızda bu belirsizliğe netlik kazandıracağını umduğumuz bulgular ve uygulamalar ışığında özel emeklilik fonlarının sermaye piyasamıza olası katkılarından söz edilecektir.

Bu amaçla çalışmamızın birinci bölümünde, sermaye piyasaları, sosyal güvenlik kurumları ve özel emeklilik fonları tanıtılmış, ikinci bölümümüzde, dünyada özel emeklilik fonları uygulamaları, üçüncü bölümümüzde Türkiye’de sermaye piyasası, sosyal güvenlik kurumları ve özel emeklilik fonları tanıtılmış ve son bölümde de Türkiye’de özel emeklilik fonlarının sermaye piyasalarına etkilerini değerlendirmek amacıyla çoklu regresyon çalışmasına yer verilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE PİYASALARI, SOSYAL GÜVENLİK KURUMLARI VE ÖZEL EMEKLİLİK FONLARI

| | |
|---|-----------|
| 1. SERMAYE PİYASALARI..... | 1 |
| 1.1. Sermaye Piyasaları ve Sermaye Piyasalarının Mali Sistemdeki Yeri | 1 |
| 1.2. Sermaye Piyasalarının Ekonomik Etkinliği | 5 |
| 1.3. Sermaye Piyasasının Araçları..... | 7 |
| 1.4. Sermaye Piyasasına Fon Arz Edenler | 7 |
| 1.4.1. Bireysel Yatırımcılar | 8 |
| 1.4.2. Kurumsal Yatırımcılar | 8 |
| 1.4.2.1. Yatırım Fonları | 9 |
| 1.4.2.2. Yatırım Ortaklıkları | 10 |
| 1.4.2.3. Sigorta Şirketleri | 11 |
| 1.4.2.4. Sosyal Güvenlik Kurumları ve Özel Emeklilik Fonları..... | 11 |
| 2. SOSYAL GÜVENLİK KURUMLARI | 12 |
| 2.1. Sosyal Güvenlik Sistemi | 12 |
| 2.2. Sosyal Güvenlikte Finansman Yöntemleri..... | 13 |
| 2.2.1. Dağıtım Yöntemi | 13 |
| 2.2.2. Fonlama (Kapitalizasyon) Yöntemi..... | 13 |
| 2.3. Sosyal Güvenlik Sisteminde Emeklilik Planları | 14 |
| 2.3.1. Emeklilik Planlarının Tanımı | 14 |
| 2.3.2. İşlevsel Yönden Emeklilik Planlarının Türleri | 15 |

| | |
|--|-----------|
| 2.3.2.1. Fayda Esaslı Emeklilik Planları | 15 |
| 2.3.2.2. Katkı Esaslı Emeklilik Planları | 17 |
| 2.3.2.3. Fayda ve Katkı Esaslı Emeklilik Planlarının Karşılaştırılması | 19 |
| 2.3.3. Kaynağı Yönünden Emeklilik Planlarının Türleri | 22 |
| 2.3.3.1. Kamu Emeklilik Planları | 22 |
| 2.3.3.2. Mesleki Emeklilik Planları | 23 |
| 2.3.3.3. Bireysel Emeklilik Planları | 23 |
| 3. ÖZEL EMEKLİLİK FONLARI | 24 |
| 3.1. Tanımı ve Kapsamı | 24 |
| 3.2. Özel Emeklilik Fonlarının Araçları | 25 |
| 3.2.1. Hisse Senetleri | 25 |
| 3.2.2. Sabit Getirili Menkul Kıymetler | 26 |
| 3.2.3. Gayrimenkul Yatırımları | 26 |
| 3.2.4. Diğer Araçlar | 26 |
| 3.3. Fonun Kurulmasında Esas Alınan Planlar | 27 |
| 3.4. Fonlara Katılım | 27 |
| 3.4.1. Zorunlu Katılım | 27 |
| 3.4.2. Gönüllü Katılım | 28 |
| 3.5. Fonların Yönetimi | 29 |
| 3.5.1. Kurumsal Altyapı | 29 |
| 3.5.1.1. Fon Yöneticisi | 29 |
| 3.5.1.2. Fon Denetimi ve Gözetimi | 29 |

| | |
|--|-----------|
| 3.5.2. Fonlama Yöntemleri | 30 |
| 3.5.2.1. Bireysel Fonlama Yöntemi | 30 |
| 3.5.2.2. Kolektif Fonlama Yöntemi | 31 |
| 3.5.3. Portföy Sınırlamaları | 31 |
| 3.5.3.1. Basiretlilik Modeli | 31 |
| 3.5.3.2. Sınırlandırılmış Yönetim Modeli | 32 |
| 3.6. Fonların Vergilendirilmesi | 33 |
| 3.7. Fonların Muhasebeleştirilmesi | 33 |
| 3.7.1. Fonlara İlişkin Muhasebe Standartları | 34 |
| 3.7.1.1. IAS 19 Çalışanların Emeklilik Haklarının Muhasebeleştirilmesi | 34 |
| 3.7.1.2. IAS 26 Fayda Esaslı Emeklilik Planlarının Muhasebeleştirilmesi ve Raporlaması | 35 |
| 3.7.1.3. SFAS 87 Emeklilik Planlarında İşverenin Muhasebe İşlemleri | 36 |
| 3.7.1.4. SSAP 24 Emeklilik Fayda Maliyetlerinin Muhasebeleştirilmesi | 36 |
| 4. ÖZEL EMEKLİLİK FONLARININ SERMAYE PİYASASINA ETKİLERİ | 37 |
| 4.1. Sermaye Piyasasına Yönelik Tasarrufları Artırıcı Etkisi | 37 |
| 4.2. Özel Emeklilik Fonlarının “Piyasa Oluşturucu” Rollerini | 39 |
| 4.3. Özel Emeklilik Fonlarına Katılım Zorunluluğu ve Sermaye Piyasasının Gelişimi | 40 |
| 4.4. Portföy Sınırlamalarının Sermaye Piyasası Üzerindeki Etkileri | 41 |
| 4.5. Sermaye Piyasasının Gelişiminde Emeklilik Plan Türünün Rolü | 44 |
| 4.6. Özel Emeklilik Fonlarının Özelleştirme Sürecine Katkıları | 44 |
| 4.7. Vergilendirme Rejiminin Fonlar Üzerindeki Etkileri | 45 |

İKİNCİ BÖLÜM

DÜNYADA ÖZEL EMEKLİLİK FONU UYGULAMALARI

| | |
|---|-----------|
| 1. SOSYAL GÜVENLİKTE YENİ MODEL ARAYIŞLARI VE ÖZEL EMEKLİLİK FONLARI | 47 |
| 1.1. Tek Ayaklı Sosyal Güvenlik Sistemi | 47 |
| 1.2. Çok Ayaklı Sosyal Güvenlik Sistemi | 49 |
| 2. KURUMSAL YATIRIMCI OLARAK ÖZEL EMEKLİLİK FONLARI | 50 |
| 3. DÜNYA ÖRNEKLERİ..... | 53 |
| 3.1. OECD Ülkeleri..... | 54 |
| 3.1.1. İngiltere..... | 54 |
| 3.1.2. Hollanda | 56 |
| 3.1.3. A.B.D. | 57 |
| 3.1.4. Almanya | 60 |
| 3.1.5. Polonya..... | 61 |
| 3.1.6. Macaristan | 63 |
| 3.2. Latin Amerika Ülkeleri | 64 |
| 3.2.1. Şili..... | 65 |
| 3.2.2. Meksika | 67 |
| 3.3. Asya Ülkeleri..... | 68 |
| 3.3.1. Singapur..... | 68 |
| 3.3.2. Japonya..... | 68 |
| 3.3.3. Çin | 69 |

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE SERMAYE PİYASASI, SOSYAL GÜVENLİK KURUMLARI VE ÖZEL EMEKLİLİK FONLARI

| | |
|---|-----------|
| 1. TÜRK SERMAYE PİYASASI | 70 |
| 1.1. Türk Sermaye Piyasasının Tarihi ve Gelişimi..... | 70 |
| 1.2. Türk Sermaye Piyasasının Kurumsal ve Yapısal Modeli..... | 72 |
| 1.3. Türkiye’de Sermaye Piyasasının Araçları | 74 |
| 2. TÜRK SOSYAL GÜVENLİK KURUMLARI..... | 74 |
| 3. TÜRK ÖZEL EMEKLİLİK FONLARI..... | 78 |
| 3.1. Gelişimi | 78 |
| 3.2. Yasal Kurumsal Altyapısı | 80 |
| 3.2.1. İlgili Yasal Düzenlemeler..... | 80 |
| 3.2.2. İlgili Kurumlar ve Kurullar..... | 83 |
| 3.2.2.1. Takasbank | 83 |
| 3.2.2.2. Emeklilik Gözetim Merkezi (EGM) | 83 |
| 3.2.2.3. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) | 84 |
| 3.2.2.4. Bireysel Emeklilik Danışma Kurulu | 84 |
| 3.2.2.5. İlgili Müsteşarlık ve Bakanlık..... | 85 |
| 3.3. Fonların İşleyişi..... | 85 |
| 3.4. Özel Emeklilik Şirketleri..... | 86 |
| 3.5. Türkiye’de Özel Emeklilik Fonlarının Vergilendirilmesi | 88 |
| 3.6. Emeklilik Sözleşmeleri | 89 |

| | |
|--|----|
| 3.6.1. Emeklilik Sözleşmesinin Tanımı..... | 89 |
| 3.6.2. Emeklilik Sözleşmesinin Tarafları | 89 |
| 3.6.3. Emeklilik Sözleşmesi Türleri | 90 |
| 3.6.3.1. Bireysel Emeklilik Sözleşmeleri..... | 90 |
| 3.6.3.2. Grup Emeklilik Sözleşmeleri | 90 |
| 3.7. Özel Emeklilik Fonlarının Muhasebeleştirilmesi..... | 91 |
| 3.8. Türkiye’de Özel Emeklilik Fonlarının Yatırım Araçları..... | 93 |
| 3.9. Türkiye’de Özel Emeklilik Fonlarının Türleri | 93 |
| 3.9.1. Gelir Amaçlı Fonlar..... | 94 |
| 3.9.2. Büyüme Amaçlı Fonlar | 95 |
| 3.9.3. Kıymetli Madenler Fonları | 96 |
| 3.9.4. İhtisaslaşmış Fonlar | 97 |
| 3.9.5. Diğer Fonlar..... | 97 |
| 3.9.6 Para Piyasası Fonları | 98 |
| 3.10. Türkiye’de Özel Emeklilik Fonlarına İlişkin Portföy Sınırlamaları..... | 99 |

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE ÖZEL EMEKLİLİK FONLARININ SERMAYE PİYASALARINA ETKİLERİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ

| | |
|---|------------|
| 1. ÇALIŞMANIN AMACI VE KAPSAMI..... | 102 |
| 2. TÜRKİYE’YE İLİŞKİN ÇOKLU REGRESYON ÇALIŞMASI..... | 103 |
| 2.1. Türkiye Verileri..... | 103 |

| | |
|---|------------|
| 2.2. Modelin Kurulması ve Katsayıların Belirlenmesi | 107 |
| 2.3. Belirlilik ve Korelasyon Katsayılarının Yorumu..... | 108 |
| 2.4. Modelin Bir Bütün Olarak Test Edilmesi..... | 109 |
| 2.5. Değişkenlerin Tek Tek Test Edilmesi | 109 |
| 2.6. Ortalama Elastikiyetlerin Hesaplanması Ve Yorumu | 110 |
| 2.7. Modele İlişkin Sonuçların Bir Arada Değerlendirilmesi..... | 111 |
| 3. ŞİLİ'YE İLİŞKİN ÇOKLU REGRESYON ÇALIŞMASI..... | 112 |
| 3.1. Şili Verileri | 112 |
| 3.2. Modelin Kurulması Ve Katsayıların Yorumu | 114 |
| 3.3. Belirlilik Ve Korelasyon Katsayılarının Yorumu..... | 115 |
| 3.4. Modelin Bir Bütün Olarak Test Edilmesi..... | 115 |
| 3.5. Değişkenlerin Tek Tek Test Edilmesi | 115 |
| 3.6. Ortalama Elastikiyetlerin Hesaplanması ve Yorumu | 117 |
| 3.7. Modele İlişkin Sonuçların Bir Arada Değerlendirilmesi..... | 118 |
| 4. TÜRKİYE ÇOKLU REGRESYON MODELİ İLE ŞİLİ ÇOKLU REGRESYON MODELİ SONUÇLARININ KARŞILAŞTIRILMASI | 118 |
| SONUÇ | 125 |
| YARARLANILAN KAYNAKLAR..... | 130 |

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE PİYASALARI, SOSYAL GÜVENLİK KURUMLARI VE ÖZEL EMEKLİLİK FONLARI

1. SERMAYE PİYASALARI

1.1. Sermaye Piyasaları ve Sermaye Piyasalarının Mali Sistemdeki Yeri

Ekonomi, kıt kaynakların olası kullanım alanları arasında optimum dağılımı ile ilgilenen bilim dalıdır. Dolayısıyla, ekonomik sistem, kaynak ve kullanım eşitliğinde bir denge durumunu içerir. Ekonomik sistemde ekonomik birimlerin üretim sürecine katılarak kullandığı girdiler bir “kaynak”, bu sürecin sonunda elde edilen gelir ise “kullanım” niteliğindedir.¹ Ekonomik sistemin bir alt unsuru olarak, bir ekonomide fon akımını kolaylaştıran yapıya “mali sistem” adı verilmektedir.

Ekonomide finansman kapasitesi olan bir ekonomik birimden finansman gereksinimi olan ekonomik birime doğru parasal akış olarak ortaya çıkan ve hukuki sonuçları dikkate alındığında “borçluluk” veya “ortaklık” doğuran her ilişki, “mali ilişki” olarak tanımlanır. Mali ilişkide ortaya çıkan ve borçluluk veya ortaklık ilişkisini düzenleyen belgeler ise “mali ya da finansal araç” olarak tanımlanır.²

Ekonomilerde, bazı birimler fon fazlası verirken diğer birimler fon açığı verir. Finans literatüründe fon fazlası olan ekonomik birimlere fazlayı harcayanlar (Surplus Spending Units (SSU)); fon açığı olan ekonomik birimlere ise açıktan harcayanlar (Deficit Spending Units (DSU)) adı verilmektedir.³ Fon fazlası veren ekonomik birimler (SSU), tasarruflarını ve daha sonraki dönemlerinde bu tasarruflarında elde edeceği gelirleri yeniden finansman ihtiyacı olan ekonomik birimlere yönlendirirler. Fon açığı verenler (DSU) ise, bir bedel karşılığında bu fonlarını ödünç verirler.⁴ Bir ülkede fon kullanıcıları ile fon arz edenleri bir

¹ KORUYAN, Adil, “Sermaye Piyasası-Taraflar, Kurumlar, İşlemler”, İzmir, Ekim 2001, s.1

² a.g.e., s. 4

³ SKAGGS, T. Neil, “Awaiting The Deluge: The Delayed Acceptance of Theory of Money and Finance in Economic Development”, Presentation at the History Economics Society Meetings, Colombia, June 2000, s.3

⁴ KARAN, Baha, “Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi”, Hacettepe Üniv. Finansal Araştırmalar Merkezi (HÜFAM) Yayınları, No:1, Ankara, 2001, s. 4

araya getiren, fon akımını düzenleyen kurumlar, akımı sağlayan araç ve gereçler ile bunları düzenleyen hukuki ve idari kurallardan oluşan yapıya “Finansal Piyasalar” denmektedir.⁵

Şekil.1. Finansal Piyasaların Temel Yapısı



Kaynak: KARAN, Mehmet Baha, “**Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**”, Hacettepe Üniversitesi Finansal Araştırmalar Merkezi (HÜFAM) Yayınları, Ankara, 2001, s.4

Finansal piyasalarda fon arz eden kişi veya kurumların fonlarına karşılık fon talebinde bulunanların satın almış oldukları menkul kıymetlere “finansal varlık” denilmektedir. Söz konusu varlıkların özellikleri, paraya çevrilebilirlik, bölünebilirlik, kazanç sağlaması, vadeli olması ve riskin tahmin edilebilmesidir.⁶

Bireylerin borç ödemesi ve servetlerini artırmaya yönelik yatırımları “tasarruf”; borçlanma ve servet azalması “anti tasarruf” olarak kabul edilir. Gelir seviyesi, insan ömrünün ilk yıllarında yetersizken zaman içinde artış gösterir ve emeklilik dönemlerinde azalır.

Finansal piyasalar fonların el değiştirmesine olanak sağlayan pazarlardır. Finansal piyasalarda değişime konu olan finansal araçlar; menkul kıymetler hisse senedi, özel sektör tahvilleri, hazine bonoları, devlet tahvilleri vb. değerlerdir. Finansal aracılar ise, tasarruf sahiplerinin fonlarının fon kullanıcılarına aktarılmasında aracılık faaliyetinde bulunan kurumlardır. Finansal kurumlar olarak da bilinen finansal aracılar bireylerin tasarruf ettiği fonları, doğrudan reel yatırıma yöneltebileceği gibi, para ve sermaye piyasasına da yönlendirebilir. Finansal kurumlar kurumsal yatırımcılar olarak da adlandırılır. Özel emeklilik fonları, hayat sigortası şirketleri, yatırım ortaklıkları, sosyal güvenlik kurumları ve yatırım fonları kurumsal yatırımcı kuruluşlar arasında yer alır.⁷

Finansal piyasaların, menkul kıymetleri nakde çevirmek ve menkul kıymetlerin fiyatını belirlemek, fonları ve ekonomik kaynakları tahsis etmek, tasarrufu özendirmek ve artırmak, böylece sermaye birikimi sağlamak gibi işlevleri de vardır.

⁵ COŞKUN, Metin, “**Finansal Sistem Açısından Bireysel Emeklilik**”, Anadolu Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt XIX, Sayı: 1–2, Eskişehir, 2003, s.89

⁶ SARIKAMIŞ, Ceylan, AYDIN, Coşkun, “**Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar**”, Anadolu Üniversitesi Açıköğretim Yayınları, Yayın no. 834, Eskişehir, Ekim 2004, s. 3

⁷ SARIKAMIŞ, Cevat, “**Sermaye Pazarları**”, Alfa Yayınları, İstanbul, Şubat 1995, s. 9; COŞKUN, a.g.e., s.89; CEYLAN, Ali, KORKMAZ, Turhan, “**Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi**”, Gözden Geçirilmiş 2. Baskı, Ekin Kitabevi, Bursa, Ekim 2004, s.7

Finansal piyasalar, vadelerine göre, para piyasası ve sermaye piyasası olarak ikiye ayrılır. Para piyasası, bir yıl veya daha kısa süreli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasadır. Para piyasasının en önemli kurumları, ticari bankalardır. Ticari bankalar bireylere, kurumlara ve işletmelere kısa süreli tasarruflarını değerlendirme olanağı sağladığı gibi kısa süreli krediler açarak fon gereksinimini karşılamak görevini de üstlenirler. Ticari bankaların dışında para piyasasında, leasing şirketleri, factoring ve forfaiting şirketleri, sigorta kurumları faaliyet gösterirler.⁸

TABLO. 1. MALİ SİSTEMİN YAPISI

| TASARRUF SAHİPLERİ (Fon Arz Edenler) | | |
|---|--|--|
| YATIRIM VE FİNANSMAN ARAÇLARI | YARDIMCI KURULUŞLAR (Fon Akımına Aracılık Edenler) | HUKUKİ VE İDARİ DÜZEN |
| 1. Para (Nakit) 2. Mevduat 3. Banka Parası 4. Kredi 5. Sosyal Güvenlik Fonları 6. Kooperatif Kaynakları 7. Tahviller 8. Hisse Senetleri 9. İpotekli Borç ve İrat Senetleri 10. Kamu Hisse Senetleri 11. Gelir Ortaklığı Senedi 12. Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) 13. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (VDMK) 14. Depo Edilen Menkul Kıymet Sertifikaları | 1. Bankalar 2. Aracı Kurumlar 3. Yatırım Ortaklıkları 4. Yatırım Fonları 5. Menkul Kıymetler Borsası 6. Sosyal Güvenlik Kuruluşları 7. Sigorta Şirketleri 8. Kooperatifler 9. Yatırım Kulüpleri 10. Genel Finans Ortaklıkları 11. Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları 12. Derecelendirme (Rating) Şirketleri 13. Takas ve Saklama Şirketleri 14. Portföy Yönetim Şirketleri 15. Yatırım Danışmanlığı Şirketleri 16. İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Merkezi | Çalışmayı Düzenleyen - İlkeler - Kurallar - Denetim |
| YATIRIMCILAR-TÜKETİCİLER (Fon Talep Edenler) | | |
| PARA PİYASASI | FAİZ ORANI | SERMAYE PİYASASI |
| Kısa vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasa | | Orta ve uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasa |

Kaynak: İMKB, "Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu", Kılavuz-6, s.2, <<http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/spkilavuzu.htm>>, (27.05.2006)

Ticari bankalar, leasing şirketleri, factoring ve forfaiting şirketleri ve sigorta kurumları aynı zamanda para piyasasının organize pazar kesimini yansıtır. Para

⁸ Ceylan vd, a.g.e., s. 9

piyasasında alım satıma konu olan mali araçlar para ve benzeri nitelikte olmakla beraber bir yıldan kısa süreli fon arz ve talebinin karşılanmasına yöneliktir. Bu nedenle para piyasalarında likidasyon söz konusudur. Ekonominin bütünlüğünde sadece kısa vadeli tasarruf fonları değil aynı zamanda uzun vadeli beklentiler için ayrılan (sigorta, sosyal güvenlik) fonlar da vardır.

Sermaye piyasası, orta ve uzun vadeli (bir yıldan uzun süreli) fon arz ve talebinin kurumsal yatırımcılar aracılığıyla menkul kıymetlere bağlı olarak karşılaştığı piyasalardır. Para, kredi, döviz, altın, ticari senet gibi doğrudan doğruya ya da dolaylı olarak fon aktarımları sermaye piyasasından daha geniş bir kavram olan finansal piyasanın içinde yer alır. Dolayısıyla sermaye piyasası finansal piyasaların bir parçasıdır⁹. Sermaye piyasasının sunduğu finansal sistem, hisse senedi, tahvil vb. orta ve uzun vadeli pazarlanabilir menkul kıymetlerin alınıp satılmasına olanak sağlar.

Sermaye piyasaları, piyasada işlem gören mali araçların (menkul kıymetlerin) ilk kez satışa sunulması durumunda “birincil piyasa”; birincil sermaye piyasasında daha önce sunulmuş ve halen dolaşımda olan mali araçların alınıp satılması durumunda ise “ikincil piyasa” olarak adlandırılır.¹⁰

Ekonomik sistemin bütünlüğü para ve sermaye piyasasının bir arada çalışmasını gerektirir. Para piyasasının mali araçları, sistemin bütünlüğü içinde sermaye piyasasına veya sermaye piyasasından para piyasasına geçiş yapabilmektedir.¹¹ Ancak para ve sermaye piyasaları arasındaki belirgin farklar, her iki piyasanın birbirinden ayrılabilir nitelikte olmasını da beraberinde getirmektedir.

Vade açısından para piyasası kısa; sermaye piyasası ise, orta ve uzun süreli mali araçların alım satımına pazar oluşturur. Yatırım açısından, para piyasası daha çok bireysel ve küçük tutardaki yatırımların, sermaye piyasası ise yüksek tutarlı bireysel ve kurumsal tasarrufların değerlendirilmesine zemin oluşturur. İşletmeler açısından, para piyasası işletmelerin sahip olduğu dönen varlıkların; sermaye piyasası sabit varlıkların (duran varlıklar) finansmanı için mali araçlar sunar. Mali araçların türleri açısından, para piyasasında kıymetli evrak (nakit, mevduat sertifikası, çek, poliçe, bono vb.); sermaye piyasasında menkul kıymet (finansman bonusu, hisse senedi, tahvil vb.) niteliğinde mali

⁹ KARSLI, Muharrem, “**Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler**”, 4. Baskı, İstanbul, 1994, s.23

¹⁰ VANDENBERG, Braam, “**Understanding Financial Markets & Instruments**”, The Academy of Financial Markets, s.4

¹¹ Koruyan, a.g.e., s.12

araçların kullanımı söz konusudur.¹² Para piyasasında faiz oranları ve risk düşük; sermaye piyasasında, yüksektir. Mali ilişki açısından ise, para piyasasının finansal araçları borç; sermaye piyasasının finansal araçları ise borç ve ortaklık ilişkisi doğurur.

Resmi pazaryerinin olup olmamasına göre finansal piyasalar, organize finansal piyasalar ve serbest finansal piyasalar olarak ikiye ayrılır.¹³ Organize finansal piyasalar devletin sıkı denetim ve gözetiminde faaliyet gösterirler. Serbest finansal piyasalarda ise söz konusu denetim ve gözetim etkin bir şekilde yürütülmez. Organize olmuş sermaye piyasası, dokunulabilir, fiziki bir yapıya sahiptir ve bu piyasanın binaları, üyeleri, yasaları, kuralları, yönetenleri vardır. Organize olmuş sermaye piyasasına en iyi örnek, menkul kıymet borsalarıdır.¹⁴ Menkul kıymet borsaları, hisse senedi, tahvil alım-satımının belirli kurallar ve şekil esaslarına göre gerçekleştiği pazaryeridir.¹⁵

Bu temel ayırımların dışında altın piyasaları, döviz piyasaları, swap (değiş-tokuş) piyasaları, opsiyon (tercihli işlem) piyasaları, forward (vadeli) piyasaları ve futures (gelecek) piyasaları da mali sistemin içinde farklı biçimlerde fon arz ve talep gereksinimlerini karşılayacak ölçüde faaliyette bulunmaktadır.

1.2. Sermaye Piyasalarının Ekonomik Etkinliği

Sermaye piyasaları, bireysel ve özellikle kurumsal düzeydeki dağınık ve küçük tasarrufları toplayıp, uzun süreli fon (yatırım sermayesi) ihtiyacı duyan işletmelere aktarırlar.¹⁶ Böylece işletmelerde etkin yönetimin sağlanması ve hisse başına kazancın artırılması işlevini de yerine getirirler.¹⁷ İşletmeler yatırım yaparak daha fazla üretim yapmak istediklerinden genellikle fon açığı olan (DSU) grubuna girerler.¹⁸

Sermaye piyasası ekonomik işlevini yerine getirirken ya doğrudan bu amaçla tasarruf edinilmiş fonları toplar ya da ekonomide gelecekteki farklı amaçlar için ayrılan fonları bu amaçlara oluşturduğu uygun organizasyonlarla sermaye piyasası kaynağı haline

¹² İMKB, “Sermaye Piyasası Kurulu Temel Bilgiler Kılavuzu”, Kılavuz-10, Kılavuz-25

¹³ Sarıkamış, a.g.e., s.6

¹⁴ Ceylan vd., a.g.e., s. 19

¹⁵ Sarıkamış, a.g.e., s. 68

¹⁶ Koruyan, a.g.e., s.12

¹⁷ AKGÜÇ, Öztin, “Finansal Yönetim”, Yenilenmiş 7. Baskı, Muhasebe Enstitüsü Yayın No:65, İstanbul, Mart 1998, s.1

¹⁸ Karan, a.g.e., s.4

dönüştürerek ekonomiye yönlendirir. Bu işlevin en etkileyici ve belirleyici olanı sigorta şirketlerindeki primlerin ve özellikle hayat sigortaları ve özel amaçlı sosyal güvenlik fonlarının sermaye piyasasına bir kaynak olarak aktarılmasıdır. Bilindiği üzere, sigorta sistemi ileride olası zararlar karşılığı belirli bir prim karşılığında zararın tazmin edilmesine olanak yaratan sistemdir. Burada toplanan primler zararın uzun vadede gerçekleşme olasılığına göre uzun vadeli değerlendirilmesi zorunluluğunu beraberinde getirmektedir. Bu zorunluluk sigorta şirketleri fonlarının kurumsal tasarruf niteliğinde sermaye piyasasına aktarılacak menkul kıymetlerden oluşan portföylerin ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Sigorta şirketleri, yatırımları uzun vadede değerlendirirken, gayrimenkul yatırımları, ipotek karşılığı ödünç verme, hayat poliçesi karşılığında borç verme biçiminde, kamunun ve özel sektörün sabit getirili tahvilleri ve hisse senetlerine yatırım yaparlar.¹⁹

Aynı şekilde, sosyal güvenlik sisteminde bireylerden toplanan fonlar, bireylerin gelecekte iş göremez duruma geldiklerinde ya da yaşlılık dönemlerinde bu fonları elde etmelerine yardımcı olur. Bireylerden toplanan bu primler ekonomik anlamda bir tasarruf gibi görünmese de; bu kurumlar aracılığı ile bu fonların değerlendirilmesi amacıyla sermaye piyasasına yönlendirilmesi ve bu fonların daha sonra işletmelere menkul kıymetler aracılığı ile yatırım sermayesi olarak aktarılmasına ortam hazırlaması nedeniyle, sermaye piyasası önemli bir işlevi yerine getirmektedir.

Sermaye piyasalarının ekonomiye önemli derecede katkılarının olması için güvene dayalı ve şeffaf bir ortam oluşturulması gerekir. Çok kıt ve sınırlı olan sermaye kaynaklarının en verimli projelere dağılmasına olanak sağlanmalıdır. Bu dağıtımın randımanlı yapılması, her şeyden önce de yatırım olanaklarının potansiyel performanslarını doğru ölçülebileceği bir ortam yaratılmasıyla mümkündür. Her performans ölçüsünün iki boyutu vardır: risk ve getiri. Gelişmiş bir sermaye piyasası, riskin doğru olarak ölçülmesini mümkün kılan ve getirinin bu risk ile orantılı olarak belirlenmesini başarıyla sağlayabilen bir piyasadır. Sermaye piyasalarının bu olgunluğu kazanmaları bir ülke ekonomisinin gelişmesinin son basamağıdır.²⁰

Gelişmekte olan ülkelerde yaşanan en büyük sıkıntı büyük yatırımları gerçekleştirecek yeterli fonun bulunamamasından kaynaklanmaktadır. Ekonomik gelişme için gereksinim duyulan bu fonların en önemli kaynağı ulusal tasarruflardır. Ancak ulusal tasarrufların ekonomik kalkınmayı sağlayacak alanlara yönlendirilmesi en önemli

¹⁹ BERK, Niyazi, “Sigortacılıkta Fon Yönetimi”, İMKB Yayını, İstanbul, Haziran 2001, s.7

²⁰ www.tspakb.org.tr/paneller/reel_sektor/vtarhan.pdf, (21.08.2005)

sorunlardan biridir.²¹ Çünkü insanlar, gelişmekte olan ülkelerde sermaye piyasalarına yeterince güvenmedikleri için birikimlerini genellikle altın, döviz gibi ekonomiye katkı sağlamayacak pasif yatırım araçlarına yönlendirmeyi seçmektedirler.

Günümüzde gelişmiş ülkelerdeki sermaye piyasası düzenlemeleri, bireysel ve kurumsal düzeydeki tasarrufların ulusal kalkınmaya hizmet edecek şekilde menkul kıymetlere yatırılmasını özendirmeye çalışmaktadır. Serbest piyasa ekonomilerinde halka açık anonim şirketlerin çıkarmış olduğu ortaklık ve borçlanma senetleri de tasarrufların değerlendirilmesi ve toplumun refahının yükseltilmesinin başta gelen finansal araçlarını oluşturmaktadır. Bu anlamda, sermaye piyasaları, hem reel sektöre fon aktarılması hem de mülkiyetin toplumun farklı kesimlerine adil bir şekilde dağılmasına hizmet etmektedirler.

1.3. Sermaye Piyasasının Araçları

Sermaye piyasasında fon yaratmak için yasal dayanağı olan araçlara gereksinim duyulmaktadır. Böylece yatırımcının hak ve yükümlülükleri bu araçların kanundaki tanımına uygun düşecek şekilde belirlenir. Sermaye piyasalarının yasal ve kurumsal yapısı ile ticaret, borç ve menkul kıymetler hakkında ayrıca düzenlenmiş yasalar tarafından sermaye piyasasında yatırım aracı olarak kullanılabilen araçlar belirlenmektedir.

Ayrıca fonu talep eden taraflar açısından da yatırım araçlarının tanıdığı hak ve yükümlülükler yasalar tarafından belirlenmektedir. Sermaye piyasalarının kurumsal yapısının güçlü ve derin olduğu ülkelerde yasal altyapı bu araçların sermaye piyasasında kullanımını güvenilir kılmaktadır ve yaygınlaştırmaktadır. Genel olarak “menkul kıymetler” adı altında anılan bu yatırım araçları hemen hemen her ülkede hem fon arz eden hem de talep taraf için benzer özellikte yasal düzenlemelere tabi tutulmuştur.

1.4. Sermaye Piyasasına Fon Arz Edenler

Sermaye piyasasında fon arz edenler bireyler ve kurumsal yatırımcılardır. Bireysel ve kurumsal yatırımcıların tasarruflarını sermaye piyasasına yönlendirmesindeki amaç,

²¹ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği, “Sermaye Piyasasında Vergilendirme Sorunlar - Öneriler” İstanbul, Şubat 2003, s.1

parasal değer niteliğindeki birikimlerinin ekonomik gelişmelerden korunmasını sağlamak ve ek gelir elde etmektir.

1.4.1. Bireysel Yatırımcılar

Sermaye piyasasında küçük tasarruf sahipleri olarak kabul edilen bireysel yatırımcıların yatırım araçları ve piyasanın işleyişi konusunda bilgileri yetersizdir. Bu nedenle de gelişmiş piyasalarda bireysel yatırımcılar aracı kuruluşlara başvurarak yatırım yaparlar. Böylece onların uzmanlık, deneyim ve portföy yönetimi gibi kurumsal kültürlerinden yararlanırlar. Aracı kuruluşlar kendilerini yatırımlarına aracılık etmek üzere seçen bireysel yatırımcılara, bilgi verir ve birikimlerinin en doğru yatırım seçeneklerine yönlendirmelerine yardımcı olurlar.²²

1.4.2. Kurumsal Yatırımcılar

Kurumsal yatırımcılar, bireylerin gelir ve giderleri arasındaki pozitif farktan oluşan fon fazlalarının toplanması ve büyük tutarlara ulaşan bu fonların hukuki bir çerçevede değerlendirilmesi ile oluşmaktadır.²³

Tasarrufların etkin yatırımlara yönlendirilmesi ise, ancak profesyonel kadrolarca yönetilen kurumsal yatırımcılar tarafından gerçekleştirilmektedir. Böylece, bireylerden toplanan fonlar uzman portföy yönetimi ile sermaye piyasasına yönlendirilir. Bunun sonucunda kurumsal yatırımcıların elinde büyük fonlar bulunur ve portföy yönetiminde portföy yatırımcılara göre planlanır, yatırımların seçimi için analiz yapılır, portföyü oluşturacak uygun yatırım araçları seçilir, portföy performansı değerlendirilerek uygun aralıklarla denetim yapılır.²⁴

Kurumsal yatırımcılar piyasaların derinleşmesi açısından önemli rol üstlenirler. Çünkü bireysel olarak yatırımlar az tutardadır. Oysa büyük fonları elinde bulunduran

²² Koruyan, a.g.e., s. 44

²³ ERDOĒAN, Oral, ÖZER, Levent, “Sermaye Piyasasında Kurumsal Yatırımcılar”, İMKB Yayınları, İstanbul, Ağustos 1998, s.4

²⁴ ÜNAL, Targan, “Gelişen Borsalarda Kurumsal Yatırımcılar Türkiye Örneği Sorunlar ve Çözüm Önerileri”, İMKB Araştırma Yayınları, No:7, İstanbul, Temmuz 1995, s.1-2

kurumsal yatırımcılar, etkin yatırımların piyasaya girmesini sağlar ve uzman kadro ile çalıştıkları için fiyat istikrarını da beraberinde getirirler.

Piyasada, fiyat istikrarının sağlanması, ancak piyasaların yeterince derinleşmesi ile sağlanabilir. Derinliğin artması ise, pay sahipliğinin yaygınlaştırılması, alım-satım emirlerinin çokluğu ve sürekliliği ile olanaklıdır. Az sayıda alım-satım emrinin olması ise (emirlerin belli birkaç hisse senedi üzerinde yoğunlaşması halinde) fiyat istikrarını bozacaktır. Böyle durumlarda, yatırım fonları, sigorta şirketleri ve özel emeklilik fonları gibi kurumsal yatırımcılar önemli rol üstlenecektir. Çünkü bu kurumlar, pay sahipliğinin yaygınlaştırılması ve piyasaya çeşitli beklentilere sahip yatırımcıların girmesini sağlayacaktır.²⁵

Gelişen sermaye piyasalarında finansal reformlar yapılmaktadır. Bu reformların amacı, emeklilik fonları ve sigorta şirketleri gibi yerel kurumsal yatırımcılar yaratmaktır. Bu kurumsal yatırımcıların her türlü menkul kıymet ihracı için talep yaratacağı beklenmektedir.²⁶

1.4.2.1. Yatırım Fonları

Yatırım fonları, bireysel yatırımcıların tasarruflarını bir havuzda toplayıp, uzman portföy yöneticileri ile oluşturulan bu fonları sermaye piyasası araçlarına yatırarak riskin dağıtılması ilkesine göre değerlendiren kurumsal yatırımcılardır.²⁷ Yatırım fonlarında, bireylerden toplanan fonlar karşılığında bireylere, *katılma belgesi* adı verilen ve pay sahipliğini simgeleyen kıymetli evrak verilmektedir.

Yatırım stratejileri açısından 4 sınıfa ayrılır:

- **Büyüme amaçlı fonlar:** Portföylerinde ağırlıklı olarak hisse senetleri bulunur.

- **Gelir ve büyüme amaçlı fonlar:** Büyüme amaçlı fonlara göre daha az risk taşır. Portföyleri hisse senedi ve tahvilden oluşur.

²⁵ a.g.e., s.1-2

²⁶ a.g.e., s. 45

²⁷ KILIÇ, Saim, “Türkiye’deki Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi”, İMKB Yayınları, Ankara, Ekim, 2002, s.5-6

- **Tahvil fonları:** Riski düşüktür. Özel kesim ve kamu kesimi tarafından ihraç edilen ve faiz gelirini amaçlayan menkul kıymetlere yatırım yapılır.

- **Sektör fonları:** Belirli sektörlere yatırım yapılır.²⁸

Ayrıca, portföyün tamamı hisse senetleri, borçlanma senetleri, altın ve diğer kıymetli madenler ile bunlara dayalı sermaye piyasası araçlarından en az ikisinden oluşan ve her birinin değeri fon portföy değerinin % 20'sinden az olmayan fonlar "Karma Fon"; vadesine en fazla 180 gün kalmış likiditesi yüksek sermaye piyasası araçlarından oluşan ve portföyünün ağırlıklı ortalama vadesi en fazla 45 gün olan fonlar "Likit Fon"; portföy sınırlamaları itibariyle belirtilen türlerden herhangi birine girmeyen fonlar "Değişken Fon" olarak ayrılmaktadır. Fon içtüzüklerinde belirtilmek suretiyle, portföy değerinin aylık ağırlıklı ortalama bazda en az %25'ini, devamlı olarak özelleştirme kapsamına alınan KİT'ler dahil Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış fonlar **A tipi**, diğerleri **B tipi** olarak adlandırılır ve bu tipler fon türleri ile birlikte belirtilir.²⁹

1.4.2.2. Yatırım Ortaklıkları

Yatırım ortaklıkları; sermaye piyasası araçları ile ulusal ve uluslararası borsalarda veya borsa dışı organize piyasalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek üzere anonim ortaklık şeklinde ve kayıtlı sermaye esasına göre kurulan sermaye piyasası kurumlarıdır.³⁰

Yatırım ortaklıkları, hisse senetlerini satın aldıkları ortaklıkların herhangi bir şekilde sermayesine ve yönetimlerine hâkim olmak amacı güdemezler. Sadece portföy yönetimi hizmeti vermek üzere kurulurlar.³¹ Bu açıdan yatırım fonlarından farklı niteliktedirler.

²⁸ Erdoğan vd., a.g.e., s. 7-8

²⁹ İMKB, "Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu", Kılavuz-6, s.116, <http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/spkilavuzu.htm>, (27.05.2006)

³⁰ İMKB, a.g.e., s.117

³¹ ÇANAKÇI, Ekrem, "Yatırım Ortaklıkları", Sermaye Piyasası Kurulu Yayın No. 46, Ankara, Ağustos 1996, s.5

1.4.2.3. Sigorta Şirketleri

Sigortacılığın temeli belirsizliğe dayanır. Bunlar da gerek toplumun gerekse bireylerin ömür boyu karşılaşacakları risklerin ortaya çıkması olasılığına bağlıdır.³² İşte bu risklere bağlı zararları gidermek amacıyla sigorta şirketleri, bireylerden belirli tutarda ayrı ayrı topladıkları primler ile fonlanırlar.

Sigortacılığın amacı, söz konusu riskleri istatistiksel yöntemlerle belirleyip, riskin doğması halinde bireyin tek başına karşılamayacağı zararı tazmin etmektir. Bunun için sigorta şirketlerinin etkili bir risk yönetimi ile kar sağlamaları söz konusudur. Öte yandan, gelişmiş ekonomilerde sigortacılık sektörü, ekonominin en dinamik sektörlerinden biri olup, sermaye piyasalarının derinleşmesinde etkin rol oynamaktadırlar.

Sigorta sektörünün sermaye piyasasında fon yaratabilmesi için uzun vadeli menkul değerlere yatırım yapması gereklidir. Bunun içinde prim gelirlerinin yüksek olması gerekir. Ancak prim gelirlerinin artması da ekonominin gelişmişliğine bağlıdır.³³

Sigorta şirketleri bir havuzda topladıkları büyük tutardaki fonları, portföy yönetimi esaslarına göre yönetirler. Diğer bir deyişle, kurumsal yatırımcı olarak sermaye piyasasına büyük fonlar aktarırlar. Böylece sermaye piyasalarında oluşabilecek kısa süreli fiyat dalgalanmalarını da engellemiş olurlar.³⁴ Özellikle, hayat sigortası şirketleri gelişmiş piyasaların etkinleşmesinde büyük fon birikimi sağlayan önemli kurumsal yatırımcılardandır.

1.4.2.4. Sosyal Güvenlik Kurumları ve Özel Emeklilik Fonları

Sermaye piyasaları gelişmiş ülkelerde kurumsal yatırımcılar içinde en önemli grubu sosyal güvenlik kuruluşları oluşturur. Ancak, sosyal güvenlik sisteminin gelirlerinin giderlerini karşılamaya yetmediği ekonomilerde, bu kuruluşlar fon arz eden değil, fon talep eden bir yapıdadır.³⁵

Sermaye piyasasında kurumsal yatırımcı olarak faaliyette bulunun sosyal güvenlik kurumları ile özel emeklilik fonları çalışmanın birinci bölümünde ele alınmaktadır.

³² Berk, a.g.e., s.4

³³ Ünal, a.g.e., s.106

³⁴ Berk, a.g.e., s.7

³⁵ Erdoğan vd., a.g.e., s. 18

2. SOSYAL GÜVENLİK KURUMLARI

2.1. Sosyal Güvenlik Sistemi

Sosyal güvenlik, en genel şekilde iş kazaları; hastalık, analık, malûllük, yaşlılık ve ölüm; işsizlik ve ailevi yüklerden (evlenme ve çocuk yetiştirme) ileri gelen sosyal risklerin bireyler üzerindeki etkilerini önlemektir.³⁶ Sosyal güvenlik terimi, 20. Y.Y.ın ilk çeyreğinden itibaren kullanılmaya başlanmıştır. Sosyal sözcüğü tek başına insan topluluğunu ifade eder, ancak sosyal güvenlik denildiğinde sosyal sözcüğü karşılıklı yardımlaşma, eşitlik ve sosyal adalet gibi anlamlara gelmektedir. Güvenlik sözcüğü ise tehlikelerden korunmayı ifade etmektedir.³⁷

Uluslararası Çalışma Örgütü (ILO) sosyal güvenlik sistemleri tarafından kapsam altına alınacak sosyal riskleri yaşlılık, malûllük, ölüm, hastalık, analık, iş kazası, meslek hastalığı, aile yardımları ve işsizlik olarak kapsamlı ve ayrıntılı olarak belirtmiştir (ILO, 1952). ILO'nun tanımına göre sağlık, çalışma ve emeklilik ile ilgili tüm riskler, genişletilmiş sosyal güvenlik kavramının kapsamı içindedir.³⁸

Yine başka bir tanıma göre “Bireylerin kendi istek ve iradeleri dışında belirli sosyal riskler karşısında ekonomik güvence sağlanarak korunması ve zararların giderilmesi amacıyla devlet tarafından düzenlenen kurum yada kurumlar topluluğuna “sosyal güvenlik sistemi” denmektedir.”³⁹ Buradan anlaşılacağı üzere, sosyal güvenlik sistemi devlet tarafından düzenlenen kurum ya da kurumlar topluluğudur.

Tehlikelerin sebep olacağı zararlardan korunma garantisi olarak tanımlanan sosyal güvenlik ihtiyacı, temel insan haklarından birisidir ve bu ihtiyacın sağlanması ile ilgili tedbirleri alma ve sistemi oluşturma görevi devlete verilmiştir. Nitekim gelişme seviyesi ne olursa olsun, her ülke bir sosyal güvenlik sistemine sahiptir.⁴⁰

Gelişmiş ülkelerde sosyal güvenlik kavramı, refah devleti olma göstergesi iken, gelişmekte olan ülkelerde karşılıksız para harcamaları olarak görülmektedir. Sosyal güvenlik

³⁶ KURUCA, Mustafa, “Yargı Kararlarıyla Donatılmış Tüm Yönleri ile Emeklilik”, Yaklaşım Yayıncılık, Şubat 2004, s.36

³⁷ ALPER, Yusuf, “Türkiye’de Sosyal Güvenlik ve Sosyal Sigortalar” Uludağ Üniversitesi, Bursa, 1997, s.4

³⁸ ERCAN, Metin R. GÖKÇE, Deniz R., “Sosyal Güvenlik Sistemlerinde Belirlenmiş Katkı Modeli: Tanım, Teori ve Bir Türkiye Uygulaması”, İMKB Dergisi, Yıl.2, Sayı 7-8, 1998, s.1

³⁹ EROL, Ahmet; YILDIRIM, Ercan, “Tüm Yönleriyle Bireysel Emeklilik Sistemi”, Yaklaşım Yayınları, İstanbul, Aralık 2003, s. 25

⁴⁰ ALPER, Yusuf, “Sosyal Güvenlikte Yeni Bir Adım: Bireysel Emeklilik”, Çimento İşveren Dergisi, Sayı.2, Cilt.16, Mart 2002, s. 13

sistemleri, gelir dağılımındaki adaletsizliklerin giderilmesi ve toplumdaki her bireyin insan onuruna yakışır bir yaşam standardına kavuşturulması açısından önem taşımaktadır.⁴¹

Tüm dünyada sosyal güvenliğin devletin bir görevi olduğu savunulmaktadır. Ancak zaman içinde sosyal güvenlik sistemlerinde ortaya çıkan sorunlar, sosyal güvenlik sisteminin kamu kurum ve kuruluşları tarafından yürütülmesinin sağlıklı olup olmadığı tartışmalarına yol açmıştır.

2.2.Sosyal Güvenlikte Finansman Yöntemleri

Sosyal güvenliğin finansmanında şu iki yöntemden biri kullanılmaktadır: Dağıtım yöntemi ve fonlama (kapitalizasyon) yöntemi.

2.2.1. Dağıtım Yöntemi

İlk kez 1881 yılında Bismarck tarafından kurulup, kısa zamanda tüm ülkelerce kabul gören “sosyal sigorta” anlayışına dayalıdır. İngilizce “PAYGO” şeklinde ifade edilen dağıtım yönteminde aktif çalışan nüfustan toplanan primler emeklilik dönemindeki pasif nüfusu finanse etmektedir. Toplanan primler, devletin iç borçlanma araçlarına yönlendirilmekte böylece risksiz fakat düşük getiri elde edilmektedir.⁴² Ancak enflasyonun yüksek olduğu ülkelerde bu getirilerin düşük olması toplanan fonların reel değerlerini koruyamaması ile sonuçlanmaktadır. Ayrıca dağıtım yönteminde, devletin biriken fonlara müdahale etmesi ve bunları ucuz kaynak olarak değerlendirmesi söz konusudur.

2.2.2. Fonlama (Kapitalizasyon) Yöntemi

Fonlama (Kapitalizasyon) yönteminde, bireylerden toplanan prim ödemeleri bir fon havuzunda toplanmakta ve biriken fonlar sermaye piyasası araçlarına yönlendirilerek değerlendirilmektedir. Bu yöntemde sigortacılıkta geçerli olan aktüaryal dengeler esastır.

⁴¹ YELEKÇİ, Memduh, “Sosyal Güvenlik Hukuku Kavramı- Tanımı ve Sonuçları”, Yargı Yayınevi, Ankara, 2002, s.224

⁴² ERGENEKON, Çağatay, “Sosyal Güvenlik Fonları ve Sermaye Piyasası”, İktisat Dergisi, Sayı: 400, Nisan 2000, s. 7

Piyasa cari faiz oranı esas alınarak fonların ileride ulaşacağı gelecekteki değer tahminlenir ve böylece, enflasyon nedeniyle biriken fonların kayba uğramaması sağlanır. Ayrıca fonlama esası yönteminde devletin bu fonlara müdahale etmesi önlenerek sigortacılık mantığına uygun bir şekilde fonların yüksek getirilere ulaşması da sağlanabilir.

Fonlama yöntemi, dağıtım yöntemine göre daha avantajlıdır. Çünkü, sosyal güvenlik kurumlarının finansal açıdan asıl amacı, ekonomiye fon sağlamak değil; sosyal güvenliğin sağlanmasına yönelik hizmetleri finanse etmek olmakla birlikte; söz konusu kurumların sahip oldukları oldukça yüksek fon tutarını yatırıma dönüştürme fonksiyonu, finansal aracı kurum olarak sermaye piyasasında etkin olarak yer almalarına olanak tanımaktadır. Bu nedenle, sosyal güvenlik kurumlarının sermaye piyasalarına yönelik en önemli etkisi bu kurumlarda biriken fonların özel tasarruflar üzerindeki etkisidir. Sosyal güvenlik fonlarının özel tasarruflarda azalmaya neden olacağı, sermaye birikimine yardımcı olmayacağı görüşü, özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından geçerli değildir. Çünkü, bu ülkelerde milli gelir ve ücretler düşüktür ve yükümlülere ödenecek primler tüketimi kısıcıcı bir etki oluşturacaktır. Böylece, kişisel tasarruf olanakları kısıtlı olan bu ülkelerde fon oluşturmayı sağlayan sosyal güvenlik kurumları, zorunlu tasarruf etkisi yapacak ve toplam tasarruflarda bir artış görülecektir. Diğer yandan, sermaye piyasaları yeterince gelişmemiş ülkelerde ise, sosyal güvenlik fonları ekonomik kalkınma için önemli bir kaynak olarak kullanılabilir.⁴³

2.3. Sosyal Güvenlik Sisteminde Emeklilik Planları

2.3.1. Emeklilik Planlarının Tanımı

Emeklilik planı, bir işveren veya mesleki organizasyon (örneğin birlik) veya her ikisi tarafından kurulan veya yürütülen çalışan adına düzenlenen fayda planıdır. Emeklilik ödemelerinin gerçekleştirilmesi için bir fon kurulur. Emeklilik planı kuran kurumlar sponsor olarak da adlandırılırlar. Emeklilik planı kurabilecekler; çalışanları adına özel işletmeler, çalışanları yararına devlet ve yerel yönetimler, üyeleri yararına sendikalar ve kendi yararlarına bireylerdir.⁴⁴

⁴³ TETİK Nevzat, “Türkiye’de Sosyal Güvenlik Kurumları ve Sermaye Piyasasındaki Etkinlikleri”, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Yıl:36, Sayı:11, Kasım 1999, s.59

⁴⁴ BUZLUPINAR, Elif, “Emeklilik Fonları Sermaye Piyasasına Aktarımı: Türkiye Üzerine Değerlendirmeler”, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No.47, Ankara, 1996, s.3

Emeklilik planları; üyelerine sigorta hizmetinin sunulup sunulmaması, toplanan fonların kurum içinde ya da profesyonel kadrolar tarafından yönetilip yönetilmemesi, katkı paylarının sadece çalışanlar, işverenler veya her ikisi tarafından yapılması, fonların açık veya kapalı uçlu olması, vergi muafiyetine tabi olup olmamaları gibi kriterlere göre sınıflandırılabilmektedir.⁴⁵

Değişik emeklilik planı türleri vardır. Ancak yapılan en genel sınıflandırma, “*Geleneksel Emeklilik Planları*” veya “*Belirli Fayda Planları*” ve “*Belirli Katkı Planları*” ayırımı şeklindedir.⁴⁶ Ancak çalışmamızda bu ayırım işlevsel yönden ve kaynağı yönünden emeklilik planları şeklinde yapılmaktadır.

2.3.2. İşlevsel Yönden Emeklilik Planlarının Türleri

2.3.2.1. Fayda Esaslı Emeklilik Planları

Emeklilik döneminde sağlanacak gelir, işveren tarafından taahhüt edilir ve katkılar bir fonda toplanarak yatırıma yönlendirilir. Fona aktarılması gerekli katkılar aktüeryal ilkelere göre hesaplanır. Bu sistemde, çalışanların yatırım kararı verme olanakları azdır.⁴⁷ Bu tür planlarda plana sponsorluk eden genellikle işverendir.

Fayda esaslı planlarda (defined benefits), emeklilik ödemeleri işveren veya çalışan veya her ikisi tarafından yapılan katkıların bir fonda toplanması ve ardından yatırıma yönlendirilmesi ile finanse edilir. Fonlar bir havuzda toplandığı için çalışanların hesaplarını bireysel olarak takip edebilmesi mümkün değildir. Ancak yatırımların performansı plan sponsoru (genellikle işveren) tarafından takip edilir ve riski de yine plan sponsoru tarafından üstlenilir. Emeklilik planı oluştuktan sonra şirket kar etmese de işveren sürekli planın finansmanını sağlamak zorundadır. İşveren gelecekte çalışanlarına belirli tutarlarda ödeme yapmayı taahhüt ettiği için yatırımların performansını ve riskini üstlenmektedir.⁴⁸

⁴⁵ DPT, “**Sosyal Güvenlik Özel İhtisas Komisyon Raporu**”, 8. Beş Yıllık Kalkınma Planı, DPT:2592-ÖİK:604, Ankara,2001, s.122, <http://ekutup.dpt.gov.tr/soyalgu/oik604.pdf>, (09.08.2004)

⁴⁶ <http://www.dol.gov/dol/topic/retirement/>, (09.08.2004)

⁴⁷ http://www.tekfensigorta.com.tr/n4_hizmet/10_emeklilik/index.asp?mm1=menu4&mm2=410, (09.08.2004)

⁴⁸ DERELİOĞLU, Deniz, “**Özel Emeklilik Fonu Uygulamaları**” Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yatırımcılar Dairesi, Ankara, Nisan, 2001, s.19

Fayda esaslı planlar, emeklilikte açıkça belirlenmiş aylık bir emeklilik gelirini taahhüt etmektedir. Fayda planlarında emeklilik döneminde sağlanacak gelir baştan belirlenir.

Fayda planlarının temel özelliği, emeklilik ödemelerinin plan aktif değerinden bağımsız olarak tanımlanmasıdır.⁴⁹ Bu plan türlerinde daha çoğunlukla maaş yada hizmet gibi faktörleri dikkate alan bir plan formülü (örneğin, bir işveren ile hizmetin her yılı için çalışmanın son 5 yılı ortalama maaşının %1'i) sayesinde fayda hesaplanabilmektedir. Çoğu geleneksel fayda planlarındaki faydalar belirli sınırlar içinde önceden planlanmaktadır.⁵⁰ Formüle dayalı hesaplamalarda ölüm oranı, plan kapsamındakilerin ayrılmaları, tazminat türü, emeklilik yaşı gibi faktörler de dikkate alınmalıdır.⁵¹

Fayda planlarında, emeklilik ödemesi borcu, “Dağıtım (Pay As You Go) Modeli” ya da “Fonlama Modeli” kullanılarak ödenebilmektedir.⁵²

Amerika’da ilk özel emeklilik planı 1875 de American Express Şirketi tarafından kurulmuştur ve kısa süre sonra bunu kamu hizmeti veren kuruluşlar, bankalar, üretim şirketleri takip etmiştir. Hemen hemen tüm eski emeklilik planları belirli fayda planı olarak bilinen geleneksel planlardır ve çalışanlara emeklilikte açık olarak bilinen aylık bir fayda olarak ödenmektedir.

Amerika’da 1974’e kadar, emeklilik için tamamen koruma bulunmamaktadır. Bu nedenle de işçilerin emeklilik gelirlerinde pek çok kayıp oluşmuştur. Örneğin 1963’te 4000 çalışan kendilerine vaat edilen emeklilik faydalarının bir kısmını ya da tamamını kaybetmiştir. 1974’teki kongrede böylesi trajedileri önlemek için “Çalışanların Emeklilik Gelirini Garanti Kanunu (ERISA-Employee Retirement Income Security Act)” çıkartılarak tedbirler alınmıştır.⁵³

Fayda planlarının katılımcı açısından yaratacağı fayda önceden belirlenebilir, ancak planının ilerideki maliyeti önceden belirlenememektedir.⁵⁴ *Söz konusu emeklilik planlarında*

⁴⁹ Buzlupınar, a.g.e., s.3

⁵⁰ <http://www.dol.gov/dol/topic/retirement/typesofplans.htm>, 09/08/2004

⁵¹ ÖNAL, Yıldırım, “Türkiye’de Bireysel Özel Emeklilik Sistemi” TÜGİAD Ekonomi Ödülleri Kitapları-3, Adana, Nisan, 2001, s. 4

⁵² Buzlupınar, a.g.e., s.10

⁵³ Pension Benefit Guaranty Corporation, PBGC Publication 1007, January 2000, <http://www.pbgc.gov>, (10.08.2004)

⁵⁴ Buzlupınar, a.g.e., s.9

planın gelecekteki maliyeti tahmin edilemez, faydanın ise tahmin edilebilir olduğu söylenebilir.

2.3.2.2. Katkı Esaslı Emeklilik Planları

Katkı esaslı emeklilik planları (defined contribution), emeklilikte yapılacak ödemelere ilişkin bir taahhüt verilmeden emeklilik fonuna yapılacak katkıların oranı veya tutarının belirlendiği emeklilik planı türüdür. Katkı planlarında, her katılımcının bireysel hesabı vardır. Yatırım tercihi çalışanların sorumluluğundadır.⁵⁵

Katkı planları, yasal olarak hükümetler tarafından düzenlenir ve denetlenirler, yönetimleri ise özel sektör tarafından gerçekleştirilir. Katkı plan türü, çalışanın her dönemine ait sigorta tutarının önceden belirlendiği, ancak elde edilecek fayda ya da ödemelerin katkı payına ve bu fonların değerlendirilmesiyle elde edilecek getiriye göre belirleneceği bir plan türüdür.⁵⁶ Katkı esaslı planlarda, katkıların açıkça belirtilir ve faydaların katkı + yatırım geri dönüşlerine dayalıdır.⁵⁷

Fayda plan türünün aksine, maaşların gelecekteki bir yüzdesi olarak gelecekteki maliyet baştan bilinir, buna karşılık özellikle yatırım sonuçlarından etkilenecek olan emeklilik ödeneği baştan belli değildir. *Bu nedenle katkı plan türünde, planın gelecekteki maliyeti tahmin edilebilir, faydanın ise tahmin edilemez olduğu söylenebilir.*⁵⁸

Katkı planları, emeklilikte açıkça belirlenmiş bir faydayı taahhüt etmez. Bu tür planlarda, çalışan veya işveren veya her ikisi de plan doğrultusunda çalışanın bireysel hesabına katılırlar. Bazen bu katkı belirli bir oran saptanarak yapılır, örneğin, yıllık kazancın %5'i gibi. Bu katkılar genellikle çalışanın lehinedir ve buna bağlı olarak hesabındaki artı veya eksi kazanç ve kayıpları karşılayacak olan kişi de çalışan olacaktır. Hesabın değeri yatırımların değerindeki değişimlerden etkilenerek artıp azalacaktır.⁵⁹

Katkı planlarında, bir birey genel primleri(katkıları) ödediğinde, kendisine ne kadar faydanın geri döneceğini bilmemektedir. Bazı ülkelerde, insanların çoğu, mevcut faydaları

⁵⁵ http://www.tekfensigorta.com.tr/n4_hizmet/10_emeklilik/index.asp?mm1=menu4&mm2=410, (08.08.2004)

⁵⁶ PEKER, Ayşe, “**Sosyal Güvenlik Sisteminin Yeniden Yapılanması Tartışmaları Ve Çözüm Önerileri**”, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliğ No.9703, Ankara, Aralık, 1997, s.4

⁵⁷ WORLD BANK, “**Averting The Age Old Crisis For The Old**”, World Bank Policy Research Bulletin, Volume.5, Number.4, August-October, 1994

⁵⁸ Buzlupınar, a.g.e., s.13

⁵⁹ <http://www.dol.gov/dol/topic/retirement/typesofplans.htm>, (28.05.2006)

yaratamayan devletin geçmişten gelen borçları ve gereksiz harcamalarından dolayı, primlerin (katkıların) birim değerinin birim faydayı satın almaya yetmeyeceğini düşünmektedir. Genel olarak, kamu faydalarından yararlanmak, birey tarafından ne kadar primin ödenip ödenmediğine bağlı değildir; bu nedenle, özendirici olan şey, düşük ödeme ve prime tabi gelirlerin kaynaklarının saklanmasıdır. Buna ilaveten, bazı genel prim gelirleri nüfus grupları arasında yeniden dağıtım amacına yönelik olarak harcanmış olabilir. Aslında, yeniden dağıtım yapanların düşüncesinin tersine prim oranlarına karşı çıkan bir mantık vardır. Bu mantık, genel devlet gelirleri ile finanse edilen primler ve faydalar arasındaki bağın eksik tarafı ve prim ödemeye rıza gösteren insanların genel prim tutarı üzerindeki hem ekonomik hem de politik açıdan rıza gösterme sınırını belirlemektedir. Ekonomik rıza gösterme sınırı çalışmama isteği yaratacak ve gerçek amacından farklı bir boyut alacaktır.⁶⁰

Katkı planlarında, plan sponsoru ve/veya yöneticisi emeklilik fonları ile birlikte gelen finansal riskler konusunda garanti vermez. Bunun yerine planın faydası, tamamen yatırım varlıkları üzerindeki faiz kazançlarını esas alarak belirlenmektedir. Bu nedenle sadece artan yönetim sorunları katkıların ve faydaların zamanında ödenmesi konusundadır. Plan varlıklarının yönetimi(performans ölçümleri ve değerlemeleri dahil), uzman yetkililere raporlanmakta ve plan üyelerine konu ile ilgili bilgiler açıklanmaktadır.⁶¹

ABD’de bir işyerinde çalışanlara yönelik olarak hazırlanan 401(k) planları veya bir işyerinde çalışma zorunluluğu bulunmayan kişilere yönelik Bireysel Emeklilik Hesapları (Individual Retirement Accounts-IRA) uygulamaları bulunmaktadır.⁶² 401(k) Planları; çalışanın katkıları tarafından fonlanan, işverenler tarafından sponsorluğu yapılan gönüllü nitelikteki emeklilik tasarruf planlarıdır.⁶³ Bu plan çerçevesinde işveren, çalışanın ücretinden belirli bir tutarı belirli dönemlerde bir emeklilik fonunda değerlendirilmek üzere kesmektedir. Çalışan, brüt gelirinden ne kadarını, ne şekilde bu planlar çerçevesinde değerlendirmek istediğine kendisi karar vermekte ve ödenen primler yatırım fonlarına aktarılmaktadır. İşveren, katılımcılar ve onların ödedikleri primler ile ilgili kayıtlar tutacaktır. Bir fon yöneticisi de çalışanların risk ve getiri tercihlerine uygun bir yatırım fonu

⁶⁰ JAMES, Estelle, “**Coverage Under Old Age Security Programs And Protection For The Uninsured—What Are The Issues?**”, Lead Economist, Development Economics Research Group and World Bank Institute World Bank Paper presented at Inter-American Development Bank Conference on Social Protection, Feb. 4-5, 1999, s.3

⁶¹ MAROSSY, Annamaria, YERMO, Juan, “**Pension Fund Governance**”, Pension Fund Governance Financial Market Trends, Issue.81, Paris, April, 2002, s.149

⁶² Derelioğlu, a.g.e., s. 20

⁶³ DEMİRKAN, Senem, “**Çalışanları Hisse Senedi Edindirme Planları ve Türkiye İçin Öneriler Yeterlik Etüdü**”, Sermaye Piyasası Kurulu Ortaklıklar Finansmanı Dairesi, Ankara, Nisan 1999, s.8

seçmektedir. Yatırım fonunu değiştirmek isteyen çalışanlar, yönetici şirket ile irtibat kurmaktadır. Şirket çalışanın yatırım kararına karışmamaktadır. Bu planlara yapılan prim ödemeleri, çalışanın brüt gelirinden düşülebilmek suretiyle bireylere vergi avantajı sağlamaktadır.⁶⁴

Katkı esaslı planların asıl cazibesi katkıların vergi öncesi maaştan (brüt maaş) alınması ve fonların çekilene kadar vergi teşviği sayesinde çoğalmasdır. Aynı zamanda planlar, (bir dereceye kadar) kendi kendine yönetilir ve menkul kıymet özelliğine sahiptir. Hem kar amacı güden hem de vergiden muaf pek çok kuruluş bu planları çalışanları adına düzenlettirebilir.⁶⁵

2.3.2.3. Fayda ve Katkı Esaslı Planların Karşılaştırılması

Fayda ve katkı planları arasındaki temel fark, belirli katkı planlarında işverenin şartları yerine getiren işçi için emeklilik planına düzenli ödemeler yapması dışında hiçbir mali yükümlülüğünün olmamasıdır. Bu ödemeler, genellikle, mevcut maaşın yada karın belirli bir yüzdesi olarak hesaplanır. Belirli katkı emeklilik planı, nihai ödemelerle (faydalar) ilgili herhangi bir taahhütte bulunmaz.⁶⁶

TABLO.2. Emeklilik Sistemlerinin Karşılaştırmalı Avantajları

| | KAMU SOSYAL GÜVENLİK SİSTEMİ | FAYDA ESASLI EMEKLİLİK PLANLARI | KATKI ESASLI EMEKLİLİK PLANLARI | ÖZEL TASARRUFLAR |
|---------------------|-------------------------------------|--|--|-------------------------|
| Tasarruf | Düşük | Yüksek | Daha Yüksek | Yüksek |
| Yeniden Dağıtım | Var | Var/Yok | Yok | Yok |
| Sigorta | Yüksek | Yüksek | Düşük | Düşük |
| Ekonomik Verimlilik | Düşük | Düşük | Yüksek | Yüksek |
| Temel Risk | Politik Risk | Resesyon* | Yatırım/Enflasyon | Yatırım/Enflasyon |

Kaynak: DAVIS, E. Philip., “Pension Funds, Retirement-Income Security and Capital Markets, An International Perspective”, Oxford University Pers Inc., Newyork, USA, 1995

⁶⁴ Derelioğlu, a.g.e., s.20

⁶⁵ <http://invest-faq.com/articles/ret-plan-401k.html>, (28.05.2006)

⁶⁶ Buzlupınar, a.g.e., s.13-14

* **Resesyon:** Ekonomik faaliyetlerde duraklama, gerileme, işsizliğin artması, milli gelirin düşmesi.

Bilindiği gibi, kamu sosyal güvenlik sistemleri, güvenilirlik düzeyi en yüksek emeklilik sistemidir. Dolayısıyla, prim ödeyenlere en yüksek korumayı ve sigortayı sağlamaktadır. Aynı zamanda kamunun mantığına ve işleyişine uygun olan ve çoğu ülkede emeklilik planı uygulamalarında kullanılan fayda esaslı emeklilik planları da aynı oranda sigorta sağlamaktadır. Katkı esaslı emeklilik planları ise, yatırımların özellikle sermaye piyasasına yönlmesine daha uygundur. Bu nedenle, yatırım riskinden dolayı daha düşük koruma ve sigorta sağlamaktadır. Ancak katkı esaslı emeklilik planları, ekonomik etkinlik ve getiri açısından daha uygun bir seçenektir.

Kamu emeklilik fonları, genellikle yasalarla koruma altına alındığı için sermaye piyasasında değerlendirilmez ve ekonomik etkinliği düşüktür. Aynı zamanda fayda esaslı emeklilik planları da sermaye piyasasında değerlendirilse bile işverenin önceden taahhüt etmiş olduğu emeklilik ödemesi (plan faydası) nedeniyle riski düşük yatırım araçlarına yönlendirilir. Katkı esaslı emeklilik planlarında ise, fayda önceden tahmin edilemediğinden katkı esaslı fonlardaki birikimler sermaye piyasasında plan katılımcısının tercihlerine bağlı olarak riskin dağıtılması ilkesi esasına göre riski yüksek yatırım araçlarına da yönlendirilebilir. Emeklilikte ödenecek fayda fonda biriken varlıkların değerine bağlıdır. Özel tasarruflarda da bireylerin kendi iradeleriyle ve kararlarıyla yönlendirilen fonlar olduğu için sermaye piyasasında riski yüksek yatırım araçlarında daha çok değerlendirilebilir ve ekonomik etkinliği yüksektir.

Kamu sosyal güvenlik sistemlerinde öteden beri yeniden dağıtım esas alan dağıtım yönteminde (PAYG), aktif çalışan nüfustan toplanan primler emeklilik dönemindeki pasif nüfusu finanse etmektedir. Dolayısıyla, kamu emeklilik planları yeniden dağıtım esas alır. Fayda esaslı planlarda da işveren tarafından yerine getirilecek emeklilik yükümlülükleri, ya dağıtım (PAYG) ya da fonlama yöntemine göre finanse edilmektedir.⁶⁷ Bu nedenle belirli fayda esaslı planlar, seçilen finansman yöntemine göre yeniden dağıtım fonksiyonuna sahiptir yada değildir.

Katkı esaslı planlarda katılımcı açısından enflasyondan ileri gelebilecek yatırım riski söz konusudur. Çünkü bu tür planlarda katılımcının aylık prim ödemeleri maaşının bir yüzdesi olarak önceden belirlenir ve katılımcı adına oluşturulan hesapta oluşan bakiye katılımcıya emeklilik ödemesi olarak verilir. Dolayısıyla fon varlıklarının değeri, enflasyona karşı duyarlıdır. Knox, Avustralya'da enflasyon oranlarında %1'lik bir artışın emeklilik fon varlıklarında % 21'lik bir azalışa yol açacağını iddia etmektedir. Bununla beraber fayda

⁶⁷ a.g.e, s. 10

esaslı planlarda da enflasyona karşı aynı hassasiyet söz konusudur. Ancak burada riski üstlenen katılımcı değil plan sponsorudur. ABD gibi ülkelerde fayda esaslı planlarda emeklilik ödemeleri enflasyona karşı sigortalanmıştır. ABD’de hükümetin sponsorluğunu yaptığı Emeklilik Ödemesi Garanti Kurumu (Pension Benefit Guaranty Corporation - PBGC) açığı kapatmak için primlerle bazı düzeltmeler yapmaktadır.⁶⁸ Dolayısıyla fayda esaslı planlarda, resesyon gibi ekonomik durgunluğun yaşandığı dönemlerde plan sponsorunun yükümlülüklerini yerine getirememe riski ortaya çıkabilir. Kamu sosyal güvenlik sistemlerinde ise sosyal güvenlik sistemlerindeki açıkları giderebilmek amacıyla hükümetler tarafından girilen reform hareketleri politik risk doğurabilir.

TABLO.3. FAYDA (DEFINED BENEFIT) VE KATKI (DEFINED CONTRIBUTION) ESASLI EMEKLİLİK PLANLARININ BAZI ÖZELLİKLERİ

| Özellikler | Fayda (Defined Benefit) Planları | Katkı (Defined Contribution) Planları |
|--|----------------------------------|---------------------------------------|
| Üyenin özelliği | Minnettar Çalışan | Müşteri |
| Yönetim | Açık Değil | Açık-Saydam |
| Haberleşme İhtiyacı | Oldukça gerekli | Çok fazla gerekli |
| Üyelerinin Yatırım Performansı Üzerindeki Hassasiyetleri | Düşük | Yüksek |
| Varlıkların Dağılımı | Önceden belirlendiği gibi | Karmaşık şekilde |
| Maliyeti | Önceden tahmin edilemez | Önceden tahmin edilebilir |
| Planın getireceği fayda | Önceden tahmin edilebilir | Önceden tahmin edilemez |

Kaynak: ÖNAL, Y.Beyazıt, “Türkiye’de Özel Emeklilik Sistemi”, TÜGİAD Ekonomi Ödülleri Kitapları-3, Adana, Nisan 2001, s. 6’daki tablodan yararlanılarak düzenlenmiştir.

Fayda esaslı planlar bir işverene bağlı olarak çalışanların plan katılımcısı (üyesi) olduğu planlardır ve bu tür planlarda plan sponsoru (genellikle işveren) emeklilik yükümlülüklerini yerine getirmek zorundadır. Çalışanın yatırım riski işverene aittir. Fayda esaslı emeklilik planları genellikle mesleki emeklilik planları* niteliğindedir. Katkı esaslı planlar ise bireysel nitelikte emeklilik planlarıdır. Genellikle bir hayat sigortası şirketi tarafından yönetilirler ve sponsor için kayıp yada risk söz konusu değildir.⁶⁹

Katkı esaslı planlarda yatırım riski tamamen plan üyesine ait olduğu için haberleşme oldukça gereklidir ve plan üyesi yatırım kararlarında tercih hakkına sahiptir. Dolayısıyla fon varlıklarının yönetimi açıklık ve saydamlık ilkesini benimsemektedir. Fayda esaslı planlarda

⁶⁸ Buzlupınar, a.g.e, s. 12; DAVIS, E. Philip., “Pension Funds, Retirement-Income Security and Capital Markets, An International Perspective”, Oxford University Pers Inc., Newyork, USA, 1995, s. 231-232

* S.22’de mesleki emeklilik planlarının tanımı yer almaktadır.

⁶⁹ Davis, a.g.e., s.230

ise yatırım riski plan sponsoru tarafından üstlenildiği için fon varlıklarının yönetimi açık değildir. Plan üyesi, fon varlıklarının yatırım kararlarında tercih hakkına sahip değildir.

2.3.3. Kaynağı Yönünden Emeklilik Planlarının Türleri

2.3.3.1. Kamu Emeklilik Planları(State Pension Schemes)

Çalışanlara yasalar çerçevesinde devlet tarafından düzenlenen genellikle dağıtım modeli ile finanse edilen ve belirli fayda planlarına dayanan ve sosyal güvenlik sistemlerinin birinci ayağında yer alan emeklilik planlarıdır. Kamu emeklilik planlarına (state pension schemes) katılım genellikle zorunludur.

Kamu emeklilik planlarının çok çeşitli düzenlemeleri, yatırım politikaları ve yönetim yapıları vardır. İşgücü yaşlanmaktadır ve hükümetler, emekliliğin güvenilirliğini iyileştirmek için daha etkin performans gereksinimini yaratmak amacıyla yeni ve farklı görevlerini üstlenir. Başarılı kamu emeklilik sistemleri, büyük fonlama ve yatırım performansı ve devamlı aktüaryal gözetim yoluyla fayda yaratmaya ve mali politikaya dikkat etmelidir.⁷⁰

Yaşlılık emeklilik programları olarak adlandırılan primler, genellikle ücret bordosuna –çoğu zaman tavan, bazen de tabana dayalı olarak hesaplanır. Sermayenin geri dönüşü, bu programları finanse etmek için ödemede bulunmadığı gibi malvarlığına dayalı bir ödeme de değildir. Fayda(maaş) esaslı bir yaşlılık emeklilik planının esası, kişilerin çalışabildiği zamanlarda aldıkları ücretlerin yerine geçecek şekilde düzenlenmesidir. Bu nedenle, hem primlerin hem de faydaların tutarı maaşa göre düzenlenmelidir. Bununla beraber, fayda esaslılığın kaçınılmaz olmadığının üzerinde durulması gereklidir. Örneğin, genel gelirlerin dışında genel finans programlarının olduğu ülkelerde işgücünün yanı sıra sermaye de prim ödemesine tabi tutulmaktadır. Faydalar sermaye sahipleri için de artmadıkça, bu programlar daha ileri düzeyde yeniden dağıtımı gerçekleştirirler. Böylece dağıtım modelinin seyrek kullanımı için bize ikinci bir kamu iktisadi sebebi yeniden dağıtımı yapanlara karşı ileri sürebiliriz..⁷¹

⁷⁰ MITCHELL, Olivia S., ed.; HUSTEAD, Edwin C., “Pensions In The Public Sector” ed. University of Pennsylvania Press; Philadelphia, PA., 2001, s.393

⁷¹ James, a.g.e., s.3

2.3.3.2. Mesleki Emeklilik Planları (Occupational Pension Schemes)

Belirli bir iş sözleşmesi kapsamında, işverenlerin çalışanları adına oluşturdukları, genellikle belirli fayda planlarını içeren ve sosyal güvenlik sistemlerinin ikinci ayağını oluşturan emeklilik planlarıdır.⁷² Bu tür planlar genellikle vergi avantajları ile kolaylaştırılmıştır. Mesleki emeklilik planları (occupational pension schemes), daha önceleri fayda esaslı fonlamayı esas almakta iken günümüzde daha çok katkı esaslı fonlamaya dönüşmektedir. Bunun en önemli sebeplerinden biri plana sponsorluk eden işveren açısından fayda esaslı fonlamanın yüksek maliyet ve risk içermesidir. ABD, Almanya, Japonya, Hollanda ve İngiltere gibi ülkelerde çalışanların % 40'ı mesleki emeklilik planları tarafından korunmaktadır. Fakat gelişmekte olan ülkelerde bu daha azdır.⁷³

2.3.3.3. Bireysel Emeklilik Planları (Individual Pension Schemes)

Belirli bir işverene veya sözleşmeye bağlı olmayan bireye ait özel hesaplara ilişkin emeklilik planlarıdır. Bu planlara katılım gönüllülük esasına dayalı olup, cazip vergisel avantajlar içerir. Sosyal güvenlik sisteminin üçüncü ayağında yer alır. Bireysel emeklilik planları (individual pension schemes), genellikle işlevsel açıdan belirli katkı planlarına dayalıdır ve fonlama modeline göre birikimler değerlendirilir.

Özellikle ABD'de bireysel nitelikli ve belirli katkı planı niteliğindeki emeklilik planları son yıllarda çeşitlilik göstermiştir. Bunun en yaygın uygulaması Bireysel Emeklilik Hesapları (IRA) dır. İngiltere'de bireysel emeklilik planları 1988 yılından bu yana uygulanmaktadır ve özel bir yasa ile düzenlenmiştir. 1981 yılından bu yana Şili'de uygulanmakta olan sistem tamamen bireysel katkılara dayalı ancak, zorunlu bir sistemdir. Japonya'da ise işgücü devriminin düşük olmasının, bireysel nitelikli emeklilik planlarının gelişme göstermemesine neden olduğu ileri sürülmektedir.⁷⁴

⁷² Derelioğlu, a.g.e., s. 23

⁷³ WORLD BANK, "Averting The Age Old Crisis For The Old", World Bank Policy Research Bulletin, Volume.5, Number.4, August-October, 1994; Buzlupınar, a.g.e., s. 15

⁷⁴ Derelioğlu, a.g.e., s. 23

3. ÖZEL EMEKLİLİK FONLARI

3.1. Tanımı ve Kapsamı

Özel emeklilik fonları (private pension funds), çalışanları çalışma dönem sürelerinde elde ettikleri gelirden tasarrufta bulunarak, emeklilik dönemlerinde çalışma dönemlerinde olduğu kadar refah içinde yaşamlarına olanak sağlayacak bir gelir öneren özel sektör tarafından yönetilen kurumsal yatırımcılardır. Özel emeklilik fonları “Fonlama Yöntemi”ne göre finanse edilmektedir. Çalışanların ödedikleri katkılar bir fon havuzunda uzun dönemli olarak değerlendirilerek onlara emeklilik dönemlerinde ödenecek faydalar şeklinde geri dönmektedir.

Özel emeklilik fonları sayesinde insanlar yaşlılık dönemlerinde de kamu sosyal güvenlik sisteminin önerdiği gelirin dışında ilave bir gelir daha elde etme şansına sahip olurlar. Ancak, her ne kadar ilave bir gelir öneren yapılanma sergilese de dünyada özel emeklilik fonlarının özellikle İngiltere ve Şili gibi ülkelerdeki olumlu gelişimi göz önüne alınarak kamu sosyal güvenlik sistemlerinin (PAYG) girdiği mali sıkıntılara çözüm arayışı olarak görülmektedir. Örneğin, Şili gibi pek çok Latin Amerika ülkesinde kamu sosyal güvenlik kurumları kapatılarak yerine tamamen fonlanmış özel sektör tarafından yönetilen özel emeklilik sistemi getirilmiştir.

Bu nedenle, özel emeklilik fonları uygulaması ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Bazı ülkelerde isteğe bağlı özel emeklilik fonu uygulaması, bazı ülkelerde ise zorunlu özel emeklilik fonları bulunmaktadır. Bu durum, ülkenin ekonomik, siyasi ve sosyal yapısına göre özel emeklilik fonları ile ilgili yapılan düzenlemelerden kaynaklanmaktadır. Bazen de bir geçiş sürecinde özel emeklilik fonlarının bir kesime isteğe bağlı bir kesime ise zorunlu olarak uygulandığı görülmektedir.⁷⁵

İlk özel emeklilik fonunun 1862 yılında Avustralya’da Bank of New South Wales tarafından kurulmuş olduğu bilinmektedir, daha sonra 1875 yılında ABD’deki American Express Co. ve 1902 yılında İngiltere’de *Equitable Life Assurance Society* tarafından sunulan emeklilik aylığı planı, hayat sigortası poliçesiyle anüite sağlayan ilk ürün olmuştur.⁷⁶ 20. Yüzyılın başlarında da uygulamaya devam eden özel emeklilik fonları sanayileşmiş

⁷⁵ Önal, a.g.e., s.7

⁷⁶ Ergenekon, a.g.e., s. 96

ülkelerde başlayan sosyal sigorta uygulamaları ile durgunlaşmış daha sonra 20. yüzyılın ortalarından itibaren gelişme göstermiştir. 1999 yılı itibariyle özel emeklilik fonları dünya genelinde 11 trilyon dolarlık varlık düzeyine ulaşmıştır.⁷⁷

Özel emeklilik fonları, önceden belirlenmiş emeklilik planları çerçevesinde (katkı esaslı-DC veya Fayda Esaslı-DB) çalışan kimselerin emeklilik döneminde refah seviyesinin yükseltilmesi amacıyla işverenin ya da çalışan ile işverenin birlikte ya da bir işyerine bağlı olmaksızın bireylerin kendi özel tercihi ile yaptıkları düzenli ödemelerin bir fonda toplanmasıyla riskin dağıtılması ve inançlı mülkiyet esaslarına göre yatırıma yönlendirildiği kurumsal yapılardır.⁷⁸ Genellikle mali niteliğe sahip olmayan şirketler tarafından sponsorluk edilen ve üyelerine emeklilikte nihai fayda ödemek temelinde yatırımları bir fon havuzunda değerlendiren özel emeklilik fonları, ulusal finans piyasalarının en önemli kurumsal yatırımcıdır. Örneğin, 1991’de, ABD’de emeklilik fonları piyasadaki hisse senetlerinin %26’sını elinde tutmaktaydı, Hollanda’da özel emeklilik fonları özel sektör aktiflerinin %26’sına sahipti, İsviçre’de ise özel emeklilik fonları varlıklarının GSMH’ya oranı %70’ti.⁷⁹

3.2. Özel Emeklilik Fonlarının Araçları

Özel emeklilik fonlarının yatırım araçlarını, “hisse senetleri”, “sabit getirili menkul kıymetler”, “gayrimenkul yatırımları” ve “diğer araçlar” olmak üzere dört başlık altında açıklamak mümkündür.

3.2.1. Hisse Senetleri

Özel emeklilik fonlarının yatırım yapacağı araçlardan en önemlisi ve en başta geleni hisse senetleridir. Özel emeklilik fonları uzun dönemli yatırım araçlarını kullanabilme özelliğine sahip kurumsal yatırımcılardır. Bu nedenle, hisse senetlerine yapılan yatırımlarda uzun dönemli olacaktır. Elbette, hisse senedine yatırım yapılacak şirketin seçimi fonların uzun dönemli getirisi açısından büyük önem taşımaktadır. Bu durumda, hisse senetlerine yatırım yapılacak şirketlerin karlılık potansiyeli, düzenli kar payı dağıtması ve istikrarlı

⁷⁷ a.g.e., s. 89-90

⁷⁸ DERELİOĞLU, Deniz, “Dünyada Özel Emeklilik Fonları ve Türkiye İçin Öneriler”, TÜGİAD Yayınları, Ankara, Nisan, 2001, s.15

⁷⁹ Davis, a.g.e., 1995, s. 5

olması gerekmektedir. Gelişmiş piyasalarda, portföy yöneticileri tarafından bu kriterlere göre şirketlerin analiz edilerek yatırım yapılması konusunda derecelendirme (rating) kuruluşlarının verdikleri kredi notları dikkate alınmaktadır⁸⁰. Rating, borçlanma araçları üzerindeki faiz ve anaparanın geri ödenmeme riskinin belirlenmesi işlemidir. Ülke ratingi, kurumsal rating ve ihraç ratingi olarak 3'e ayrılmaktadır. İhraç ratingi, şirketlerin ihraç ettiği menkul kıymetlerin riskini ölçmektedir.⁸¹

3.2.2. Sabit Getirili Kıymetler

Devlet ya da firmalar tarafından ihraç edilen tahvil ve bono gibi uzun ve kısa vadeli borçlanma senetlerine sabit getirili menkul kıymetler denmektedir. Sabit getirili menkul kıymetler de risk taşımaktadırlar ve çeşitli formüller yoluyla bu riskler hesaplanabilir. Bu hesaplamalar ışığında istenen vade ve risk yapısına göre en yüksek verimin sağlanacağı yatırım kompozisyonu portföy yöneticileri tarafından oluşturulabilmektedir. Emeklilik portföylerini yönetenler, yurtdışına yapacakları yatırımlarda ülke ratingini ve o ülke parasının taşıdığı riskleri göz önünde bulundurmaktadır.⁸²

3.2.3. Gayrimenkul Yatırımları

Emeklilik fonları kira geliri elde etmek için gayrimenkullere de yatırım yapabilirler. Ancak gayrimenkul yatırımları özellikle yönetimleri açısından sorun doğurduğu için, birçok ülkede gayrimenkullere yatırılacak pay kesin olarak sınırlandırılmıştır.

3.2.4. Diğer Araçlar

Nakit ve vadeli mevduat, kıymetli madenlere dayalı varlıklar, repo işlemleri, vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri, borsa para piyasası işlemleri, yatırım fonu katılma belgeleri de özel emeklilik fonlarının yatırım araçları arasında bulunmaktadır.

⁸⁰ SİREL, Hülya, “Emeklilik Fonlarında Portföy Yönetimi ve Türkiye’de Bazı Uygulamalar”, İktisat Dergisi, Sayı: 400, Nisan, 2000, s. 16

⁸¹ ABAÇ, Selçuk, “Global Kriz Ortamında Rafting’in Türkiye Ekonomisi ile Sanayi Kuruluşlarına Etkisi”, Asomedy Dergisi, Ankara Sanayi Odası, Eylül, 1999, s. 25-27-28

⁸² Sirel, a.g.e., s. 16

3.3. Fonun Kurulmasında Esas Alınan Planlar

Fonun kurulmasında esas alınan planlar sosyal güvenlik sisteminde yer alan planlar ile aynı özellikleri içermektedir.

3.4. Fonlara Katılım

Özel emeklilik fonlarına katılım kimi ülkelerde zorunlu kimi ülkelerde ise gönüllülük esasına dayalıdır.

3.4.1. Zorunlu Katılım

Kamu sosyal güvenlik sisteminin işleyişi tamamen özel emeklilik fonlarına dayanmakta ise özel emeklilik fonlarının zorunlu tutulması gerektiği görüşü bulunmaktadır. Bunun temel nedeni, özel emeklilik fonlarına katılımcı sayısının bu zorlama ile artacağı düşüncesidir. Böylece piyasaların gelişmesini sağlayacak yeterli fon birikimi elde edilecektir.⁸³

Diğer bir görüşe göre, özel emeklilik fonlarına katılımın zorunlu tutulması düşük gelir grubundaki çalışanların da sisteme girmesini ve ulusal tasarrufları artırıcı bir etkiyi de beraberinde getirecektir. Asgari emeklilik geliri uygulaması ile gelir dağılımını düzeltici etki de yaratacaktır.⁸⁴

Zorunlu bir özel emeklilik sistemi, toplumu yaşlılık döneminde yoksulluktan korumak ve nüfusun çoğunluğunu oluşturan orta ve düşük gelirli grubun geleceği görmekteki yetersizliklerinden dolayı tasarrufta bulunmama davranışlarını engellemektedir.⁸⁵

Zorunlu bir sistemin uygun olduğu varsayılırsa, mesleki emeklilik planlarında hak ve yükümlülükleri zorunlu uygulamaya dayalı taraf işveren mi yoksa çalışan mı olmalıdır?

⁸³ Derelioğlu, a.g.e., s.16

⁸⁴ a.g.e., s.16

⁸⁵ VITTAS Dimitri, "Regulatory Controversies Of Private Pension Funds", Development Research Group The World Bank, **Pension Systems: From Crisis To Reform Conference**, January 1998, s.4

Yoksa her ikisi için de zorunlu olmalıdır?⁸⁶ İsviçre, Hong Kong ve Avusturya'da işverenler için zorunluluk vardır, Şili başta olmak üzere Latin ülkelerinde fonlara katılım çalışanlar için zorunlu tutulmuştur. İngiltere ve ABD'de ise her iki kesim için de gönüllülük esastır.⁸⁷ İşverenler için çalışanlarına bir emeklilik planı düzenlemesi zorunlu olduğunda büyük şirketler emeklilik planlarını şirket içinde (house-in-management) yönetirler. Küçük şirketler ise sigorta şirketleri gibi kurumsal yatırımcılardan bu konuda destek alırlar. İşveren zorunluluğu genellikle, çalışan zorunluluğuna göre daha düşük işlem ve pazarlama maliyetleri gerektirir. Ancak saydamlık gerektiren bir uygulama olduğu için, yatırım getirileri konusunda çalışan sürekli bilgilendirilmelidir. Çalışan zorunluluğu uygulamasında ise, uzun dönemli yatırım fonlarının kullanılması daha yaygındır. Ancak işveren zorunluluğu daha az saydamlık ve bilgilendirme olabileceği ve fon getirilerinin en yüksek seviyeye ulaşmayacağı endişesini doğurur. Çalışan zorunlu olduğunda ise çalışanın yatırım konularında yeterince bilgi sahibi olmaması kendi bireysel portföyünü iyi yönetemeyeceği endişesi vardır. Bunu çözebilmek için, kimi ülkelerde melez zorunluluk uygulamasına gidilmiştir. Melez zorunluluk, üç şekilde ortaya çıkabilir. Birincisinde, çalışan işveren destekli plana yada bireysel plan oluşturma hakkına sahiptir. Burada işveren zorunluluğu esastır. Avustralya'da bu tür melez plan uygulamalarına yer verilmektedir. İkincisinde ise, işveren destekli grup emeklilik planlarının oluşturulmasıdır. Burada çalışan isterse bu planlardan ayrılıp kendi adına bireysel emeklilik planı kurdurma hakkına sahiptir. Ancak çalışan sisteme ya grup emeklilik planının ayada kendi adına bireysel emeklilik planı oluşturmak zorundadır. Şili'de bu uygulama bulunmaktadır. Üçüncü yaklaşım ise işverenin çalışanları adına şirket emeklilik planları düzenlediği ve bu planlara çalışanın katılımının zorunlu tutulduğu uygulamadır.⁸⁸

3.4.2. Gönüllü Katılım

Özel emeklilik fonlarına gönüllü katılım uygulaması, özellikle kamu sosyal güvenlik sistemi cömert olan gelişmiş ülkelerde görülmektedir. Makro ekonomik açıdan bakılırsa özel emeklilik fonlarına katılımın zorunlu tutulduğu ülkelerde bu fonların finansal piyasaların

⁸⁶ a.g.e., s. 5

⁸⁷ Derelioğlu, a.g.e., s. 17

⁸⁸ Vittas, a.g.e., s. 5

gelişiminde önemli rol oynadığı, gönüllü olduğu ülkelerde ise finansal piyasalarda önemli bir etki yaratmadığı görülmektedir.⁸⁹

Ancak “Basiretlilik Modeli”nde, fonlara katılımın gönüllülük esasına dayalı olması uygulamanın doğası gereğidir ve gelişmiş piyasaları olan ülkelerde genellikle bu iki düzenleme bir arada uygulanmaktadır.

3.5. Fonların Yönetimi

Emeklilik fonlarını yönetenler ülkeden ülkeye büyük ölçüde farklılık göstermekle beraber çoğu ülkede, sigorta şirketleri, bankalar, fon yönetim şirketleri tarafından yönetilmektedir.

3.5.1. Kurumsal Altyapı

3.5.1.1. Fon Yöneticisi

Özellikle ABD gibi yatırım fonları ile ilgili geniş ve ayrıntılı hukuki düzenlemelerin olduğu ülkelerde fonları yönetenler, fon yönetim şirketleri, portföy yönetim şirketleri, portföy saklama şirketleridir (custody). Avrupa’da ise genellikle sigorta şirketleri ve bankalar tarafından emeklilik fonları yönetilmektedir. ABD ve İngiltere gibi bazı ülkelerde ise emeklilik fonlarının şirket içinde yönetildiği (in-house management) de görülmektedir.⁹⁰

3.5.1.2. Fon Denetimi ve Gözetimi

Emeklilik fonlarını çeşitli ülkelerde işveren şirketleri ya da finansal kurumlar tarafından suiistimal edilme olasılığı, nihai garantörlük görevini üstlenen devlet tarafından

⁸⁹ Derelioğlu, a.g.e., s. 18

⁹⁰ a.g.e., s. 32

tasarrufların güvence altına alınması ve özel emeklilik fonlarının düzenleme, denetim ve gözetimi ile ilgili faaliyet gösterecek kurumsal yapılar oluşturmaya yönelmiştir.⁹¹

Özel emeklilik fonlarının düzenleme, denetim ve gözetiminden sorumlu kurumun faaliyetleri emeklilik planlarındaki fon varlıkları ile yükümlülükleri arasındaki dengenin korunmasını esas almaktadır. Diğer bir deyişle, fon aktif ve pasifleri arasındaki dengenin finansal ve aktüaryal yapısını değerlendirilmektedir. Aynı zamanda özel emeklilik fonlarına tanınan vergi avantajlarının işverenler, katılımcılar ve/veya özel emeklilik şirketleri tarafından suistimallere uğraması riskine karşılık düzenli olarak bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ilgili denetleyici kuruma sunulmaktadır.⁹²

Özellikle Kıta Avrupası ülkelerinde özel emeklilik fonlarının sigorta sektörünün düzenlemesi ve denetiminden sorumlu kuruluşların denetim ve gözetimi altındadır. Hollanda’da Sigorta Denetleme Kurulu, İsviçre’de Özel Sigorta Gözetimi Federal Ofisi özel emeklilik fonlarının denetim ve gözetim faaliyetlerini yerine getiren kurumlardır. İtalya, Fransa ve Şili’de ise sadece özel emeklilik fonlarını denetlemek ve gözetlemek için kurulan kurumlar vardır. Bununla birlikte, Çalışma ve Sosyal Güvenlik Bakanlıkları sosyal güvenlik açısından, Maliye Bakanlıkları vergileme açısından özel emeklilik fonlarının ilgili mevzuata uygunluğunu denetleme faaliyetlerini yürütmektedirler.⁹³

3.5.2. Fonlama Yöntemleri

3.5.2.1. Bireysel Fonlama Yöntemi

Kişilerin emeklilik planlarını ve hesaplarını sadece kendileri finanse ve kontrol etmeleri halinde ve hesapta biriken paraların, ileride aynı kişiye yapılacak ödemelerin karşılığını oluşturması halinde “bireysel fonlama yöntemi” söz konusudur.

Uygulamada karşılaşılan bireysel emeklilik planları ve mesleki emeklilik planları bireysel fonlama yöntemine dayalıdır.

⁹¹ THOMPSON, L. H., “The Advantages And Disadvantages Of Different Social Welfare Strategies, The Challenge Of Social Security Reform And New Administration And Financial Management Techniques Conference”, ISSA, Mal Del Plata, 5-9 September 1994, s. 24

⁹² Ergenekon, a.g.e., s. 117

⁹³ Derelioğlu, a.g.e., s. 25

3.5.2.2. Kolektif Fonlama Yöntemi

Nemalar ve tasarruflar ortak bir fonda biriktiriliyorsa ve bu fonlar sisteme prim ödeyen sigortalı ve hak sahiplerine yardımların karşılığını oluşturan yöntem ise, “kolektif fonlama yöntemi” söz konusudur.⁹⁴ Uygulamada karşılaşılan koruyucu fonlar kolektif fonlama yöntemine dayalı emeklilik fonlarıdır.

Koruyucu fonlar, katkı esasına dayalı, kamu sektörü tarafından yönetilen katılımı zorunlu emekliliğe yönelik tasarruf programlarıdır. Hesaplar bireyselleştirilmediğinden bireyler arasında yeniden dağıtım olmaz, fon işçinin ücretinin %6-8’i oranında prim kesintileriyle, çalışan ve işverenin birlikte finanse ettiği programlardır. Her çalışanın kendi adına kişisel hesaplarında toplanan prim tutarlarından oluşan fonlar, devlet tarafından yatırıma yönlendirilmekte ve işletilmektedir. Oluşan fonların hepsi devlet güvencesi altında bulunmaktadır. Koruyucu Fon Modeli, Hong Kong, Malezya, Singapur gibi Asya ülkelerinde ve bazı Güney Afrika ülkelerinde uygulanmaktadır.⁹⁵

3.5.3. Portföy Sınırlamaları

3.5.3.1. Basiretlilik Modeli (Prudent Man Rule)

Basiretlilik modeli, diğer adıyla “prudent man rule” ilkesi, emeklilik fonlarının yatırımlara yönlendirilmesinde yatırım araçları üzerinde sınırlandırmaların uygulanmaması, fon yöneticilerine bu konuda serbestlik tanınmasıdır. Fon yöneticileri, katılımcılara maksimum getiriyi sağlayacak; fakat onların emeklilik güvenceleri için üstlendikleri yükümlülükleri yerine getirecek şekilde davranırlar. Yatırım araçları üzerinde herhangi bir sınırlandırmanın olmaması, fon yönetimine, yapacağı analizler sonucunda en yüksek getiriyi sağlayacağını düşündüğü yatırım araçlarına fonlarını yatırım yapma imkânı tanımaktadır.⁹⁶

⁹⁴ Erol vd., a.g.e., s.85

⁹⁵ TİSK, “Sosyal Güvenlik Sistemlerinde Özel Emeklilik Programlarının Yeri Ve Gelişimi”, <http://www.tisk.org.tr/yayinlar.asp?sbj=ic&id=1121>, (12.06.2006)

⁹⁶ ŞENTÜRK Şenol Serkan, “Özel Emeklilik Fonlarında Vergilendirme ve Fon Yönetimi”, Türkiye Sigorta ve Reasürans Şirketleri Birliği, Birlik’ten Dergisi, Sayı:10, Ekim 2000

“Basiretlilik Modeli”nin ABD uygulamasında, başkalarının yatırımlarından sorumlu olanlar, kendi gelirlerini elde ederken gösterdikleri özeni göstermeli ve o derece ihtiyatlı, zekice, takdir edilecek şekilde davranmalıdır. İngiltere uygulamasında ise, yöneticiler kendi işleriyle ilgili nasıl önlem almaları gerekiyorsa, portföy yönetimiyle ilgili görevlerini de aynı derecede yerine getirmelidirler. Bu kurallar daha çok pratikte vardır, yazılı kurallar yoktur, yazılı kuralları olan ülkeler Roma Kanunlarından etkilenmişlerdir. “Basiretlilik Modeli” portföy yönetiminde raporlama ve saydamlık sağlar. Portföyü aile babası gibi yönetmek anlamına gelir. Burada portföy sınırlaması minimum düzeydedir.⁹⁷ Özellikle finansal piyasaları gelişmiş, fonlara katılımın gönüllüğü olduğu ülkelerde “Basiretlilik Modeli”nin uygulandığı görülmektedir. Ancak bu yaklaşımda da yatırımcıyı koruma amaçlı geniş düzenlemeler bulunur. Anglo-Sakson Amerikan ülkeleri ve Avrupa ülkelerinin pek çoğunda uzun süredir uygulanmaktadır.⁹⁸

3.5.3.2. Sınırlandırılmış Model (Draconian Regulations)

Sınırlandırılmış Modelde (Draconian Regulations) ise, fon yöneticilerinin hangi yatırım araçlarına ne kadar yatırım yapabileceğine ilişkin sınırlamalar söz konusudur. “Basiretlilik Modeli”ne göre muhafazakar bir yaklaşım olan sınırlama uygulamasında amaç, bireylerin emeklilik tasarruflarının, fon yönetimince, fonun varlığını tehlikeye atacak şekilde risk taşıyan spekülasyon yatırım araçlarına yönlendirilmesini engellemek; belirlenen portföy çeşitliliği sayesinde riski azaltmaktır. Derinliği olmayan, spekülasyona açık, istikrarsız para ve sermaye piyasalarına sahip ülkelerde, yatırım yapılacak yatırım araçlarına kamu otoritesince üst limitler konması yaygın bir durumdur. Gelişmekte olan ülkelerde bu tür uygulamalar mevcuttur. Gelişmekte olan ülkelerde bu uygulama, volatilitesi yüksek olan hisse senetleri piyasasına yapılacak yatırımların fon içindeki ağırlığını düşük tutmak amacıyla yapılmaktadır⁹⁹. “Sınırlandırılmış Model” gelişmekte olan ülkelerde özel emeklilik fonlarına katılımın zorunlu olduğu düzenlemelerde daha sıkça görülmektedir.¹⁰⁰

⁹⁷ EGE, İlhan, “Dünyada ve Türkiye’de Emeklilik Fonları Portföy Yönetimi”, Marmara Üniversitesi Sempozyum Bildirileri, s. 4, http://bsy.marmara.edu.tr/TR/sempozyum_bildirileri/ILHAN%20EGE_94-104_.pdf, 27.05.2006

⁹⁸ Vittas, a.g.e., s. 2

⁹⁹ Şentürk, a.g.e., 2000

¹⁰⁰ Vittas, a.g.e., s. 2

3.6. Fonların Vergilendirilmesi

Özel emeklilik fonları tüm dünyada önemli kurumsal yatırımcılardandır. Finansal sisteme hem kamu hem de özel sektöre kaynak yaratma potansiyeline sahiptir. Birçok ülkede özel emeklilik fonları tarafından ekonomiye uzun vadeli kaynak aktarımı sağlanması için vergisel teşvikler sunulmaktadır.

Fonların vergilendirilmesi üç aşamada gerçekleşmektedir. Birincisi, emeklilik fonuna işveren veya çalışan veya her ikisi tarafından ödenen katkıların vergilendirilmesi(*katılım aşaması*); ikincisi, emeklilik fonu yatırımlarından elde edilen yatırım gelirlerinin vergilendirilmesi(*yatırım aşaması*); üçüncüsü ise, emeklilik fonu yatırımcılarına yapılan nihai ödemenin(faydaların) vergilendirilmesidir(*ödeme aşaması*).¹⁰¹

Özel emeklilik fonlarına gönüllü katılımın uygulandığı ülkelerde, ilk iki aşamada vergi muafiyeti uygulayıp, vergilendirme sürecinin son aşamada gerçekleşmesi ile özel emeklilik fonları cazip hale getirilmeye çalışılmaktadır. Bu sayede bireyler çalışma dönemlerinde elde ettikleri kazançların bir bölümünü ertelerler. Ayrıca gönüllü katılımın olduğu çoğu ülkede fonların son aşamada vergilendirilmesi sürecinde düşük vergi dilimleri uygulanmaktadır.¹⁰²

3.7. Fonların Muhasebeleştirilmesi

Emeklilik fonlarının muhasebeleştirilmesi, çalışanlara sağlanan faydaların muhasebeleştirilmesi ile ilgilidir. Katkı esaslı planlar, işvereni herhangi bir yükümlülük altına almaz çünkü bu tür planlar, çalışma hayatı sırasında çalışanın ödediği düzenli katkıların emeklilik fonuna aktarılması ve çalışma dönemi sonunda fondaki varlıkların o güne dek birikmiş faydalarının kendisine ödenmesiyle son bulur. İşveren çalışana herhangi bir taahhütte bulunmadığından burada plan varlıkları aktif/pasif dengesinin sağlanması sorumluluğu yoktur. Dolayısıyla, katkı planlarının muhasebeleştirilmesi kolaydır. Ancak fayda esaslı planlarda işveren çalışana emeklilik döneminde ödeyeceği faydalar için bir taahhütte bulunur ve bu taahhüdü gerçekleştirmek için plana ödenen katkıların dönem sonunda taahhüt edilen tutara ulaştırılması gerekir. Elbette bu son derece karmaşık bir

¹⁰¹ Erol vd., a.g.e., s.164

¹⁰² ERGENEKON, Çağatay, “Vergilendirme Rejiminin Özel Emeklilik Fonlarının Gelişimi Üzerindeki Etkisi: Sermaye Piyasasına Yansımalar”, İMKB Dergisi, Cilt 2, No 7–8, Temmuz Aralık 1998, s. 7–8

süreçtir. Diğer yandan, plan sponsoru işverenin tuttuğu kaydın dışında, emeklilik şirketlerinin de ödenen katkılar ve sağlanacak faydalarla ilgili işlemleri kayda alınacaktır.

Özellikle, aktüaryal hesaplamalardaki güçlük ve karmaşık süreç bu alanda ayrıntılı muhasebe standartlarının belirlenmesi gereksinimini de beraberinde getirmiştir. Bu sebeple, fonların muhasebeleştirilmesi konusunda Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu (IASB-International Accounting Standards Board) tarafından oluşturulmuş “IAS 19 Çalışanların Emeklilik Haklarının Muhasebeleştirilmesi” ve “IAS 26 Fayda Esaslı Emeklilik Planlarının Muhasebeleştirilmesi ve Raporlaması” bulunmaktadır.

Ancak çalışanlara sağlanan emeklilik faydalarının muhasebeleştirilmesine ilişkin ülkeden ülkeye farklı muhasebe standartları kabul görmektedir. Örneğin ABD’de “Finansal Muhasebe Standartları Kurulu”nun (FASB-Financial Accounting Standards Board), İngiltere’de ise Muhasebe Standartları Kurulu’nun (Accounting Standards Board-ASB) düzenlediği muhasebe standartları uygulanır. Buna rağmen IAS standartları giderek yaygınlaşmakta ve kabul görmektedir. Hatta, Uluslararası Muhasebe Standartları Komitesi (IASC) 1995’te Uluslararası Menkul Değer Delegeleri Örgütü (IOSCO) ile yaptığı anlaşmanın gelir vergisi, finansal araçlar, segment raporlaması ve çalışanların emeklilik faydaları gibi alanları içeren kabul edilebilir bir uluslararası muhasebe standartları geliştirebilirse, IAS’ın önümüzdeki 10 yıl içinde global önemi artacaktır.¹⁰³

Ancak ülkeden ülkeye değişen standartların finansal tablolara etkisini ölçme yolunda şirketler çalışmalar yapmaktadırlar. Muhasebe Standartları finansal araçlar, kurumsal yatırımcılar, sermaye piyasası, emeklilik faydaları ve vergileme gibi konuların finansal tablolarda nasıl göstereceğine ilişkin açıklamalar içerir.

3.7.1. Fonlara İlişkin Muhasebe Standartları

3.7.1.1. IAS 19 Çalışanların Emeklilik Haklarının Muhasebeleştirilmesi

Bu standart çalışanlara sağlanan haklar ile bunlara ait muhasebe politikalarını ve açıklamaları içermektedir. Çalışanlara sağlanacak kısa vadeli haklar; ücretler (maaşlar, kar

¹⁰³ AKRESH, Murray S.; HASSAN, Kevin P., “The New IAS 19 : Understanding the Emerging Rules for Employee Benefits Accounting”, CCC 1044 8136/98/1001057-13, John Wiley & Sons, Inc., 1998, 57-58

paylaşımı, ikramiyeler, sosyal güvenlik yardımları ve hisse senedi tazminat planları), hakların iptali (işten çıkarılma veya ayrılma), çalışma sonrası edinilen haklar (emekli aylığı, diğer emeklilik hakları, çalışma dönemi sonrası hayat sigortası ve sağlık yardımları) ve bir yıldan uzun süreli diğer haklara ilişkin kayda alma ve değerlendirme esasları bu standartta ayrıntılı bir şekilde açıklanmaktadır.¹⁰⁴

IAS 19 standardında hem fayda esaslı hem de katkı esaslı planlara ilişkin kayda alma esaslarına yer verilmektedir. 1 Ocak 1999 tarihinden itibaren başlayan hesap dönemlerine getirilen bu standart daha sonra pek çok kez yenilenerek düzenlemelere tabi tutulmuştur.

IAS 19'a göre fayda esaslı planlarda emeklilikte çalışana ödenecek hak edişler bir fayda formülüne dayalı olmalıdır. Bir emeklilik hak edışı(faydası) sadece gelecekteki hizmet koşullarını dikkate almaz, çünkü hak edişlerde nihai maaş esastır. IAS 19 standardındaki aktüaryal varsayımlar "tarafsızlık" ve "uyumluluğa" dayalıdır. Tarafsızlık, ne çok fazla tedbirsiz olmak ne de çok temkinli olmak anlamına gelir. Plan sponsorları çalışanlara ödenecek hak edişlerde aynı oranı baz alarak hesaplama yapmalı, tek bir aktüaryal metot kullanılmalıdır. Plana ait varlıklar bilanço tarihine göre açık bir değer temelinde ölçülmelidir. Bugünkü değer hesaplamaları için esas alınacak iskonto oranı, IAS tarafından risksiz olduğu kabul edilen mevcut piyasada seçilmiş şirket bonolarının faiz oranı veya kamu menkul kıymetlerinin faiz oranına dayalıdır. Standartta plan varlıkları, düzenlemelere göre kurulmuş ayrı bir yasal tüzel kuruluş tarafından saklanacak ve işverene geri dönüşü olmayan varlıklar olarak tarif edilmektedir. Fondaki varlıklar yeterli olursa işveren emeklilik kazanımlarını direk olarak ödemek zorunda olmamalıdır.¹⁰⁵

3.7.1.2. IAS 26 Fayda Esaslı Emeklilik Planlarının Muhasebeleştirilmesi ve Raporlaması

Bu standart, fayda esaslı emeklilik planlarının değerlendirme esaslarını ve finansal tablo hazırlanması ile ilgili ilkeleri içermektedir. Tüm planlar raporlarında, belirli bir dönemde planda mevcut net aktiflerdeki değişim, herhangi bir değişimin etkisi, planın tanımı ve muhasebe politikalarının özeti yer almak zorundadır.

¹⁰⁴ ASLAN, Sinan, "Bireysel Emeklilik İşlemleri ve Muhasebeleştirilmesi", DER Yayınları, Yayın No: 371, İstanbul, 2004, s. 38

¹⁰⁵ Akresh vd., a.g.e., s. 59-61

IAS 26 standardında fayda esaslı emeklilik planı “bir girişimin, hizmetin sona ermesinden sonra çalışanlara sağlayacağı faydalara ait bir düzenleme” olarak tanımlanmaktadır(IAS 26.8). Katkı esaslı emeklilik planı ise emeklilikte sağlanacak faydaların işveren tarafından plana katkıda bulunulan fon miktarını esas almaktadır.

Fayda esaslı planlar işverenin sponsorluğundadır ve işveren tarafından gelecekte çalışana ödenecek faydaların (emeklilik maaşının) yerine getirilmesi taahhüdünü içermektedir. Bu nedenle öncelikle fonun aktifinde yer alacak varlıklara ilişkin ödenecek anüitelerin bugünkü değerini, ortaya çıkan açık yada fazlayı gösterir bir tablonun ve fayda planları için ayrılan net varlıkları taahhüt edilen emeklilik faydalarının mevcut net durumunu gösteren bir dip notu veya bir aktüaryal raporda bu bilgiye bir referansı gösteren dipnotun hazırlanacak raporda bulunması gerekmektedir.¹⁰⁶

3.7.1.3. SFAS 87 Emeklilik Planlarında İşverenin Muhasebe İşlemleri

1985 yılında ABD’de FASB tarafından yayınlanan SFAS 87, sadece çalışanlara sağlanacak faydalar ve emeklilik sonrası ödenecek maaş ile ilgili açıklamaları ve fonlanan plana dayalı olmayan basit bir aktüaryal hesaplamayı içerir. Plan varlıklarının açıklanması ve minimum yükümlülüğü gerektirir. Varlıkların bugünkü değerinin bilanço gününden üç ay öncesine kadar açıklanmasına izin verilmiştir.¹⁰⁷ SFAS 87, ABD’de fayda esaslı planların muhasebeleştirilmesini açıklığa kavuşturmak ve yeknesaklık kazandırmak için düzenlenmiştir.¹⁰⁸

3.7.1.4. SSAP 24 Emeklilik Fayda Maliyetlerinin Muhasebeleştirilmesi

İngiltere’de 1988’de yayınlanmıştır. SSAP 24, girişimcilerin, çalışanlara yönelik sağladıkları emeklilik provizyonlarına ilişkin fayda maliyetleri ve taahhütlerinin finansal tablolarda nasıl yer alması gerektiğini açıklar. Ayrıca, çalışanların tüm çalışma dönemleri

¹⁰⁶ Aslan, a.g.e., s. 42

¹⁰⁷ Akresh vd., a.g.e., s.60

¹⁰⁸ GORDON, Isabel, “Reporting of Defined Benefit Cost in the Sponsor’s Boks in an Unregulated Setting: Avustralia Compared to the United States and The United Kingdom”, Current Pension Actuarial Practice in Light of Financial Economics Symposium”, Vancouver, June, 2003, s. 3

boyunca hizmetinden sağlanan faydaları, emeklilik ödemelerinin beklenen maliyetini sistematik ve rasyonel bir temelde tanımlamaktadır.¹⁰⁹

4. ÖZEL EMEKLİLİK FONLARININ SERMAYE PİYASASINA ETKİLERİ

4.1. Sermaye Piyasasına Yönelik Tasarrufları Artırıcı Etkisi

Genellikle bireyler kendileri adına emekliliğe yönelik tasarrufta bulunmak konusunda kendi iradeleriyle gelecek için yatırım yapmak eğiliminde değildir. Ayrıca bireylerin piyasa, ekonomi ve yatırım konuları hakkındaki bilgi yetersizliği bireysel yatırımcı olarak yatırımlarını sermaye piyasasında etkin olmayan bir şekilde değerlendirmelerine neden olur. Emeklilik fonları bireylerin hem gelecekte yaşlılık ve iş görememezlik gibi riskleri algılayamaması nedeniyle yapmaları gereken sosyal güvenlik yatırımlarını bir fonda toplar, hem de uzman portföy yöneticiliği ile kurumsal yatırımcı olarak profesyonel risk ve fon yönetimi hizmeti sunar.

Özel emeklilik fonlarının yasal ve kurumsal olarak çoğu ülkede sağlam bir altyapıya kavuşturulması onların kurumsal yatırımcı kimliğinin güvenilirliğini de ön plana çıkarır. Ayrıca aktüaryal olarak belirlenen anüiteler halinde düzenli olarak ödenen katkı payları ile biriktirilen tasarruflar, sermaye piyasası ve para piyasası araçlarına yatırılarak piyasa kapitalizasyonunda önemli rol oynar. Biriken fonlar emeklilik döneminde bir hayat sigortası şirketi ile yapılacak gelir sigortası sözleşmesi ile tekrar piyasalara yönlendirilebilir. Bir hayat sigortası şirketi ile gelir sigortası sözleşmesi yapılması halinde, biriken fonlar emeklilik döneminde anüitelendirilmiş ödemeler halinde de katılımcıya ödenebilir. Böylece piyasalardan uzak olan pek çok potansiyel yatırımcı konumundaki kimseler, devletin de güvence altına aldığı özel emeklilik fonlarının sunduğu hizmet sayesinde tasarruflarını ulusal ekonomiye ve sermaye piyasalarına yönlendirerek tasarruf eğilimlerini artırır.

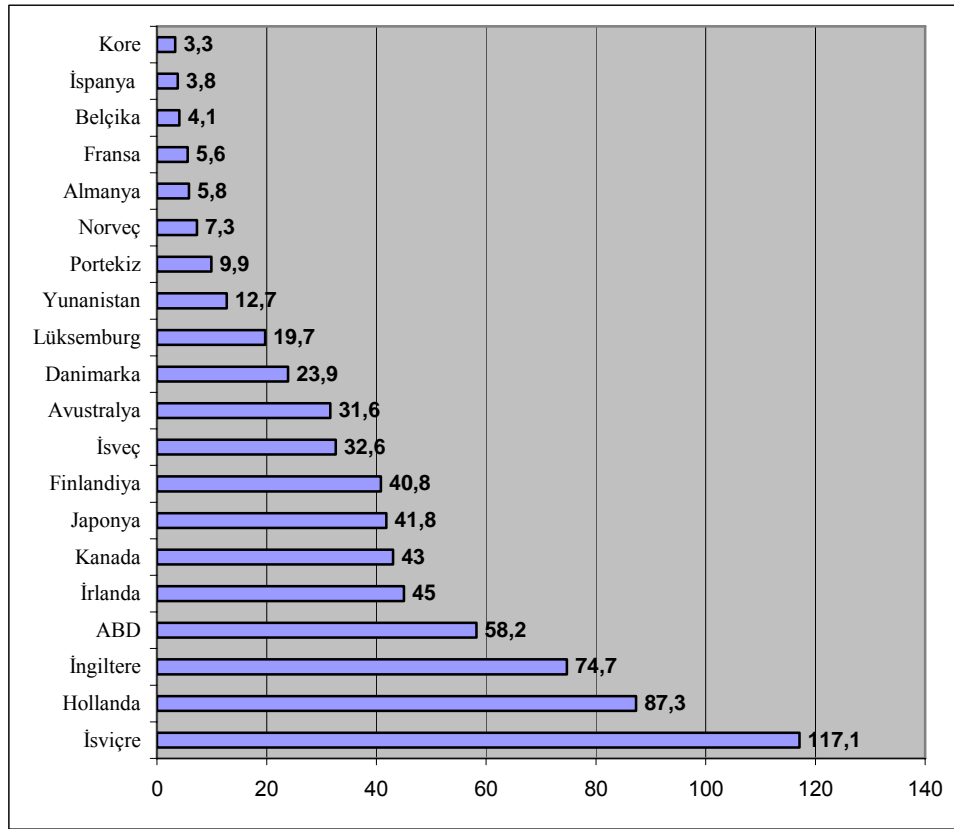
Ayrıca emeklilik fonlarına yatırılan fonlar, sistemin işleyişi gereği emeklilik dönemine kadar çekilemeyen fonlar olduğu için uzun vadeli yatırımlardır. Dolayısıyla ülkede oluşabilecek finansal krizleri hafifletici ve enflasyonu düşürücü etkiye de sahiptirler.

¹⁰⁹ <http://www.frc.org.uk/asb/technical/standards/pub0390.html>, (20.08.2005)

Emeklilik fonlarında biriken fonların seviyesi ne kadar artarsa ülkede, para, sermaye ve döviz piyasaları da aynı oranda gelişecek ve derinleşecektir.

Ancak özel emeklilik fonlarının tasarrufları artıcı etkiye sahip olabilmesi için emeklilik fonlarına ilişkin düzenlemeler önem taşımaktadır. Örneğin katılımcının zorunlu tutulduğu ve/veya portföy sınırlamalarına gidilmeyen ülkelerde özel emeklilik fonlarının GSMH'ya oranı ve fon birikiminin yüksek olduğu görülmektedir. Aynı zamanda özel emeklilik sistemine getirilen vergi avantajları da sisteme katılım oranını etkileyen önemli faktörlerden biridir.

Grafik. 1. 2000 Yılında Özel Emeklilik Varlıklarının GSMH'ya Oranı



Kaynak: ERGENEKON, Çağatay, “Sosyal Güvenlik fonları ve Sermaye Piyasası”, İktisat Dergisi, Sayı:400, Nisan, 2000, s.9

2000 yılı itibariyle emeklilik fonlarının GSMH'ya oranı İsviçre'de % 117, Hollanda'da % 87, İngiltere'de % 74, ABD'de % 58, İrlanda'da % 45, Kanada'da % 43, Japonya'da ise % 41 civarlarındadır. Burada dikkate değer olan Hollanda, İrlanda, İngiltere, Japonya, ABD, İrlanda, Kanada, Japonya'da “Basiretlilik Modeli”nin uygulanıyor olmasıdır. İsviçre'de ise portföy yönetiminde “Sınırlandırılmış Model” uygulansa da bu ülkede özel

emeklilik fonlarına katılım zorunlu tutulduğu için GSMH'ya emeklilik fonlarının oranı oldukça yüksektir. Almanya, Fransa, İspanya, Danimarka, Belçika, İsveç, Norveç'te ise "Sınırlandırılmış Model" uygulanmaktadır. Almanya ve Fransa'da emeklilik fonlarına katılım zorunluluğu bulunmamaktadır.

4.2. Özel Emeklilik Fonlarının "Piyasa Oluşturucu" Rollerini

Sosyal güvenlik sisteminde yeniden yapılanmaya giren ülkelerde yatırım alışkanlıklarının değiştiği ve emeklilik fonlarındaki birikimler özellikle uzun vadeli olarak sermaye piyasasına yönlendirilmesinin ekonomiye ve sermaye piyasalarına istikrar kazandırdığı gözlenmiştir. Aynı zamanda sermaye piyasasında yeni yatırım araçlarının kullanılmasına da olanak sağlamışlardır. Çünkü emeklilik fonları portföyü büyüdükçe çeşitlendirme gereksinimi doğmuş ve fon arzı artmıştır. Böylece işletmeler gibi ekonomik birimler atıl finansal kapasitelerinin menkul kıymetleştirerek halka açılmışlar, türev ürünler yaratılması gibi finansal yenilikler hızlı gelişim göstermiştir.¹¹⁰

Finansal piyasaların özellikle de uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı sermaye piyasalarının derinleşmesinin ülke ekonomisini olumlu yönde etkilediği bilinen bir gerçektir. Hem bankacılık sisteminin sağladığı krediler, hem de hisse senetleri ve özel sektör tahvil piyasalarının etkinleşmesi işletmelere uzun vadeli fon aktarımında önemli rol oynamaktadırlar. Emeklilik fonlarının piyasada değer yaratması beklenen menkul kıymetlere yatırım yapması, bu ülkelerde menkul kıymetlerin işlem gördüğü borsaların işlem hacminin katlanarak büyümesine yol açmakta ve fonların piyasada 30-40 yıl gibi uzun süre kalması ile piyasalarda istenen derinliğe ve etkinliğe ulaşılmasında önemli bir rol üstlenmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerde sermaye piyasasına yatırım yapanların genellikle al-sat stratejisi ile kısa vadeli olarak yatırımlarını piyasalarda değerlendirmek istediği görülmektedir. Bu nedenle sermaye piyasalarında uzun vadeli yatırımlar, riskin ve volatilitenin azaltılması yol açmakta ve sermaye piyasalarında arz ve talebin yeterli düzeye ulaşması, piyasalarda işlem gören menkul kıymetlerin gerçek değerine ulaşmasını sağlamaktadır. Bunun yanı sıra, özel emeklilik fonlarının uzman portföy yöneticiliği hizmeti sunması, bu sektörde rekabetin güçlü olması da ayrıca talebi ve sunulan hizmetin kalitesini artırıcı bir unsurlardır.

¹¹⁰ ERGENEKON, "Sosyal Güvenlik Fonları...", a.g.e., s.11

4.3. Özel Emeklilik Fonlarına Katılım Zorunluluğu ve Sermaye Piyasasının Gelişimi

Özel emeklilik fonlarına katılımın tamamen zorunlu tutulması sosyal güvenlik sisteminin tamamen veya kısmen özelleştirilmesi anlamına gelmektedir. Böylece sosyal güvenliğe ait ödemeler fonlar yoluyla sermaye piyasasına aktarılabilir ve mülkiyetin tabana yayılması sağlanabilecektir.

Ancak fonlara katılımın zorunlu olduğu uygulamalar, katı kurallar çerçevesinde, herkes için standart, fonlara katılımın gönüllü olduğu uygulamalar ise, sisteme genel bir çerçevede düzenleme getirmekte ve nispeten esnek olmaktadır.¹¹¹ Zorunlu/gönüllü uygulamaları ülkenin siyasi otoritelerinin aldığı kararlara bağlı olarak gelişmektedir. Zorunluluk uygulamalarında vergi teşviklerine gereksinim duyulmamaktadır. Çünkü vergi teşvikleri sisteme katılan sayısını artırmayı hedefleyen düzenlemelerdir. Ancak zorunluluk uygulaması, düşük gelir düzeyindeki çalışan kesimi de kapsayacağı için ulusal tasarrufları artırıcı nitelikte olmaktadır.¹¹² Zorunluluk uygulamasında çalışanların sosyal güvenlik haklarının belirlenmesi standart kurallara göre düzenleneceğinden sosyal güvenlik sistemlerinde ortaya çıkabilecek eşitsizlikler belli ölçülerde giderilebilir.¹¹³

Gönüllülük uygulamalarında ise, sisteme katılım vergi teşvikleriyle özendirilmeye çalışılmaktadır. Gönüllülük uygulamasında düşük gelirli çalışanlar kamu sosyal güvenlik sistemlerinin kendilerine sağladığı emeklilik taahhütlerini yeterli bulup emeklilikte ek bir gelir elde etmeyi gereksiz görerek sisteme katılmak istemeyebilirler. Bu durumda, sistemin tanıtımı ve katılımın özendirilmesi için emeklilik şirketlerinin yapacağı pazarlama ve tanıtım faaliyetleri yüksek maliyetlere ulaşabilecektir.

Genellikle gelişmekte olan ülkelerde katılımcı sayısının yüksek tutulması isteğine dayalı olarak özel emeklilik fonlarının zorunlu tutulduğu görülmektedir. Böylece ulusal tasarruflar artacak ve emeklilikte nüfusun tamamı özel emeklilik fonlarının sunduğu imkânlardan yararlanabilecektir. Ancak zorunluluğun uygulandığı ülkelerin özellikle gelişmekte olan ülkeler olması dikkat çekicidir. Bu ülkelerde sermaye piyasaları yeterince derin olmadığı için portföy sınırlamaları da yüksektir. Latin Amerika ülkelerinde katılımın zorunlu olduğu ve portföy sınırlamalarının yüksek olduğu görülmektedir. Şili dışında Latin

¹¹¹ Derelioğlu, a.g.e., s.38

¹¹² BERNHEIM, B.Douglas; SCHOLZ, John Carl, “Private Saving and public Policy”, Working Paper No.4215, National Bureau of Economic Research, Cambridge, November 1992, s.2

¹¹³ Davis, a.g.e., 1995, s.108

Amerika ülkelerinde özel emeklilik fonlarının sermaye piyasasına katkısı ve GSMH'ya oranı çok da yüksek değildir. Ancak Şili'deki özel emeklilik fonu uygulamasının 1981'den bu yana sürdüğü ve zamanla portföy sınırlamalarının azaltıldığı göz önüne alınırsa katılımın zorunlu tutulduğu diğer ülkelerde de uzun vadede sermaye piyasalarının derinleşmesi ve GSMH'nın artmasında özel emeklilik fonlarının önemli rol oynayacağı düşünülebilir.¹¹⁴

TABLO.4. Latin Amerika Ülkelerinde Özel Emeklilik Fonu Varlıkları

| ÜLKELER | | TOPLAM | | KATILIM | EMEKLİLİK REFORM YILI |
|---------------------------------|-----------|------------------------------|--------|---------|-----------------------|
| | | 2000 Yılı Sonu (Milyon US\$) | % GSMH | | |
| Gelişmiş Sistem | Şili | 35,9 | 51,3 | Zorunlu | 1981 |
| Orta Düzeyde Gelişmiş Sistemler | Arjantin | 20,4 | 7,2 | Zorunlu | 1994 |
| | Peru | 3 | 5,5 | Zorunlu | 1993 |
| Gelişmekte Olan Sistemler | Kolombiya | 5,2 | 6,4 | Zorunlu | 1994 |
| | Meksika | 16,7 | 2 | Gönüllü | 1997 |
| TOPLAM | | 158,9 | 8,9 | | |

Kaynak: ASLAN, S. 20; J.P. Morgan, "Pensions Reforms Altering Market Dynamics For Emerging Debt", Emerging Market Research, Newyork, 2001, s.4

TABLO.5. Şili'deki Emeklilik Fonlarının Hisse Senetlerine Yatırım Oranı

| Yıllar | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 (Haziran) |
|---------------------|------|------|------|------|------|----------------|
| Hisse Senetleri (%) | 6 | 8 | 10 | 11 | 24 | 28 |

Kaynak: SIGNH, Ajit, "Özel Emeklilik Reformu, Hisse Senetleri Piyasası, Sermaye Oluşumu ve Ekonomik Büyüme: Dünya Bankası'nın Önerilerine Eleştirel Bir Yaklaşım", İMKB Dergisi, Cilt 2, No 7-8, Temmuz Aralık 1998, s.61

4.4. Portföy Sınırlamalarının Sermaye Piyasası Üzerindeki Etkileri

Özel emeklilik fonlarıyla ilgili önemli tartışma konularından biri bu fonlara ilişkin portföy sınırlamalarıyla ilgilidir. Bazı ülkelerde emeklilik fonlarının yatırım yapabileceği araçlar ayrıntılı olarak tanımlanırken ve yatırımlara alt ve üst limitler getirilirken, bazılarında ise çok az yada hiçbir kısıtlama getirilmediği görülmektedir. Yatırım yapılabilecek alanlara

¹¹⁴ Ege, a.g.e., s.98

ilişkin çok az yada kısıtlamanın tamamen olmadığı ülkelerde “Basiretlilik Modeli”(Prudent Man Rule) geçerlidir¹¹⁵. “Basiretlilik Modeli” her ülkede farklı uygulanmaktadır.

Özellikle finansal piyasaları yeterince derinleşmemiş ülkelerde portföy sınırlandırmalarına gidildiği, finansal piyasaları yeterince gelişmiş ülkelerde ise sınırlamaların olmadığı gözlenmektedir. Aynı zamanda kurumsal yatırımcıların da piyasada yeterince faaliyet gösteremediği gelişmekte olan ülkelerde portföy sınırlamaları oldukça yüksektir. Diğer yandan radikal bir şekilde emeklilik reformu gerçekleştiren birtakım ülkeler -örneğin Latin Amerika ülkeleri- özel emekliliğe katılımı zorunlu kıldıkları için sistemin güvenilirliği açısından bu önlemleri almaktadırlar.

TABLO.6. 1998 Yılında OECD Ülkelerinde Emeklilik Fonlarının Portföy Kompozisyonları

| YÜZDE | Nakit | Kredi | Yerel Tahviller | Yerel Hisse Senetleri | Sabit Varlıklar | Yabancı Varlıklar |
|-------------------------|----------|-----------|-----------------|-----------------------|-----------------|-------------------|
| İngiltere * | 4 | 0 | 14 | 52 | 3 | 18 |
| ABD * | 4 | 1 | 21 | 53 | 0 | 11 |
| Almanya | 0 | 33 | 43 | 10 | 7 | 7 |
| Japonya * | 5 | 14 | 34 | 23 | 0 | 18 |
| Kanada * | 5 | 3 | 38 | 27 | 3 | 15 |
| Fransa | 0 | 18 | 65 | 10 | 2 | 5 |
| İtalya | 0 | 1 | 35 | 16 | 48 | 0 |
| Hollanda * | 2 | 10 | 21 | 20 | 7 | 42 |
| İsviçre | 0 | 0 | 64 | 20 | 8 | 8 |
| Finlandiya | 13 | 0 | 69 | 9 | 7 | 2 |
| Ortalama | 3 | 8 | 40 | 24 | 9 | 13 |
| Basiretlilik | 5 | 4 | 33 | 29 | 10 | 15 |
| Sınırlandırılmış | 0 | 17 | 57 | 13 | 6 | 7 |

Kaynak: DAVIS, a.g.e., 2001, s. 50; (*): Basiretlilik Modelinin Uygulandığı Ülkeler

Basiretlilik modelinin uygulandığı ülkelerde portföy kısıtlamaları olmadığı için fonların genellikle hisse senetlerine yatırıldığı görülmektedir.

¹¹⁵ Derelioğlu, a.g.e., s.33

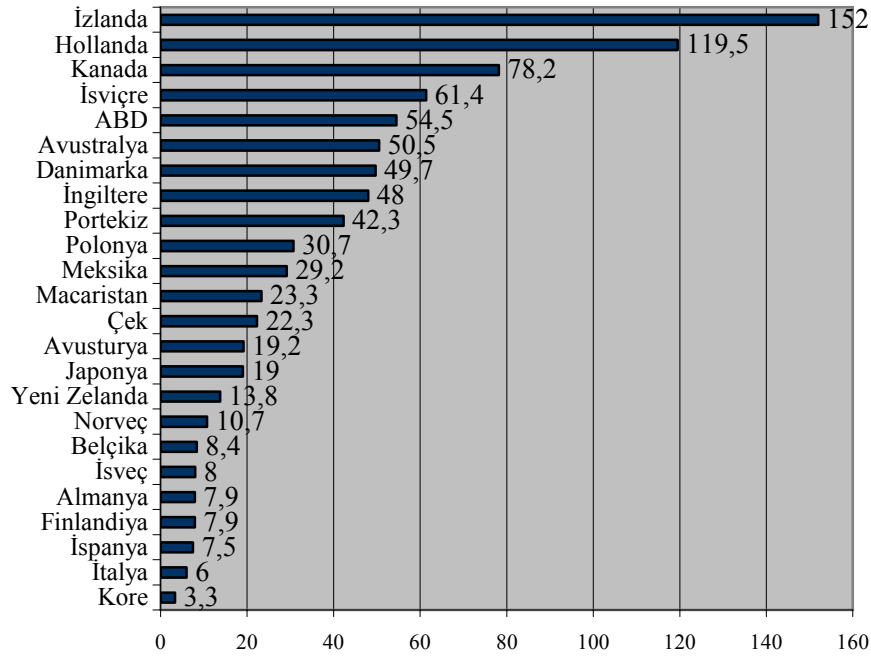
TABLO.7. Özel Emeklilik Portföylerinin Getiri Oranları(%)

| | 1984-93 | 1984-96 |
|--|---------|---------|
| ABD* | 9,7 | 9 |
| Almanya | 7,2 | 7 |
| Belçika | 8,8 | 9 |
| Danimarka | 6,3 | 6 |
| Hollanda* | 7,7 | 8 |
| İngiltere* | 10,2 | 10 |
| İrlanda* | 10,3 | 11 |
| İspanya | 7 | - |
| İsveç | 8,1 | - |
| İsviçre | 4,4 | 4 |
| Japonya* | 6,5 | - |
| Basiretli Yönetim Ülkeleri | 9,5 | 9,5 |
| Sınırlandırılmış Model Ülkeleri | 6,9 | 5,2 |

Kaynak: ERGENEKON, Çağatay, “Sosyal Güvenlik fonları ve Sermaye Piyasası”, İktisat Dergisi, Sayı: 400, Nisan, 2000, s.12 * Basiretlilik Modelinin Uygulandığı ülkeler

“Basiretlilik Modeli”nin uygulandığı ülkelerde portföy getirilerinin daha yüksek olduğu görülmektedir.

Grafik.2. Emeklilik Fon Varlıklarının Yüzde(%) Olarak Hisse Senetleri Piyasası Kapitalizasyon Oranı(2003)



Kaynak: OECD, “Pension Markets In Focus”, Newsletter, June 2005, Issue 1, s.5

2003 yılı itibariyle emeklilik fonlarının sermaye piyasası kapitalizasyon oranı, İzlanda’da % 152, Hollanda’da % 119, Kanada’da % 78, İsviçre’de % 61, ABD’de % 54, Avustralya’da % 50, Danimarka’da % 49, İngiltere’de % 48, Portekiz’de % 42, Polonya’da

% 30 civarındadır. Hollanda, Kanada, ABD, İngiltere ve Avustralya’da “Basiretlilik Modeli” uygulanmaktadır.

4.5. Sermaye Piyasasının Gelişiminde Emeklilik Plan Türünün Rolü

Katkı esaslı planlar bireysel emeklilik planlarıdır. Plan sponsoru, çalışanın kendisidir ve emeklilik fonu yatırım riski tamamen çalışana aittir. Fayda esaslı planlarda ise plan sponsoru işverendir ve işveren çalışana emeklilikte sağlanacak faydalara ilişkin yerine getirilmesi gereken taahhütte bulunur. Bu nedenle, işveren emeklilik fonu portföyünün yatırım riskini de üstlenir. Fayda esaslı planlarda işverenler, aktüaryal dengeleri korumak için fonu en üst seviyeye getirmeye çalışacaklardır.¹¹⁶

4.6. Özel Emeklilik Fonlarının Özelleştirme Sürecine Katkıları

Özel emeklilik şirketleri, kamu iktisadi kuruluşlarının özelleştirilmesi sürecinde ihraç edilen menkul kıymetlere yatırım yapabilmektedirler. Bu nedenle, bu kuruluşların kapitalizasyonu yükselmekte ve böylece yerel yatırımcılara devredilmeleri kolaylaşmaktadır. Bunun yanı sıra özelleştirilen kuruluşların hisse senetlerinin yatırım açısından da değerlendirilmesi özelleştirmenin başarısını etkilemektedir.¹¹⁷

Gelişmemiş piyasalarda yeterince talep yaratılamayacağı için fiyat dengesini olumsuz etkileme potansiyeli taşıyan özelleştirme programları, emeklilik fonlarının uygulamaya alınmasıyla birlikte gerçekleştirilirse, piyasanın istikrara ve güvenceye kavuşmasını sağlayacaktır. Özelleştirilen iktisadi birimlerin objektif kriterlerde yatırım risk ve getiri potansiyelleri ölçüldüğünde bunların verimli yatırımlar olduğunun anlaşılması durumunda emeklilik fonları varlıklarını bu iktisadi birimlere yatıracaklardır. Burada önemli nokta, özel emeklilik fonlarının özelleştirilen birime yatırım yapmasının zorunlu tutulmayıp, piyasa koşulları altında kendi değerlendirmeleri ışığında yatırım yapmalarına izin verilmesidir.¹¹⁸

¹¹⁶ DAVIS, “Pension Funds...”, 1995, s. 230-231

¹¹⁷ Aslan, a.g.e., s.37

¹¹⁸ ERGENEKON, “Sosyal güvenlik Fonları...”, s.11

4.7. Vergilendirme Rejiminin Fonlar Üzerindeki Etkileri

Özel emeklilik fonlarının gelişiminde en önemli payın vergilendirme rejimi olduğu söylenebilir. Fonların vergilendirilmesinin gerçekleştiği katılım, yatırım ve ödeme aşamalarında sunulan bir takım vergi teşvikleri emeklilik fonlarını cazip tasarruf alanı haline getirmiştir. Dünya ülkelerinin önemli bir kısmında fonların katılımcısına ve emeklilik şirketlerine sunulan bu vergi teşvikleri fon gelirleri ve sermaye kazançlarının belli bir kısmının yada tamamının vergiden muaf tutulması olanağı sunulmaktadır.

Özel emeklilik fonlarına ilişkin düzenlenecek vergi rejiminin fonların faaliyet giderlerini azaltırken, yatırım kazançlarını da en yüksek düzeye çıkarmasını teşvik edici nitelikte düzenlenmesi son derece önemlidir. Vergi muafiyetleri özel emeklilik fonları gibi uzun vadeli yatırımları özendirilmelidir. Ancak vergi teşvikleri özel emeklilik fonlarına katılım zorunluluğunun olması durumunda çok cazip olmayabilir.¹¹⁹

Özel emeklilik fonlarının vergilendirilmesinin temelinde “harcamaların vergilendirilmesi, tasarrufların ise vergi kapsamı dışında tutulması” mantığı vardır. Böylece tasarruf edilen dönem vergi kapsamı dışında bırakılarak, emeklilik faydalarından yararlanılacak harcamaların olduğu döneme kadar vergilendirilmemektedir. Fonlanmış emeklilik yükümlülüklerinin bu esasa göre vergilendirildiği ülkelerde özel emeklilik fonlarının daha çok geliştiği, vergilendirme rejiminde harcama ile tasarruf arasında ayırım yapılmayan ülkelerde ise gelişimin çok da kayda değer olmadığı görülmüştür.¹²⁰

¹¹⁹ ERGENEKON, “Özel Emeklilik Fonları...” a.g.e., s. 64-65

¹²⁰ ERGENEKON, “Emekliliğin Finansmanı...” a.g.e., s.108

TABLO.8. Çeşitli Ülkelerde Özel Emeklilik Fonlarının Vergilendirme Rejimi

| | Çalışanların Emeklilik Fonlarına Yatırdıkları Katkıların Vergilendirilmesi | Yatırım Gelirleri Üzerindeki Vergi | Emeklilik Faydaları Üzerindeki Vergi |
|------------------|--|------------------------------------|--------------------------------------|
| ABD | Yok | Yok | Var |
| İngiltere | Yok | Yok | Var |
| Almanya | Var | Yok | Var |
| Japonya | Yok | Var | Var |
| Kanada | Yok | Yok | Var |
| Hollanda | Yok | Yok | Var |
| İsveç | Yok | Var | Var |
| Danimarka | Yok | Var | Var |
| İsviçre | Yok | Yok | Var |
| Avustralya | Var | Var | Var |
| Fransa | Yok | Yok | Var |
| İtalya | Yok | Yok | Var |

Kaynaklar: Davis, a.g.e., 1995, s. 83; Ergenekon, “Vergilendirme...”, a.g.e., s. 7

Tablo’da görüldüğü gibi özel emeklilik fonlarının en son aşama olan ve harcamaları oluşturan faydaları vergilendiren ülkeler aynı zamanda özel emeklilik fonlarının gelişim performansının en yüksek olduğu ülkelerdir. (Bakınız Grafik-1, Grafik-2)

İKİNCİ BÖLÜM

DÜNYADA ÖZEL EMEKLİLİK FONU UYGULAMALARI

1. SOSYAL GÜVENLİKTE YENİ MODEL ARAYIŞLARI VE ÖZEL EMEKLİLİK FONLARI

Son yıllarda tüm dünyada ortaya çıkan sosyal güvenlik sistemlerindeki finansal krizler sosyal güvenlik sistemlerinde yeni arayışları da beraberinde getirmiştir. 1981 yılında Şili’de zorunlu özel emeklilik sisteminin başarıya ulaşmasıyla Dünya Bankası sosyal güvenlik alanında sorunlar yaşayan ülkelere tek ayaklı sosyal güvenlik modellerinden çok ayaklı sosyal güvenlik sistemlerine geçmeyi önermiştir. Bu önerinin içeriği aşağıdaki gibidir.

TABLO.9. ÇOK AYAKLI EMEKLİLİK SİSTEMİ ÖRNEĞİ

| | 1. AYAK | 2. AYAK | 3. AYAK |
|--|---|---|---|
| AMAÇLAR | Yeniden Dağıtım + Müşterek Sigorta | Tasarruflar + Müşterek Sigorta* | Tasarruflar + Müşterek Sigorta |
| EMEKLİLİK PLANI OLUŞTURMA ŞEKLİ | Düz Oranlı veya Minimum Emeklilik Garantisi Genellikle Belirli Fayda Emeklilik Planları | Bireysel Tasarruf Planı Yada Mesleki Plan Genellikle Belirli Katkı Emeklilik Planları | Bireysel Tasarruf Planı Yada Mesleki Plan Genellikle Belirli Katkı Emeklilik Planları |
| FİNANSMAN YÖNTEMİ | Primlerle Finanse Edilmiş- Genellikle Dağıtım Modeli | Tamamen Fonlama İle Düzenlenmiş | Tamamen Fonlanmış |
| YÖNETİM BİÇİMİ | Kamu Tarafından Yönetilen Zorunlu | Özel Sektör Tarafından Yönetilen Zorunlu | Katılımı Zorunlu Değil İsteğe Bağlı |

Kaynak: www.worldbank.org/wbi/pensions/otherevents/june2000/pdfppt/pillar.pdf (24.12.2004)

1.1. Tek Ayaklı Sosyal Güvenlik Sistemi

Kamu tarafından yürütülen, katılımın zorunlu olduğu sosyal güvenlik sistemidir. Bu sistemde daha çok “Dağıtım (Pay As You Go) Modeli” sosyal güvenlik kuruluşlarında kullanılan finansman modelidir.

* **Müşterek Sigorta:** Belirsizliğe karşı çeşitlendirilmiş gelir kaynakları ve yönetimi ile sigorta ortaklığı.

İşlevi ve etkinliği açısından tutarlı ve sürdürülebilir bir sosyal güvenlik sistemi güçlü bir toplumsal dayanışma ve dolayısıyla güçlü bir gelişme potansiyeli yaratacak en önemli unsurlardan birisidir. Kurumsallaşmış bir toplumsal dayanışma, yani sosyal güvenlik sistemi, gerek genç nesillerden yaşlı ve muhtaç nesillere ve gerekse yüksek gelir gruplarından düşük gelir gruplarına büyük ölçekli gelir transferleri şeklinde somutlaşır¹²¹.

Sağlıklı bir sosyal güvenlik sisteminde olması gereken üç temel fonksiyon vardır:

Gelirin Yeniden Dağıtım Fonksiyonu: Bazı insanlar çalışma hayatları sırasında yaşlılık dönemlerine birikim yapabilecek kadar yeterli gelir elde edememektedir. Bu nedenle bu insanların yoksulluktan korunması gerekir. Özel sermaye ve sigorta piyasasının yetersiz olduğu ve yoksullara yeniden dağıtımın gerekli olduğu bu alanlarda haklı olarak devlet kuruluşları faaliyet göstermektedir.

Sigorta Fonksiyonu: Önceden bilinmeyen yada yeterli tedbir alınamayan durumlar için ortaya çıkabilecek zararları karşılama garantisidir¹²².

Tasarruf Fonksiyonu: Bireylerin bugünkü tüketimlerinden vazgeçerek, ileriki yıllarda çalışamayacak duruma gelmeleri yada işsiz kalmaları sonucu şu anki yaşam standartlarında yada yakın bir şekilde yaşabilme istekleri doğrultusunda birikim (tasarruf) yapmalarıdır.

Ancak, hangi sistemle oluşturulursa oluşturulsun, tek ayaklı bir kurumsal yapı üzerine inşa edilmiş sosyal güvenlik sistemlerinin, bu üç temel fonksiyonu birlikte gerçekleştirmesinin mümkün olamayacağı düşüncesi, çok ayaklı sosyal güvenlik sistemlerinin oluşturulmasını gündeme getirmiştir¹²³.

Bu üç fonksiyonun iki kriteri temel alarak sosyal güvenlik uygulamaları gereksinimlerini giderdiği düşünülmektedir: Fonksiyonların yaşlanma ve bir bütün olarak ekonomi üzerindeki etkisi. Bu kriterleri dikkate aldığımızda en çok uygulanan ve günümüz tek ayaklı sosyal güvenlik sistemlerinin, yaşlılar için yetersiz koruma sağladığı anlaşılmıştır. Örneğin, faydalar genellikle sürdürülememektedir. Yeniden dağıtım genellikle kötü gitmektedir. Fakir, genç ailelerden alınıp rahat emeklilere verilmiştir. Dahası, yüksek oranlı

¹²¹ www.treasury.gov.tr/sosyal_guvenlik.pdf, (20.08.2005), s.1

¹²² Alper, a.g.e., s. 13

¹²³ a.g.e., s. 13

primler sayesinde, düşük verimli resmi olmayan (informel) sektörlere işgücü baskısı yaratmakta ve prim ödemekten kaçınılmasına neden olmaktadır. Bununla beraber, tasarrufları azaltıp ya da yanlış dağıtıp ve altyapı, eğitim ve sağlık gibi büyümeyi sağlayan sektörlere yapılacak kamu harcamalarının gereksiz alanlara harcanmasına sebep olmaktadır. Böylece, mali açıkların artmasını sağlayarak gerçekte büyümeyi engelleyici rol oynamaktadır¹²⁴.

1.2. Çok Ayaklı Sosyal Güvenlik Sistemi

Modern emeklilik sistemleri, artan bir şekilde, devlet tekeline dayalı dağıtım esaslı (Pay As You Go-PAYG) emeklilik modelini reddetmektedir. Reforme edilen çoğu emeklilik modeli ve sistemleri farklı emeklilik ayakları ile birleştirilmiştir.

Birinci ayakta, kamu tarafından katılımı zorunlu olan ve dağıtım sistemi ile çalışan kamu sosyal güvenlik sistemi yer alır ve asgari gelir düzeyini sağlamaya çalışır. İkinci ayakta ise kamu ya da özel sektör tarafından çalışanlar için hazırlanmış olan işyeri bazlı sosyal güvenlik sistemleri yer alır. İkinci ayağın amacı asgari gelir düzeyine ek bir gelir sağlamaktır. Üçüncü ayağın amacı ise özellikle ikinci ayağın olmadığı veya yetersiz olduğu yerlerde kişilere devletin sağladığı teşviklerle kendi gelecekleri için ek gelir elde etmelerini sağlamaktır¹²⁵.

Üçüncü ayak aynı zamanda ülkemizde uygulanan bireysel emeklilik sisteminin yer aldığı sosyal güvenlik ayağıdır. Ancak bireysel emeklilik sistemleri ikinci ayakta da görülebilmektedir. İkinci ayakta oluşturulan sistemde, zorunlu katılım esas alınmış, yönetimde kamu müdahalesi vardır. Sistemin finansmanına iştirakçi dışında da katılım söz konusu ise (işverenin sponsorluğunda kurulan emeklilik planları*) daha çok ikinci ayak anlayışı ile oluşturulmuş bir sistemden bahsedilir. Buna karşılık, gönüllü katılımın esas olduğu, özel sektör inisiyatifinde oluşturulmuş kurumların faaliyet gösterdiği, tamamen fon esasına göre çalışan kurumlar söz konusu ise sistemin üçüncü ayakta yer aldığı söylenebilir¹²⁶.

¹²⁴ www.worldbank.org/html/dec/Publications/Bulletins/PRBVol5no4.html, 20.08.2005, s.1

¹²⁵ <http://www.idealemeklilik.com.tr/>, 10.06.2004

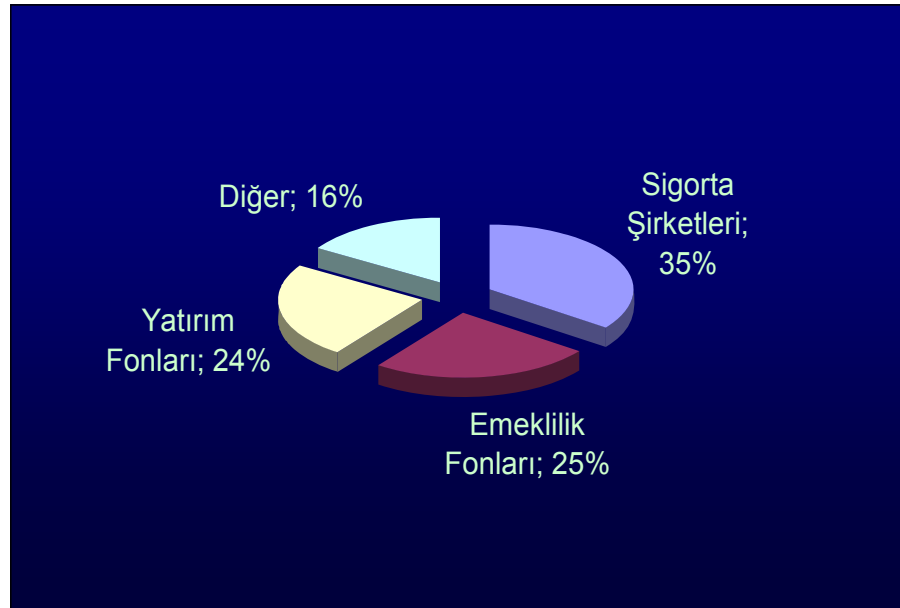
* **Emeklilik Planları:** Katılımcı ile özel emeklilik şirketi arasında imzalanan ve katılımcının hak ve yükümlülüklerini ve katılımcının katkılarının ne şekilde değerlendirileceği, prim ödemeleri ile emeklilik ödemelerinin hangi esaslara göre yapılacağını düzenleyen bir sözleşmedir.

¹²⁶ Alper, a.g.e., s. 14

2. KURUMSAL YATIRIMCI OLARAK ÖZEL EMEKLİLİK FONLARI

Özel emeklilik fonları, kurulan emeklilik planlarının uzun vadeli olması ve emeklilikten önce geri çekilememesi nedeniyle sermaye piyasasına katılan marjinal kurumsal yatırımcılar arasındadır. Bunun yanında emeklilik döneminde gelir sigortası sözleşmesi ile sistemden emekli edilenlere maaş bağlanması için sigorta şirketlerinin de devreye girmesi emeklilikten sonra 10-20 yıl süresince fonların uzun vadeli olarak sermaye piyasasında değerlendirilmesine olanak sağlamaktadır. Böylece iki büyük kurumsal yatırımcının entegre çalışması ile sermaye piyasasına yönelmiş büyük yatırım portföyleri oluşmaktadır. Özel emeklilik fonlarının uzun vadeli yatırımı öngörmesi beraberinde getireceği kaliteli risk yönetimi sayesinde sermaye piyasalarında etkinlik yaratacağı, ekonomik büyümeyi ve ulusal tasarrufları artıracacağı beklenmektedir. OECD ülkelerinde yaşanan deneyimler bu iki kurumsal yatırımcının portföyleri toplamının finansal varlıkların %60'ına ulaştığını göstermektedir¹²⁷.

Grafik.3. OECD Ülkelerinde Finansal Varlıkların Kurumsal Yatırımcılar İtibariyle Dağılımı(1995)



Kaynak: ERGENEKON, Çağatay, "Özel Emeklilik...", 1998, s. 15

¹²⁷ ERGENEKON, Çağatay, "Özel Emeklilik Fonları ve Şili Örneğinden Alınacak Dersler", İMKB Yayınları, İstanbul, Temmuz, 1998, s.15; KAYA, Abdullah; YAZICI, Bilgehan, "Sermaye Piyasalarını Gelişmesinde Kurumsal Yatırımcının Rolü", Şubat 2002, s.4, http://www.bilgehanyazici.com/pdf/Kurumsal_Yatirimci_BYazici.pdf, (30.06.2006)

Birçok gelişen borsa ülkesi, model olarak Şili'yi almıştır. Şili sermaye piyasasının gelişmesindeki en önemli faktör, 1981 yılında ülkenin sosyal güvenlik sistemini değiştiren özel emeklilik yasasıdır. Yasa, Şili işçilerinin aylık ücretlerinin % 10'unun özel emeklilik fonlarına yatırmalarını öngörmektedir. Bu yönüyle Almanya'daki emeklilik sisteminden çok daha karmaşık ve ileri gözüken Şili'nin emeklilik sistemi, Meksika ve Arjantin gibi üyeler tarafından da benimsenmiştir. Son yasal değişikliklerle, kurumsal yatırımcılara bir şirkete ait hisselerin %7 sine kadar olan kısmını almaları ve hayat sigortası şirketlerine de türev mali araçlara sağlanan yatırım imkânının emeklilik fonlarına tanınması yönündeki çalışmalar Şili'de sürmektedir¹²⁸.

Sosyal güvenlik sisteminde yaşanan sorunlar, çoğu ülkede özel sigorta uygulamasının yaygınlaşmasına da neden olmuştur. En belirgin özel sigorta uygulaması 1981 yılında Şili'de gerçekleşen reformdur. Yaşlılık sigortası, kamu kesiminin denetimi ve gözetimi altında özel sektör tarafından yönetilen emeklilik fonlarına dayalı bir sistem haline getirilmiştir¹²⁹.

Özel emeklilik fonları ile ilgili önemli tartışma konularından birisi bu fonların yatırım ilkeleri ile ilgilidir. Emeklilik fonlarının yatırım ve portföy yapıları incelendiğinde bazı ülkelerde emeklilik fonlarının yatırım yapabileceği varlıkların ayrıntılı olarak belirlendiği ve yatırım yapılabilecek olan varlıkların oranına alt ve/veya üst sınırlar konulduğu, bazı ülkelerde ise emeklilik fonlarının bazı temel sınırlamalar dışında hiçbir sınırlamaya tabi olmadığı bu fonların "Basiretlilik* (prudent_man rule)" esasına göre yönetildiği görülmektedir¹³⁰.

Emeklilik fonu portföy sınırlaması ile ilgili kurallar iki şekildedir¹³¹:

1. Basiretlilik Modeli (Prudent Man Rule)
2. Sınırlandırılmış Model (Draconian Regulations)

¹²⁸ Ünal, a.g.e., s.45

¹²⁹ GÜRBÜZ, A. Osman; EKİNCİ, Selma, "Bireysel Emeklilik Sistemi Ve Sermaye Piyasasında Beklenen Etkiler", Marmara Üniversitesi 120. Kuruluş Yılı Özel Sayısı İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt: XVIII, Sayı: 1, İstanbul, 2003, s.208

* **Basiretlilik:** Emeklilik planı katılımcılarının menfaatine olacak şekilde ve riskin dağıtılması esasına göre yatırım yapılmasını ifade eder.

¹³⁰ Derelioğlu, a.g.e., s.33

¹³¹ Ege, a.g.e., s.94

TABLO.10. Gelişmiş Ülkelerde Emeklilik Fonlarının Portföy Dağılımı, Portföy Sınırlaması, Katılım Zorunluluğu ve Fonların GSMH'ya Oranları

| ÜLKELER 2001 | HİSSE SENEDİ (%) | DEVLET TAHVİLİ (%) | EMLAK (%) | DİĞER (%) | PORTFÖY SINIRLAMASI (%) | EMEKLİLİK PLANLARI ZORUNLULUĞU (%) | (MİLYAR \$) GSMH'YA ORANI % |
|-----------------|------------------------|--------------------------|--------------|--------------|-------------------------------|---|-----------------------------------|
| İNGİLTERE | 76 | 16 | 2 | 6 | YOK | YOK* | % 85 |
| HOLLANDA | 44 | 48 | 5 | 3 | YOK | VAR | % 113 |
| İSVİÇRE | 31 | 33 | 24 | 12 | VAR | VAR | % 102 |
| ALMANYA | 36 | 40 | 6 | 18 | VAR | YOK | % 3 |
| İRLANDA | 71 | 21 | 6 | 4 | YOK | YOK | % 52 |
| İTALYA | 7 | 47 | 45 | 1 | YOK | YOK | % 4 |
| DANİMARKA | 38 | 53 | 6 | 3 | VAR | VAR | % 22 |
| AVUSTURYA | 33 | 66 | 1 | 1 | YOK | YOK | % 1 |
| BELÇİKA | 53 | 33 | 4 | 10 | VAR | YOK | % 6 |
| NORVEÇ | 34 | 46 | 12 | 8 | VAR | YOK | % 8 |
| İSPANYA | 36 | 43 | 1 | 20 | VAR | YOK | % 2 |
| PORTEKİZ | 32 | 58 | 2 | 8 | YOK | YOK | % 12 |
| FİNLANDİYA | 14 | 75 | 8 | 3 | YOK | YOK | % 9 |
| İSVEÇ | 40 | 54 | 4 | 2 | YOK | VAR | % 3 |

Kaynak: EROL, YILDIRIM, s. 154-156; EGE, İlhan, “**Dünyada ve Türkiye’de Emeklilik Fonları Portföy Yönetimi**”, Marmara Üniversitesi Sempozyum Bildirileri, s. 100, http://bsy.marmara.edu.tr/TR/sempozyum_bildirileri/ILHAN%20EGE_94-104_.pdf, (27.05.2006)

Hollanda, İngiltere, İrlanda, İsveç, Avusturya ve Portekiz’de hisse senedi ve devlet tahvili ağırlığı %90’nın üzerindedir. Bu ülkelerde “Basiretlilik Modeli”(Prudent Man Rule) ilkesi benimsenmiştir. Almanya, Fransa, İtalya’da “Sınırlandırılmış Model” uygulamasına yer verilmektedir. Avrupa Emeklilik Fonları, ortalama olarak portföylerinin (yabancı hisse senetleri dahil) %30’unu hisse senedi piyasasında değerlendirmektedir. Asya ülkelerinde, devlet, özel emeklilik fonlarının daha yüksek oranda kamu borçlanma araçlarına yatırım yapmasını öngörmektedir. Hatta, Singapur’da çok yakın geçmişe kadar sadece devlet bonusu ve tahvillerine yatırım izni verilmiştir.

Diğer yandan, kamu borçlanma araçlarından yüksek reel getiri sağlansa dahi, geri ödemenin vergi gelirlerinden sağlandığı göz önüne alındığında, fonlama ve dağıtım sistemleri arasında makro ekonomik düzeyde fark kalmaması sonucunu doğuracaktır.

Emeklilik fonları, kurulan emeklilik planlarına göre “Fayda Esaslı-DB” ve “Katkı Esaslı-DC” olmak üzere ikiye ayrılır. Aralarındaki temel fark üye ve plan kurucusunun riski üstlenme derecesinden ileri gelir. “Fayda Esaslı” emeklilik planlarında emeklilik döneminde

* 1988’e kadar İngiltere’de fonlara üyelik zorunlu tutulmuş bu tarihten itibaren kaldırılmıştır.

sağlanacak gelir, işveren tarafından taahhüt edilir ve katkılar bir fonda toplanarak yatırıma yönlendirilir. Fona aktarılması gerekli katkılar aktüeryal ilkelere göre hesaplanır. Bu sistemde, çalışanların yatırım kararı verme olanakları azdır.¹³² Emeklilik ödemeleri işveren veya çalışan veya her ikisi tarafından yapılan katkıların bir fonda toplanması ve ardından yatırıma yönlendirilmesi ile finanse edilir. Fonlar bir havuzda toplandığı için çalışanların hesaplarını bireysel olarak takip edebilmesi mümkün değildir. Ancak yatırımların performansı plan sponsoru tarafından takip edilir ve riski de yine plan sponsoru tarafından üstlenilir. Emeklilik planı oluştuktan sonra şirket kar etmese de işveren sürekli planın finansmanını sağlamak zorundadır. İşveren gelecekte çalışanlarına belirli tutarlarda ödeme yapmayı taahhüt ettiği için yatırımların performansını ve riskini üstlenmektedir¹³³.

3. DÜNYA ÖRNEKLERİ

Şili, İngiltere ve ABD modelleri, özel emeklilik alanında belli başlı üç alternatifi oluşturmaktadır. Bu modellerden Şili’de dağıtım sistemine dayanan kamusal sosyal sigorta sistemi lağvedilerek yerine emeklilik portföyü yönetim şirketlerinin aktif rol aldığı özel emeklilik sistemi ikame edilmiştir. İngiltere’de gerçekleştirilen, kamusal sosyal güvenlik sisteminin iki katmana ayrılması ve çalışanların maaşlarıyla orantılı ikinci katman primlerini gönüllülük esasına göre sosyal güvenlik sistemi yerine belirli koşulları yerine getiren özel sektör kurumlarına yatırabilmesine izin verilmesidir. ABD’de ise, sosyal güvenlik sistemi korunmakla birlikte, vergi istisnalarıyla desteklenmiş özel emeklilik planları vasıtasıyla tasarruf kabiliyetine sahip bulunan çalışanlara gönüllülük esasına göre katılacakları “tamamlayıcı” bir tasarruf alanı yaratılmıştır. Özel emeklilik sürecindeki ülkelerdeki uygulamalar, bu üç modelin yerel koşullara göre modifiye edilmiş değişik versiyonları olarak değerlendirilmelidir.¹³⁴

¹³² http://www.tekfensigorta.com.tr/n4_hizmet/10_emeklilik/index.asp?mm1=menu4&mm2=41 (09.08.2004)

¹³³ Derelioğlu, a.g.e., s.19

¹³⁴ Ergenekon, a.g.e., 2000, s. 127

3.1. OECD ÜLKELERİ

3.1.1. İngiltere

İngiltere, 19. yüzyılda tamamlayıcı emeklilik sistemlerini ilk defa uygulamaya koyan ülkedir. 1908 yılında Yaşlılık Sigortası Kanunu, 1911’de Ulusal Sigorta Kanunu çıkarılmış ve ilk kez işsizlik sigortası uygulamasına başlanmıştır. 1925’te Yaşlılık Sigortası kapsamına dul ve yetimleri korumak ile ilgili düzenlemeler alınmış, 1975’te ise hayli dağınk İngiltere Sosyal Güvenlik Sistemi tek çatı altına alınarak köklü düzenlemelere gidilmiştir. İngiltere sosyal güvenlik sistemi mevcut haliyle 1994’te Dünya Bankası tarafından önerilen üç ayaklı sosyal güvenlik modeline uygun düşmektedir, birinci ayak, kamu tarafından yönetilen dağıtım modeli ile finanse edilen ve fayda esaslı emeklilik planlarına dayalı; ikinci ayak, mesleki emeklilik planlarına dayalı işveren tarafından yönetilen planlar; üçüncü ayak ise çalışan tarafından yönetilen fonlama esaslı bireysel emeklilik planlarıdır¹³⁵.

Birinci ayakta, dağıtım modeli(PAYG) ile devlet tarafından finanse edilen “Devlete Ait Temel Devlet Emeklilik Maaş Planı (Basic State Retirement Pension-BSP)” ve yine devlet tarafından yönetilen kazanca bağlı primlerle finanse edilen “Kazanca Bağlı Emeklilik Aylığı Planı (State Earning-Related Pensions Scheme-SERPS)” bulunmaktadır. Memurlar ve kazancı belli bir miktarı aşanlar için zorunludur. Ayrıca birinci ayakta devlet tarafından yönetilen kazanca bağlı primlerle finanse edilen “Kazanca Bağlı Emeklilik Aylığı Planı (State Earning-Related Pensions Scheme-SERPS)” bulunmaktadır. SEPRS’ler fayda esaslı planlardır ve çalışanların hizmet süresinde en yüksek gelir elde ettiği 20 yılın ortalamasının %25’ine karşılık gelen bir faydayı önerir. Çalışanlar isterse bu plandan ayrılıp mesleki emeklilik planlarına ya da bireysel emeklilik planlarına yönelebilirler.

İkinci ayakta, “Mesleki Emeklilik Planları (Occupational Pension Schemes-OPS)” vardır. Bu planlar, işverenleri tarafından çalışanları adına kurulan ve minimum emeklilik garantisi ödemeyi taahhüt eden planlardır. Üçüncü ayakta ise, “Devredilebilir Emeklilik Planları (Contracted Out Schemes)” bulunmaktadır. Bu planlar ise, isterlerse çalışanlara kendilerine ait bireysel emeklilik hesabı açılması seçeneği sunmaktadır.

¹³⁵ URALCAN, Şebnem, “Bireysel Emeklilik Sistemi ve Altyapısı”, Beta yayınları, İstanbul, Ekim 2005, s.38-39

İngiltere’de “Basiretlilik Modeli (Prudent Man Rule)” geçerlidir. Yöneticiler tıpkı kendi fonlarını yönetir gibi katılımcıların portföylerini yönetmelidir. Elbette bu kurallar daha çok pratikte vardır, bunlara ilişkin yazılı kurallar mevcut değildir. Yazılı kuralları olan ülkeler Roma Kanunları’ndan etkilenmişlerdir. “Basiretlilik Modeli”nda portföy sınırlaması yoktur yada çok azdır ve portföy yönetiminde raporlama ve saydamlık sağlar. 1950’li ve 1960’lı yıllarda emeklilik fonları tamamen tahvile yatırım yapmakta iken, günümüzde emeklilik fonlarının %80’i mülkiyete yönelik araçlar içermektedir. Hisse senetlerine yatırım yapmayı özendirmek için “Bireysel Hisse Senedi Planları (Personel Equity Plans)” düzenlemesi getirilmiştir. Bu planlar, fonların belli bir bölümü hisse senetlerine yatırıldığında temettü ve gelir vergisinde muafiyet sağlamaktadır.¹³⁶ İngiltere’de özel emeklilik fonları bir yardımlaşma fonuna % 10’dan fazla yatırım yapamaz, kendi varlıklarına veya bağlı şirketlerin varlıklarına ise % 5’ten fazla yatırım yapamaz. Yabancı yatırımcıları engelleyici bir düzenleme mevcut değildir¹³⁷.

İngiltere’de çalışanların % 70’i fonlama esaslı emeklilik sisteminden yararlanmaktadır, bu % 70’lik kısmın % 50’lik bölümü şirket emeklilik planlarına dayalı olarak sisteme katılmaktadır. Kamu tarafından yönetilen mesleki emeklilik planları ile sigorta kapsamına alınanların oranı % 100’dür. Fakat özel sektör tarafından yönetilen mesleki emeklilik planlarında sigorta kapsamına alınanların oranı % 50’nin altındadır. Fayda esaslı planların kamu sektöründe tamamı, özel sektörde ise çoğunluğu bir dereceye kadar enflasyona endekslidir. Yüksek enflasyon ve düşük yatırım getirisi ile bir çağın başlangıcı olarak, mesleki katkı esaslı planların 1970’lerin ortasında popülaritesi azalmıştır. Fayda esaslı planlar ise, açık bir şekilde sermaye piyasasının zayıfladığı dönemlerde meydana gelen açıklardan zedelenmiştir. Örneğin 1970’lerin sonlarında firmalar çok yüksek düzeyde katkılar ödemek zorunda kalmıştır. İşverenlerin katkılarının GSMH’ya oranı, 1971’den 1981’e % 1,75’ten % 3,23’e çıkmıştır. Daha da ileri tarihlerde(1981’den beri) varlıkların büyüklüğü sermaye piyasasına yansımış, buna ilave olarak emekliliğe ilişkin yasal sınırlandırmalar ile üyelikteki gereksiz yığılmada büyük bir azalış olmuş ve çoğu plan firmaların katkı ödemelerine ara vermesi ile tamamen fonlanmış hale gelmiştir. Bunun yansımaları olarak, işverenlerin katkılarının GSMH’ya oranı 1987’de % 2’nin altına ve 1992’de % 1.22’ye düşmüştür. Son yıllarda mesleki katkı esaslı planlarda küçük de olsa bir hareketlenme görülmektedir. 1993’te istihdam edilen çalışanların tamamının % 3’ü, küçük firmalar tarafından istihdam edilenlerin ise % 19’u mesleki katkı esaslı planlara üye

¹³⁶ Ege, a.g.e., s. 101

¹³⁷ DAVIS, E.Philip, “Regulations of Private Pensions – A Case of The UK”, The Pensions Institute, London, UK, 2000, s. 17, <http://www.fsa.gov.uk/pubs/occpapers/OP15.pdf>, (26.06.2006)

olmuştur. Aynı zamanda, yetersiz getiri bahanesi ile şirket planları yoluyla ödenen normal katkıların üzerine “İlave Gönüllü Katılım (Additional Voluntary Contributions)” ödemelerinde artış görülmektedir. İstihdamın bir koşulu olarak fonlara zorunlu üyelik, çok sayıda çalışanın, işverenin katılıma zorunlu tutulmadığı bireysel emekliliği tercih etmesinin ardından 1988’de yürürlükten kaldırılmıştır. Son zamanlarda yapılan bir ankete göre, yeni çalışanların % 19’u kendi şirket planlarına katılmamaktadır. Buna rağmen, geri kalan çoğunluk bireysel emeklilikten ziyade kamu emeklilik planlarını sürdürmeyi yeğlemektedir¹³⁸.

Sosyal güvenliğin gelişimi özelleştirme yönündedir. “Devlete Ait Temel Devlet Emeklilik Maaş Planı (Basic State Retirement Pension-BSP)” düşük bir getiri oranı önermektedir. 1980’lerin başlarından beri sürmekte olan endekslemenin ücretlere değil fiyatlara dayalı olmasından dolayı getiri oranlarının daha da düşeceği beklenmektedir. Çalışanlar, “Minimum Emeklilik Garantisi (Guaranteed Minimum Pension-GMP)” öneren bir fayda esaslı plan veya “Minimum Emeklilik Garantisi” kadar katkı ödemesi gerektiren bir katkı esaslı plandan birini tercih edebilirler. İngiltere’de sosyal güvenliğin tercih hakkı tanyabilmesinin nedenlerinden biri emeklilik varlıklarının GSMH’ya oranının ABD ve Kanada gibi ülkelerden daha yüksek olmasıdır.¹³⁹

İngiltere emeklilik sistemi, özellikle son 25 yılı aşkın süredir sık ve belirgin bir şekilde geçirdiği reform nedeniyle ilgi çekmektedir. Emeklilikten yararlanacak şu anki neslin gelirleri, önemsenmeyecek kadar küçüktür fakat bu gelirlerin çok büyük kısmı özel kaynaklardan sağlanmakta olan devlet desteğinden oluşmaktadır. Burada emeklilik gelirlerinin çok daha büyük oranda devletten sağlandığı Fransa, Almanya ve İtalya gibi pek çok Avrupa ülkesine kıyasla çok belirgin bir zıtlık vardır¹⁴⁰.

3.1.2. Hollanda

1996 yılında Hollanda PAYG sistemine dayalı kamu sosyal güvenlik sisteminde reform gerçekleştirmiş ve yeni bir sistem getirmiştir¹⁴¹. Yeni sisteme göre birinci ayakta PAYG sistemi bulunmaktadır. İkinci ayakta, zorunlu veya yarı zorunlu mesleki emeklilik

¹³⁸ Davis, a.g.e., 1995, s.63-64

¹³⁹ Davis, a.g.e., 1994, s.64

¹⁴⁰ EMMERSON, Carl, “Pension Reform In The United Kingdom, Increasing The Role of Private Provision”, Working Paper, Number WP 402, October 2002, s.3

¹⁴¹ PINERA, Jose, “Reform of Pension System” International Center For Pension, 2000, s.13

planları, üçüncü ayakta ise gönüllü bireysel emeklilik planları bulunmaktadır. Gönüllü bireysel emeklilik planlarına katılım oranı son derece yüksektir. Birinci ayak, tüm vatandaşları kapsamaktadır ve PAYG kurallarına göre katkılar ödenmektedir. İkinci ayakta bulunan mesleki emeklilik planları ise özel kesim tarafından yönetilmekte, katılımcılara bireysel hesaplar açılmaktadır¹⁴². Çalışan için bu üç ayaktan herhangi birini seçmek zorunluluğu bulunmaktadır¹⁴³.

Hollanda'da tamamlayıcı emeklilik fonları, işveren için zorunlu değildir fakat işgücüne girişi amaçlar ve toplu pazarlığın bir sonucu olarak, uzun döneme yaydırılmış bir şekilde geliştirilmiştir ve 1953'teki Emeklilik ve Tasarruf Yasasında sistemleştirilmiştir. Emeklilik planlarının % 90'ı fayda esaslıdır (temel sosyal güvenlik sistemini tamamlayıcı olarak genellikle son maaşın %70'inin ödenmesi). Emeklilikten yararlananların % 90'ı enflasyon koruması almaktadır. Sivil hizmet emekliliğinin genel olarak fonlanmamış olduğu diğer ülkelerin tersine, aynı zamanda kamu çalışanları için de emeklilik fonları vardır. Bu fonlar, Hollanda'daki emeklilik varlıklarının GSMH'ya oranının yüksek oluşunu açıklayabilmektedir¹⁴⁴.

Hollanda'da "Basiretlilik Modeli" geçerlidir. Yurtdışına yatırım yapılması konusunda ve yatırım yapılacak araçlara ilişkin herhangi bir kısıtlama yoktur. İhraççının kendi yatırım araçlarına yapabileceği yatırım % 5 ile sınırlandırılmıştır. Hollanda'da özel emeklilik fonu yatırımlarına ilişkin kısıtlamaların olmaması özel emeklilik fonlarının gelişmesine neden olmuştur.¹⁴⁵ Çünkü özel emeklilik fonu varlıklarının GSMH'ya oranı 2001 yılı itibarıyla % 113'dir.

3.1.3. A.B.D.

ABD'de 1930'lu yıllarda ortaya çıkan büyük ekonomik buhran çok sayıda insanın yoksullaşmasına neden olmuştur. Bunun üzerine o günkü yönetim ulusal ölçekte bir sosyal güvenlik sistemi kurulması kararı almıştır. 1935'te "Yaşlılık, Dul-Yetim ve Malullük

¹⁴² RHODES, Martin; NATALI, David, "Welfare Regimes and Pension Reform Agendas", Contribution to The Conference on 'Pension reform In Europe: Shared Problems Sharing Solutions' London School Economic and Political Science, 5 December 2003, s.3, <http://www.lse.ac.uk/collections/hellenicObservatory/pdf/Rhodes-Pensions.pdf>, (26.06.2006)

¹⁴³ Erol vd. a.g.e., s.199

¹⁴⁴ Davis, a.g.e., 1994, s.68

¹⁴⁵ Ege, a.g.e., s.100

Sigortası Planı (Old Age, Survivors And Disability Incurance-OASDI)’’ adı altında bir yasa çıkarmıştır. Bu yasa, ülkedeki tüm çalışanları kapsayacak şekilde düzenlenmiştir. ¹⁴⁶ ABD’de halen yaşayan 65 yaş üstü nüfusun % 95’i OASDI kapsamında emeklilik aylığı almaktadır. Bu sistem dağıtım modeline dayalı ve fayda esaslı planlardan oluşmaktadır.

1940’lı yıllarda bu gelişme ile beraber işverenler ekonomik krizden zarar gören çalışanlarını kaybetmemek için maaşlara yapılacak zammı, emeklilik hesaplarına yatırabilme olanağı sağlayan fayda esaslı özel emeklilik planlarına yönelmişlerdir.

1974’te kabul edilen Çalışanların Emeklilik Gelirini Güvence Yasası (Employee Retirement Income Security Act- ERISA) ABD’de, sosyal güvenlikle ilgili son düzenlemeleri içermektedir. Bu yasanın kapsamında kolektif ve bireysel bazdaki tüm uzun vadeli planlar bulunmaktadır. ERISA’da asgari emeklilik standartları, kontrol, denetim ve periyodik raporlamaya ilişkin esaslar belirlenmiştir.¹⁴⁷ Yasada ayrıca işveren sponsorluğundaki emeklilik planları, çalışanlara kardan pay alma hakkı veren planlar, çalışanlara hisse sahipliği hakkı veren planlar, zorunlu tasarruf planları, bağımsız çalışanları kapsayan planlar ve bireysel emeklilik hesaplarını kapsamaktadır.¹⁴⁸

ERISA, hem fayda esaslı planları hem de katkı esaslı planları kapsamaktadır. Katkı esaslı planlar, 401(k) planları ve 403(b) planlarından oluşmaktadır. Hem 401(k) planları, hem de 403(b) planları, çalışanlara hisse sahipliği ve kardan pay alma hakkı veren planlardır. 401(k) planları, katkı esaslı planlar olduğu için bu planlar kapsamında emeklilik tasarrufunda bulunan çalışanlara çeşitli yatırım seçenekleri sunulur ve kendi emeklilik tasarruf stratejilerini geliştirme olanağı tanınır. 401(k) planlarına katılım zorunlu tutulmamış, çalışana, iş değişikliği durumunda birikmiş tasarruflarını topluca çekebilme yada yeni işyerine geçişte tasarruf hesaplarını transfer edebilme imkanı da sağlanmıştır. 401(k) planlarında işverenin katkısı zorunlu tutulmamış olmasına rağmen, pek çok işveren gönüllü olarak çalışanların maaşının belirli bir yüzdesine karşılık gelecek şekilde prim katkısında bulunmuştur.

401(k) planlarına katılan çalışan sayısı 1983 yılında 4,4 milyon iken, 2001 yılında yaklaşık 15 milyon kişiye ulaşmıştır. ABD’de toplanan emeklilik fonlarının büyüklüğü, 2002

¹⁴⁶ Ergenekon, a.g.e., s.160-165

¹⁴⁷ Erol vd., a.g.e., s.170-171

¹⁴⁸ Uralcan, a.g.e., s.43

yılına göre, 2.311 trilyon dolara ulaşmıştır ve bu fonların 2 trilyonluk kısmı 401(k) planlarına yatırıldan oluşmaktadır.¹⁴⁹

ERISA’da işveren tarafından kurulan emeklilik planları güvence altına alınmıştır. Bu güvenceyi gerçekleştirme görevi Emekli Aylıkları Garanti Kurumu (Pension Benefit Guaranty Corporation - PBGC)’na verilmiştir. Bu kurum, işveren tarafından kurulan planlarda emeklilik aylıklarını sigorta kapsamına alınmıştır. Sigorta kapsamına göre, varlık/yükümlülük(aktif/pasif) dengesi bozulan fonların yönetimine PBGC tarafından müdahale edilmesi ve fonun açığının kapatılmaya çalışılması sözkonusudur. Başlangıçta PBGC tarafından sağlanan güvencenin sınırları çok geniş tutulmuş daha sonra bazı işverenlerin suiistimalleri üzerine emeklilik fonlarında meydana gelen açıkların PBGC fonundan karşılanabilmesi için işverenin iflas etmesi yada çok ciddi finansal krizlere girdiğini ispat etmesi şartı getirilmiştir.¹⁵⁰

Bağımsız çalışan emeklilik planları ise, bağımsız çalışan esnaf ve sanatkârlara getirilen emeklilik planlarıdır. Bu planlarda da hem katkı esaslı hem de fayda esaslı örneklere rastlanmaktadır.

Basit çalışan emeklilik planı (A Simplified Employee Pension Plan-SEP) nispeten karmaşık olmayan emeklilik tasarruf araçlarından oluşmaktadır. Bu planlar, çalışanların kendileri tarafından edindikleri “Bireysel Emeklilik Hesabı (Individual Retirement Accounts-IRAs)”na dayalı vergi avantajı sağlanmış katkılar yapmalarını sağlamaktadır. Bu planlar altında, bir çalışan bireysel emeklilik hesabı edinerek, işverenin ödeyeceği katkıları kabul etmek zorundadır.¹⁵¹

Kardan pay alan bir plan veya hisse kazancı sağlayan plan (A Profit Sharing Plan or Stock Bonus Plan), katkı esaslıdır ve işverenin düzenli olarak ödenecek katkıların ne kadar olacağını belirleme hakkı vermektedir. Plan, her bir katılımcıya yıllık annüel katkıdan ne kadar pay alacağı tahsisine dayalı bir formülü içermektedir. Bu planlar 401(k) planları dâhilindedir.

¹⁴⁹ Erol vd., a.g.e., s.186

¹⁵⁰ Ergenekon, a.g.e., s.173

¹⁵¹ <http://www.dol.gov/dol/topic/retirement/typesofplans.htm>, (12.06.2006)

Çalışanlara hisse sahipliği hakkı veren planlar (An Employee Stock Ownership Plan (ESOP)) katkı esaslı planlardan oluşmaktadır. Burada yatırımlar öncelikli olarak işveren hisselerine yapılmaktadır.¹⁵²

ABD’de “Basiretlilik Modeli” geçerlidir. Emeklilik fonlarının yatırım yapacağı araçlara herhangi bir sınırlama getirilmezken, belirli fayda planlarında emeklilik fonu şirketlerinin kendi yatırım araçlarına yapabileceği yatırım en fazla % 10’dur. Yabancı varlıklara yatırım ile ilgili herhangi bir sınırlama bulunmamaktadır.¹⁵³

3.1.4. Almanya

Almanya Bismark Modeli’nin oluşturulduğu ‘sosyal sigortalar’ kavramının ilk olarak anıldığı ülkedir. Alman sosyal güvenlik sisteminde, Devlet Emekli Sandığı Planı bulunmaktadır. Bu planlar devlette çalışan uzmanlarca yönetilmekte, memurlar, işçiler, çiftçiler ve belirli meslek sahipleri için bu planlara katılmak zorunludur.¹⁵⁴ Ayrıca katılımı zorunlu olan mesleki birlikler tarafından fayda esaslı emeklilik planları mevcuttur. Almanya’da demografik nedenlerden kaynaklanan sosyal güvenlik finansman sorunları nedeniyle katılımı gönüllülük esasına bağlı tamamlayıcı özel emeklilik sistemi bulunmaktadır. Özel emeklilik sisteminin hedefi Alman çalışan aylıklarının % 19,1’ine karşılık gelen devletin emeklilik maaş sistemine olan katkılarını stabilize etmektir.¹⁵⁵

Almanya’da kamunun yürüttüğü birinci ayağı oluşturan kamu emeklilik planlarında istenen sonucun elde edilememesi şirket emeklilik planlarına yönelimi giderek artırmaktadır. ABD uygulamasından farklı olarak Almanya’da şirket emeklilik planları mal varlığını bağımsız bir emeklilik fonuna transfer etmek zorunluluğunda değildir ve şirketin bilançosunda emeklilik rezervleri şeklinde pasifte yer almaktadır. Bu fonlar şirket tarafından işletme finansmanında kaynak olarak kullanılabilirler. Ancak emekliliğe ait rezervleri kendi pasiflerinde tutma yolu seçen şirketler, oluşturulan planlar fayda esaslı olduğu için her yıl yasal zorunluluk ile aktüaryal olarak hesaplanan tutarları rezervlere eklemek

¹⁵² <http://www.dol.gov/dol/topic/retirement/typesofplans.htm>, (12.06.2006)

¹⁵³ DAVIS, E. Philip, “**Portfolio Regulation of Life Insurance Companies and Pension Funds**”, The Pensions Institute London, UK, January 2001, s. 50, <http://www.pensions-institute.org/workingpapers/wp0101.pdf>, (26.06.2006)

¹⁵⁴ Mimarlar, avukatlar vb. ise zorunlu mesleki birliklerin sağladığı sosyal güvenlik kapsamına girmek zorundadırlar.

¹⁵⁵ Uralcan, a.g.e., s.45-46

zorundadırlar. Ancak geçmişte yaşanan deneyimler aktüaryal dengeyi bazı şirketlerin sağlayamaması nedeniyle çalışanların mağdur olması ile sonuçlanmıştır. Elbette iflas halinde emeklilik mal varlıkları önceliğe sahiptir ancak yetersiz mal varlığı yüzünden çalışanlara ilişkin yükümlülüklerin yerine getirilmediği örnekler görülmüştür. Bu nedenle Almanya’da ABD’deki Emekli Aylıkları Garanti Kurumu(Pension Benefit Guaranty Corporation - PBGC) gibi Almanya Emeklilik Ödemesi Garanti Kurumu kurulmuştur. Emeklilik ödemesi taahhüdüne giren her şirket bu kuruma üye olmak zorunda ve kurum çalışana yapılacak ödemeleri garanti etmektedir.¹⁵⁶

Şirket emeklilik fonlarının şirket içinde kalması Almanya’da % 20-25’e kadar şirketlerin hisse senetlerine olan yatırım limitlerinden yararlanarak, diğer şirketlerle anlaşmalı olarak kendi hisselerine yatırım yapmalarına neden olabilir. Örneğin X Şirketi, Y Şirketi ile anlaşmalı olarak emeklilik fonu varlıklarını birbirlerinin hisselerine yatırabilirler. Elbette bu sermaye piyasalarına yönelik yatırımlarda şirketlerin her ne kadar kendilerini finanse etmelerine yol açıyor görünse de piyasada fiyat istikrarını kendi lehlerine bozacak etki doğurabilir.¹⁵⁷ Almanya özel emeklilik fonları en çok sabit getirili yatırım araçlarına yatırım yapmaktadır. Bunların yanı sıra Almanya’da şirketlerde bulunan emeklilik fonu yönetim gideri vergiden tamamen düşülebilmektedir.

Almanya’da “Sınırlandırılmış Model” geçerlidir ve emeklilik fonları varlıklarının % 20-25’ini hisse senetlerine, % 15- 25’ini sabit varlıklara yatırabilmektedir. Yabancı yatırımlara getirilen sınırlamalar ise şunlardır: AB’ye üye olmayan ülkelere yatırım en fazla %6, döviz yatırımları en fazla % 80. Emeklilik fonu şirketlerinin kendi yatırım araçlarına sınırlama ise %10’dur.¹⁵⁸

3.1.5. Polonya

Eski sosyalist ülkelerden olan Polonya’da geleneksel dağıtım yöntemine dayalı kamu emeklilik sisteminin yaşadığı büyük finansal sorunlar nedeniyle 1994 yılında büyük bir kampanya ile tanıtılmaya başlayan emeklilik reformu 1998 yılında yasalaşan ve 1999 yılında yürürlüğe giren yasayla düzenlenmiştir. Yeni emeklilik sistemi üç ayaktan oluşmaktadır. Birinci ayak, kamu tarafından yönetilen sosyal sigorta kurumları, ikinci ayakta ise özel

¹⁵⁶ Buzlupınar, a.g.e., s.64

¹⁵⁷ a.g.e., s.65

¹⁵⁸ Davis, a.g.e., 2001, s.47

emeklilik fonları bulunmaktadır. Bu fonlara katılım, reformun başlangıç tarihinde 30 yaşın altındakiler için zorunlu, 30-50 yaş arası için isteğe bağlı, 50 yaşın üzerindeki için ise sisteme girişin olanaklı olmayacağı şekildedir. Birinci ve ikinci ayaktaki özel emeklilik fonlarında ödenen katkılar(primler) vergiden muaf tutulmakta ancak bunların getirileri vergilendirilmektedir. Üçüncü ayakta ise, katılımı tamamen isteğe bağlı fonlanmış özel emeklilik fonları bulunmaktadır. Üçüncü ayaktaki özel emeklilik fonlarının katkıları vergilendirilmekte ancak getirileri vergiden muaf tutulmaktadır.¹⁵⁹

İkinci ayaktaki özel emeklilik fonlarında, devletin kaynaktan kesinti yapmak suretiyle aldığı prim kesintisi işveren için % 36, çalışan için ise % 9'dur. İşverenin payı doğrudan birinci basamakta faaliyet gösteren kamu sosyal güvenlik kurumuna aktarılırken çalışanın payı seçtiği emeklilik fonuna aktarılır.¹⁶⁰

Polonya'da birinci ayakta yer alan kamu sosyal güvenlik fonları için devlet garantisi getirilmiş ama bu ikinci ve üçüncü ayakta yer alan özel emeklilik fonları için getirilmemiştir.¹⁶¹ İkinci aşamada ve üçüncü aşamada katkı esaslı planlar bulunmaktadır. 2020 yılında özel emeklilik fonlarının GSMH'ya oranı % 33 olarak projelenmiştir.¹⁶²

Polonya'daki zorunlu emeklilik fonlarının olduğu ikinci ayak için "Sınırlandırılmış Model", gönüllü emeklilik fonlarının oluşturduğu üçüncü ayak için ise "Basiretlilik Modeli" uygulanmaktadır. Sınırlandırmalar, tek bir yatırım aracına % 10'dan fazla yatırım yapılamayacağı, fon varlıklarının % 5'inden fazlasının bir bankaya yatırılmayacağına dair kısıtlamalardır. Bunun dışında zorunlu emeklilik fonlarında, kote edilmiş hisse senetlerine % 40, ikincil piyasa hisse senetlerine % 10 oranında yatırım yapılabilmesine izin verilmektedir. Gönüllü emeklilik fonlarında ise, "Basiretlilik Modeli" gereği, yatırım kısıtlaması yoktur. Ancak hem zorunlu hem de gönüllü emeklilik fonlar için yabancı yatırımlara % 5 üst sınır getirilmiştir.¹⁶³

¹⁵⁹ Önal, a.g.e., s.57; O'DONNELL, Madalene, "Poland: Pension Reform Case Study 4-Poland: Participation In Macroeconomic Policy Making And Reform", Social Development Notes Environmentally And Socially Sustainable Development Network, Note No:80, March 2003, s.1

¹⁶⁰ OSTASZEWSKY, K. "Testimony: Poland's Pension Reform", Cato Institute, <http://www.pensionreform.org/articles/polandpreform.htm>, (24.06.2006)

¹⁶¹ Önal, a.g.e., s.57

¹⁶² LINDERMAN, David; RUTKOWSKI, Michal; SLUCHYNSKY, Oleksiy, "The Evolution of Pension Systems in Eastern Europe and Central Asia: Opportunities, Constraints, Dilemmas And Emerging Practices", The World Bank Washington D.C., 2000, s.8

¹⁶³ Ege, a.g.e., s.101

3.1.6. Macaristan

Macaristan emeklilik reformu, Orta ve Doğu Avrupa’da uygulanan ilk sistematik emeklilik reformudur. Macaristan’dan sonra aynı tipteki çok ayaklı emeklilik sistemini içeren reformu Polonya, Hırvatistan, Litvanya ve Kazakistan uygulamaya koymuştur.¹⁶⁴ Macaristan’da da Polonya’da olduğu gibi kamu tarafından yürütülen katılımı zorunlu dağıtım sistemi(PAYG) yürütülmekte iken 1997’de üç ayaklı sosyal güvenlik sistemini içeren reform yasası ile radikal bir değişim yaşanmıştır. Yeni sistemde, birinci ayakta kamu tarafından yürütülen katılımı zorunlu fayda planlarına dayalı ve dağıtım esasına göre finanse edilen kamu emeklilik planları yine yer almaktadır.¹⁶⁵ İkinci ayak ise katılımı zorunlu, tümüyle çalışanların katkılarıyla finanse edilen bireysel emeklilik hesaplarına dayalı emeklilik fonlarından oluşmaktadır.¹⁶⁶ Üçüncü ayak ise 1994 yılında uygulanmaya başlamış katılımı gönüllük esasına dayalı tamamlayıcı özel emeklilik fonlarını içermektedir.¹⁶⁷

Macaristan emeklilik sisteminde birinci ayakta kamu tarafından yönetilen fayda esaslı kamu emeklilik planlarından oluşan dağıtım esaslı birinci ayaktan zaman içinde katkı esaslı, fonlanmış, özel yönetimli ikinci ayağa geçişin çoğalacağı beklenmektedir. Özel emeklilik fonlarının 2020’de GSMH’ya oranı % 31 olarak projelendirilmiştir.¹⁶⁸

Yeni emeklilik sistemine katılım, 42 yaşından küçük 1998 yılından sonra işgücüne yeni katılarak ilk defa sigortalı olanlar için zorunludur. Eski sistemde sigortalanan ya da çalışan kimseler 31 Ağustos 1999 tarihine kadar sadece devletin sisteminde kalma ya da özel bir emeklilik fonuna katılma konusunda tercih hakkı verilmiştir.¹⁶⁹

Macaristan’da özel emeklilik fonlarında işveren sadece devletin yönettiği PAYG sistemine çalışanın maaşının % 30,5’ine yakın katkı ödemekte, çalışan ise gelirlerinin % 6’sını özel emeklilik fonlarına aktarabilmektedir. Macaristan emeklilik fonları kurulduğu ilk yıl büyük oranda zarar etmiştir. Ancak 1999 yılı itibariyle Macaristan’da 30 adet özel

¹⁶⁴ ROCHA, Roberto; VITTAS, Dimitri, “**The Hungarian Pension Reform: A Preliminary Assessment**”, World Bank Group, March 2000, s.1

¹⁶⁵ BARBELY, Szilvia, “**Pension in Hungary and Influence of External Players**”, New Governance And The Social Dimension Of Enlargement, Brussels, 18 October 2000, s.2

¹⁶⁶ MÜLLER Katharina: “**The Political Economy of Pension Reform In Eastern Europe**”, International Social Security Review, ISSA, Vol.:54, 2-3/2001, s.60

¹⁶⁷ SIMONOVITS Andras: “**Partial Privatization of a Pension System: Lessons from Hungary**”, Journal of International Development, J. Int. Dev. 12, 2000, s.520.

¹⁶⁸ Linderman vd., a.g.e., s.7

¹⁶⁹ MAROSSY Annamaria: “**General Overview Of The Hungarian, Czech and Polish Pension Systems**”, OECD Private Pensions Conference 2000, Private Pensions Series No:3, OECD, 2001, s.187.

emeklilik şirketinin bulunduğu ve emeklilik fon varlıklarının 138,6 milyon dolara ulaştığı bildirilmektedir.¹⁷⁰

Macaristan’da emeklilik fonlarının portföy dağılımında tahvil ve bonolara yapılan yatırımların yıllar içinde azaldığı bunun yerine hisse senetlerine yapılan yatırımın arttığı gözlenmektedir. 1998 yılı itibariyle % 76 devlet tahvili ve bonosuna, % 1’i hisse senedine, % 8’i özel tahvillere, % 4’ü tasarruf mevduatı hesaplarına, % 11’i ise nakit ve cari varlıklara yatırılmıştır.¹⁷¹ 2003 yılı itibariyle ise % 68,1’i devlet tahvili ve bonosuna, % 8,7’si hisse senetlerine, % 5,2’si özel tahvillere, % 5,8’i yatırım fonlarına, % 4,4’ü nakit ve mevduata, % 7,8’i ise diğer varlıklara yatırılmıştır. Hisse senetlerine getirilen yatırım limiti ikinci ayaktaki zorunlu özel emeklilik fonları için en fazla % 50’dir. Gönüllü özel emeklilik fonları için ise hisse senetlerine limit getirilmemiştir.¹⁷²

3.2. Latin Amerika Ülkeleri

TABLO.11. Latin Amerika’da Emeklilik Reformları

| LATİN AMERİKA | Reform Tarihi | Zorunlu Kamu Ayağı(Birinci Ayak) | İkinci Ayak | | |
|---------------|---------------|----------------------------------|----------------------|---|---|
| | | | Fonlama | Katkı | Katılım |
| ŞİLİ | 1981 | Aşamalı Bitirme | Bireysel Tam Fonlama | Çalışan %10 | Yeni Çalışanlara Zorunlu; Diğerlerine Seçmeli |
| PERU | 1993 | PAYG; Alternatif İkinci Ayak | Bireysel Tam Fonlama | Çalışan %8 | Tüm Çalışanlara Biri Zorunlu |
| ARJANTİN | 1994 | PAYG; Tamamlayıcı İkinci Ayak | Bireysel Tam Fonlama | Çalışan %7.74 | İkinci Ayak Gönüllü |
| KOLOMBİYA | 1994 | PAYG; Alternatif İkinci Ayak | Bireysel Tam Fonlama | Çalışan %2.5 İşveren %7.5 | Tüm Çalışanlara Biri Zorunlu |
| BOLİVYA | 1997 | Kapatıldı | Bireysel Tam Fonlama | Çalışan %10 | Tüm Çalışanlara Zorunlu |
| MEKSİKA | 1997 | Kapatıldı | Bireysel Tam Fonlama | Çalışan %1.125 İşveren %5.2 Devlet %2.2 | Tüm Çalışanlara Zorunlu |

Kaynak: MÜLLER Katharina, “The Making Of Pension Privatization In Latin America And Eastern Europe”, In Edyted By Robert HOLZMANN, Mitchell OREINSTEIN, Michal RUTKOWSKI, Pension Reform In Europe: Process And Progress, World Bank, Washington D.C., 2002, s.49 PAYG: Geleneksel (Fayda Esaslı) Dağıtım Yöntemi

¹⁷⁰ Erol vd., a.g.e., s.198

¹⁷¹ Ege, a.g.e., s.101

¹⁷² OECD, “Pension Markets In Focus”, Newsletter, June 2005, Issue:1, s.7

3.2.1. Şili

Şili’de 1924 yılında uygulanmaya konan geleneksel PAYG sistemi zamanla sosyal güvenlik sisteminde ciddi finansman sorunları yaşatmaya başlamış ve 1981’de radikal bir şekilde kamu tarafından yönetilen ve fayda esaslı planlara dayalı PAYG sistemi özelleştirilerek yerine tamamen fonlanmış, özel sektör tarafından yönetilen ve katkı esaslı planlara dayalı sistem getirilmiştir. Şili’deki reform hareketi son derece önemlidir. Çünkü Avrupa ve ABD dışında özel emeklilik fonlarını uygulamaya koyan ilk ülkedir. Şili’deki reformu daha sonra diğer Latin Amerika ülkeleri de izlemiştir.¹⁷³

Yeni sisteme geçiş aşamasında, 45 yaşın üzerindekiilere eski sistemde kalma veya yeni sisteme geçme hakkı verilmiş, 45 yaş altında kalanlara ise yeni sisteme katılım zorunlu tutulmuştur. Eski sistemden yeni sisteme geçiş hakkı tanınan 45 yaş üzerindeki kesime daha önce kamu sosyal güvenlik sistemindeki birikimlerine karşılık devlet tarafından özel olarak ihraç edilen yıllık % 4 faizli tahviller verilmiştir.¹⁷⁴ Uygulamaya konan yeni sistem bireysel hesaplara dayalı olarak çalışmaktadır. Bu bireysel hesapları yönetmek için AFP (Administradoras de Fondes de Pensions) adı verilen özel sektöre dayalı emeklilik fon yönetimi şirketleri kurulmuştur. AFP’lerin görevleri genel olarak primleri toplamak fon yönetimi hizmeti vermek, emekli aylıklarını ödemek, maluliyet ve ölüm risklerine karşı grup sigortası yapmak şeklinde sıralanabilir. AFP’ler bireysel tasarruf hesaplarındaki birikimleri istedikleri alanlara yatıramazlar. Bu konuda sınırlamalar getirilmiştir. Buna karşılık, katılımcıları adına asgari getiri oranını sağlamayan AFP’lerin faaliyetine son vermektedir. Bir yıl içinde tüm AFP’lerin ortalama getirisinin % 50’si altında getiri sağlayan AFP’ler, aradaki farkı yatırım rezervlerinden yada kardan karşılamak zorundadırlar. Bu fark 6 aylık dönem içinde kapatılmazsa, söz konusu AFP’nin faaliyetine son verilerek fark devlet tarafından karşılanır.¹⁷⁵

Şili’de “Sınırlandırılmış Model” uygulanmaktadır. 1981 yılında finansal riskleri giderebilmek amacıyla fonların yatırım yapacağı devlet tahvili oranları son derece yüksek iken, 1995 yılı itibariyle devlet tahvillerine yatırım limiti % 35 - % 50’ye indirilmiş, hisse senetlerine yatırım limiti ise % 30 - % 40’a çıkarılmıştır. 1981 yılında AFP’lerin hisse senetlerine yatırım yapma izni yoktur. 1985 yılında ancak hisse senetlerine yatırım

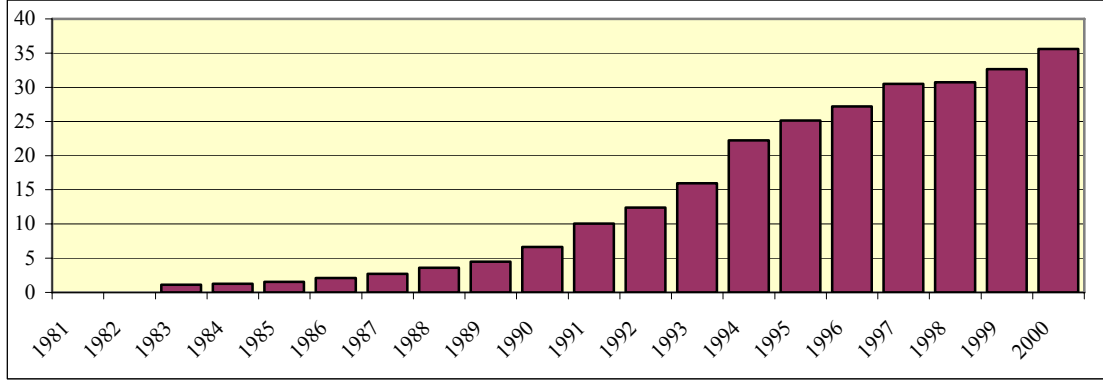
¹⁷³ Uralcan, a.g.e., s.40-42

¹⁷⁴ ERGENEKON, “Özel Emeklilik...”, a.g.e., 1998, s.87

¹⁷⁵ KAPAR, Recep, “Şili Sosyal Güvenlik Sisteminde Sağlık ve Emeklilik Sigortalarında Yaşanan Değişimler”, D.E.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt:1, Sayı:1, 1999, s.170-171

yapılmasına izin verilmiştir.¹⁷⁶ Şili’de özel emeklilik fonlarının Ekim 2000 itibariyle GSMH’ya oranı % 45’tir. Bu oranın 2010’da % 77 - % 87, 2020’de ise % 88 - % 109’a ulaşması beklenmektedir.

Grafik.4. Şili’de Özel Emeklilik Varlıklarının Gelişimi (1981-2000, Milyar \$)



Kaynak: ERGENEKON, “Emekliliğin Finansmanı Global Uygulamalar Işığında Türkiye İçin Bir Özel Emeklilik Modeli Önerisi”, s.141, SAFP, *Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones*, 2000. Not: 2000 yılı verisi Ekim ayı itibariyledir.

TABLO.12. Şili Emeklilik Fonlarının Portföy Yapısı (1981-00, %)

| | KAMU BORÇLANMA ARAÇLARI | BORSA PARA PİYASASI | ŞİRKET TAHVİLLERİ | HİSSE SENETLERİ | YATIRIM FONLARI | YABANCI MENKUL KIYMETLER |
|------|-------------------------|---------------------|-------------------|-----------------|-----------------|--------------------------|
| 1981 | 28,1 | 71,3 | 0,6 | 0 | 0 | 0 |
| 1982 | 26,0 | 73,4 | 0,6 | 0 | 0 | 0 |
| 1983 | 44,5 | 53,3 | 2,2 | 0 | 0 | 0 |
| 1984 | 42,2 | 56 | 1,8 | 0 | 0 | 0 |
| 1985 | 42,6 | 56,3 | 1,1 | 0 | 0 | 0 |
| 1986 | 46,3 | 49 | 0,8 | 3,9 | 0 | 0 |
| 1987 | 41,5 | 49,8 | 2,6 | 6,2 | 0 | 0 |
| 1988 | 35,4 | 50,1 | 6,4 | 8,1 | 0 | 0 |
| 1989 | 41,6 | 39,2 | 9,1 | 10,1 | 0 | 0 |
| 1990 | 44,1 | 33,6 | 11,1 | 11,3 | 0 | 0 |
| 1991 | 38,3 | 26,7 | 11,1 | 23,8 | 0 | 0 |
| 1992 | 41,8 | 24,9 | 9,6 | 23,5 | 0,2 | 0 |
| 1993 | 39,2 | 20,7 | 7,3 | 31,9 | 0,3 | 0,6 |
| 1994 | 39,8 | 20,1 | 6,4 | 32,4 | 0,3 | 0,9 |
| 1995 | 39,5 | 22,4 | 5,2 | 30,1 | 2,5 | 0,2 |
| 1996 | 39,2 | 24,8 | 5 | 27 | 3,4 | 0,5 |
| 1997 | 39,6 | 29,4 | 3,3 | 23,4 | 3,1 | 1,1 |
| 1998 | 41 | 31,8 | 3,8 | 14,9 | 2,9 | 5,6 |
| 1999 | 34,6 | 33,2 | 3,8 | 12,4 | 2,6 | 13,4 |
| 2000 | 35,7 | 35,1 | 4 | 11,6 | 2,4 | 10,9 |

SAFP *Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones* verileri.

¹⁷⁶ ERGENEKON, “Özel Emeklilik...”, 1998, s.111-112

2000 yılı itibariyle, 35,86 milyar dolar düzeyinde bulunan AFP portföyünün %35,7'si (12,8 Milyar Dolar) kamu tahvil ve bonolarına, %35,1'i (12,58 Milyar Dolar) borsa para piyasasına, %11,6'sı (41,60 Milyar Dolar) hisse senetlerine, %10,9'u (3,9 Milyar Dolar) ise yabancı menkul kıymetlere yatırılmıştır.

3.2.2. Meksika

Şili'deki emeklilik reformu benzeri bir reform hareketi de 1997 yılında Meksika'da gerçekleştirilmiştir. Bu reform hareketi PAYG sistemine dayalı, fayda esaslı planlardan oluşmaktadır. Gerçekleştirilen reform ile sistem tamamen fonlanmış ve katkı esaslı planlardan oluşan ve özel sektör tarafından yönetilir hale getirilmiştir. Bu sisteme tüm çalışanların katılımı zorunludur.¹⁷⁷

Meksika'da emeklilik hesaplarında biriken tutarın 2000 yılı itibariyle 25 milyon dolara ulaştığı bildirilmektedir. 2015 yılında ise 138 milyon dolara ulaşacağı beklenilmektedir. Çalışanlar tasarruflarının asgari % 65'ini devlet tahvillerine yatırmak zorundadır ve emeklilik fonlarında biriken tasarrufların yaklaşık % 90'ı devlet tahvili ve hazine bonosunda değerlendirilmektedir.¹⁷⁸ Diğer zorunlu katkı esaslı planların uygulandığı ülkelerde olduğu gibi Meksika'da da devlet asgari emeklilik garantisi vermektedir.¹⁷⁹

Meksika'da ilgili mevzuatta "Sınırlandırılmış Model" esas alınmaktadır. Bu mevzuata göre, tek bir ihraççının hisse senetlerine % 10'dan fazla yatırım yapılamamaktadır. Fon yöneticisinin veya herhangi bir şekilde mali ilişkisinin olduğu hisse senetlerine en fazla % 5 yatırım yapılabilmektedir. Yatırımcıyı korumak amacıyla en az % 51 oranında enflasyon koruması olan menkul kıymetlere yatırım yapılması şart koşulmuştur. Vadesi 183 güne kadar olan kısa vadeli yatırım araçlarına en fazla fonun % 65'i oranında yatırım yapılabilmesine izin verilmektedir. Emeklilik fonlarının ancak % 10'unun devlet tarafından ihraç edilmiş yabancı yatırım araçlarına yapılabilmesine izin verilmektedir.¹⁸⁰

¹⁷⁷ Erol vd., a.g.e., s.207

¹⁷⁸ a.g.e., s.208

¹⁷⁹ Uralcan, a.g.e., s.48

¹⁸⁰ YERMO, Juan, "Survey Of Investment Regulation Of Pension Funds", November, 2003, s. 11, <http://www.oecd.org/dataoecd/51/51/25589627.pdf>, (28.06.2006)

3.3. ASYA ÜLKELERİ

3.3.1. Singapur

1997 yılında Singapur'da gerçekleştirilen reform ile devlet tarafından yönetilen sosyal güvenlik fonları bireysel tasarruf hesaplarına dönüştürülmüştür.¹⁸¹ Bu reform hareketi 1996 yılının başlarından itibaren Singapur'da Merkezi Koruma Fonu(Central Provident Fund)'nun yatırım olanakları ile geniş ölçüde serbestleştirilmiştir. Merkezi Koruma Fonu(CPF) toplu olarak devlet tarafından yönetilen, zorunlu katkı esaslı bireysel hesaplara dayalıdır. Katılımcılar, varlıklarının bir kısmını hisse senetlerine veya yatırım fonlarına yatırma konusunda tercih hakkına sahiptir. Ayrıca, zengin doğu Asya ülkeleri artı İngiltere ve ABD'yi kapsayan onaylanmış deniz aşırı ülkelere varlıklarının yarısına yakınına yatırmaktadırlar. 1997'de bile merkezi emeklilik fonu yatırım planlarında %55'den fazla katılımcı bu onaylanmış ülkelere varlıklarının yaklaşık %45'ini yatırmışlardır.¹⁸²

Singapur'da 2001 yılı öncesinde varlıkların sadece hazine bonusu ve menkul kıymetlere yatırılmasına izin verilmekteydi. Ancak 2001 yılında gönüllü bireysel emeklilik planlarına izin veren İlave Emeklilik Sistemi (Supplementary Retirement System) yatırım limitleriyle ilgili uygulamanın biraz daha esnetilmesine neden olmuştur.¹⁸³

3.3.2. Japonya

Japonya'da üç ayaklı emeklilik sistemi uygulanmaktadır. Birinci ayakta kamu tarafından yönetilen kamu emeklilik fonları, ikinci ayakta, şirketler tarafından çalışanları adına yönetilen şirket emeklilik fonları, üçüncü ayakta ise, kişilerin kendi adlarına yönettikleri bireysel emeklilik fonları bulunmaktadır. Birinci ayaktaki kamu emeklilik fonları fayda esaslı planlardır ve üç kısma ayrılmaktadır. Birincisi toplumun bütün üyelerini kapsayan Ulusal Temel Emeklilik Fonları, ikincisi özel sektörde işçi olarak çalışanları

¹⁸¹ AKBULAK, Sevinç; AKBULAK, Yavuz, “**Türk Sosyal Güvenlik Sisteminde Yaşanan Sorunlar ve Alınması Gereken Önlemler**”, Ekonomik ve Mali Araştırma Yarışması, Maliye Hesap Uzmanları Vakfı Yayınları No:17, Ankara, Eylül 2004, s.15

¹⁸² QUEISSER Monika, WHITEHOUSE Edward, “**Individual Choice In Social Protection: The Case Of Swiss Pensions**”, OECD, Social, Employment And Migration Working Papers, No:11, 3 August 2003, s.22-23

¹⁸³ ASHER, Mukul G., “**Governance and Investment of Provident and Pension Funds: The Case of Singapore and India**”, Second Public Pension Fund Management Conference, World Bank Headquarters, Washington DC, May 5-7, 2003, s.7; SONIG, “**Rising Trends of Pension System In Asia Pasific Region**”, OECD/INPRS/KOREA Conference On Private Pensions In Asia, October 24-25, SEOUL, KOREA, s.14

kapsam altına alan çalışanların emeklilik sigortası, üçüncüsü ise, kamu çalışanlarını kapsam altına alan Fon Yardım Birliği'dir.¹⁸⁴

1998 başı itibariyle Kamu Çalışanları Fon Yardım Birliği Fonu ve Ulusal Temel Emeklilik Fonları dünyanın en büyük 10 emeklilik fonu arasına girmiş ve toplam aktifleri sırasıyla yaklaşık 99 milyar dolar ve 74 milyar dolara ulaşmıştır.¹⁸⁵

Japonya'da "Basiretlilik Modeli" geçerlidir. Yatırımlarla ilgili herhangi bir sınırlandırma getirilmemiştir. Elbette emeklilik fonlarının bu derece yüksek aktiflere ulaşmasında "Basiretlilik Modeli" uygulanmasının da payı vardır.¹⁸⁶

3.3.3. Çin

Çin 1995 yılında PAYG sistemine dayalı kamu tarafından yönetilen sosyal güvenlik sisteminde reform gerçekleştirmiş ve katılımı zorunlu olan birinci ayaktaki kamu sosyal güvenlik sistemini tamamlayıcı olarak yine katılımı zorunlu bireysel emeklilik sistemini getirmiştir. Bu sisteme göre herkes mevcut kamu sistemine üye olmakla beraber hem çalışan hem de yerel yönetim tarafından bireysel hesaplara katkı ödemektedir. Bu bireysel hesaplar yerel yönetimler(belediyeler veya eyalet yetkilileri) tarafından yönetilmektedir.¹⁸⁷ Çin'deki sistem kombine bir emeklilik sistemidir ve iki ayağa dayanmaktadır. Birinci ayakta fayda esaslı Temel Emeklilik Planları, ikinci ayakta ise katkı esaslı Bireysel Hesaplar bulunmaktadır. Temel Emeklilik Planlarında yerel yönetimler, % 13 oranında prim ödeyeceğini ve emeklilikte o yörede çalışanların ortalama ücretinin % 20'sine karşılık gelen bir faydayı taahhüt etmektedir. Bireysel Hesaplara ise; % 8 oranında bireyler, % 7 oranında ise yerel yönetimler katkı payı ödemektedir.¹⁸⁸

Çin'deki yasal düzenlemelere göre, emeklilik fonlarında biriken tutarın % 80'i kamu menkul kıymetlerine, % 20'si ise banka mevduatına yatırılmak zorundadır. Vergi muafiyeti yoktur.¹⁸⁹

¹⁸⁴ Önal, a.g.e., s.59

¹⁸⁵ a.g.e., s.61

¹⁸⁶ Yermo, a.g.e., 2003, s.3

¹⁸⁷ WANG, Xu; WANG; Zhai, "Options and Impact of China's Pension Reform: A Computable General Analysis", Journal of Comparative Economics, October 2003, s.106-108

¹⁸⁸ MA, Jun; ZHAI, Fan, "Financing China's Pension Reform", Financial Sector Reform In China Conference, September 11-13, 2001, s.3

¹⁸⁹ Uralcan, a.g.e., s.48

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE SERMAYE PİYASASI, SOSYAL GÜVENLİK KURUMLARI VE ÖZEL EMEKLİLİK FONLARI

1. TÜRK SERMAYE PİYASASI

1. 1. Türk Sermaye Piyasasının Tarihi ve Gelişimi

Türkiye’de 80’li yıllara kadar gerekli yasal düzenleme ve denetlemeler bulunmadığından finansal piyasalar etkin bir şekilde işletilememiştir. 1981 yılında gerekli yasal düzenlemeler ve denetimler yürürlüğe konmuştur. Bunlardan biri Sermaye Piyasası Kanunu’nun çıkarılması, diğeri ise Sermaye Piyasası Kurulu’nun kurulmasıdır. Sermaye Piyasasının organize bir şekilde çalışabilmesi amacıyla 1986 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) kurulmuştur. 1989 yılında Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkındaki 32 Sayılı Karar ile yabancı yatırımcıların da finansal piyasalarda işlem yapabilmesi serbestiye kavuşturulmuştur.

Sermaye Piyasası Kanunu’nda “Tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılımını sağlamak amacıyla; sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasını düzenlemek ve denetlemek” amacı güdülmüştür.

1981 sonrasında, mevduat ve kredi faiz oranları serbestleştirilmiş, bankaların ve mevduat sahiplerinin döviz işlemlerine getirilen kısıtlamalar kaldırılmış, kişilere portföylerinde döviz bulundurma olanağı tanınmış, finansal piyasalarda gerçekleşen işlemler ile buradan elde edilen gelirlerin üzerindeki vergiler azaltılmış, mali sistem kurumsallaştırılmıştır, yabancı ve yerli bankaların mali sisteme katılmalarına ilişkin getirilen kısıtlamalar azaltılmış, menkul kıymet piyasaları oluşturularak, şirketlere yeni finansman

kaynakları yaratılmıştır, Türk Lirası piyasasının oluşturulması ve benzeri gelişmeler olmuştur.¹⁹⁰

11.08.1989 Tarihli Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren 7.08.1989 Tarihli 32 Sayılı Karar, kambiyo rejiminin serbestleştirilmesi üzerine hükümler içermektedir. Adı geçen Kanuna göre, yabancı yatırımcıların sermaye piyasası araçları alım-satımına serbesti sağlanmış ve sermayenin yurtdışına çıkışına izin veren finansal liberalizasyon düzenlemesi yapılmıştır. 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, 1992’de değişikliklere uğramıştır. Bunu takip eden süreçte 1995’te sermaye piyasasında takas ve saklama işlerini yürütecek Takasbank kurulmuştur.

1995’te çıkarılan Serbest Bölgeler Kanunu çerçevesinde 1996’da İMKB bünyesinde uluslararası pazar niteliğinde bir serbest bölge kurulmuştur.¹⁹¹ Serbest bölge, ülkelerin siyasi sınırları içinde olmakla beraber gümrük hattı dışında sayılan, ülkede geçerli ticari mali ve iktisadi alanlara ilişkin hukuki ve idari düzenlemelerin uygulanmadığı veya kısmen uygulandığı, sınai ve ticari faaliyetler için daha geniş teşviklerin tanındığı ve fiziki olarak ülkenin diğer kısımlarından ayrılan yerler olarak tanımlanabilir.¹⁹²

19.10.2001 Tarih ve 24558 Sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan 2001/3025 Sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş. (VOBAŞ) unvanı altında bir vadeli işlem borsası kurulması kararlaştırılmıştır. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik hükümlerine dayanılarak 27.03.2004 Tarih ve 25415 Sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetmeliği ile de Borsa’nın çalışma kural ve esasları belirlenmiştir. 05.03.2004 tarihinde faaliyet izni verilen Borsa, 04.02.2005 tarihinde resmi olarak faaliyetlerine başlamıştır.¹⁹³

Ülkemizde para piyasası, sermaye piyasasına kıyasla daha fazla gelişmiştir. Para piyasalarının en etkin kurumları ise bankalardır. Ekonomik istikrarın uzun yıllardır sağlanamaması, belirsizliğin yüksek olması piyasaları kısa vadede yoğunlaştırmıştır. Yatırımcılar uzun vadeli menkul kıymetlere yatırım yapmak yerine, kısa vadeli, sabit ve yüksek getirili kamu borçlanma araçlarına yatırım yapmayı tercih etmektedirler.¹⁹⁴

¹⁹⁰ OKSAY, Suna, “**Finansal Piyasalarda Yeni Yasal Düzenlemeler (Reregulation) İhtiyacı ve Türk Finans Sistemi**” Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Öneri Dergisi, Haziran 2000, <http://bsy.marmara.edu.tr/TR/makaleler/finansal.htm> (11.08.2005)

¹⁹¹ Koryuan, a.g.e., s.24

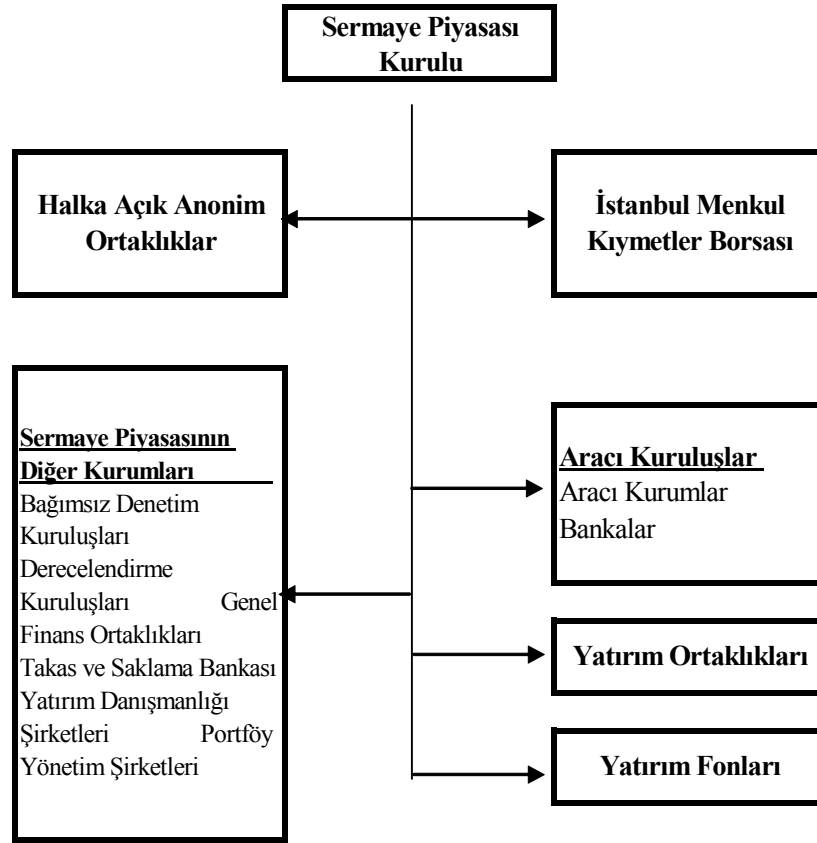
¹⁹² SEYİTOĞLU, Halil, “**Ekonomik Terimler Sözlüğü**”, Güzem Yayınları, Ankara, 1992, s.751

¹⁹³ <http://www.spk.gov.tr/digersiteler/vobas.html> (28.08.2005)

¹⁹⁴ Coşkun, a.g.e., s.90

1.2. Türk Sermaye Piyasasının Kurumsal ve Yapısal Modeli

Şekil. 2. Türkiye’de Sermaye Piyasasının Kurumsal ve Yapısal Modeli



Kaynak: Karan, Baha, “Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi”, Hacettepe Ün. Finansal Araşt. Merkezi, Ankara, 2001, s.68

Sermaye Piyasası Kurulu, 1981 yılında 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile kurulmuştur. Yetkilerini kendi sorumluluğu altında bağımsız olarak kullanan, idari ve mali özerkliğe sahip düzenleyici bir kamu kurumudur. İlgili olduğu bakanlık, Başbakan tarafından görevlendirilen Devlet Bakanlığı’dır. Merkezi Ankara’da olan kurulun İstanbul’da bir temsilciliği bulunmaktadır. Kurul’un temel görevi; sermaye piyasasının güven açıklık ve

kararlılık içinde çalışmasını, tasarruf sahiplerinin yani yatırımcıların hak ve yararlarının korunmasını sağlamaktır.¹⁹⁵

Sermaye piyasasında alım-satıma konu olan menkul kıymetler anonim şirketler tarafından ihraç edilmektedir. Anonim şirketler, sermayesi paylara bölünmüş sermaye şirketleridir. Anonim şirketlerin en önemli özelliği ortak sayılarını artırarak halka açılabilmesidir.

SPK' da borsada işlem yapma yetkisi almış kurumlar: Yatırım ve kalkınma bankaları, ticari bankalar ve aracı kurumlardır. Yatırım ve kalkınma bankaları ile ticari bankalar İMKB'nin hisse senedi dışındaki piyasalarında işlem yapabilmektedirler. Hisse senedi piyasasında 1997 yılından itibaren SPK tarafından alınmış bir karara göre yalnız aracı kurumlar işlem yapabilmektedirler.¹⁹⁶

Sermaye Piyasası Kurulu'nun bünyesinde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası 1986 yılından beri faaliyet göstermektedir. "İMKB, Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında 91 Sayılı Kanun Hükmünde Kararname uyarınca kurulmuş, yetkilerini kendi sorumluluğu altında bağımsız olarak kullanan ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun gözetim ve denetimi altında olan tüzel kişiliği haiz bir kamu kurumudur."(İMKB Teşkilat, Görev ve Çalışma Esasları Yönetmeliği md.6)

İMKB'nin bünyesinde 'hisse senedi piyasası' ve 'tahvil ve bono piyasası' bulunmaktadır. Hisse senedi piyasası özel kesim hisse senetlerinin alınıp satıldığı organize piyasadır. Tahvil ve Bono Piyasası hem kesin alım-satım işlemleri için hem de repo-ters repo işlemleri için tek organize, yarı otomatik çalışan piyasadır. Piyasa, devlet tahvilleri, hazine bonoları, gayrimenkul sertifikaları, Özelleştirme İdaresi'nin ihraç ettiği tahviller ve borsa kotuna alınmış özel sektör tahvillerinin şeffaf ve rekabete açık bir ortamda işlem görmelerini sağlayarak bu menkul kıymetlerin likiditesini artırmak, enformasyon akışını hızlandırmak, böylece etkin bir ikinci el piyasa sağlamak amacıyla kurulmuştur.¹⁹⁷

¹⁹⁵ <http://www.spk.gov.tr/Hakkinda/hakkinda.htm?tur=gorevimiz>, (27.05.2006)

¹⁹⁶ Karan, a.g.e., s.88

¹⁹⁷ <http://www.imkb.gov.tr/piyasalar/tahvil.htm>, (27.05.2006)

1.3. Türk Sermaye Piyasasının Araçları

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 3. maddesinde sermaye piyasası araçları menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçları olarak açıklanmaktadır. Bu kanuna göre menkul kıymetler, *”Ortaklık veya alacaklık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Kurul’ca belirlenen kıymetli evraktır.”*

Menkul kıymetler olarak, hisse senetleri, hisse senedi türevleri, geçici ilmühaberler, yeni pay alma kuponları, tahviller, tahvil türevleri, tahvil faiz kuponları, hazine bonoları, katılma intifa senetleri, kar ve zarar ortaklığı belgeleri, banka bonoları, banka garantili bonolardır. Ayrıca, finansman bonoları, varlığa dayalı menkul kıymetler, gelir ortaklığı senetleri, gayrimenkul sertifikaları, tertip halinde çıkarılan ve 2 yıl veya daha uzun süreli ipotekli borç ve irat senetleri, borsa yatırım fonu katılma belgeleri, içtüzüğünde kurucu dışındaki aracı kuruluşlarca serbestçe alım satımı öngörülen A tipi yatırım fonu katılma belgeleri de menkul kıymet olarak sayılmaktadır. Diğer sermaye piyasası araçları ise, menkul kıymetler dışında kalan ve kurulca belirlenen evraktır. Ancak çek, poliçe, nakit, bono ile mevduat sertifikaları sermaye piyasası aracı olarak sayılmamaktadır.¹⁹⁸

2. TÜRK SOSYAL GÜVENLİK KURUMLARI

Sosyal güvenlik kurumları, bireylerin yaşlılık, malullük, hastalık hallerinde ödenmek üzere, kanunlarla düzenlenen tutarlarda kendilerine ödenen primleri uzun vadeli yatırıma dönüştüren ve bu fonları sermaye piyasasına yönlendirerek büyük portföy oluşturan kamu kurumlarıdır. Ancak ülkemizde sosyal güvenlik kurumları bu fonları kamu finansman açıklarının kapatılması amacıyla devlet tahvili ve hazine bonosuna yatırmaktadır ve fonları etkin bir şekilde yönetememektedir.¹⁹⁹

1961 Anayasası ile sosyal haklara ve sosyal güvenlik hakkına anayasal bir nitelik kazandırılmış Anayasanın 41. Maddesinde; *“Herkes sosyal güvenlik hakkına sahiptir. Bu hakkı sağlamak için sosyal sigortalar ve sosyal yardım teşkilatı kurmak ve kurdurmak*

¹⁹⁸ İMKB, **“Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları”**, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Temel Düzey Lisans Eğitimi Notları, Türkiye Sermaye Piyasası Araçlar Kuruluşu, Mart, 2004, s.7; İMKB, **“Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu”**, Kılavuz-10, s.156

¹⁹⁹ Koruyan, a.g.e., s.45

devletin ödevlerindedir.” şeklinde belirtilmiştir.²⁰⁰ Halen yürürlükte olan 1982 Anayasasında da aynı hüküm yer almaktadır.

Ülkemizde devlet tarafından kurulan kamu sosyal güvenlik kurumları şunlardır: 1945 yılında işçiler için Sosyal Sigortalar Kurumu, memurlar için 1949 yılında T.C. Emekli Sandığı, bağımsız çalışanlar için 1971 yılında Bağ-Kur. Bu kurumların yanı sıra bankalar, borsalar, ticaret ve sanayi odaları ile bunların birliklerine ait yardımlaşma sandıkları vardır.²⁰¹

Türk sosyal güvenlik sistemi primli ve primsiz rejimleri bir arada uygulamaktadır ve daha çok devlete ait kurumlar olan Sosyal Sigortalar Kurumu, Emekli Sandığı, Bağ-kur Türkiye’de sosyal güvenlikle ilgili düzenlemeleri ve yükümlülükleri yerine getirmektedir.

Bununla beraber kamu kurumlarına yada özel şirketlere ait bankalar, sigortalar şirketleri ve ticaret ve sanayi odalarına ait sosyal güvenlik sisteminin tamamlayıcı nitelikte özel sandıklar bulunmaktadır. Ancak, bu kurumlar sundukları faydalar(emeklilik ödemeleri) ve sağlık koruması açısından yetersiz kalabilmektedir. Yaşlılık dönemlerinde yeterince gelir elde etmek isteyen ve sağlık korumasını yetersiz bulan bireyler mevcut kamu sosyal güvenlik kurumlarına ek olarak bu kurumların olanaklarından yararlanabilmektedir. Bu programlar, normal emeklilik yaşına göre daha önce emeklilik hakkı tanımakta, böylece kişileri emeklilik yaşına ulaşmama riskine karşı korurken, kamu sigortasından emekli olacağı yaşa kadar da yaşam standardını yükseltmektedir. Bunun yanısıra, burada oluşan fonlar sermaye piyasalarını güçlendirebilecek kapasiteye ulaşmaktadır. Genellikle bu programların zorunluluk esasına dayalı programlara alternatif olması yada uzun vadede onların yerini alması söz konusu olmayıp, zorunluluk esasına dayalı programlardan vazgeçilmemektedir.²⁰²

Tamamlayıcı nitelikte emeklilik kurumlarının, uzun vadeli fon yaratması, kurumsal yatırımcılığı geliştirmesi ve sermaye piyasasına kaynak aktarımı sağlaması beklenmektedir.²⁰³

Türkiye’de Amele Birliği, İlkokul Öğretmenleri Sağlık ve Sosyal Yardım Sandığı(İLKSAN), Memur Yardımlaşma Kurumu(MEYAK), Ordu Yardımlaşma

²⁰⁰ Kuruca, a.g.e., s.43

²⁰¹ ŞEN, Murat, MEMİŞ, Tekin, “**Özel Emeklilik ve Türkiye İçin Sistem Önerisi**”, TÜGİAD Yayınları, s.11

²⁰² DPT, 8. Beş Yıllık Kalkınma Planı, “**Sosyal Güvenlik Özel İhtisas Komisyon Raporu**”, DPT.2592-ÖİK 604, ANKARA, 2001, <http://ekutup.dpt.gov.tr/soyalgu/oik604.pdf>, s.111-112

²⁰³ Erol vd. a.g.e., 1997, s. 119

Kurumu(OYAK), kamu kurumları ve özel şirketler tarafından kurulan sandıklar, bireylere yada kurumlara özel sigorta hizmeti veren sigorta şirketleri sosyal güvenlik alanında tamamlayıcı kurumlar olarak karşımıza çıkmaktadır.

Türkiye’de sosyal güvenlik sistemi açıklarının önemli sebeplerinden biri prim gelirlerinin yetersizliği ve kayıt dışı istihdam nedeniyle elde edilen gelirin yetersizliğidir. Ayrıca nüfusun yaşlanması, erken emeklilik, devletin biriken fonlara müdahale edebilmesi, düşük prim oranlarına karşılık yüksek emeklilik maaşları, sağlık gibi yüksek maliyetli ödemelerin bağımlı sigortalılardan kaynaklanan giderlerinin artması sosyal güvenlik sistemlerini kaçınılmaz finansal krizlere götürmektedir.

SSK’nın fonlarınının 4792 Sayılı Kanununun Değişik 20. maddesinde, milli bankalara; devletin çıkardığı tahviller ile Toplu Konut ve Kamu Ortaklığınca çıkarılan gelir ortaklığı ve hisse senetlerine; gayrimenkullere yatırılacağı gibi, kendisine bağlı tüzel kişiliği haiz müesseseler kurmak, ya da, ortaklık yada şirketler kurmak veya kurulmuş bulunanların hisse senetlerini veya ortaklık paylarını satın almak suretiyle işletilebileceği açıklanmıştır.

SSK, her yılın gelirleri ile giderleri arasındaki pozitif farkı ve ileriki yıllarda yapılacak sosyal yardım ve ödemelerin karşılığı olarak biriken fonları, 1993’ten itibaren aşağıdaki alanlarda değerlendirmiştir.

TABLO.13. SSK’nın Yatırımları(milyar TL)

| | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | TOPLAM |
|---|--------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <i>Milli Bankalar</i> | 5.666 | 9.855 | 18.552 | 48.181 | 75.255 | 140.197 | 297.706 |
| <i>Devlet Tahvilleri ve hazine bonoları</i> | 40 | 5.228 | 5.212 | 8.439 | 5.005 | 5.003 | 28.927 |
| <i>Gayrimenkuller</i> | 1.231 | 17.247 | 35.447 | 62.226 | 112.899 | 204.672 | 433.722 |
| <i>Konut kredileri</i> | 15 | 8 | 6 | 5 | 2 | 2 | 38 |
| <i>Toplu konut fonu</i> | 24 | 20 | 18 | 12 | 5 | 4 | 83 |
| <i>Müesseseler</i> | 0,03 | 0,25 | 100 | 100 | 400 | 1000 | 1600,28 |
| <i>İştirakler</i> | 32 | 32 | 32 | 32 | 32 | 803 | 963 |
| <i>Nakil vasıtaları</i> | 28 | 28 | 478 | 914 | 1.829 | 3.791 | 7.068 |
| <i>Demirbaşlar v.d.</i> | 1.891 | 3.661 | 11.454 | 22.741 | 46.965 | 88.142 | 174.854 |
| Toplam | 8.927 | 36.079 | 71.299 | 142.650 | 242.393 | 443.615 | 944.963 |

Kaynak: SSK, DPT, Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı Sosyal Güvenlik Özel İhtisas Komisyonu Raporu, Ankara, 2001, s.77

Not: Kurumun müesseseleri ilaç fabrikalarından oluşmakta; demirbaşlar kalemi demirbaşlar dışında, makine, teçhizat, cihaz ve stokları içermektedir.

Emekli sandığında ise gelir fazlalarının tahvil ve mevduat olarak bankalara yatırılabilmesine değinilmektedir. Aşağıdaki tabloda emekli sandığının gelir gider farkından doğan fonların değerlendirildiği alanlar görülmektedir.

TABLO.14. Emekli Sandığı'nın Yatırımları (milyar TL)

| | <i>Mevduat</i> | <i>Kamu Menkul Kıymetler</i> | <i>Hisse Senetleri ve İştirakler</i> | <i>Gayrimenkul</i> | <i>Diğer</i> | TOPLAM |
|---------------|----------------|------------------------------|--------------------------------------|--------------------|----------------|----------------|
| 1993 | 1.781 | 0,8 | 46 | 544 | 5.386 | 7.758 |
| 1994 | 1.737 | - | 53 | 783 | 11.408 | 13.981 |
| 1995 | 13.958 | - | 138 | 1.504 | 8.288 | 23.890 |
| 1996 | 7.309 | 89 | 331 | 2.678 | 19.673 | 30.082 |
| 1997 | 34.583 | 45 | 551 | 4.537 | 23.687 | 63.403 |
| 1998 | 71.053 | - | 1.182 | 241.601 | 37.897 | 351.732 |
| TOPLAM | 130.421 | 134 | 2.301 | 251.647 | 106.339 | 490.846 |

Kaynak: T.C. Emekli Sandığı, DPT, Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı Sosyal Güvenlik Özel İhtisas Komisyonu Raporu, Ankara, 2001, s. 87 *

Bağ-Kur, 1479 Sayılı “Esnaf ve Sanatkarlar ve Diğer Bağımsız Çalışanlar Sosyal Sigortalar Kurumu Kanunu” ve 2926 Sayılı “Tarımda Kendi Adına ve Hesabına Çalışanlar Sosyal Sigortalar Kanunu” kapsamındaki sigortalıların sosyal güvenliklerini sağlamak üzere oluşturulmuştur.

Etkin olmayan fon yönetimi, sosyal güvenlik kurumlarını zor durumda bırakmaktadır. Ancak tamamlayıcı sosyal güvenlik kuruluşu olan OYAK(Ordu Yardımlaşma Kurumu) riskin dağıtılması ilkesi ve rasyonel portföyler oluşturarak fonları sermaye piyasasına yönlendirip başarılı bir tablo çizmiştir. Bu nedenle de OYAK gibi tamamlayıcı sosyal güvenlik kurumları sermaye piyasasının önemli kurumsal yatırımcıları durumundadır. OYAK, Türkiye’de özel kanunla kurulmuş ilk emeklilik fonudur.

Türkiye’de diğer birçok ülkeden farklı olarak 1992 yılından bu yana dağıtım sisteminden kaynaklanan sosyal güvenlik kurumlarının açıklarının devlet bütçesinden karşılanarak kapatılmasına çalışılmaktadır. Maliyetinin giderek yükselmesine rağmen bu kurumlar, yetersiz ve kalitesiz hizmet vermektedirler. Sosyal güvenlik kurumlarını devlet yardımı olmadan ayakta tutmak mümkün değildir. Çünkü emekli sayısı arttıkça sosyal güvenliğe ilişkin aktif sigortalı/pasif sigortalı* dengesi giderek bozulmaktadır. Sosyal güvenlik sisteminin bu açıklarını nedenleri: Hükümetlerin müdahaleleri, karşılıksız yapılan

* 1998 yılında gayrimenkullerde meydana gelen artışın 225.392.802 milyon TL’lik bölümü, yeniden değerlemeden kaynaklanmaktadır.

* **Aktif Sigortalı/Pasif Sigortalı Dengesi:** Emekli başına prim ödeyen sayısı.

sosyal yardımlar, erken emeklilik, ortalama yaşam süresinin uzaması, kayıt-dışılık, sağlıksız yönetilen fonlar olarak sıralanabilir.²⁰⁴

3. TÜRK ÖZEL EMEKLİLİK FONLARI

3.1. Gelişimi

Türkiye’de sosyal güvenlik sisteminde ortaya çıkan açıkların giderek artarak ciddi finansal boyutlara ulaşması yeni çözüm önerileri aramaya itmiştir. Mevcut kamu sosyal güvenlik sisteminin prim toplama güçlüğü, kayıt dışılık ve nüfusun yaşlanmasıyla beraber bu açığın daha da artması beklenilmektedir. Var olan sosyal güvenlik sistemi gelecek nesillere refah bir emeklilik dönemi önermemektedir.

Tüm bu gelişmeler ve Dünya Bankası’nın önerdiği üç ayaklı sistemden yola çıkılarak ülkemizdeki sosyal güvenlik reformunun bir parçası olarak ve kamu sosyal güvenlik sistemimizi tamamlayıcı nitelikte özel emeklilik programlarının oluşturulması amacıyla hazırlanan 4632 Sayılı Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu, 7 Nisan 2001 Tarih ve 24366 Sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmış ve yayımından itibaren 6 ay sonra yürürlüğe girmiştir.

Türkiye’de sağlıklı bir sosyal güvenlik sisteminde bulunması gereken “gelirin yeniden dağıtılması” fonksiyonu ile fakirlikten koruma ve “sigorta fonksiyonu” ile çalışanların gelir düzeyinin korunması mevcut kamu sosyal güvenlik sisteminin amaçları içinde bulunmaktadır. Ancak bireysel tasarruflarla refah seviyesinin artırılmasını amaçlayan “tasarruf fonksiyonu”nu özel emeklilik fonlarının işletildiği “Bireysel Emeklilik Sistemi”nin yerine getirmesi beklenmektedir.²⁰⁵

Dünya Bankası’nın önerdiği üç ayaklı sistemin üçüncü ayağını oluşturan “Bireysel Emeklilik Sistemi” bireyleri herhangi bir zorlamaya itmeden gönüllü olarak tasarruflarını para ve sermaye piyasalarında değerlendirebileceği katkı esaslı planlara dayalı özel emeklilik fonlarından oluşmaktadır. Sistem, dileyen kimselere emeklilik dönemlerine yönelik uzun

²⁰⁴ FİSUNOĞLU, Mahir, “Özel Emeklilik Sistemlerinin Türkiye’de Uygulanabilirliği ve Borsa İlişkileri”, İMKB Dergisi, Sayı:7-8, s.1-4

²⁰⁵ DPT, “Sosyal Güvenlik Özel İhtisas Komisyonu Raporu”, VIII. Beş Yıllık Kalkınma Planı, Ankara, 2001, s.70, <http://ekutup.dpt.gov.tr/hukuk/oik521.pdf>, (28.06.2006)

vadeli yatırım yaparak mevcut kamu sosyal güvenlik sistemine ek olarak tasarrufta bulunabilme fırsatı sağlamaktadır. Sistemde, etkin fon yönetimi çok büyük önem taşımaktadır. Çünkü sistemin temel felsefesi, tasarruf sahibini, birikimlerinin en az birikim yapılan dönemdeki refah seviyesine ulaştırılacak şekilde getiri sağlamasına dayalıdır. Sistem bu beklentiyi karşılayamazsa bireyler özel emeklilik fonlarına yatırım yapmak istemeyeceklerdir.²⁰⁶

Ayrıca Türkiye’de bireysel emeklilik sisteminde, işveren tarafından kurulan mesleki emeklilik planları niteliği taşıyan grup emeklilik planları da bulunmaktadır. Ancak bu planlara katılım Dünya Bankası’nın 1994’te önerdiği üç ayaklı sistemin ikinci basamağında olduğu gibi zorunlu değil gönüllülük esasına dayalıdır. Bu nedenle Türkiye’de gerçekleştirilen reformun hem ikinci hem de üçüncü ayağı içerdiği söylenebilir.

1999 tarihinde Uluslararası Para fonu(IMF) ile yapılan anlaşma kapsamında sosyal güvenlik reformu ön plandadır. IMF’nin niyet mektubunda yapılması istenen reformlardan biri “Tamamlayıcı Sosyal Güvenlik Kurumları”na ilişkin düzenlemelerdir. Tamamlayıcı sosyal güvenlik kurumları mevcut kamu sosyal güvenlik kurumlarını tamamlayıcı nitelikte kurumlardır. Bu kurumlar, normal emeklilik yaşına göre daha erken emeklilik olanağı sağlamaktadır. Tamamlayıcı sosyal güvenlik kurumları kapsamında bulunan özel emeklilik fonları, emekliliğe yönelik uzun vadeli tasarrufu içermektedir. Gerekli yasal ve kurumsal altyapı sağlıklı ve güvenli bir zeminde sunulursa, bu fonlarda biriken tutarlar büyük boyutlara ulaşarak sermaye piyasalarını güçlendirecek ve besleyecek kapasiteye ulaşabilmektedir.²⁰⁷

Ülkemizde Ekim 2003’ten beri uygulanmakta olan Bireysel Emeklilik Sistemi, sigorta şirketleri tarafından işletiliyor olmasına rağmen bir sigorta işlemi değildir ve bireyleri oluşabilecek risklere karşı önceden koruma işlevi yoktur. Bu da sigorta olmamasının doğal bir sonucudur. Bireysel emeklilik sistemi, bir çeşit fon yönetimi ya da portföy yönetimidir.²⁰⁸ Fonun tüzel kişiliği yoktur. Fonun mal varlığı, emeklilik şirketinin mal varlığından ayrı olarak izlenmektedir. Bu yönleri ile sermaye piyasası mevzuatında yer alan yatırım fonları ile benzerlikleri bulunmaktadır.

²⁰⁶ Erol vd., a.g.e., s.211

²⁰⁷ a.g.e., s.214

²⁰⁸ ÖZBOLAT, Murat, “Türkiye’de Hayat Sigortaları ve Bireysel Emeklilik Sistemi”, Detay Yayıncılık, Ankara, 2004, s.66

Fon portföyünde nakit, vadeli, vadesiz mevduat, repo, ters repo, kıymetli madenler ve gayrimenkule dayalı varlıklar, vadeli ve vadesiz opsiyon sözleşmeleri, yatırım fonları, kamu borçlanma araçları (hazine bonosu, devlet tahvili) ve SPK'nca uygun görülen diğer sermaye piyasası araçları bulunur.

Sistemin tarafları, sisteme katılan bireyler (fon arz edenler), bireysel emeklilik şirketleridir(fon talep edenler). Ayrıca, aracı kuruluşlar (saklayıcı, portföy yönetim şirketi, bireysel emeklilik araçları), denetleyici ve düzenleyici kuruluşlar (EGM, SPK gibi) sistemin işleyişi açısından önemli rol oynamaktadırlar.

3.2. Yasal ve Kurumsal Altyapısı

Özel emeklilik fonları uygulamasında en önemli konu yasal ve kurumsal altyapıdır.

Ülkemizde, mevcut düzenlemede, bireysel emeklilik sistemi ile ilgili kanunlar, kanunlara dayalı olarak hazırlanan yönetmelikler ve gerek görüldüğünde yayınlanan tebliğler, kararlar, genelgeler, tüzükler bulunmaktadır.

3.2.1. İlgili Yasal Düzenlemeler:

1. Kanunlar:

✓ 28 Mart 2001 tarih, 4632 sayılı Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu,(R.G. 7 Nisan 2001)

✓ 28 Haziran 2001, 4697 Sayılı Bazı Vergi Kanunlarında Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun(R.G. 10 Temmuz 2001)

2. Yönetmelikler

✓ Bireysel Emeklilik Danışma Kurulunun Çalışma Esas ve Usulleri Hakkında Yönetmelik(R.G. 31.10.2001)

✓ Emeklilik şirketlerinin Kuruluş Ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik(R.G. 28.02.2002)

✓ Bireysel Emeklilik Sistemi Hakkında Yönetmelik(R.G. 28.02.2002)

✓ Bireysel Emeklilik Aracıları Hakkında Yönetmelik(R.G. 28.02.2002)

✓ Emeklilik Yatırım Fonlarının ve Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Yönetmelik(R.G. 28.02.2002)

1. Tebliğler:

✓ Emeklilik şirketleri kuruluş ve çalışma esasları hakkında 2002/1 sayılı tebliğ(R.G. 06.04.2002)

✓ Emeklilik planları hakkında tebliğ(Tebliğ No:2003/2)

✓ Bireysel emeklilik aracılığı faaliyetinde bulunacak kişiler hakkında tebliğ(Tebliğ No:2003/2)

✓ Sermaye piyasasında bağımsız denetim hakkında tebliğde değişiklik yapılmasına dair tebliğ(Seri X, No.20)

2. Kararlar

✓ Bireysel Emeklilik Fon Türlerine İlişkin SPK Kararı(10.05.2002 Tarih, 22/646 Sayılı karar)

✓ Bireysel Emeklilik ve Hayat Sigortalarında Uygulanacak Stopaj Oranlarına İlişkin Bakanlar Kurulu Kararı

5. Genelgeler

✓ Emeklilik Şirketleri Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik Uyarınca Faaliyet Ruhsatı Başvurularında İzlenecek Esas ve Usullere İlişkin Genelge(Genelge No: 2003/1)

✓ Bireysel Emeklilik Sistemi Hakkında Yönetmelik Uyarınca Katılımcıya Yönelik Düzenlenecek Bilgi, Belge ve Formları Esas ve Usullerine İlişkin Genelge(Genelge No: 2003/2)

28 Mart 2001 Tarih, 4632 Sayılı Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu'nun amacı, bireysel emeklilik sisteminin düzenlenmesi ve denetlenmesidir. Kapsamı ise, emeklilik şirketlerinin kuruluş, çalışma, yönetim ve denetimine, kişilerin sisteme katılma, ayrılma ve emeklilik koşullarına, emeklilik yatırım fonlarının kuruluşuna, katkıların bu fonlarda toplanmasına ve değerlendirilmesine, aracılık hizmetlerine, kamuya açıklanacak bilgilerin kapsamına ve bireysel emeklilikle ilgili diğer hususlara ilişkin esas ve usulleri düzenlemektir. (28 Mart 2001 Tarih, 4632 Sayılı Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu madde 1)

28 Haziran 2001, 4697 Sayılı Bazı Vergi Kanunlarında Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun'da bireysel emeklilik sistemine ilişkin vergi avantajları ve teşvikler düzenlenmiştir.

Emeklilik yatırım fonları, emeklilik sözleşmesi çerçevesinde katkı paylarının değerlendirilmesi amacı ile kurulan fonlardır. Emeklilik şirketi, en az bir portföy yöneticisi ile portföy yönetim sözleşmesi imzalayarak fon kurabilir. Emeklilik şirketi en az üç adet değişik fon kurmak zorundadır.

Katkı paylarının en fazla % 15'i portföyünün % 80'inden fazlası yabancı para ve sermaye araçlarından oluşan fonlara yönlendirilebilir. Benzer şekilde, katkı paylarının en az % 30'unun ise portföyünün en az % 80'i ters repo dahil devlet iç borçlanma senetlerinin oluşturduğu fonlara yönlendirilmesi gerekmektedir. Fonlar günlük, üç aylık ve yıllık olarak raporlar düzenleyerek kamuyu aydınlatıcı bilgiler verir ve sistemin şeffaflığını sağlar.

3.2.2. İlgili Kurumlar ve Kurullar

3.2.2.1. Takasbank

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 olanağı sağlanması, fon portföyünün Kurulca belirlenen esaslar çerçevesinde yönetilmesinin kontrolü esasen Takasbank'ın görevleri arasındadır. Ayrıca, portföy değerinin ve birim pay değerinin bu Yönetmelikte belirlenen değerlendirme esasları çerçevesinde hesaplandığının kontrolü, fondan 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, Kurulca ve Müsteşarlıkça istenecek fon işlemleri ve varlıkları ile ilgili bilgilerin elektronik ortamda sağlanması işlevlerini yerine getirmektedir.²⁰⁹

3.2.2.2. Emeklilik Gözetim Merkezi(EGM)

Emeklilik şirketlerinin faaliyetlerinin günlük olarak elektronik ortamda gözetimi ve kamu otoritelerine raporlanması, emeklilik şirketlerinin işlemleri sonucunda oluşan bilgilerin konsolidasyonu, katılımcılara ait bilgilerin gizliliğinin korunarak saklanması, kamuoyunun ve katılımcıların bilgilendirilmesi, istatistik üretilmesi, Bireysel Emeklilik Sistemi'nin analitik olarak sorgulanması, Bireysel Emeklilik Aracıları sınavının yapılması ve bireysel emeklilik aracıları sicilinin takibi, emeklilik şirketlerinin ortak tanıtım, eğitim programları, yazılım ve benzeri konulardaki taleplerin karşılanması, Sistemin güven içinde işleyişi ile olası sorunlara, zamanında gerekli müdahalelerde bulunulmasına olanak sağlayacak veri oluşturulması EGM'nin görevleri arasında yer almaktadır.²¹⁰

²⁰⁹ www.takasbank.com.tr (20.08.2005)

²¹⁰ www.egm.org.tr, (21.08.2005)

3.2.2.3. Sermaye Piyasası Kurulu(SPK)

Bireysel Emeklilik Sistemi ile ilgili düzenleme ve denetleme işlevleri SPK tarafından da yapılmaktadır. Emeklilik yatırım fonları, portföy yönetim şirketleri ve bunların arasında yapılacak sözleşmeler ve saklayıcı olan Takasbank ile ilgili düzenlemeler SPK tarafından yapılmaktadır. Emeklilik fonu denetçisinin fonlardaki mali durumda olumsuz sonuçlar doğuracak gelişmelerden SPK'yı haberdar etmesi gerekmektedir. Emeklilik fonu şirketleri, portföy yöneticileri ve saklayıcının faaliyetleri her yıl yılda bir kez denetlenmektedir. Fonlar üçer aylık ve yıllık dönemler itibariyle bağımsız dış denetçiler tarafından denetlenmek zorundadır.²¹¹

3.2.2.4. Bireysel Emeklilik Danışma Kurulu

4632 Sayılı Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu'nun 3. maddesinde, *“Bireysel Emeklilik Danışma Kurulu, Hazine Müsteşarının başkanlığında Maliye Bakanlığı, Çalışma ve Sosyal Güvenlik Bakanlığı, Hazine Müsteşarlığı ve Sermaye Piyasası Kurulu tarafından görevlendirilecek en az genel müdür düzeyinde birer temsilciden oluşur. Bireysel Emeklilik Danışma Kurulu en az üç ayda bir Müsteşarlıkça önerilen tarih ve gündemle toplanır. Bireysel Emeklilik Danışma Kurulu'nun sekretarya hizmetleri Müsteşarlık tarafından yürütülür. Bireysel Emeklilik Danışma Kurulu'nun çalışma esas ve usulleri Bireysel Emeklilik Danışma Kurulu'nun uygun görüşü alınarak Müsteşarlıkça bir yönetmelikle düzenlenir.”*denmektedir.

Bireysel emeklilik sistemine ilişkin politikaları belirlemek, bu politikaların gerçekleştirilmesi için alınması gereken önlemler konusunda önerilerde bulunmak, mevzuat ile ilgili öneri niteliğinde kararlar almak bireysel emeklilik danışma kurulu'nun görevleri arasındadır. Danışma kurulu, üç ayda bir Hazine Müsteşarlığı tarafından önerilen ve kurul başkanı tarafından belirlenen tarih ve gündemde olağan olarak toplanır.

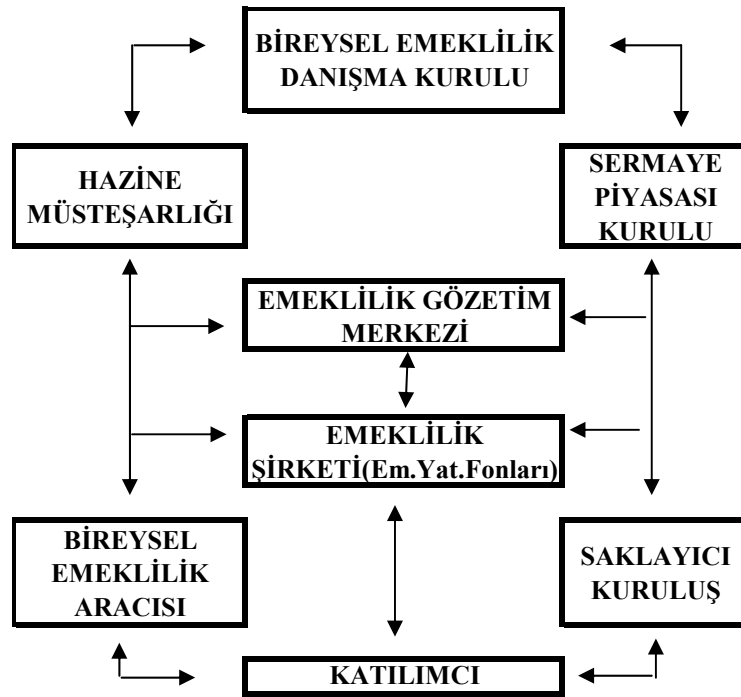
²¹¹ Uralcan, a.g.e., s.94

3.2.3. İlgili Müsteşarlık ve Bakanlık

4632 Sayılı Kanun'da Hazine Müsteşarlığı ve bağlı olduğu Bakanlık bireysel emeklilik sisteminin işleyişinde görevli ve yetkili kılınmıştır. Hazine müsteşarlığı ve bağlı olduğu bakanlık ana stratejik kararların alındığı sistemin en üst düzey yetkili kurumlarından. Birçok konuda izin alınmasında ve atamalarda Hazine Müsteşarlığı ve bağlı olduğu Bakanlığa başvurulması gerekmektedir.

3.3. Fonların İşleyişi

Şekil.3.Türkiye’de Bireysel Emeklilik Sisteminin İşleyiş Yapısı



Kaynak: UĞUR, Suat, "Sosyal Güvenlik Sistemlerinde Özel Emeklilik Programlarının Yeri ve Gelişimi", TİSK Yayın No:244, Haziran 2004, <http://www.tisk.org.tr/yazdir.asp?id=1146>, (29.06.2006)

Sistemin işleyişinde ilk olarak, emeklilik şirketi, sistemden yararlanmak isteyen katılımcının, ortalama gelir düzeyi, risk profili, öncelikleri ve uzun dönemli beklentilerini dikkate alarak en uygun planı hazırlar.²¹² Katılımcı ile bireysel emeklilik şirketi arasında sözleşme imzalandıktan sonra katılımcı emeklilik sözleşmesinde belirlenen anüitelendirilmiş tutarı her ay öder. Katkı payları emeklilik şirketlerince “Bireysel Emeklilik Hesaplarında” izlenmek üzere; “Emeklilik Yatırım Fonlarına” aktarılır. Emeklilik Yatırım Fonları portföy yatırım şirketlerince yatırıma yönlendirilir.

Emeklilik yatırım fonu varlıkları bir saklama kuruluşu olan Takasbank bünyesinde bireysel hesaplarda saklanır. Katkılar aynı emeklilik şirketinin farklı risk-getiri yapısına sahip emeklilik fonları arasında, katılımcıların tercihine göre paylaştırılır. 10 yıl sisteme katkı payı ödeyen ve 56 yaşını doldurmuş katılımcıya, isteğine göre, toplu ödeme yapılır ya da katılımcı ile bir sigorta şirketi arasında imzalanacak gelir sigortası sözleşmesi ile ömür boyu ya da belirli bir süre emekli aylığı bağlanır.²¹³ Özel emeklilik fonlarının bu özelliği sermaye piyasalarına uzun vadeli kaynak aktarımında önemli rol oynamaktadır. Çünkü birikimler tekrar piyasaya yönlendirilmiş olur. Emeklilik koşullarını sağlamadan sistemden ayrılan katılımcının, bireysel emeklilik hesabındaki birikimleri kendisine geri ödenir. Sistemin işleyişinde de üzerinde durduğumuz gibi bireysel emeklilik sisteminden emekli olmak için, katılımcının 56 yaşını doldurması ve sistemde 10 yıl kalmak koşulu öngörülmüştür.

Ayrıca katkı payı ödemeleri dışında, ilk girişte katılımcıdan bir defaya mahsus olmak üzere giriş aidatı alınmaktadır. Bunun dışında katılımcının, portföy yönetim ücreti ve fon işletim gideri (günlük azami fon varlığının 1/10.000 inini geçmemek üzere ve katkı payının en fazla % 8 i oranında) ödemesi de söz konusudur.

3.4. Özel Emeklilik Şirketleri

Şu anda Türkiye’de 11 özel emeklilik şirketi faaliyetlerini yürütmektedir. 4632 Sayılı Kanun’un 8. maddesine göre, Emeklilik Şirketi, bu kanunla kurulan ve bireysel emeklilik sisteminde faaliyet göstermek üzere bu Kanun ile ihdas edilen emeklilik branşında ruhsat almış şirketi ifade eder. Şirket’in emeklilik branşı dışında başka bir branşta da faaliyet göstermesi halinde her bir branşa ait hesaplar ayrı tutulur. Şirket kuruluş izni Bakan

²¹² Özbolat, a.g.e., s.69

²¹³ ERGENEKON, “Özel Emeklilik...”, a.g.e., 1998, s.15

tarafından verilir. Kurulacak Şirket'in ticaret unvanında "emeklilik" ibaresinin bulunması zorunludur. Kuruluş izni için Müsteşarlığa başvuruda bulunulur. Kurulacak Şirketin²¹⁴;

- ✓ *Anonim şirket şeklinde kurulması,*
- ✓ *Faaliyet konusunun bu Kanun'da belirtilen faaliyetlerle sınırlandırılmış olması,*
- ✓ *Sermayesinin 20 trilyon liradan az olmaması ve ödenmiş sermayesinin asgari 10 trilyon olması ve kalanının üç yıl içerisinde ödenmesinin taahhüt edilmesi,*
- ✓ *Hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılması ve tamamının nama yazılı olması,*
- ✓ *Ana sözleşmesinin bu Kanun hükümlerine uygun olması,*
- ✓ *İş planı ve sistem tasarımı ile yapılabirlik raporlarının bulunması,*
- ✓ *Kurucularının;*
- ✓ *Tasfiyeye tabi tutulan bankerler, bankalar, sigorta şirketleri ile para ve sermaye piyasalarında faaliyet gösteren diğer kurumlarda doğrudan ve dolaylı %10 veya daha fazla bir oranda pay sahibi olmaması,*
- ✓ *İlgili mevzuat çerçevesinde faaliyetlerinin tamamen veya belirli faaliyet alanları itibariyle sürekli veya başvuru tarihinden önceki bir yıl içerisinde bir ay veya fazla süreyle geçici süreyle durdurulma kararı verilmemiş olması,*
- ✓ *Müflis veya konkordato ilan etmiş olmaması, taksirli suçlar hariç olmak üzere affa uğramış olsalar dahi ağır hapis veya 5 yıldan fazla hapis yahut basit veya nitelikli zimmet, cürüm işlemek için teşekkül oluşturma vb. suçlarından dolayı kesinleşmiş mahkumiyet kararlarının bulunmaması,*
- ✓ *Emeklilik Şirketi olmanın gerektirdiği mali güç ve itibara sahip olması gerekmektedir.*

²¹⁴ 4632 Sayılı Kanun, Madde 8

Ayrıca 4632 Sayılı Kanununun 11 Maddesinde Şirketler:

- ✓ *Emeklilik sözleşmelerine ilişkin Müsteşarlığın belirleyeceği esaslara göre bankalardan hizmet almakla,*
 - ✓ *Emeklilik sözleşmesi çerçevesinde tahsil edilen katkıların fona yönlendirilmesini sağlamak ve bireysel emeklilik hesaplarının ve ilgili diğer kayıtların güncelleştirilmesi işlemlerini gerçekleştirmekle,*
 - ✓ *Portföy yöneticilerinin, şirketin genel fon yönetim stratejisine ve kararlarına göre fon portföyünü yönetmesini sağlamakla,*
 - ✓ *Katılımcılarının bireysel emeklilik hesaplarına ait günlük bilgilere erişimine olanak sağlamakla,*
 - ✓ *Fon portföyünde yer alan varlıklar, fonun performansı, mali tabloları gibi konularda katılımcılara düzenli bilgi verilmesini sağlamakla,*
 - ✓ *Müsteşarlık ve Kurul tarafından istenecek bilgi, belge ve tablolar ile bireysel emeklilik kayıt sisteminin belirlenecek esas ve usullere göre hazırlanmasını sağlamakla,*
 - ✓ *Müsteşarlığın belirleyeceği esas ve usuller çerçevesinde şirketin, Kurulun belirleyeceği esas ve usuller çerçevesinde de fonun iç denetimini sağlamakla,*
 - ✓ *Bireysel emeklilik hesaplarının ve emeklilik faaliyetlerinin sürekliliğini ve fon varlıklarının korunmasını sağlamak üzere, kayıtların ve varlıkların saklanması konusunda gerekli tedbirleri almakla*
- Sorumludurlar.”*

3.5. Türkiye’de Özel Emeklilik Fonlarının Vergilendirmesi

Ücretliler için bireysel emeklilik sisteminde ödenen katkı payları, ödendiği ayda elde edilen ücretin % 10’nu ve asgari ücretin yıllık tutarını aşmamak kaydıyla yıllık gelir vergisi matrahından indirilebilir. Beyana tabi gelir vergisi mükellefleri için bireysel emeklilik sistemine ödenen katkı payları, beyan edilen gelirin % 10’unu ve asgari ücretin yıllık tutarını

aşmamak kaydıyla yıllık gelir vergisi matrahından indirilebilir. İşverenler tarafından ücretlileri adına bireysel emeklilik sistemine ödenen katkı payları, ücretlinin brüt ücretinin %10'unu ve asgari ücretin yıllık tutarını aşmayan kısmı bordroyla ilişkilendirilmeden doğrudan gider olarak kaydedilebilir.

Yine aynı Kanun'a göre, bireysel emeklilik sisteminden istenildiğinde çıkılabilir. Ancak bu durumda emekli olmanın getirdiği avantajlardan yararlanılamaz. Örneğin, çıkışlar 10 yıl dolmadan yapıldıysa birikimler üzerinden %15, 10 yıl dolmuş ancak 56 yaş dolmadan yapıldıysa %10 stopaj kesilir. Oysa sistemden emeklilik hakkı kazanıldıktan sonra yapılan çıkışlarda birikimlerin %75'i üzerinden alınan %5 stopaj kesintisi dışında vergi alınmaz.

3.6. Emeklilik Sözleşmeleri

4632 Sayı, 28.03.2001 Tarihli "Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu"nda emeklilik sözleşmesinin tanımı, tarafları ve yürürlüğe girmesine ilişkin düzenlemeler açıklanmaktadır.

3.6.1. Emeklilik Sözleşmesinin Tanımı

4632 Sayılı Kanun'un 5. maddesinde emeklilik sözleşmelerinin tanımı şöyle yapılmaktadır. "*Emeklilik sözleşmesi, katılımcının gönüllü katılım ve belirlenmiş katkı esasına göre oluşturulan bireysel emeklilik sistemine girmesine, sistemden ayrılmasına, emekli olmasına, katkıların ödenmesine, bu katkıların bireysel emeklilik hesaplarında izlenmesine, fonlarda yatırıma yönlendirilmesine ve katılımcı veya lehdarına yapılacak ödemelere ilişkin esaslar ile tarafların diğer hak ve yükümlülüklerini düzenleyen, şirket ve katılımcı ile varsa katılımcı nam ve hesabına sözleşme aktetmek isteyen kişinin taraf olarak yer aldığı bir sözleşmedir.*"

3.6.2. Emeklilik Sözleşmesinin Tarafları

4632 Sayılı Kanun'un 6. maddesinde emeklilik sözleşmesinin tarafları şöyle açıklanmaktadır, "*Emeklilik sözleşmesinin tarafları medeni hakları kullanma ehliyetine*

sahip ve şirket nezdinde açılacak olan bireysel emeklilik hesabına katkı yapan veya adına şirket nezdinde bireysel emeklilik hesabı açılan katılımcı ile şirkettir.”

3.6.3. Emeklilik Sözleşmesi Türleri

3.6.3.1. Bireysel Emeklilik Sözleşmeleri

Bireysel olarak katılımcının adına gönüllü katkı esaslı plana dayalı olarak düzenlenen sözleşmelerdir.

3.6.3.2. Grup Emeklilik Sözleşmeleri

Grup emeklilik sözleşmeleri, katılımcı sayısı en az 10 kişiyi kapsayacak şekilde düzenlenen emeklilik sözleşmesidir. Ayrıca, 4632 Sayılı Kanun'un 16. maddesinde, *“On kişiden az olsa dahi bir işyerinde, tüzel kişiliği haiz bir meslek kuruluşunda, dernekte ve sair kuruluş veya grupta çalışan yahut üye olanların tamamını kapsayacak şekilde düzenlenen emeklilik sözleşmeleri de grup emeklilik sözleşmesi kapsamında değerlendirilir.”* şeklinde bir açıklama yer almaktadır.

Grup emeklilik sözleşmelerinde plan katılımcıları isterlerse kendileri, isterlerse işverenleri emeklilik fonlarına katkı payı yatırabilmektedirler. Yatırılan katkı paylarının belli limitler dahilinde işveren tarafından doğrudan gider olarak beyan etme olanağı vardır.²¹⁵

Grup emeklilik sözleşmesinin akdedilmesine taraf olan bir işverenin, çalışanları veya üyeleri hesabına, katkı paylarının veya giriş aidatlarının bir kısmını veya tamamını ödemesi ve çalışanları yada üyelerine ait emeklilik sözleşmesi teklif formlarını emeklilik şirketine göndermesi ile en geç on iş günü içinde grup emeklilik sözleşmesi kurulmuş sayılır. Burada sözleşmeye taraf olanların 10 gün içinde sözleşmeden cayma hakları vardır. Sözleşmenin kurulmasından sonra, katkı paylarının veya giriş aidatının bir kısmının veya tamamının şirket hesaplarına aktarılmasını izleyen en geç onbeş iş günü içinde sözleşme

²¹⁵ www.egm.org.tr, (21.08.2005)

imzalanır. İmzalanan sözleşme ilgili tarafa, emeklilik sözleşmesi özet metni de katılımcılara verilir. Katkı paylarının veya giriş aidatının bir kısmının veya tamamının şirket hesaplarına aktarıldığı tarih itibarıyla sözleşme yürürlüğe girer. Grup emeklilik sözleşmesine dahil olan her bir katılımcıya ait hesaplar bireysel emeklilik hesaplarında takip edilmelidir.²¹⁶

3.7. Özel Emeklilik Fonlarının Muhasebeleştirilmesi

Ülkemizde son yıllarda AB'ye üyelik aşamasında pek çok reform gerçekleşmiştir. Bunlardan biri de Uluslar arası Finansal Raporlama Standartları (IFRS) ile uyumlu muhasebe standartlarının hazırlanmasıdır. Emeklilik planlarının muhasebeleştirilmesine ilişkin konulara hem bireysel emeklilik sistemi katılımcısının haklarının korunması, hem de özel emeklilik şirketlerinin muhasebe kayıt düzeni açısından saydamlık ve açıklık gerektirilmesi bu alanda denetim ve gözetim faaliyetlerinin kolaylaştırılması ve yeknesak kayıt düzeninin sağlanması için üzerinde durulan bir konudur. Bu amaçla ülkemizde, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından çıkarılan, emeklilik fonlarının muhasebeleştirilmesine ilişkin 30.03.2006 Tarih, 33 Sıra Nolu TMS 19 “Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Türkiye Muhasebe Standardı Hakkında Tebliğ” ve 01.03.2006 Tarih, 23 Sıra Nolu TMS 26 “Emeklilik Fayda Planlarında Muhasebeleştirme ve Raporlamaya İlişkin Türkiye Muhasebe Standardı Hakkında Tebliğ” yayınlanmıştır. TMS 19 ve TMS 26, IASB tarafından çıkarılan IAS 19 “Çalışanların Emeklilik Haklarının Muhasebeleştirilmesi” ve IAS 26 “Fayda Esaslı Emeklilik Planlarının Muhasebesi ve Raporlaması” standartları ile uyumludur.

TMS 19 “Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Türkiye Muhasebe Standardı Hakkında Tebliğ”

Mevcut bireysel emeklilik sistemimizde düzenlenen planlar gönüllü katkı esasına dayalı bireysel emeklilik planlarıdır. Ancak grup emeklilik sözleşmelerine dayalı emeklilik planlarında katılımcı isterse, katkılar çalışan adına işveren tarafından çalışanların nam ve hesabına aktarılır.

²¹⁶ 4632 Sayılı Kanun, Madde 17

Madde 4.'de Sigortanın veya emeklilik sözleşmesinin Türkiye'de kâin ve merkezi Türkiye'de bulunan bir sigorta veya emeklilik şirketi nezdinde akdedilmiş olması şartıyla; ücretlinin şahsına, eşine ve küçük çocuklarına ait hayat, ölüm, kaza, hastalık, sakatlık, işsizlik, analık, doğum ve tahsil gibi şahıs sigorta poliçeleri için hizmet erbabı tarafından ödenen primler ile bireysel emeklilik sistemine ödenen katkı payları, indirim konusu yapılacak prim, aidat ve katkıların toplamı, ödendiği ayda elde edilen ücretin % 10'unu (bireysel emeklilik sistemi dışındaki şahıs sigorta poliçeleri için ödenen primlerde, ödendiği ayda elde edilen ücretin % 5'ini) ve yıllık olarak asgari ücretin yıllık tutarını aşamaz. Bakanlar Kurulu bu oranı % 20 oranına kadar (bireysel emeklilik sistemi dışındaki şahıs sigorta poliçeleri için % 10 oranına kadar) artırmaya ve belirtilen haddi asgari ücretin yıllık tutarının iki katını geçmemek üzere yeniden belirlemeye yetkilidir.

TMS 19 “çalışanlara sağlanan faydalar” standardında

“Bir işletmenin;

(a) Sunmuş oldukları hizmetler karşılığında gelecekte çalışanlara sağlayacağı faydalara ilişkin olarak, borç; ve

(b) Çalışanlara sağlanan faydalar karşılığında çalışanların sunmuş olduğu hizmetler sonucunda ortaya çıkan ekonomik faydanın işletme tarafından kullanılması durumunda, gider muhasebeleştirmesini gerektirir.”

TMS 19'da çalışanlara sağlanan kısa vadeli faydalar, çalışma dönemi sonrası sağlanan faydalar, çalışanlara sağlanan diğer uzun vadeli faydalar, işten çıkarma tazminatları, çalışana ekonomik açıdan bağlı olan faydaları içermektedir.

23 Sıra Nolu TMS 26 “Emeklilik Fayda Planlarında Muhasebeleştirme ve Raporlamaya İlişkin Türkiye Muhasebe Standardı Hakkında Tebliğ” ile emeklilik planları tanıtılarak emeklilere emeklilik dönemlerinde sağlanacak faydalara ilişkin aktüaryal hesaplamaların hangi tablolarla Türkiye Fayda Esaslı Planlar, TMS 26 “Emeklilik Fayda Planlarında Muhasebeleştirme ve Raporlamaya İlişkin Türkiye Muhasebe Standardı”nda sağlanacak faydalarda kullanılacak net varlıkları, taahhüt edilen emeklilik faydalarının kazanılmış ve kazanılmamış haklar olarak ayırım yapılmasıyla gösterildiği bugünkü aktüaryal değerlerini, ortaya çıkan fazla yada açığı gösterecek tablolardan oluşmalıdır.

3.8. Türkiye’de Özel Emeklilik Fonlarını Yatırım Araçları

Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik’in 5. maddesine göre,

“Fon portföyü, aşağıda belirtilen para ve sermaye piyasası araçları ile işlemlerinden oluşur:

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

3.9. Türkiye’de Özel Emeklilik Fonlarının Türleri

Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik’in 6. maddesine göre:

“Fonlar, doğrudan fonu tanıtması, fonun risk ve getiri yapısı hakkında eksik, yanlış veya yanıltıcı bilgi vermemesi, izahnamede belirtilmesi ve Kurulca uygun görülmesi koşuluyla, izahnamelerinde belirtilecek portföy yönetim stratejilerine uygun olarak kurulabilir.

İzahnamede belirtilecek portföy yönetim stratejilerine uygun fon türleri, Müsteşarlığın görüşü alınarak Kurulca belirlenir.

✓ Fonun unvanında belirli bir varlık grubuna, sektöre, sektörlerle, ülke ya da coğrafi bölgeye yatırım yaptığı izlenimini uyandıracak bir ibare kullanan fon varlıklarının en az % 80'i;

✓ Fon unvanında yer alan söz konusu varlık grubu, sektör ya da sektörlerle ait olan varlıklardan,

✓ Fon unvanında yer alan ülke ya da coğrafi bölgeye ait ve o ülke ya da coğrafi bölgenin piyasa yapısını ve risklerini yansıtabilen varlıklardan oluşur. Belirli bir varlık grubuna, sektör, sektörler, ülke ya da coğrafi bölgelere yatırım yapmak ve bu hususu unvanında belirtmek isteyen fonlar, bu durumu ve bu durumdaki değişiklikleri katılımcılara altmış gün önceden bildirmek zorundadır.

Bu maddedeki % 80'lik sınırlama, yatırım yapıldıktan sonra ortaya çıkan fon açlarına varlıklarının değeri üzerinden hesaplanır. Ancak yeni kurulan fonlar için kayda alınmayı takip eden altı ay süresince % 80'lik sınırlama uygulanmaz.”

Amaçlarına Göre Emeklilik Fonları:

3.9.1. Gelir Amaçlı Fonlar

Bu tip fonlar hisse senedi, devlet tahvili, yabancı fonlar ve benzeri varlıklara yatırım yaparlar ve yatırım yapılan varlıktan kar payı (temettü) geliri veya faiz geliri elde etmeye ağırlık verirler.

Bu amaca yönelik kurulan fonlar portföylerinin ağırlıklarına göre şu şekilde adlandırılırlar:

· **Hisse Senedi Fonu:** Portföyünün en az % 80'ini kar payı elde etmek amacıyla fiyat oynaklığı az olan hisse senetlerine yatıran fondur.

· **Kamu Borçlanma Araçları Fonu:** Portföyünün en az % 80'ini ters repo, devlete ait tahvil ve bonoya yatıran ve bunlardan faiz geliri elde etmeyi amaçlayan fondur.

· **Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonu:** Fon portföyünün en az % 80'ini özel sektör borçlanma araçlarına (herhangi bir şirketin borçlanma amacıyla çıkardığı tahvil bono vb.) yatırarak faiz geliri elde etmeyi hedefleyen fondur.

· **Karma Borçlanma Araçları Fonu:** Fon portföyünün en az % 80'ini kamu ve özel sektör borçlanma senetlerine yatırarak faiz geliri elde etmeyi hedefleyen fondur.

· **Karma Fon:** Fon portföyünün % 80'ini her birinin oranı % 20'den az olmayacak şekilde hisse senedi ve borçlanma araçlarına yatıran fondur.

Yani 100 liralık bir karma fonun en az 80 lirası hisse senedi ve borçlanma senetlerinde olmalıdır. Bu 80 lira içinde ise hisse senedi veya borçlanma senedinden herhangi birinin değeri 20 liranın altında olmamalıdır.

· **Uluslararası Hisse Senedi Fonu:** Fon portföyünün en az % 80'inin düzenli kar payı ödeyen fiyat oynaklığı az olan yabancı hisse senetlerine yatıran fondur.

· **Uluslararası Borçlanma Araçları Fonu:** Fon portföyünün en az % 80'ini yabancı borçlanma araçlarına yatıran fondur.

· **Uluslararası Karma Fon:** Fon portföyünün % 80'ini her birinin oranı % 20'den az olmayacak şekilde yabancı hisse senedi ve yabancı borçlanma araçlarına yatıran fondur.

· **Esnek Fon:** Fon portföyünün tamamını değişen piyasa koşullarına göre belirlenen varlık türlerinin tamamına veya bir kısmına yatıran ve temettü ve faiz geliri elde etmeyi hedefleyen fondur. Bu tür fonların varlık dağılımı önceden belirlenmez.

3.9.2. Büyüme Amaçlı Fonlar

Bu tip fonlar yatırım yaparken yatırım yapılan varlıktan (ağırlıklı olarak hisse senedi) sermaye kazancı elde etmeyi hedefleyen fonlardır. Yani yatırım yapılan hisse senedinin ait olduğu şirketin büyümesi ve dolayısıyla hisselerinin fiyatının da yükselmesi sonucu kar elde etmeyi amaçlar.

Bu durumda kar payı geliri ikinci plandadır ve gelir amaçlı fonlardaki kadar önemli değildir. Bu fonlar aşağıdaki gibi gruplandırılabilir:

· **Hisse Senedi Fonu:** Fondaki paranın en az % 80'ini hisse senedine yatıran ve sermaye kazancı elde etmeyi hedefleyen fondur.

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

· **Karma Fon:** Fon portföyünün % 80'ini her birinin oranı % 20'den az olmayacak şekilde hisse senedi ve borçlanma araçlarına yatıran ve sermaye kazancı hedefleyen fondur.

· **Uluslararası Hisse Senedi Fonu:** Fondaki portföyünün en az % 80'ini yabancı hisse senedine yatıran ve sermaye kazancı elde etmeyi hedefleyen fondur.

· **Uluslararası Karma Fon:** Fon portföyünün % 80'ini her birinin oranı % 20'den az olmayacak şekilde yabancı hisse senedi ve yabancı borçlanma araçlarına yatıran ve sermaye kazancı hedefleyen fondur.

· **Esnek Fon:** Fon portföyünün tamamını değişen piyasa koşullarına göre belirlenen varlık türlerinin tamamına veya bir kısmına yatıran ve sermaye kazancı elde etmeyi hedefleyen fondur. Bu tür fonların varlık dağılımı önceden belirlenmez.

3.9.3. Kıymetli Madenler Fonları

Bu tip fonlar portföylerinin en az % 80'i kıymetli madenler ve altına dayalı varlıklardan oluşturularak kurulan fonlardır.

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

· **Altın Fonu:** Fon portföyünün en az % 80'ini kıymetli madenler ve altına dayalı varlıklara yatıran fondur.

3.9.4. İhtisaslaşmış Fonlar

Bu tip fonlar, coğrafi bölgelere, ülkelere ya da sektörler ve endekslere göre yatırım yapan fonlardır. Örneğin bir fon, parasının büyük bir kısmını tek bir yabancı ülkedeki hisse senetleri veya borçlanma araçlarına yatırır veya herhangi bir fon, portföyünün büyük bir bölümüyle sadece çimento veya başka herhangi bir sektöre ait şirketlere yatırım yaparsa bu fonlar ihtisaslaşmış fonlar olarak adlandırılır.

3 tip ihtisaslaşmış fon olabilir:

· **Yabancı Ülke Fonu:** Fon portföyünün en az % 80'ini tek bir yabancı ülkenin çıkardığı veya bu ülkedeki yerleşik şirketlerin ihraç ettiği tahvil, bono, hisse senedi gibi para ve sermaye piyasası araçlarına yatıran fondur.

· **Sektör Fonu:** Fon portföyünün en az % 80'ini, belirli sektör ya da sektörlerde bulunan şirket hisselerine yatıran fondur.

· **Endeks Fon:** Hisse Senedi Endeks Fonu, Tahvil Endeks Fonu, Sektör Endeks Fonu veya benzeri fonlar gibi fonları baz alan ve Sermaye Piyasası Kurulu tarafından uygun görülen bir endeks kapsamındaki varlıklara fon portföyünün % 80'ini yatıran ve baz alınan endeksin getirisi kadar getiri elde etmeyi hedefleyen fondur.

3.9.5. Diğer Fonlar

Yukarıda anlatılan fon türlerine girmeyen fonlardır.

· **Dengeli Fon:** Fon portföyünün tamamını hisse senedi ve/veya borçlanma araçlarının tamamından oluşan ve hem sermaye kazancı hem de temettü geliri ve faiz geliri elde etmeyi amaçlayan fonlardır.

· **Esnek Fon:** Değişen piyasa koşullarına göre fon portföyü için izin verilen varlık türlerinin tamamına ya da bir kısmına yatırım yapabilen ve varlık dağılımı önceden belirlenmemiş fondur. Hem sermaye kazancı hem temettü geliri hem de faiz geliri elde etmeyi amaçlar.

3.9.6. Para Piyasası Fonları

Bu tip fonlar, fon portföyünün tamamını vadesine 3 ay veya daha az kalmış likiditesi yüksek varlıklardan oluştururlar. Yani fon portföyünü kısa süreli olarak elde tutulacak ters repo, hazine bonusu veya özel sektör borçlanma araçları ve paraya çevrilmesi kolay olan varlıklardan oluşturan fonlardır.

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

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

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

Fonlar, fon paylarının emeklilik sözleşmesinde tanımlanmış katılımcı, kişi ya da gruplara tahsis edildiği **Grup Emeklilik Yatırım Fonu** şeklinde kurulabilir.

Grup Emeklilik Yatırım Fonları; işyeri veya belirli meslek grupları bazında, sektörel bazda ve Kurulca uygun görülme koşulu ile fon paylarının belirli kişi ya da gruplara tahsis edilmesi suretiyle oluşturulabilir.

Fon türleri belirlenirken, portföy yönetim stratejilerinin uygulanması sonucunda ulaşılmak istenen hedefin objektif olarak tanımlanabilmesi ve fonun bu hedefe ulaşmadaki performansının ölçülebilmesi amacıyla kullanılacak karşılaştırma ölçütünün de izahnamede belirtilmesi zorunludur.

Fonlar ticari ve hukuki işlemlerinde; şirketin unvanı ile bu Yönetmelik uyarınca fonun yatırım amacına uygun olarak seçilen türü içerecek şekilde belirleyecekleri fon unvanını kullanmak, fonu temsil eden fon yöneticileri de faaliyetleri ile ilgili belgeleri bu unvan altında imzalamak zorundadır.

Fon izahnamesinde belirtilmesi ve Kurulca uygun görülmesi koşuluyla, reklam ve pazarlama faaliyetlerinde yatırımcıları yanlış yönlendirmeyecek şekilde, fonun risk ve getiri yapısının tam ve doğru bir şekilde anlaşılmasını sağlayacak farklı bir ad kullanılabilir.

Fonun portföy yönetim stratejilerine uygun yönetilmemesi veya fon unvanının ve reklam ve pazarlama faaliyetlerinde kullanılan fon adının katılımcının yanıltılmasına yol

açması durumlarında Kurul, fonun portföy yönetim stratejilerinin, fon unvanının, fon adının veya kullanılan karşılaştırma ölçütünün değiştirilmesini isteyebilir veya bunları resen değiştirebilir.

Fonun ya da fon tarafından ihraç edilen payların, kamu tarafından resmi bir teminat altına alındığı şeklinde yorumlanmasına yol açacak açık veya dolaylı bir ifadeye fon unvanlarında yer verilemez.

3.10. Türkiye’de Özel Emeklilik Fonlarına İlişkin Portföy Sınırlamaları

Fon yönetiminde aşağıdaki portföy sınırlamalarına uyulması şarttır.²¹⁷

- ✓ Fon varlıklarının % 10’undan fazlası bir ihraççının para ve sermaye piyasası araçlarına yatırılmaması,
- ✓ Fonun % 5’inden fazla yatırım yaptığı ortaklıkların para ve sermaye piyasası araçlarının toplam tutarı fon varlıklarının % 40’ını aşmaması,*
- ✓ Fon portföyüne borsada işlem gören para ve sermaye piyasası araçlarının alınması,
- ✓ Fonun tek başına hiçbir ortaklıkta sermayenin da tüm oy haklarının % 5’ine veya daha fazlasına, bir şirketin kurucusu olduğu fonlar ise toplu olarak, hiçbir ortaklıkta sermayenin yada tüm oy haklarının % 20’sinden fazlasına sahip olmaması,*
- ✓ Fon varlıklarının % 5’inden fazlasının risk sermayesi yatırım ortaklıkları tarafından ihraç edilen para ve sermaye piyasası araçlarına yatırılmaması,
- ✓ Fon portföyüne şirketin ve portföy yöneticisinin para ve sermaye piyasası araçlarının satın alınmaması,
- ✓ Şirketin ve portföy yöneticisinin;

²¹⁷ Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş Ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik , Md. 21

* Devlet iç borçlanma senetleri için bu sınırlamalar uygulanmaz.

* Risk sermayesi yatırım ortaklıklarına yapılacak yatırımlarda, bu sınırlama dikkate alınmaz.

- Sermayesinin % 10'undan fazlasına sahip olan hissedarlarının,
- Yönetim kurulu başkan ve üyelerinin,
- Genel müdür ve genel müdür yardımcılarının,

ayrı ayrı yada birlikte sermayesinin % 20'sinden fazlasına sahip oldukları ortaklıklar ile şirketin ve portföy yöneticisinin doğrudan ve dolaylı iştiraklerince çıkarılmış para ve sermaye piyasası araçlarının toplamının, fon varlıklarının % 20'sini aşmaması,

- ✓ Bir topluluğun para ve sermaye piyasası araçlarına fon varlıklarını %20'sinden fazlasının yatırılmaması,
- ✓ Borsa Para Piyasası'nda değerlendirilen nakdin fon varlıklarının % 20'sini aşmaması,
- ✓ Fon varlıklarının en fazla % 10'unun yatırım fonu katılma belgelerinde değerlendirilmesi, her bir yatırım fonuna yapılan yatırım tutarının, fon varlıklarının % 2'sini geçmemesi,
- ✓ Fon varlıklarının % 10'undan fazlasının bankalar nezdinde açtırılacak mevduat hesaplarında değerlendirilmemesi, her bir bankada değerlendirilebilecek tutarın fon varlıklarının % 2'sini aşmaması,
- ✓ Katkı paylarının asgari % 30'unun kamu borçlanma araçları fonuna yatırılması,
- ✓ Katkı paylarının azami % 15'inin yabancı menkul kıymetler fonuna yatırılması,
- ✓ Fon adına % 10'dan fazla ters repo işlemi yapılmaması,
- ✓ Fon adına kredi alınması işlemlerinin mevzuata uygun olması,
- ✓ Fonda tutulan nakdin günlük operasyonların gerektirdiği miktardan fazla olmaması,
- ✓ Portföy aşımalarının düzeltilme süresinin 30 gün içinde yönetmeliğe uygun hale getirilmesi,

- ✓ Fonların hisse senetlerini satın aldıkları ortaklıkların herhangi bir şekilde yönetimlerine katılma amacı gütmemeleri ve yönetimde temsil edilmemeleri.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE ÖZEL EMEKLİLİK FONLARININ

SERMAYE PİYASASINA ETKİSİNİN

DEĞERLENDİRİLMESİ

Çalışmamızın bu bölümünde özel emeklilik fonlarının sermaye piyasasına etkisinin değerlendirilmesi amacıyla çoklu regresyon analizine yer verilmiştir. Çoklu regresyon çalışması, Dr. Bahattin RÜZGAR’ın Türkiye ve Reasürans Şirketler Birliği I. Ulusal Sigorta Sempozyomu Avrupa Birliği’ne Uyum Sürecinde Türk Sigorta Sektörü Bildiri Kitabında 2005 yılında yayınlanan “Çok Değişkenli Regresyon ile Bireysel Emeklilik Fon Modelleri” çalışmasından esinlenerek hazırlanmıştır.

1. Çalışmanın Amacı ve Kapsamı

Bu çalışma Türkiye’de özel emeklilik fonlarının sermaye piyasasına olan etkisini ve özel emeklilik fonlarının portföylerinde bulunan yatırım araçlarının özel emeklilik fonlarının toplam tutarına olan etkisini değerlendirmek için yapılmaktadır. Ancak özel emeklilik fonları Türkiye’de çok yeni bir uygulama olduğu için etkisi ilerleyen yıllarda daha net bir şekilde anlaşılacaktır. Bu nedenle kurulan regresyon modelinde Türkiye’de veriler, yeterli gözlem sayısının elde edilmesi açısından aylık olarak alınmış ve yorumlanmıştır. Türkiye verilerinin yetersiz oluşu nedeniyle özel emeklilik fonlarının analizine netlik kazandıracığını düşündüğümüz Şili verileri alınmıştır. Bu nedenle hem Şili hem de Türkiye verileri için çoklu regresyon analizi yapılarak çıkan sonuçlar karşılaştırmalı olarak analiz edilmiştir. Şili verilerine çalışmamızda yer verilmesinin nedeni Şili’nin de Türkiye gibi gelişmekte olan bir ülke olması ve bu ülkede hem özel emeklilik fonu yatırımlarında hem de sosyal güvenlik sisteminin özelleştirilmesinde sağlanan başarıdan ileri gelmektedir.

Çalışmada kullanılan veriler, Türkiye için, SPK’nın özel emeklilikle ilgili dökümanlarından, Şili için ise, SAFP (*Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones Emeklilik Fon Yönetimi Süpervizyonu*) verilerinden yararlanılarak elde edilmiştir.

Çalışmada, Şili özel emeklilik fonlarının 1981- 2000 yılları arasındaki yıllık gelişimi, Türkiye’nin ise Ekim 2003’ten Mart 2006’ya kadar aylık gelişimi üzerine çoklu

regresyon analizi ile Türkiye’de özel emeklilik fonlarında kullanılan yatırım araçlarının bu fonların gelişimine ve büyümesine etkisi tahmin edilecektir.

2. Türkiye’ye İlişkin Çoklu Regresyon Çalışması

2.1. Türkiye Verileri

Tablo.15’de, ülkemizde Ekim 2003 tarihinden itibaren uygulamaya konulan özel emeklilik fonlarının toplam fon büyüklüğü, fonda kullanılan yatırım araçlarının YTL cinsinden değeri aylık veriler olarak sunulmaktadır. Bu veriler SPK’nın konuyla ilgili dokümanlarından elde edilmiştir. Bu hesaplamalara açıklık getireceği düşüncesiyle Tablo.15’de Türkiye’nin özel emeklilik fon birikimi, bu birikimin değerlendirildiği çeşitli yatırım araçları YTL cinsinden aylık olarak sunulmaktadır. Tablo.16’da ise Türkiye’de özel emeklilik fonlarının aylık YTL cinsinden değeri ve bu fonlardan çeşitli yatırım araçlarına ne kadar yatırıldığı yüzde(%) cinsinden aylık olarak sunulmaktadır. Verilerin aylık YTL cinsinden değeri analizimizde Tablo.17’de gösterilen aylık yüzde değişimleri üzerinden hesaplanmaktadır.

TABLO.15. TÜRKİYE'DE EMEKLİLİK YATIRIM FONLARININ TARİHSEL KONSOLİDE PORTFÖY BİLGİLERİ(YTL)

| TÜM EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI | | | | | | | | | | |
|-------------------------------|----|---------------------|----------------|------------------|------|----------------|---------------|---------------|---------------|--|
| Yıl | Ay | Toplam Değeri (YTL) | HS % | KB % | ÖT % | TR % | BPP % | YMK % | Diğer % | |
| 2003 | 10 | 47.468.000 | 3.004.459,96 | 32.104.308,45 | 0 | 6.415.190,89 | 813.884,44 | 3.751.770,12 | 1.378.386,14 | |
| 2003 | 11 | 48.523.000 | 3.258.633,24 | 31.931.022,07 | 0 | 6.434.112,97 | 716.198,89 | 5.611.211,54 | 571.821,29 | |
| 2003 | 12 | 42.779.000 | 4.783.117,19 | 29.715.090,28 | 0 | 5.887.096,93 | 349.676,28 | 1.798.550,90 | 245.468,43 | |
| 2004 | 01 | 35.451.687 | 3.552.395,16 | 19.492.341,49 | 0 | 3.879.459,69 | 469.594,62 | 8.057.892,13 | 4,01 | |
| 2004 | 02 | 40.122.096 | 4.976.181,23 | 23.580.973,51 | 0 | 2.720.047,22 | 514.308,31 | 8.330.585,75 | 0,38 | |
| 2004 | 03 | 45.126.911 | 7.649.303,56 | 24.438.357,61 | 0 | 4.285.476,40 | 400.279,79 | 8.353.493,35 | 0,38 | |
| 2004 | 04 | 50.521.976 | 6.725.714,76 | 29.047.556,44 | 0 | 4.428.365,57 | 1.638.988,01 | 8.681.345,41 | 6,29 | |
| 2004 | 05 | 61.871.509 | 7.781.135,99 | 34.788.506,77 | 0 | 8.437.638,79 | 1.453.205,91 | 9.411.015,08 | 6,48 | |
| 2004 | 06 | 77.865.762 | 12.824.508,40 | 42.900.774,74 | 0 | 9.989.251,53 | 1.753.625,82 | 10.397.595,02 | 6,88 | |
| 2004 | 07 | 97.626.432 | 15.409.292,98 | 51.788.309,89 | 0 | 13.516.205,74 | 4.515.789,64 | 12.396.832,73 | 1,16 | |
| 2004 | 08 | 121.924.185 | 16.857.365,00 | 70.312.206,62 | 0 | 15.360.907,54 | 3.280.108,70 | 16.113.588,28 | 9,32 | |
| 2004 | 09 | 210.903.934 | 30.554.514,25 | 128.732.817,76 | 0 | 18.983.700,62 | 6.275.504,88 | 26.357.143,40 | 253,07 | |
| 2004 | 10 | 199.127.803 | 28.868.751,66 | 121.754.446,42 | 0 | 19.008.338,49 | 4.334.533,21 | 25.161.724,87 | 8,12 | |
| 2004 | 11 | 237.184.573 | 29.344.491,17 | 168.504.136,03 | 0 | 26.402.094,56 | 7.894.143,71 | 5.039.422,98 | 284,89 | |
| 2004 | 12 | 296.124.827 | 39.435.702,46 | 214.522.313,04 | 0 | 26.845.187,80 | 9.873.568,05 | 5.447.689,57 | 365,81 | |
| 2005 | 01 | 349.702.074 | 40.578.854,44 | 269.794.199,86 | 0 | 23.853.749,59 | 8.816.245,05 | 6.658.625,32 | 399,63 | |
| 2005 | 02 | 395.827.439 | 51.664.653,99 | 304.122.793,31 | 0 | 27.154.767,57 | 6.497.719,59 | 6.387.000,27 | 504,49 | |
| 2005 | 03 | 450.311.874 | 51.559.593,46 | 332.352.783,44 | 0 | 47.320.654,51 | 12.928.180,99 | 5.848.583,55 | 302.077,86 | |
| 2005 | 04 | 504.573.592 | 41.424.707,04 | 393.429.397,03 | 0 | 43.210.624,67 | 19.738.142,45 | 6.174.586,10 | 596.135,03 | |
| 2005 | 05 | 578.472.834 | 63.428.131,31 | 445.927.829,62 | 0 | 50.608.098,28 | 10.926.027,22 | 6.407.206,63 | 1.175.540,89 | |
| 2005 | 06 | 640.110.770 | 68.970.980,20 | 499.522.774,80 | 0 | 46.104.215,30 | 9.684.528,33 | 5.534.854,28 | 10.293.417,27 | |
| 2005 | 07 | 716.896.175 | 71.529.339,95 | 579.637.749,78 | 0 | 40.177.001,66 | 11.048.159,51 | 14.503.006,94 | 917,60 | |
| 2005 | 08 | 797.257.130 | 79.665.936,65 | 642.721.556,08 | 0 | 56.812.583,00 | 7.220.894,81 | 10.835.530,91 | 628,94 | |
| 2005 | 09 | 888.409.929 | 83.021.124,09 | 737.242.465,54 | 0 | 41.348.864,60 | 15.950.516,47 | 10.845.930,29 | 1.027,72 | |
| 2005 | 10 | 971.197.123 | 88.875.439,79 | 790.947.768,21 | 0 | 70.631.298,22 | 10.700.864,11 | 10.040.600,70 | 1.151,54 | |
| 2005 | 11 | 1.091.131.390 | 108.007.186,97 | 855.387.194,98 | 0 | 54.554.324,32 | 13.786.243,87 | 8.704.722,11 | 50.691.717,32 | |
| 2005 | 12 | 1.219.049.095 | 135.574.479,87 | 980.294.178,91 | 0 | 65.188.330,19 | 11.064.171,03 | 9.254.048,14 | 17.673.887,05 | |
| 2006 | 01 | 1.348.263.107 | 167.979.866,45 | 1.016.181.826,54 | 0 | 142.307.070,77 | 4.953.441,38 | 16.839.106,28 | 1.795,27 | |
| 2006 | 02 | 1.475.353.436 | 188.088.586,99 | 1.063.947.550,40 | 0 | 178.320.064,07 | 22.148.538,81 | 10.325.921,32 | 12.522.774,07 | |
| 2006 | 03 | 1.569.951.820 | 177.294.287,81 | 1.129.130.319,77 | 0 | 206.529.588,38 | 9.208.257,39 | 9.680.533,77 | 38.108.832,80 | |

Tablo.16'da, ülkemizde Ekim 2003 tarihinden itibaren uygulamaya konulan özel emeklilik fonlarının toplam fon büyüklüğü, fonda kullanılan yatırım araçlarının yüzde(%) cinsinden değeri, yatırımcı sayısı aylık veriler olarak sunulmaktadır.

TABLO.16.TÜRKİYE’DE EMEKLİLİK YATIRIM FONLARININ TARİHSEL KONSOLİDE PORTFÖY BİLGİLERİ(YÜZDE %)

| TÜM EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI | | | | | | | | | | | |
|-------------------------------|----|---------------------|------------------|-------|-------|------|-------|-------|-------|---|---------|
| Yıl | Ay | Toplam Değeri (YTL) | Yatırımcı Sayısı | HS % | KB % | ÖT % | TR % | BPP % | YMK % | % | Diğer % |
| 2003 | 10 | 47.468.000 | - | 6,33 | 67,63 | 0,00 | 13,51 | 1,71 | 7,90 | | 2,90 |
| 2003 | 11 | 48.523.000 | - | 6,72 | 65,81 | 0,00 | 13,26 | 1,48 | 11,56 | | 1,18 |
| 2003 | 12 | 42.779.000 | - | 11,18 | 69,46 | 0,00 | 13,76 | 0,82 | 4,20 | | 0,57 |
| 2004 | 01 | 35.451.687 | 89.753 | 10,02 | 54,98 | 0,00 | 10,94 | 1,32 | 22,73 | | 0,00 |
| 2004 | 02 | 40.122.096 | 139.800 | 12,40 | 58,77 | 0,00 | 6,78 | 1,28 | 20,76 | | 0,00 |
| 2004 | 03 | 45.126.911 | 234.300 | 16,95 | 54,15 | 0,00 | 9,50 | 0,89 | 18,51 | | 0,00 |
| 2004 | 04 | 50.521.976 | 348.537 | 13,31 | 57,49 | 0,00 | 8,77 | 3,24 | 17,18 | | 0,00 |
| 2004 | 05 | 61.871.509 | 421.223 | 12,58 | 56,23 | 0,00 | 13,64 | 2,35 | 15,21 | | 0,00 |
| 2004 | 06 | 77.865.762 | 511.335 | 16,47 | 55,10 | 0,00 | 12,83 | 2,25 | 13,35 | | 0,00 |
| 2004 | 07 | 97.626.432 | 599.962 | 15,78 | 53,05 | 0,00 | 13,84 | 4,63 | 12,70 | | 0,00 |
| 2004 | 08 | 121.924.185 | 648.274 | 13,83 | 57,67 | 0,00 | 12,60 | 2,69 | 13,22 | | 0,00 |
| 2004 | 09 | 210.903.934 | 923.510 | 14,49 | 61,04 | 0,00 | 9,00 | 2,98 | 12,50 | | 0,00 |
| 2004 | 10 | 199.127.803 | 856.336 | 14,50 | 61,14 | 0,00 | 9,55 | 2,18 | 12,64 | | 0,00 |
| 2004 | 11 | 237.184.573 | 949.922 | 12,37 | 71,04 | 0,00 | 11,13 | 3,33 | 2,12 | | 0,00 |
| 2004 | 12 | 296.124.827 | 1.040.217 | 13,32 | 72,44 | 0,00 | 9,07 | 3,33 | 1,84 | | 0,00 |
| 2005 | 01 | 349.702.074 | 1.130.250 | 11,60 | 77,15 | 0,00 | 6,82 | 2,52 | 1,90 | | 0,00 |
| 2005 | 02 | 395.827.439 | 1.206.974 | 13,05 | 76,83 | 0,00 | 6,86 | 1,64 | 1,61 | | 0,00 |
| 2005 | 03 | 450.311.874 | 1.319.248 | 11,45 | 73,81 | 0,00 | 10,51 | 2,87 | 1,30 | | 0,07 |
| 2005 | 04 | 504.573.592 | 1.381.044 | 8,21 | 77,97 | 0,00 | 8,56 | 3,91 | 1,22 | | 0,12 |
| 2005 | 05 | 578.472.834 | 1.504.783 | 10,96 | 77,09 | 0,00 | 8,75 | 1,89 | 1,11 | | 0,20 |
| 2005 | 06 | 640.110.770 | 1.557.994 | 10,77 | 78,04 | 0,00 | 7,20 | 1,51 | 0,86 | | 1,61 |
| 2005 | 07 | 716.896.175 | 1.658.365 | 9,98 | 80,85 | 0,00 | 5,60 | 1,54 | 2,02 | | 0,00 |
| 2005 | 08 | 797.257.130 | 1.747.325 | 9,99 | 80,62 | 0,00 | 7,13 | 0,91 | 1,36 | | 0,00 |
| 2005 | 09 | 888.409.929 | 1.814.314 | 9,34 | 82,98 | 0,00 | 4,65 | 1,80 | 1,22 | | 0,00 |
| 2005 | 10 | 971.197.123 | 1.868.294 | 9,15 | 81,44 | 0,00 | 7,27 | 1,10 | 1,03 | | 0,00 |
| 2005 | 11 | 1.091.131.390 | 1.946.969 | 9,90 | 78,39 | 0,00 | 5,00 | 1,26 | 0,80 | | 4,65 |
| 2005 | 12 | 1.219.049.095 | 2.025.705 | 11,12 | 80,41 | 0,00 | 5,35 | 0,91 | 0,76 | | 1,45 |
| 2006 | 01 | 1.348.263.107 | 2.117.025 | 12,46 | 75,37 | 0,00 | 10,55 | 0,37 | 1,25 | | 0,00 |
| 2006 | 02 | 1.475.353.436 | 2.173.242 | 12,75 | 72,11 | 0,00 | 12,09 | 1,50 | 0,70 | | 0,85 |
| 2006 | 03 | 1.569.951.820 | 2.266.666 | 11,29 | 71,92 | 0,00 | 13,16 | 0,59 | 0,62 | | 2,43 |

Tablo.17’de, ülkemizde Ekim 2003 tarihinden itibaren uygulamaya konulan özel emeklilik fonlarının toplam fon büyüklüğü, bu fonlardan çeşitli yatırım araçlarına yapılan yatırımların aylık yüzde(%) değişim oranları verileri sunulmaktadır.

Modele veri teşkil edecek bağımlı değişken, Türkiye’de özel emeklilik fonlarının Ekim 2003 itibariyle aylık değişim oranıdır ve aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

Ekim 2003- Kasım 2003 Özel Emeklilik Fonları Aylık Değişim Oranı;

Ö.E.F. Fonları Kasım 2003 Toplam YTL Tutarı – Ö.E.F. Ekim 2003 Toplam YTL Tutarı

Ö.E.F. Ekim 2003 Toplam YTL Tutarı

$$= \frac{48.523.000 - 47.468.000}{47.468.000} = 2,222549928$$

Aynı şekilde, özel emeklilik fonlarından hisse senetlerine, kamu borçlanma araçlarına, ters repoya, borsa para piyasasına, yabancı menkul kıymetlere olan yatırımlar da bulunmuştur. Özel şirket tahvillerine yatırım hiç yapılmadığı için modele dahil edilmemiştir. Ancak özel emeklilik fon büyüklüğünü en çok etkileyen yatırımların hisse senetlerine, kamu borçlanma araçlarına ve yabancı menkul kıymetlere yapılan yatırımlar olması nedeniyle modelde ele alınacak veriler aşağıdaki tablodaki verilerle sınırlandırılmıştır.

TABLO.17.TÜRKİYE ÖZEL EMEKLİLİK FONLARI AYLIK YÜZDE DEĞİŞİM ORANLARI

| DÖNEMLER | FON BÜYÜKLÜĞÜ (YTL) | HİSSE SENETLERİ | KAMU BORÇLANMA ARAÇLARI | YABANCI MENKUL KIYMETLER |
|-----------------------|---------------------|-----------------|-------------------------|--------------------------|
| 1 03 KASIM-EKİM | 2,222549928 | 8,459865641 | -0,539760515 | 49,56170998 |
| 2 03 ARALIK-KASIM | -11,83768522 | 46,78292511 | -6,939745885 | -67,94719136 |
| 3 04 OCAK-03 ARALIK | -17,128294 | -25,73054298 | -34,40254998 | 348,0213562 |
| 4 04 ŞUBAT-OCAK | 13,1740114 | 40,07960818 | 20,97558169 | 3,384180674 |
| 5 04 MART-ŞUBAT | 12,47396108 | 53,71834762 | 3,635914801 | 0,274981819 |
| 6 04 NİSAN-MART | 11,95531726 | -12,07415536 | 18,86050978 | 3,924730007 |
| 7 04 MAYIS-NİSAN | 22,46454575 | 15,69232815 | 19,76396997 | 8,4050298 |
| 8 04 HAZİRAN-MAYIS | 25,85075688 | 64,8153741 | 23,31881624 | 10,48324684 |
| 9 04 TEMMUZ-HAZİRAN | 25,37786717 | 20,1550383 | 20,71649103 | 19,22788593 |
| 10 04 AĞUSTOS-TEMMUZ | 24,88849873 | 9,3973943 | 35,76849057 | 29,98149313 |
| 11 04 EYLÜL-AĞUSTOS | 72,97957185 | 81,25320449 | 83,08743807 | 63,57091254 |
| 12 04 EKİM-EYLÜL | -5,583647016 | -5,517229234 | -5,420817676 | -4,535463153 |
| 13 04 KASIM-EKİM | 19,11173128 | 1,647939334 | 38,39670007 | -79,97186994 |
| 14 04 ARALIK- KASIM | 24,84995232 | 34,38877582 | 27,30982045 | 8,101455028 |
| 15 05 OCAK- 04 ARALIK | 18,09279139 | 2,898774251 | 25,76509923 | 22,22842801 |
| 16 05 ŞUBAT-OCAK | 13,18990328 | 27,31915353 | 12,72399239 | -4,079296348 |
| 17 05 MART-ŞUBAT | 13,7646937 | -0,203350875 | 9,282431554 | -8,429884007 |
| 18 05 NİSAN-MART | 12,04980851 | -19,65664534 | 18,3770429 | 5,574042725 |
| 19 05 MAYIS- NİSAN | 14,64587976 | 53,1166684 | 13,34380018 | 3,767386678 |
| 20 05 HAZİRAN- MAYIS | 10,65528623 | 8,73878636 | 12,01874869 | -13,61517436 |
| 21 05 TEMMUZ- HAZİRAN | 11,99564339 | 3,709327809 | 16,03830276 | 162,030511 |
| 22 05 AĞUSTOS- TEMMUZ | 11,2095667 | 11,37518772 | 10,88331571 | -25,2876941 |
| 23 05 EYLÜL- AĞUSTOS | 11,43329985 | 4,211570953 | 14,70635434 | 0,095974817 |
| 24 05 EKİM- EYLÜL | 9,318580443 | 7,051597728 | 7,284618722 | -7,425177663 |
| 25 05 KASIM- EKİM | 12,3491168 | 21,52647258 | 8,147115316 | -13,3047676 |
| 26 05 ARALIK - KASIM | 11,72340076 | 25,52357271 | 14,60239113 | 6,310667073 |
| 27 06 OCAK- 05 ARALIK | 10,59957405 | 23,90227616 | 3,660905921 | 81,96475766 |
| 28 06 ŞUBAT- OCAK | 9,426226109 | 11,97091114 | 4,700509556 | -38,67892301 |
| 29 06 MART- ŞUBAT | 6,411913373 | -5,738944269 | 6,126502133 | -6,250169191 |

2.2. Modelin Kurulması ve Katsayıların Belirlenmesi

Regresyon analizine göre modeli aşağıdaki gibi tahmin edebiliriz:

$$Y = 0,888 + 0,102 X1 + 0,72 X2 + 0,029 X3$$

Y = Toplam Özel Emeklilik Fonları Fon Büyüklüğü Yüzde Değişimi

X1 = Hisse Senetleri Dönemsel Yüzde Değişimi

X2 = Kamu Borçlanma Araçları Dönemsel Yüzde Değişimi

X3 = Yabancı Menkul Kıymetler Dönemsel Yüzde Değişimi

Elde ettiğimiz denkleme göre toplam hisse senetlerinin özel emeklilik fon büyüklüğü üzerindeki etkisi sabit alındığında, hisse senetlerindeki % 100'lük(1 birimlik) artış özel

emeklilik fon büyüklüğünü % 10,2 artırmaktadır. Kamu borçlanma araçlarına yapılan yatırımdaki % 100'lük değişim toplam emeklilik fon büyüklüğünü % 72 oranında artırmaktadır. Yabancı menkul kıymetlere yapılan % 100'lük yatırım artışı toplam özel emeklilik fonu büyüklüğünü % 2,9 artırmaktadır.

Hisse senetlerine yapılan 1 YTL'lik yatırım artışı özel emeklilik fon büyüklüğünü 0,102 YTL artırmakta, kamu borçlanma araçlarına yapılan 1 YTL'lik yatırım artışı özel emeklilik fon büyüklüğünü 0,72 YTL artırmakta, yabancı menkul kıymetlere yapılan 1 YTL'lik artış ise özel emeklilik fon büyüklüğünü 0,029 YTL artırmaktadır.

Türkiye'de özel emeklilik fon büyüklüğünün artmasını sağlayan yatırım araçları öncelikli olarak kamu borçlanma araçlarıdır. Daha sonra ise hisse senetleridir. Burada özel emeklilik fon büyüklüğü artışını önemli ölçüde etkilediği saptanan kamu borçlanma araçları "Sınırlandırılmış Model" uygulamasını seçen Türkiye'nin yatırımlar konusundaki kısıtlamalarından kaynaklanmaktadır. Çünkü Türkiye'de özel emek fonlarına yapılacak yatırımlarda katkı paylarının asgari % 30'unun kamu borçlanma araçlarına yatırılması zorunluluğu bulunmaktadır. Ayrıca yapılan görüşmelerde edinilen izlenimlere göre özel emeklilik fonlarına yapılacak yatırımlarda danışman ve uzman olarak atanan kişilerin katılımcılara yatırımlarının % 50'sini kamu borçlanma araçlarında değerlendirmelerini önerdikleri tespit edilmiştir.

2.3. Belirlilik ve Korelasyon Katsayılarının Yorumu

Türkiye'de özel emeklilik fon büyüklüğü üzerinde oluşan değişimlerin büyük çoğunluğu hisse senetleri, kamu borçlanma kâğıtlarına ve yabancı menkul kıymetlere yapılan yatırımla açıklanmaktadır. Belirlilik katsayısının 0,926 olarak bulunması da bunu doğrulamaktadır. Diğer bir deyişle, Türkiye'de özel emeklilik fon büyüklüğündeki % 100'lük değişimin % 92,6'sı modeldeki değişkenlerden (hisse senetleri, kamu borçlanma araçları ve yabancı menkul kıymetlere yapılan yatırımlar) kaynaklanmaktadır. Kalan % 7,4'lük kısım modelde yer almayan değişkenlerden etkilenmektedir. Özel emeklilik fon büyüklüğündeki % 100'lük değişimin % 7,4'lük kısmı hisse senetleri, kamu borçlanma araçları ve yabancı menkul kıymetler dışında kalan ters repo, para ve benzeri değerler ve diğer yatırımlarla açıklanabilmektedir.

Özel emeklilik fon büyüklüğü, özel emeklilik fonlarına yatırılan hisse senetleri, kamu borçlanma araçları ve yabancı menkul kıymetler arasındaki ilişki derecesini gösteren korelasyon katsayısı ise % 96,2 olarak bulunmuştur. Buna göre özel emeklilik fon büyüklüğü, kamu borçlanma araçları ve hisse senetleri arasında çok güçlü bir ilişki olduğunu söyleyebiliriz ($0 < r = 0,962 < 1$).

2.4. Modelin Bir Bütün Olarak Test Edilmesi (Varyans Analizi)

Elde edilen regresyon denkleminin bir bütün olarak sıfırdan farklı olup olmadığını anlamak için yapılan varyans analizi sonuçları ANOVA tablosunda gösterilmiştir. Varyans analizine göre hesaplanan değerler sonucunda F test: 104,161 bulunmuştur. (Bkz. Ek-1) Buna göre 3 ve 25 serbestlik derecesinde ve çok düşük önem seviyesinde modelin bir bütün olarak anlamlı olduğu sonucu ortaya çıkmıştır.

Modelin bir bütün olarak anlamlı olduğunu gösteren bir diğer sonuç ise ANOVA tablosundaki “Anlamlılık F” değeridir. Bu değer 0,05’ten küçük bulunması, modelin bir bütün olarak sıfırdan farklı olduğunu gösterir. (anlamlılık F değeri 0,000 çıkmıştır.)

2.5. Değişkenlerin Tek Tek Test Edilmesi

Özel emeklilik fonlarından hisse senetlerine, kamu borçlanma araçlarına ve yabancı menkul kıymetlere yapılan yatırımın aylık değişim oranı bağımsız değişkenleri ile özel emeklilik fonu büyüklüğü bağımlı değişkenleri aralarında tek tek bir ilişkinin olup olmadığı “Katsayılar Tablosu”nda gösterilmiştir.

Özel emeklilik fon büyüklüğündeki aylık değişim oranı ile bu fonlardan hisse senetlerine yapılan yatırımın değişim oranı arasındaki ilişkiyi gösteren t test değeri “Katsayılar Tablosu”nda 2,73 bulunmuştur. Bu durumda da 25 serbestlik derecesinde ve çok küçük önem seviyesinde t değeri t tablo değerinden büyük olmakta (t test > t tablo) ve böylelikle özel emeklilik fon büyüklüğündeki değişim oranı ile bu fonlardan hisse senetlerine yapılan yatırımın değişim oranı arasında ilişki olduğu doğrulanmaktadır.

Özel emeklilik fon büyüklüğündeki değişim oranı ile bu fonlardan kamu borçlanma araçlarına yapılan yatırımın değişim oranı arasındaki ilişkiyi gösteren t değeri ise “Katsayılar Tablosu”nda 14,49 olarak hesaplanmıştır. Bu durumda da 25 serbestlik derecesinde ve düşük önem seviyesinde t değeri t tablo değerinden büyük olmakta (t test > t tablo) ve böylece özel emeklilik fon büyüklüğündeki değişim oranı ile bu fonlardan kamu borçlanma araçlarına yapılan yatırımdaki değişim oranı arasında ilişki olduğu görülmektedir.

Özel emeklilik fon büyüklüğündeki değişim oranı ile bu fonlardan yabancı menkul kıymetlere yapılan yatırımdaki değişim oranı arasındaki ilişkiyi gösteren t değeri “Katsayılar Tablosu”nda 2,59 olarak hesaplanmıştır. 25 serbestlik derecesinde ve çok düşük önem seviyesinde t değeri t tablo değerinden büyük olmakta(t test > t tablo), böylece özel

emeklilik fon büyüklüğündeki değişim oranı ile bu fonlardan yabancı menkul kıymetlere yapılan yatırımın değişim oranı arasında ilişki olduğu görülmektedir.

Görüldüğü gibi her bir bağımsız değişken için tek tek t testini uygulayarak bağımsız değişkenler olan özel emeklilik fonlarından hisse senetlerine yapılan yatırımın değişim oranı, kamu borçlanma araçlarına yapılan yatırımın değişim oranı ve yabancı menkul kıymetlere yapılan yatırımın değişim oranı; bağımlı değişken olan özel emeklilik fon büyüklüğündeki değişim oranının ilişkili olup olmadığını test ettiğimizde, üç bağımsız değişkenin de bağımlı değişken ile tek tek ilişkili olduğu sonucu ortaya çıkmaktadır. Başka bir deyişle, hem özel emeklilik fonlarından hisse senetlerine yapılan yatırımın değişim oranı hem kamu borçlanma araçlarına yapılan yatırımın değişim oranı hem de yabancı menkul kıymetlere yapılan yatırımın değişim oranı tek başlarına özel emeklilik fon büyüklüğünün değişim oranına etki etmektedir.

Özel emeklilik fonlarından hisse senetlerine yapılan yatırımın değişim oranı, kamu borçlanma araçlarına yapılan yatırımın değişim oranı ve yabancı menkul kıymetlere yapılan yatırımın değişim oranının P değerleri “Katsayılar Tablosu”nda gösterilmiştir. Buna göre hesaplanan değerleri % 5’ten düşük önem seviyesinde olmaları nedeniyle bağımsız değişkenlerin anlamlı oldukları sonucuna varabiliriz.

2.6. Ortalama Elastikiyetlerin Hesaplanması ve Yorumu

Modele ilişkin ortalama elastikiyetleri aşağıdaki gibi hesaplayabiliriz:

$$E_{YX_1} = b_1 * \frac{\overline{X_1}}{\overline{Y}}$$

$$= 0,102 * \frac{17,55}{13,71}$$

$$= 0,13$$

Özel emeklilik fonlarından hisse senetlerine yapılan yatırımın % 1’lik artış göstermesi durumunda özel emeklilik fon büyüklüğü ortalama % 0,13 oranında artmaktadır. Bu durumda hisse senetlerine yapılan yatırımdan daha az fon büyüklüğü artışı gerçekleşmektedir.

$$E_{YX_2} = b_2 * \frac{\overline{X_2}}{\overline{Y}}$$

$$= 0,72 * \frac{14,56}{13,71}$$

$$= 0,76$$

Özel emeklilik fonlarından kamu borçlanma araçlarına yapılan yatırımın % 1'lik artış göstermesi durumunda ise özel emeklilik fon büyüklüğü ortalama % 0,76 artış göstermektedir. Bu durumda da özel emeklilik fonlarından hisse senetlerine yapılan yatırımdan daha az özel emeklilik fon büyüklüğü artışı gerçekleşmektedir.

$$E YX_3 = b_3 * \frac{\overline{X_3}}{\overline{Y}}$$

$$= 0,029 * \frac{19,21}{13,71}$$

$$= 0,04$$

Özel emeklilik fonlarından yabancı menkul kıymetlere yapılan yatırımın % 1'lik artış göstermesi durumunda ise özel emeklilik fon büyüklüğü ortalama % 0,04 artış göstermektedir. Bu durumda da özel emeklilik fonlarından yabancı menkul kıymetlere yapılan yatırımdan daha az özel emeklilik fon büyüklüğü artışı gerçekleşmektedir.

2.7. Modele İlişkin Sonuçların Bir Arada Değerlendirilmesi

Özel emeklilik fon büyüklüğü değişim oranı, bu fonlardan hisse senetlerine, kamu borçlanma araçlarına ve yabancı menkul kıymetlere yapılan yatırımın değişim oranları Ekim 2003- Mart 2006 aylık verilerine başvurularak yapılan regresyon analizi sonucunda, varyans analizine göre model bir bütün olarak anlamlı çıkmıştır. Ayrıca modeldeki bağımsız değişkenler olan özel emeklilik fonlarından hisse senetlerine, kamu borçlanma araçlarına ve yabancı menkul kıymetlere yapılan yatırımların değişim oranları tek tek bağımlı değişken olan özel emeklilik fon büyüklüğü değişim oranını ne derecede etkilediği görülmüştür. Elde edilen modelde özel emeklilik fon büyüklüğü % 100'lük değişim oranının % 92,6'sı bu fonlardan hisse senetlerine, kamu borçlanma araçlarına ve yabancı menkul kıymetlere yapılan yatırımlardaki değişim oranları ile açıklanmaktadır. Özel emeklilik fon

büyükliğindeki değişim oranları ile bu fonlardan hisse senetlerine, kamu borçlanma araçlarına ve yabancı menkul kıymetlere yapılan yatırımlardaki değişim oranları arasındaki ilişki derecesi % 96,2 olarak bulunmuş ve bu durumda da değişkenlerin arasında güçlü ilişki olduğu sonucuna varılmıştır.

3. Şili'ye İlişkin Çoklu Regresyon Çalışması

3.1. Şili Verileri

Tablo.18'de, 1981 tarihinden itibaren uygulamaya konulan Şili özel emeklilik fonlarının toplam fon büyüklüğü, fonda kullanılan yatırım araçlarının “Milyon Dolar” cinsinden değeri 2000 yılına dek yıllık veriler halinde sunulmaktadır. Şili verileri, SAFF (*Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones-Emeklilik Fon Yönetimi Süpervizyonu*) dokümanlarından yararlanılarak elde edilmiştir.

TABLO.18. ŞİLİ ÖZEL EMEKLİLİK FONLARI YILLIK DEĞERLERİ(Milyon Dolar)

| YILLAR | FON BÜYÜKLÜĞÜ (Milyon Dolar) | DEVLET TAHVİLLERİ | BORSA PARA PİYASASI | ŞİRKET TAHVİLLERİ | HİSSE SENETLERİ | YATIRIM FONLARI | YABANCI MENKUL KIYMETLER | DİĞER |
|--------|------------------------------|-------------------|---------------------|-------------------|-----------------|-----------------|--------------------------|--------|
| 1981 | 300 | 84,300 | 213,9000 | 1,8000 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 1982 | 606 | 157,560 | 444,8040 | 3,6360 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 1983 | 1136,00 | 505,520 | 605,4880 | 24,9920 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 1984 | 1244,00 | 524,968 | 696,6400 | 22,3920 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 1985 | 1533,00 | 653,058 | 863,0790 | 16,8630 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 1986 | 2117,00 | 980,171 | 1037,3300 | 16,9360 | 82,563 | 0 | 0 | 0 |
| 1987 | 2708,00 | 1123,82 | 1348,5840 | 70,4080 | 167,896 | 0 | 0 | 0 |
| 1988 | 3584,00 | 1268,736 | 1795,5840 | 229,3760 | 290,304 | 0 | 0 | 0 |
| 1989 | 4470,00 | 1859,52 | 1752,2400 | 406,7700 | 451,470 | 0 | 0 | 0 |
| 1990 | 6658,00 | 2936,178 | 2237,0880 | 739,0380 | 752,354 | 0 | 0 | 0 |
| 1991 | 10064,00 | 3854,512 | 2687,0880 | 1117,1040 | 2395,232 | 0 | 0 | 0 |
| 1992 | 12395,00 | 5181,11 | 3086,3550 | 1189,9200 | 2912,825 | 24,790 | 0 | 0 |
| 1993 | 15942,00 | 6249,264 | 3299,9940 | 1163,7660 | 5085,498 | 47,826 | 95,6520 | 0 |
| 1994 | 22296,00 | 8873,808 | 4481,4960 | 1426,9440 | 7223,904 | 66,888 | 200,6640 | 0 |
| 1995 | 25143,00 | 9931,485 | 5632,0320 | 1307,4360 | 7568,043 | 628,575 | 50,2860 | 0 |
| 1996 | 27198,00 | 10661,616 | 6745,1040 | 1359,9000 | 7343,460 | 924,732 | 135,9900 | 0 |
| 1997 | 30525,00 | 12087,90 | 8974,3500 | 1007,3250 | 7142,850 | 946,275 | 335,7750 | 0 |
| 1998 | 30805,00 | 12630,05 | 9795,9900 | 1170,5900 | 4589,945 | 893,345 | 1725,0800 | 0 |
| 1999 | 34646,00 | 11987,516 | 11502,4720 | 1316,5480 | 4296,104 | 900,796 | 4642,5640 | 0 |
| 2000 | 35866,00 | 12804,162 | 12588,9660 | 1434,6400 | 4160,456 | 860,784 | 3909,3940 | 71,732 |

TABLO.19.ŞİLİ ÖZEL EMEKLİLİK FONLARI YÜZDE(%) DAĞILIMLARI

| YILLAR | FON BÜYÜKLÜĞÜ (Milyon Dolar) | KAMU BORÇLANMA ARAÇLARI (%) | BORSA PARA PİYASASI (%) | ŞİRKET TAHVİLLERİ (%) | HİSSE SENETLERİ (%) | YATIRIM FONLARI (%) | YABANCI MENKUL KIYMETLER (%) | DİĞER (%) |
|--------|------------------------------|-----------------------------|-------------------------|-----------------------|---------------------|---------------------|------------------------------|-----------|
| 1981 | 300 | 28,1 | 71,3 | 0,6 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 1982 | 606 | 26 | 73,4 | 0,6 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 1983 | 1136,00 | 44,5 | 53,3 | 2,2 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 1984 | 1244,00 | 42,2 | 56 | 1,8 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 1985 | 1533,00 | 42,6 | 56,3 | 1,1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 1986 | 2117,00 | 46,3 | 49 | 0,8 | 3,9 | 0 | 0 | 0 |
| 1987 | 2708,00 | 41,5 | 49,8 | 2,6 | 6,2 | 0 | 0 | 0 |
| 1988 | 3584,00 | 35,4 | 50,1 | 6,4 | 8,1 | 0 | 0 | 0 |
| 1989 | 4470,00 | 41,6 | 39,2 | 9,1 | 10,1 | 0 | 0 | 0 |
| 1990 | 6658,00 | 44,1 | 33,6 | 11,1 | 11,3 | 0 | 0 | 0 |
| 1991 | 10064,00 | 38,3 | 26,7 | 11,1 | 23,8 | 0 | 0 | 0 |
| 1992 | 12395,00 | 41,8 | 24,9 | 9,6 | 23,5 | 0,2 | 0 | 0 |
| 1993 | 15942,00 | 39,2 | 20,7 | 7,3 | 31,9 | 0,3 | 0,6 | 0 |
| 1994 | 22296,00 | 39,8 | 20,1 | 6,4 | 32,4 | 0,3 | 0,9 | 0 |
| 1995 | 25143,00 | 39,5 | 22,4 | 5,2 | 30,1 | 2,5 | 0,2 | 0 |
| 1996 | 27198,00 | 39,2 | 24,8 | 5 | 27 | 3,4 | 0,5 | 0 |
| 1997 | 30525,00 | 39,6 | 29,4 | 3,3 | 23,4 | 3,1 | 1,1 | 0 |
| 1998 | 30805,00 | 41 | 31,8 | 3,8 | 14,9 | 2,9 | 5,6 | 0 |
| 1999 | 34646,00 | 34,6 | 33,2 | 3,8 | 12,4 | 2,6 | 13,4 | 0 |
| 2000 | 35866,00 | 35,7 | 35,1 | 4 | 11,6 | 2,4 | 10,9 | 0,2 |

Şili emeklilik fonlarının başlangıç tarihi 1981'dir ve Şili'de özel emeklilik fonlarından hisse senetleri yatırımlarına 1985'ten itibaren izin verilmiştir.

TABLO.20. ŞİLİ ÖZEL EMEKLİLİK FONLARI YILLIK DEĞİŞİM ORANLARI(%)

| YILLAR | FON BÜYÜKLÜĞÜ Milyon Dolar | KAMU BORÇLANMA ARAÇLARI | BORSA PARA PIYASASI | ŞİRKET TAHVİLLERİ | HİSSE SENETLERİ | YATIRIM FONLARI | YABANCI MENKUL KIYMETLER | DİĞER |
|--------|-------------------------------|----------------------------|------------------------|----------------------|--------------------|--------------------|--------------------------------|-------|
| 82-81 | 102 | 86,90391 | 107,9495 | 102 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 83-82 | 87,45874587 | 220,8428 | 36,124675 | 587,34873 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 84-83 | 9,507042254 | 3,847127 | 15,054303 | -10,40332 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 85-84 | 23,23151125 | 24,39958 | 23,89168 | -24,69185 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 86-85 | 38,0952381 | 50,08942 | 20,189461 | 0,432900 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 87-86 | 27,91686349 | 14,65550 | 30,005302 | 315,7298 | 103,3550137 | 0 | 0 | 0 |
| 88-87 | 32,34859675 | 12,89494 | 33,145877 | 225,7811 | 72,90703769 | 0 | 0 | 0 |
| 89-88 | 24,72098214 | 46,56476 | -2,4139222 | 77,33764 | 55,51628638 | 0 | 0 | 0 |
| 90-89 | 48,94854586 | 57,89978 | 27,670182 | 81,68449 | 66,6454028 | 0 | 0 | 0 |
| 91-90 | 51,15650345 | 31,27650 | 20,115436 | 51,15650 | 218,365025 | 0 | 0 | 0 |
| 92-91 | 23,16176471 | 34,41675 | 14,858724 | 6,518282 | 21,60930549 | 0 | 0 | 0 |
| 93-92 | 28,61637757 | 20,61631 | 6,9220488 | -2,19796 | 74,58989126 | 92,92456636 | 0 | 0 |
| 94-93 | 39,85698156 | 41,99764 | 35,803156 | 22,61434 | 42,04909726 | 39,85698156 | 109,7854723 | 0 |
| 95-94 | 12,76910657 | 11,91908 | 25,673034 | -8,37510 | 4,763892211 | 839,7425547 | -74,94019854 | 0 |
| 96-95 | 8,173249016 | 7,351680 | 19,76324 | 4,012739 | -2,967517494 | 47,11561866 | 170,4331225 | 0 |
| 97-96 | 12,2325171 | 13,37774 | 33,049839 | -25,9265 | -2,731818516 | 2,329647941 | 146,9115376 | 0 |
| 98-97 | 0,917280917 | 4,485063 | 9,1554263 | 16,20777 | -35,74070574 | -5,5935114 | 413,7607029 | 0 |
| 99-98 | 12,46875507 | -5,08734 | 17,42021 | 12,46875 | -6,401841416 | 0,834056272 | 169,1216639 | 0 |
| 00-99 | 3,521330024 | 6,812470 | 9,4457435 | 8,969821 | -3,157465462 | -4,441849209 | -15,79235095 | 0,20 |

3.2. Modelin Kurulması ve Katsayıların Yorumu

Regresyon analizine göre modeli aşağıdaki gibi tahmin edebiliriz:

$$Y = 0,939 + 0,429 X1 + 0,144 X2 + 0,348 X3$$

Y = Toplam Özel Emeklilik Fonları Fon Büyüklüğü Yüzde Değişimi

X1 = Devlet Tahvilleri Dönemsel Yüzde Değişimi

X2 = Hisse Senetleri Dönemsel Yüzde Değişimi

X3 = Borsa Para Piyasası Yatırımları Dönemsel Yüzde Değişimi

Elde ettiğimiz denkleme göre toplam kamu borçlanma araçlarının Şili’de özel emeklilik fon büyüklüğü üzerindeki etkisi sabit alındığında, kamu borçlanma araçlarındaki % 100’lük artış özel emeklilik fon büyüklüğünü % 42,9 artırmaktadır. Hisse senetlerine yapılan yatırımdaki %100’lük değişim toplam emeklilik fon büyüklüğünü % 14,4 oranında artırmaktadır. Borsa para piyasasına yapılan % 100’lük yatırım toplam özel emeklilik fonu büyüklüğünü % 34,8 artırmaktadır. Başka bir deyişle, özel emeklilik fonlarından hisse senetlerine yapılan yatırımda 1 milyon dolarlık artış, özel emeklilik fonlarının toplam tutarını 0,144 milyon dolar, kamu borçlanma araçlarına yapılan yatırım 1 milyon dolarlık artış 0,429

milyon dolar, borsa para piyasası araçlarına yapılan yatırımda 1 milyon dolarlık 0,348 milyon dolar artırmaktadır.

3.3. Belirlilik ve Korelasyon Katsayılarının Yorumu

Şili’de özel emeklilik fon büyüklüğü üzerinde oluşan değişimlerin büyük çoğunluğu hisse senetleri, kamu borçlanma araçları ve borsa para piyasasına yapılan yatırım ile açıklanmaktadır. Belirlilik katsayısının 0,93 olarak bulunması da bunu doğrulamaktadır. Diğer bir deyişle, Şili’de özel emeklilik fon büyüklüğünde % 100’lük değişimin % 93’ü hisse senetleri, kamu borçlanma araçları ve borsa para piyasasına yapılan yatırımlarla açıklanmaktadır. Hisse senetleri, kamu borçlanma araçları ve borsa para piyasası dışında kalan şirket tahvilleri ve diğer yatırımların özel emeklilik fon büyüklüğündeki % 100’lük değişimin % 7’lik kısmını açıklanmaktadır.

Özel emeklilik fon büyüklüğü, özel emeklilik fonlarına yatırılan hisse senetleri, kamu borçlanma araçları ve borsa para piyasası araçları arasındaki ilişki derecesini gösteren korelasyon katsayısı ise % 96,4 olarak bulunmuştur. Buna göre özel emeklilik fon büyüklüğü, kamu borçlanma araçları ve hisse senetleri arasında çok güçlü bir ilişki olduğunu söyleyebiliriz ($0 < r = 0,964 < 1$).

3.4. Modelin Bir Bütün Olarak Test Edilmesi (Varyans Analizi)

Elde edilen regresyon denkleminin bir bütün olarak sıfırdan farklı olup olmadığını anlamak için yapılan varyans analizi sonuçları ANOVA tablosunda gösterilmiştir. Varyans analizine göre hesaplanan değerler sonucunda F test: 44,099 olarak bulunmuştur. (Bkz. Ek-2) Buna göre 3 ve 10 serbestlik derecesinde ve çok düşük önem seviyesinde modelin bir bütün olarak anlamlı olduğu sonucu ortaya çıkmıştır.

Modelin bir bütün olarak anlamlı olduğunu gösteren bir diğer sonuç ise ANOVA tablosundaki “Anlamlılık F” değeridir. Bu değer 0,05’ten küçük bulunması, modelin bir bütün olarak sıfırdan farklı olduğunu gösterir. (anlamlılık F değeri 0,000 çıkmıştır.)

3.5. Değişkenlerin Tek Tek Test Edilmesi

Özel emeklilik fonlarından hisse senetlerine, kamu borçlanma araçlarına ve borsa para piyasasına yapılan yatırımın yıllık değişim oranı bağımsız değişkenleri ile özel emeklilik fonu büyüklüğü bağımlı değişkenleri aralarında tek tek bir ilişkinin olup olmadığı “Katsayılar Tablosu”nda gösterilmiştir.

Özel emeklilik fon büyüklüğündeki yıllık değişim oranı ile bu fonlardan hisse senetlerine yapılan yatırımın değişim oranı arasındaki ilişkiyi gösteren t test değeri “Katsayılar Tablosu”nda 6,175 bulunmuştur. Bu durumda da 10 serbestlik derecesinde ve düşük önem seviyesinde t değeri t tablo değerinden büyük olmakta (t test > t tablo) ve böylelikle özel emeklilik fon büyüklüğündeki değişim oranı ile bu fonlardan hisse senetlerine yapılan yatırımın değişim oranı arasında ilişki olduğu doğrulanmaktadır.

Özel emeklilik fon büyüklüğündeki değişim oranı ile bu fonlardan kamu borçlanma araçlarına yapılan yatırımın değişim oranı arasındaki ilişkiyi gösteren t değeri ise “Katsayılar Tablosu”nda 5,273 olarak hesaplanmıştır. Bu durumda da 10 serbestlik derecesinde ve düşük önem seviyesinde t değeri t tablo değerinden büyük olmakta (t test > t tablo) ve böylece özel emeklilik fon büyüklüğündeki değişim oranı ile bu fonlardan kamu borçlanma araçlarına yapılan yatırımdaki değişim oranı arasında ilişki olduğu görülmektedir.

Özel emeklilik fon büyüklüğündeki değişim oranı ile bu fonlardan borsa para piyasasına yapılan yatırımdaki değişim oranı arasındaki ilişkiyi gösteren t değeri “Katsayılar Tablosu”nda 2,963 olarak hesaplanmıştır. 10 serbestlik derecesinde ve çok düşük önem seviyesinde t değeri t tablo değerinden büyük olmakta(t test > t tablo), böylece özel emeklilik fon büyüklüğündeki değişim oranı ile bu fonlardan yabancı menkul kıymetlere yapılan yatırımın değişim oranı arasında ilişki olduğu görülmektedir.

Görüldüğü gibi her bir bağımsız değişken için tek tek t testini uygulayarak bağımsız değişkenler olan özel emeklilik fonlarından hisse senetlerine yapılan yatırımın değişim oranı, kamu borçlanma araçlarına yapılan yatırımın değişim oranı ve borsa para piyasasına yapılan yatırımın değişim oranı; bağımlı değişken olan özel emeklilik fon büyüklüğündeki değişim oranının ilişkili olup olmadığını test ettiğimizde, üç bağımsız değişkenin de bağımlı değişken ile tek tek ilişkili olduğu sonucu ortaya çıkmaktadır. Diğer bir deyişle, hem özel emeklilik fonlarından hisse senetlerine yapılan yatırımın değişim oranı hem kamu borçlanma araçlarına yapılan yatırımın değişim oranı hem de para, bankaya yapılan yatırımın değişim oranı tek başlarına özel emeklilik fon büyüklüğünün değişim oranına etki etmektedir.

Özel emeklilik fonlarından hisse senetlerine yapılan yatırımın değişim oranı, kamu borçlanma araçlarına yapılan yatırımın değişim oranı ve borsa para piyasasına yapılan yatırımın değişim oranının P değerleri “Katsayılar Tablosu”nda gösterilmiştir. Buna göre hesaplanan değerleri % 5’ten düşük önem seviyesinde olmaları nedeniyle bağımsız değişkenlerin anlamlı oldukları sonucuna varabiliriz.

3.6. Ortalama Elastikiyetlerin Hesaplanması ve Yorumu

Modele ilişkin ortalama elastikiyetleri aşağıdaki gibi hesaplayabiliriz:

$$\begin{aligned} E_{YX_1} &= b_1 * \frac{\overline{X_1}}{\overline{Y}} \\ &= 0,429 * \frac{21,37}{23,34} \\ &= 0,39 \end{aligned}$$

Özel emeklilik fonlarından kamu borçlanma araçlarına yapılan yatırımın % 1'lik artış göstermesi durumunda özel emeklilik fon büyüklüğü ortalama % 0,39 oranında artmaktadır. Bu durumda kamu borçlanma araçlarına yapılan yatırımdan daha az fon büyüklüğü artışı gerçekleşmektedir.

$$\begin{aligned} E_{YX_2} &= b_2 * \frac{\overline{X_2}}{\overline{Y}} \\ &= 0,144 * \frac{43,48}{23,34} \\ &= 0,268 \end{aligned}$$

Özel emeklilik fonlarından hisse senetlerine yapılan yatırımın % 1'lik artış göstermesi durumunda ise özel emeklilik fon büyüklüğü ortalama % 0,268 artış göstermektedir. Bu durumda da özel emeklilik fonlarından hisse senetlerine yapılan yatırımdan daha az özel emeklilik fon büyüklüğü artışı gerçekleşmektedir.

$$\begin{aligned} E_{YX_3} &= b_3 * \frac{\overline{X_3}}{\overline{Y}} \\ &= 0,348 * \frac{20,045}{23,34} \\ &= 0,299 \end{aligned}$$

Özel emeklilik fonlarından borsa para piyasasına yapılan yatırımın % 1'lik artış göstermesi durumunda ise özel emeklilik fon büyüklüğü ortalama % 0,299 artış göstermektedir. Bu durumda da özel emeklilik fonlarından para, bankaya yapılan yatırımdan daha az özel emeklilik fon büyüklüğü artışı gerçekleşmektedir.

3.7. Modele İlişkin Sonuçların Bir Arada Değerlendirilmesi

Özel emeklilik fon büyüklüğü değişim oranı, bu fonlardan hisse senetlerine, kamu borçlanma araçlarına ve borsa para piyasasına yapılan yatırımın değişim oranları Ekim 2003 - Mart 2006 aylık verilerine başvurulmuş yapılan regresyon analizi sonucunda, varyans analizine göre model bir bütün olarak anlamlı çıkmıştır. Ayrıca modeldeki bağımsız değişkenler olan özel emeklilik fonlarından hisse senetlerine, kamu borçlanma araçlarına ve borsa para piyasasına yapılan yatırımların değişim oranları tek tek bağımlı değişken olan özel emeklilik fon büyüklüğü değişim oranını ne derecede etkilediği görülmüştür. Elde edilen modelde özel emeklilik fon büyüklüğündeki % 100'lük değişim oranının % 93'ü bu fonlardan hisse senetlerine, kamu borçlanma araçlarına ve borsa para piyasasına yapılan yatırımlardaki değişim oranları ile açıklanmaktadır. Özel emeklilik fon büyüklüğündeki değişim oranları ile bu fonlardan hisse senetlerine, kamu borçlanma araçlarına ve borsa para piyasasına yapılan yatırımlardaki değişim oranları arasındaki ilişki derecesi % 96,4 olarak bulunmuş ve bu durumda da değişkenlerin arasında güçlü ilişki olduğu sonucuna varılmıştır.

4. Türkiye Çoklu Regresyon Modeli ile Şili Çoklu Regresyon Modeli Sonuçlarının Karşılaştırılması

Şili'de 1981'de radikal bir şekilde kamu tarafından yönetilen ve fayda esaslı planlara dayalı PAYG(Dağıtım) sistemi özelleştirilerek yerine tamamen fonlanmış, özel sektör tarafından yönetilen ve katkı esaslı planlara dayalı sistem getirilmiştir. Şili'deki reform hareketi son derece önemlidir. Çünkü Avrupa ve ABD dışında özel emeklilik fonlarını uygulamaya koyan ilk ülkedir. Şili'deki reformu daha sonra diğer Latin ülkeleri de izlemiştir.²¹⁸ Ayrıca Şili'de kurulan özel emeklilik sisteminin başarısı üzerine 1994 yılında Dünya Bankası tarafından "Şili Modeli" gelişmekte olan ülkelerde sosyal güvenlik sorunlarının çözüm önerisi olarak getirilmiştir.

²¹⁸ URALCAN, a.g.e., s.40-42

Uygulamaya konan yeni sistem bireysel hesaplara dayalı olarak çalışmaktadır. Bu bireysel hesapları yönetmek için AFP (Administradoras de Fondes de Pensions) adı verilen özel sektöre dayalı emeklilik fon yönetimi şirketleri kurulmuştur. AFP'lerin görevleri genel olarak primleri toplamak fon yönetimi hizmeti vermek, emekli aylıklarını ödemek, maluliyet ve ölüm risklerine karşı grup sigortası yapmak şeklinde sıralanabilir.²¹⁹

Şili'de "Sınırlandırılmış Model" uygulanmaktadır. 1981 yılında finansal riskleri giderebilmek amacıyla fonların yatırım yapacağı kamu borçlanma araçlarına yatırım oranları son derece yüksek iken, 1995 yılı itibariyle devlet tahvillerine yatırım limiti % 35 -% 50'ye indirilmiş, hisse senetlerine yatırım limiti ise % 30-% 40'a çıkarılmıştır. 1981 yılında AFP'lerin hisse senetlerine yatırım yapma izni yoktur. Şili'de özel emeklilik fonlarına ilişkin düzenlemelere göre, 1985 yılına kadar hisse senetlerine, 1993 yılına kadar yabancı menkul kıymetlere yatırım yapılmasına izin verilmemiştir, yatırım fonlarına yatırım yapılmasına ise ancak 1992 yılından sonra izin verilmiştir.²²⁰

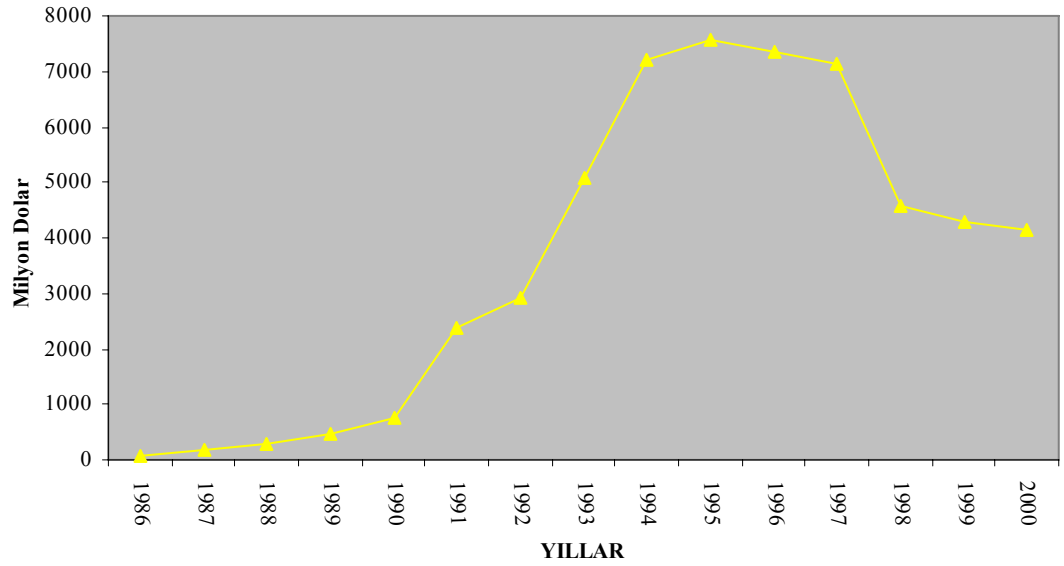
1999 yılı başında yabancı menkul kıymetlere yapılacak yatırımlar azami % 12'den %16'ya çıkarılmıştır. 1998 yılının sonunda ortalama emeklilik fonu portföyü kamu borçlanma araçlarına ağırlık vermiştir. İç piyasanın getiri oranlarının uluslararası getiri oranlarına göre azalmasıyla beraber 1997 yılından sonra yabancı yatırımların oranı hızla artmıştır.²²¹ Grafik.5.'te görüldüğü gibi, elbette iç piyasadaki getiri oranlarının azalması 1997 yılından itibaren bu fonlardan hisse senetlerine yapılan yatırımın da azalmasına neden olmuştur.

²¹⁹ KAPAR, a.g.e., s.170-171

²²⁰ ERGENEKON, "Özel Emeklilik...", 1998, s.111-112

²²¹ HEBBEL, Klaus Schmidt, "Chile's Pension Revolution Coming of Age", Reforming the Pension System: What Germany Can Learn From Other Countries", Deutsches Institut für Altersvorsorge, Cologne, 1999-B, s.8.

GRAFİK.5. ŞİLİ ÖZEL EMEKLİLİK FONLARI HİSSE SENEDİ YATIRIMLARI DEĞİŞİMİ (1986-2000)



Çalışmamızda Şili’de elde ettiğimiz sonuçlara göre kamu borçlanma araçlarına yapılan yatırımda % 100’lük artış özel emeklilik fon büyüklüğünü % 42,9, Türkiye’de ise % 72 oranında artırmaktadır. Türkiye özel emeklilik fonu henüz yeni bir uygulamadır ve yapılan düzenlemeler yatırımın büyük bir bölümünün kamu borçlanma araçlarına yönelmesine yol açmaktadır. Elbette gelişen bir ülke olan Türkiye için de portföy kısıtlamaları kaçınılmazdır ve Türkiye’de “Sınırlandırılmış Model” uygulanmaktadır. Çünkü sermaye piyasası henüz bu tür uzun vadeli yatırımların hisse senedi ve özel kesim tahvili gibi riskli yatırım araçlarına yatırılmasına uygun altyapıda değildir. Türkiye’de sermaye piyasalarının derinlikten yoksun, spekülasyonlara açık ve yatırım araçlarının yetersiz oluşu yapılan düzenlemelerde sınırlamaların olmasını da beraberinde getirmektedir.

Şili de gelişen bir ülkedir ve düzenlemeler başlangıçta çok katı uygulanmış ama 80’lerin ortalarından itibaren esneklikler getirilmiştir. Elbette bu kadar çok sınırlandırmanın olmasının nedeni sosyal güvenlik sisteminin özelleştirilmesi, çalışan kesim tarafından ödenen katkı paylarının riskten korunması ve sistemin tam olarak işlerlik kazanması için gereksinim duyulan zamandır. Çünkü Şili’de her çalışanın bu sisteme katılması zorunludur. Nitekim sistemden beklenen zaman içinde gerçekleşmiş ve özel emeklilik fonları giderek büyüyerek sermaye piyasasında riskli yatırım araçlarına da yatırılabilir hale gelmiştir. Böylece sermaye piyasasının gelişimine olumlu yönde katkılar sağlayacak fon birikimi elde edilmiştir.(Bknz. Grafik.6.) Ancak halen yürürlükte olan sistemde “Sınırlandırılmış Model”

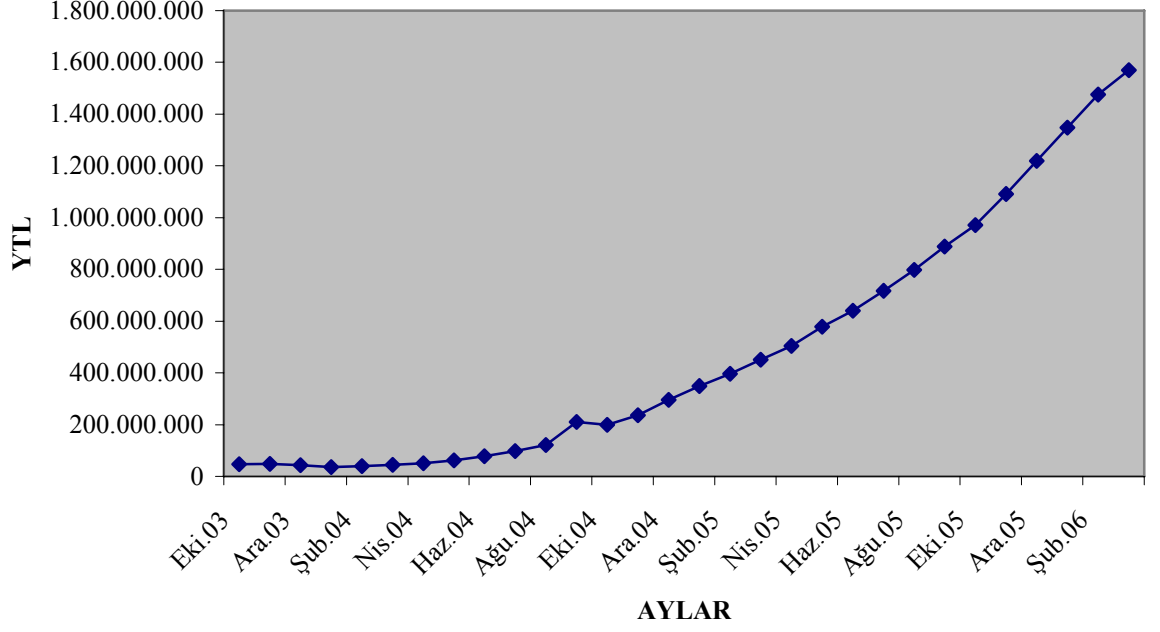
uygulanmakta ve bazı yatırım araçlarına özel emeklilik fonlarından yapılacak yatırıma kısıtlama getirilmektedir.

Şili verilerinden hareketle kurduğumuz çoklu regresyon modelinde, kamu borçlanma araçlarının Şili’de özel emeklilik fon büyüklüğü üzerindeki etkisi sabit alındığında, kamu borçlanma araçlarındaki % 100’lük artış özel emeklilik fon büyüklüğünü % 42,9 artırmaktadır. Hisse senetlerine yapılan yatırımdaki % 100’lük artış toplam emeklilik fon büyüklüğünü % 14,4 oranında artırmaktadır. Borsa para piyasasına yapılan % 100’lük yatırım artışı toplam özel emeklilik fonu büyüklüğünü % 34,8 artırmaktadır.

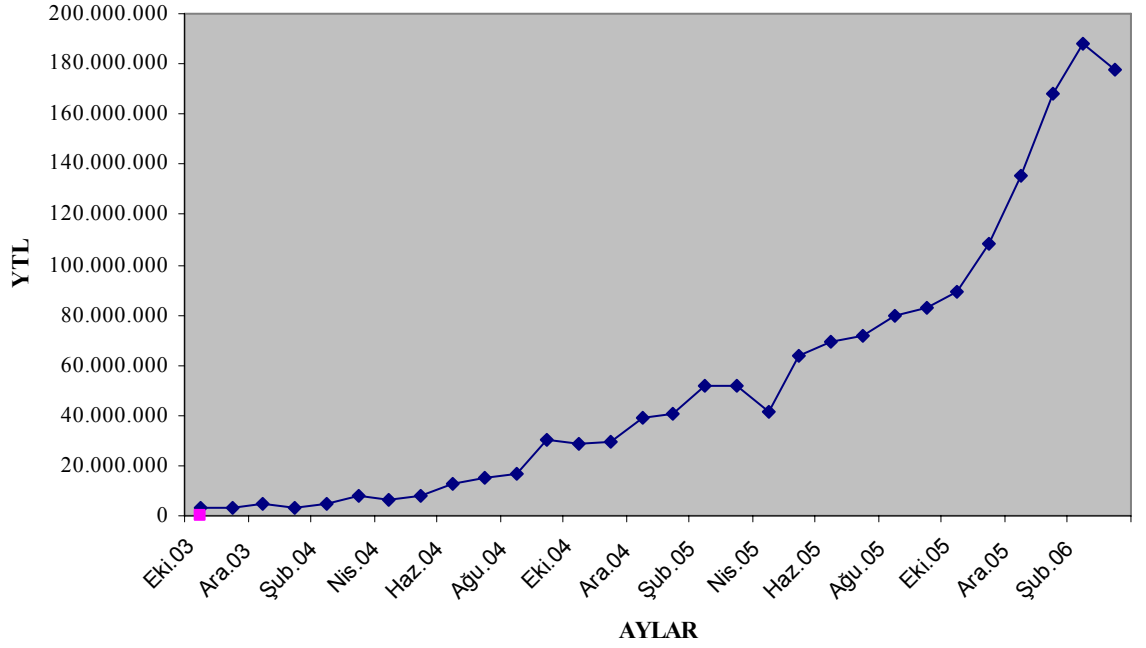
Ayrıca hesaplanan elastikiyetlere göre Şili’de özel emeklilik fonlarından kamu borçlanma araçlarına yapılan yatırımın % 1’lik artış göstermesi durumunda özel emeklilik fon büyüklüğü ortalama % 0,39 oranında artmaktadır. Özel emeklilik fonlarından hisse senetlerine yapılan yatırımın % 1’lik artış göstermesi durumunda ise özel emeklilik fon büyüklüğü ortalama % 0,268 artış göstermektedir.

Şili’nin tersine Türkiye’de sosyal güvenlik sistemi özelleştirilmemiş, 2003 Ekim ayından itibaren özel sektör tarafından yönetilen özel emeklilik fonları kamu sosyal güvenlik sistemini tamamlayıcı nitelikte başlatılmıştır. Katkı esaslı bireysel nitelikte planlara dayalı bir sistem getirilmiştir.

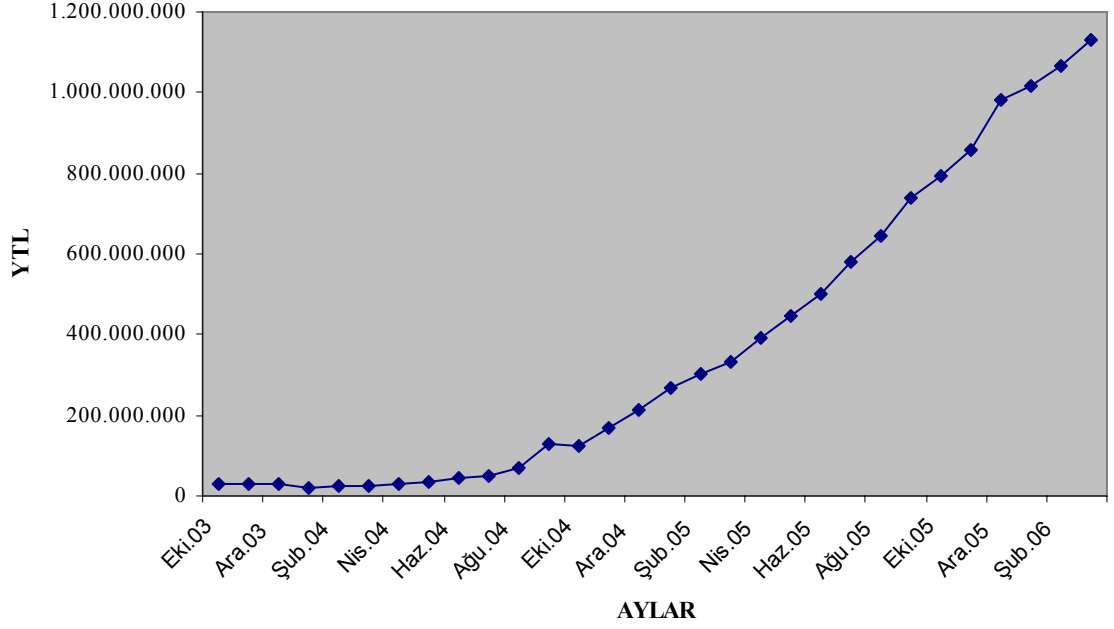
GRAFİK.8. TÜRKİYE ÖZEL EMEKLİLİK FONLARI AYLIK FON BÜYÜKLÜĞÜ DEĞİŞİMİ EKİM 2003- MART 2006



GRAFİK.9. TÜRKİYE ÖZEL EMEKLİLİK FONLARI HİSSE SENEDİ YATIRIMLARI AYLIK DEĞİŞİMİ(EKİM 2003-MART 2006)



**GRAFİK.10. TÜRKİYE ÖZEL EMEKLİLİK FONLARI KAMU BORÇLANMA
ARAÇLARI YATIRIMLARI AYLIK DEĞİŞİMİ
(EKİM 2003-MART 2006)**



Çalışmamızda verilerin kısıtlı olmasından dolayı Şili'nin 1981-2000 yılları arasındaki yıllık verileri, Türkiye'nin Ekim 2003- Mart 2006 ayları arasındaki aylık verileri alınmıştır. Ancak Şili'de yıllık verilerin sunduğu sonuçlar özel emeklilik fonlarının uzun vadede yaratacağı etki hakkında daha net bir görüş bildirmekte, Türkiye'de ise aylık veriler bazında inceleme yapıldığı için daha çok öngörülebilir bulunmaya yardımcı olmaktadır. Buradan yola çıkarak Şili'de özel emeklilik fonlarının artışına en çok katkıda bulunan potansiyel yatırım aracının hisse senetleri olduğu söylenebilir. Ancak yapılan portföy kısıtlamaları özel emeklilik fonlarına hisse senetlerinin olası pozitif etkisini azaltıcı niteliktedir.

Çalışmamızda, Şili'de özel emeklilik fonlarından hisse senetlerine yapılan yatırımlarda %100'lük bir artışın özel emeklilik fon büyüklüğünü % 14,4, Türkiye'de ise % 10,2 artırdığını tespit etmiş bulunmaktayız. Türkiye'de yapılan sınırlamaların yatırım araçları açısından asgari % 30 kamu borçlanma araçlarına yatırım yapılması dışında herhangi bir portföy sınırlamasına rastlanmamakta, yapılan düzenlemeler genellikle fonlarda toplananların çıkar amacıyla kullanılmasını engelleyici nitelikte bulunmaktadır.

Şili’de ayrıca özel emeklilik fonlarına yapılan yatırımların toplam tutarı, fonlara katılımın zorunlu olması nedeniyle çok büyük bir meblağa ulaşmıştır. Oysa Türkiye’deki özel emeklilik fonu uygulaması bireysel nitelikte ve gönüllü katılıma dayalı bir sistemdir ve sisteme katılan kişi sayısı fonların gelişimi açısından yeterli bulunmamaktadır.

SONUÇ

Sermaye piyasalarını derinleştirecek bir finansal kurum niteliğindeki özel emeklilik fonları, tüm dünyada aynı zamanda sosyal güvenlik sisteminin de özelleştirilmesine yönelik önemli atılımların gelişmesini sağlamıştır. Özellikle de 1981 yılında Şili’de başlayan özel emeklilik fonları uygulaması bu konuda dikkat çekicidir.

1994 yılında Dünya Bankası’nın geliştirmekte olan ülkelere sunduğu bir öneri olarak da Şili Modeli özel emeklilik fonlarının sosyal güvenlik sisteminin özelleştirilmesinde başarılı bir örnek oluşturmaktadır. Gelişmiş ülkelerde de uygulanmakta olan özel emeklilik fonları sosyal güvenlik sisteminin özelleştirilmesinin yanında finansal sisteme katılan marjinal uzun vadeli kurumsal yatırımcılardandır. Özel emeklilik fonlarının özellikle uzun vadeli yatırımların finansmanında öne çıkan bir kurum olması da sermaye piyasasında birikecek fonlar açısından beklentileri karşılayacak niteliktedir.

Ancak her ülkede farklı özel emeklilik fonu uygulaması bulunmaktadır. Kimi ülkelerde özel emeklilik fonu uygulamaları sisteme katılımın zorunlu olduğu bireysel hesaplara dayalı nitelikte iken, kimi ülkelerde ise sisteme katılımın gönüllü olduğu kamu sosyal güvenlik sistemini tamamlayıcı ve/veya alternatif niteliğe sahip olarak uygulanmaktadır.

Elbette sistemin uzun vadeli olması ve bireylere gelecekte kazanılacak yaşlılık sigortası garantisi sağlaması, özel emeklilik fonlarına ilişkin düzenlemelerin son derece katı olmasını da beraberinde getirmiştir. Şili gibi sosyal güvenlik sistemini tamamen özelleştiren ve sistemin finansal sorunlarının çözüm aracı olarak görülen bu fonlar için daha da katı yasal düzenlemelere rastlanmaktadır. Ancak sermaye piyasasına yaratacağı katkı açısından ele alındığında sisteme getirilen portföy kısıtlamaları yatırımların performansını engelleyici niteliğe sahiptir. Gelişmiş ülkelerde özel emeklilik fonu uygulamaları başlangıç aşamasında daha katı yasal düzenlemelere sahipken zamanla portföy sınırlamalarının azaltılarak hatta tamamen kaldırılarak bu fonlardan hisse senetlerine yatırılacak tutarların artırıldığı görülmektedir. Gelişmekte olan ülkelere ise yatırımcının korunmasına yönelik fonların daha çok kamu borçlanma araçlarına yönlendirildiği görülmektedir. Sistemin geniş kapsamlı olarak uygulandığı geliştirmekte olan ülkelere (örneğin Şili, Singapur gibi) zamanla portföy sınırlamalarının azaltılarak hisse senetlerine yönlendiği görülmektedir.

Her ne kadar bu fonlardan kamu borçlanma araçlarına yatırım yapılmasına ilişkin yasal düzenlemeler yatırımcıyı koruma niteliğinde de görülse, fonların devletin iç borçlanma senetlerine kaynak yaratma arayışında değerlendirildiği düşünülmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde görülen “Sınırlandırılmış Model” uygulaması kamu borçlanma araçlarına kaynak yaratma endişesini fazlasıyla taşımaktadır. Kurumsal yatırımcılıkta yeterli uzman personelin bulunmadığı ve sermaye piyasasının spekülasyonlara açık olduğu bu ülkelerde özel emeklilik fonlarının sermaye piyasasına katkı sağlaması açısından hisse senetlerine yatırımı teşvik edici uygulamaların bulunması gerekmektedir.

Aynı zamanda sisteme yönelik vergi düzenlemeleri de pek çok ülkede sistemin vergiden muaf tutulmasına yöneliktir. Türkiye’de özellikle vergi uygulamaları, hem yatırımcı hem de finansal kurum açısından sisteme önemli bir vergi yükü getirmektedir. Oysa özellikle de özel emeklilik fonlarına katılımın gönüllü olduğu pek çok ülkede sisteme katılımı teşvik etmek amacıyla özel emeklilik fonları vergiden muaf tutulmaktadır.

Bilindiği üzere sermaye piyasası ancak uzun vadeli fonlarla gelişme sağlayabilir. Sermaye piyasasını geliştirme beklentisi olan uzun vadeli fonları sağlayabilecek kurumlar da, kurumsal yatırımcı niteliğindeki sosyal güvenlik kurumları ve özel emeklilik fonlarıdır. Ancak Türkiye’de mevcut kamu sosyal güvenlik sisteminde yer alan kurumların, sosyal güvenlik fonları gibi önemli birikime sahip bu fonları, etkin olmayan bir şekilde değerlendirdiği hatta zaman içinde sistemin çok büyük açıklar verdiği görülmektedir. Etkin olmayan yatırımlara yönlendirilen sosyal güvenlik fonlarının yatırım yaptığı alanlar da ağırlıklı olarak banka mevduatları ve gayrimenkullerdir. Oysa sermaye piyasasında uzman yatırım anlayışı çerçevesinde değerlendirilecek sosyal güvenlik fonları ülke ekonomisini makro açıdan gelişmesinin yanı sıra, özel işletmelere de sermaye piyasasında kaynak yaratma potansiyeline sahiptir. Bu anlamda yatırım yapılacak alanların kurumsal yatırımcı kimliğine uygun düşecek şekilde sermaye piyasasına yönlendirilmesi önerilir.

Ülkeden ülkeye uygulamalardaki farklılıklar da özel emeklilik fonlarının uzun vadeli birikim beklentisini etkileyecektir. Elbette sisteme katılımın zorunlu olması sistemin daha çok fon birikimi yaratmasını sağlayacaktır. Sisteme katılımın zorunlu tutulması bir diğer yandan sistemin tamamen özelleştirilmesi anlamına gelecektir. Ancak bu tarz bir uygulama çok geniş kapsamlı düzenlemeleri de beraberinde getireceğinden her ülkede bu uygulamaya gidilmesine cesaret edilmemektedir. Türkiye açısından değerlendirildiğinde halen anayasamızın 41. Maddesinde “*Herkes sosyal güvenlik hakkına sahiptir. Bu hakkı sağlamak için sosyal sigortalar ve sosyal yardım teşkilatı kurmak ve kurdurmak devletin ödevlerindedir.*” denmektedir. Böylesi bir anlayışın hakim olduğu bir ülkede sosyal

güvenliğin tamamen özelleştirilmesi ve Şili'deki gibi bir uygulamanın başlatılması oldukça zordur. Bu nedenle sosyal güvenlik sisteminin kısmi olarak özelleştirilmesi mümkün olabilir.

Türkiye'de özel emeklilik fonları kamu sosyal güvenlik sistemini tamamlayıcı nitelikte başlatılmıştır. Sisteme katılım zorunlu tutulmamış, devletin denetiminde kurulan özel emeklilik şirketleri bireysel nitelikte hesaplara yönelik bir düzenlemedir. Diğer yandan özel emeklilik şirketlerinin hayat sigortası şirketlerine alternatif nitelikte uzun vadeli yatırım imkanı sağlayan bir başka kurumsal yatırımcı olduğu da düşünülmektedir. Bu nedenle halen, özel emeklilik fonları Türkiye'de katılımın pek fazla olmadığı ve ses getirmeyen bir uygulamadır.

Türkiye'de katkı esaslı bireysel emeklilik planları uygulamasına yer verilmektedir. Katkı esaslı planlarda katkılar açıkça belirtilir ve faydalar, katkılar + yatırım geri dönüşlerine dayalıdır. Bu yüzden katkı plan türünde planın gelecekteki maliyeti tahmin edilebilir, faydanın ise tahmin edilemez olduğu söylenebilir. Fayda esaslı emeklilik planlarında ise, emeklilikte açıkça belirlenmiş aylık bir emeklilik gelirini taahhüt etmektedir(örneğin, bir işveren ile hizmetin her yılı için, son beş yılın maaşının ortalamasının % 1'i). Fayda planlarında emeklilik döneminde sağlanacak gelir baştan belirlenir ve planın gelecekteki maliyeti tahmin edilemez, faydanın ise tahmin edilebilir olduğu söylenebilir.

Katkı esaslı planlarda, plan sponsoru çalışanın veya katılımcının kendisidir ve emeklilik fonu yatırım riski tamamen çalışana aittir. Fayda esaslı planlarda ise plan sponsoru işverendir ve işveren çalışana emeklilikte sağlanacak faydalara ilişkin yerine getirilmesi gereken taahhütte bulunur. Bu nedenle, işveren emeklilik fonu portföyünün yatırım riskini de üstlenir. Fayda esaslı planlarda işverenler aktüaryal dengeleri korumak için fonu en üst seviyeye getirmeye çalışacaklardır. Bazı ülkelerde özellikle de İngiltere'de fayda esaslı planların aktüaryal dengesini korumak için şirketin kendi içinde uzmanlar çalıştırdığı görülebilir. Buna karşılık fayda esaslı planların işveren açısından yarattığı risk katkı esaslı planlara yönelimi artırmaktadır.

Türkiye açısından mesleki nitelikte kurulacak emeklilik planlarının fayda esaslı olması fonların aktüaryal dengesinin ve çalışanın korunması açısından daha uygun olabilir. Ancak fayda esaslı emeklilik planlarında fon varlıklarının yönetimi sırasında riskten kaçınılabilecek yatırım araçlarına yönelmesi de mümkün olabilir. Bu durumda sermaye piyasasına yönlendirilecek fonlardan hisse senetlerine yapılacak yatırımlar daha düşük tutarda olabilir.

Şili'de "Sınırlandırılmış Model" uygulanmaktadır. 1981 yılında finansal riskleri giderebilmek amacıyla fonların yatırım yapacağı kamu borçlanma araçlarına yatırım oranları

son derece yüksek iken, 1995 yılı itibariyle devlet tahvillerine yatırım limiti % 35 - % 50'ye indirilmiş, hisse senetlerine yatırım limiti ise % 30-% 40'a çıkarılmıştır.

1981 yılında AFP'lerin hisse senetlerine yatırım yapma izni yoktur. Şili'de özel emeklilik fonlarına ilişkin düzenlemelere göre, 1985 yılına kadar hisse senetlerine, 1993 yılına kadar yabancı menkul kıymetlere yatırım yapılmasına izin verilmemiştir, yatırım fonlarına yatırım yapılmasına ise ancak 1992 yılından sonra izin verilmiştir. 1981 yılında AFP'lerin hisse senetlerine yatırım yapma izni yoktur. Şili'de özel emeklilik fonlarına ilişkin düzenlemelere göre, 1985 yılına kadar hisse senetlerine, 1993 yılına kadar yabancı menkul kıymetlere yatırım yapılmasına izin verilmemiştir, yatırım fonlarına yatırım yapılmasına ise ancak 1992 yılından sonra izin verilmiştir.

Türkiye'de ise fon portföyünün en az % 30'unun kamu borçlanma araçlarına yatırılması zorunluluğu dışında portföy sınırlamaları fonların çıkar amacıyla kullanılmasının engellenmesine yöneliktir. Ancak Şili'de özel emeklilik fonlarına katılım zorunlu, Türkiye'de ise katılım gönüllüğe dayalıdır.

Ayrıca yapılan görüşmeler ve edinilen izlenimlerde Türkiye'de özel emeklilik fonlarının % 50'sinin kamu borçlanma araçlarına yönlendirildiği görülmektedir. Türkiye'de de sosyal güvenlik sisteminde kısmi özelleştirme yapılması ve portföy sınırlamalarının Şili'deki gibi zamanla azalması bu fonlardan hisse senetlerine yapılan yatırımı artıracaktır.

Türkiye'de özel emeklilik fonlarının sermaye piyasasına katkı sağlayacak bir uygulama olabilmesi için, sistemin kısmi olarak da olsa özelleştirilmesi, bununla beraber yapılacak düzenlemelerin, başlangıçta katı da olsa zamanla hisse senetlerine yatırımı artırıcı nitelikte olması önerilir. Ayrıca sistem üzerindeki vergi yükünün azaltılması özel emeklilik fonlarının gelişmesine katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Sistemin kamu çalışanlarına yönelik olarak kamu tarafından dağıtım sistemine dayalı olarak sürdürülmesi, özel kesime ise, katılımın zorunlu olduğu fayda esaslı mesleki emeklilik planları şeklinde sunulması, ayrıca sistemi tamamlayıcı nitelikte de mevcut bireysel emeklilik sisteminin sürdürülmesi önerilir. Bu sayede özel emeklilik fonlarından sermaye piyasasına aktarılacak fonlar önemli bir meblağa ulaşacak ve sermaye piyasasına yönlendirilecektir.

Mevcut bireysel emeklilik sisteminde ise sermaye piyasasına yönlenecek fonların artması için sistemdeki tanıtım ve pazarlama faaliyetlerinin artırılması, vergi muafiyetinin sağlanması, zaman içinde fon varlıklarının en az % 30'unun kamu borçlanma araçlarına yatırılması konusunda yapılan portföy kısıtlamasına esneklik getirilmesi önerilir. Ancak sistemin başarısında gelir dağılımının dengesizliği de önemli bir engeldir. Bu nedenle ödenecek katkı paylarının daha uzun vadeye yayılması ve daha düşük meblağlarda olması önerilir.

Portföy kısıtlamalarının özel emeklilik fonlarından sermaye piyasasına aktarılabacak kaynak konusunda büyük bir engel olduğu gözden kaçırılmamalıdır, fonlara katılımın artması ve yapılan düzenlemelerin sermaye piyasasının gelişimini de destekleyici nitelikte olması ülke ekonomisine katılacak uzun vadeli fonlar açısından önemlidir.

YARARLANILAN KAYNAKLAR

Kitaplar

AKBULAK, Sevinç; AKBULAK, Yavuz, “**Türk Sosyal Güvenlik Sisteminde Yaşanan Sorunlar ve Alınması Gereken Önlemler**”, Ekonomik ve Mali Araştırma Yarışması, Maliye Hesap Uzmanları Vakfı Yayınları No:17, Ankara, Eylül 2004

AKGÜÇ, Öztin, “**Finansal Yönetim**”, Yenilenmiş 7. Baskı, Muhasebe Enstitüsü Yayın No:65, İstanbul, Mart 1998

ASLAN, Sinan, “**Bireysel Emeklilik İşlemleri ve Muhasebesi**”, Der Yayınları, İstanbul, 2004

ASHER, Mukul G., “**Governance and Investment of Provident and Pension Funds: The Case of Singapore and India**”, Second Public Pension Fund Management Conference, World Bank Headquarters, Washington DC, May 5-7, 2003

BARBELY, Szilvia, “**Pension in Hungary and Influence of External Players**”, New Governance And The Social Dimension Of Enlargement, Brussels, 18 October 2000

BERK, Niyazi, “**Sigortacılıkta Fon Yönetimi**”, İMKB Yayını, İstanbul, Haziran 2001

BERNHEIM, B.Douglas; SCHOLZ, John Carl, “**Private Saving and Public Policy**”, Working Paper No.4215, National Bureau of Economic Research, Cambridge, November 1992

BOLAK, Mehmet, “**Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**”, Beta Yayınları, 4. Baskı, Mart 2001, İstanbul

BUZLUPINAR, Elif, “**Emeklilik Fonları Sermaye Piyasasına Aktarımı: Türkiye Üzerine Değerlendirmeler**”, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No.47, Ankara, 1996

CEYLAN, Ali, KORKMAZ, Turhan, “**Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi**”, Gözden Geçirilmiş 2. Baskı, Ekin Kitabevi, Bursa, Ekim 2004

ÇANAKÇI, Ekrem, “**Yatırım Ortaklıkları**”, Sermaye Piyasası Kurulu Yayın No. 46, Ankara, Ağustos 1996

DAVIS, E. Philip., “**Pension Funds, Retirement-Income Security and Capital Markets, An International Perspective**”, Oxford University Pers Inc., Newyork, USA, 1995

DEMİRKAN, Senem, “**Çalışanları Hisse Senedi Edindirme Planları ve Türkiye İçin Öneriler Yeterlik Etüdü**”, Sermaye Piyasası Kurulu Ortaklıklar Finansmanı Dairesi, Ankara, Nisan 1999

DERELİOĞLU, Deniz, “**Özel Emeklilik Fonu Uygulamaları**” Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yatırımcılar Dairesi, Ankara, Nisan, 2001

DERELİOĞLU, Deniz, “**Dünyada Özel Emeklilik Fonları ve Türkiye İçin Öneriler**”, TÜGİAD Yayınları, Ankara, Nisan, 2001

DPT, 8. Beş Yıllık Kalkınma Planı, “**Sosyal Güvenlik Özel İhtisas Komisyon Raporu**”, DPT.2592-ÖİK 604, ANKARA, 2001

EROL, Ahmet; YILDIRIM, Ercan, “**Tüm Yönleriyle Bireysel Emeklilik Sistemi**”, Yaklaşım Yayınları, İstanbul, Aralık 2003

ERGENEKON, Çağatay, “**Özel Emeklilik Fonları ve Şili Örneğinden Alınacak Dersler**”, İMKB Yayınları, İstanbul, Temmuz, 1998

ERGENEKON, “**Emekliliğin Finansmanı Global Uygulamalar Işığında Türkiye İçin Bir Özel Emeklilik Modeli Önerisi**”, İstanbul 2001

ERDOĞAN, Oral, ÖZER, Levent, “**Sermaye Piyasasında Kurumsal Yatırımcılar**”, İMKB Yayınları, İstanbul, Ağustos 1998

İTO, “**Sermaye Piyasası Tanıtım Ve Bilgilendirme Semineri**”, Yayın No:2004-17, 2004, İstanbul

KARAN, Baha, “**Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**”, Hacettepe Üniv. Finansal Araştırmalar Merkezi (HÜFAM) Yayınları, No:1, Ankara, 2001

KARSLI, Muharrem, “**Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler**”, 4. Baskı, İstanbul, 1994

KILIÇ, Saim, “**Türkiye’deki Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi**”, İMKB Yayınları, Ankara, Ekim, 2002

KORKMAZ, Turhan, “**Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi**”, Gözden Geçirilmiş 2. Baskı, Ekin Kitabevi, Bursa, Ekim 2004

KORUYAN, Adil, “**Sermaye Piyasası-Taraflar, Kurumlar, İşlemler**”, İzmir, Ekim 2001

KURUCA, Mustafa, “**Yargı Kararlarıyla Donatılmış Tüm Yönleri ile Emeklilik**”, Yaklaşım Yayıncılık, Şubat 2004

MITCHELL, Olivia S., ed.; HUSTEAD, Edwin C., “**Pensions In The Public Sector**” ed. University of Pennsylvania Press; Philadelphia, PA., 2001

OKTAY, Ahmet Naim, “**Sosyal Güvenlik ve Vergi Mevzuatı Işığında Emeklilik Ödenekleri ve Vergilendirilmesi**”, Maliye ve Hukuk Yayınları, Ankara, Ocak 2007

ÖNAL, Yıldırım, “**Türkiye’de Bireysel Özel Emeklilik Sistemi**” TÜGİAD Ekonomi Ödülleri Kitapları-3, Adana, Nisan, 2001

ÖZBOLAT, Murat, “**Türkiye’de Hayat Sigortaları ve Bireysel Emeklilik Sistemi**”, Detay Yayıncılık, Ankara, 2004

PEKER, Ayşe, “**Sosyal Güvenlik Sisteminin Yeniden Yapılanması Tartışmaları Ve Çözüm Önerileri**”, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliğ No.9703, Ankara, Aralık, 1997

PINERA, Jose, “**Reform of Pension System**” International Center For Pension, 2000

SARIKAMIŞ, Cevat, “**Sermaye Pazarları**”, Alfa Yayınları, İstanbul, Şubat 1995

SARIKAMIŞ, Ceylan, AYDIN, Coşkun, “**Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar**”, Anadolu Üniversitesi Açık Öğretim Yayınları, Yayın no. 834, Eskişehir, Ekim 2004

ŞEN, Murat, MEMİŞ, Tekin, “**Özel Emeklilik ve Türkiye İçin Sistem Önerisi**”, TÜGİAD Yayınları

TANÖR, Reha, “**Türk Sermaye Piyasası, Taraflar**”, 1.Cilt Özel Basım, Garanti Yatırım, Beta Yayınları, Ekim 1999, İstanbul

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği, “**Sermaye Piyasasında Vergilendirme Sorunlar - Öneriler**” İstanbul, Şubat 2003

URALCAN, Şebnem, “**Bireysel Emeklilik Sistemi ve Altyapısı**”, Beta yayınları, İstanbul, Ekim 2005

UYANIK, Atilla, “**Finansal Ürünlerin Vergilendirme ve Yasal Düzenleme Açısından Değerlendirilmesi**”, SPK Yayın No:79, Ankara, Temmuz 1997

ÜNAL, Targan, “**Gelişen Borsalarda Kurumsal Yatırımcılar Türkiye Örneği Sorunlar ve Çözüm Önerileri**”, İMKB Araştırma Yayınları, No:7, İstanbul, Temmuz 1995

YELEKÇİ, Memduh, “**Sosyal Güvenlik Hukuku Kavramı- Tanımı ve Sonuçları**”, Yargı Yayınevi, Ankara, 2002

Dergiler ve Makaleler

ABAÇ, Selçuk, **“Global Kriz Ortamında Rating’in Türkiye Ekonomisi ile Sanayi Kuruluşlarına Etkisi”**, ASOMEDYA Dergisi, Ankara Sanayi Odası, Eylül, 1999

ALPER, Yusuf, **“Türkiye’de Sosyal Güvenlik ve Sosyal Sigortalar”** Uludağ Üniversitesi, Bursa, 1997

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

AKRESH, Murray S.; HASSAN, Kevin P., **“The New IAS 19 : Understanding the Emerging Rules for Employee Benefits Accounting”**, CCC 1044 8136/98/1001057-13, John Wiley & Sons, Inc., 1998

ARICI, Kadir, **“Sosyal Güvenlik Sistemimiz İçin Yeni Bir Tecrübe: Özel Emeklilik Fonları”**, TİSK İşveren Dergisi, Aralık, 2001

COŞKUN, Metin, **“Finansal Sistem Açısından Bireysel Emeklilik”**, Anadolu Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt XIX, Sayı: 1-2, Eskişehir, 2003

DAVIS, E. Philip, **“Portfolio Regulation of Life Insurance Companies and Pension Funds”**, The Pensions Institute London, UK, January 2001

DAVIS, E.Philip, **“Regulations of Private Pensions – A Case of The UK”**, The Pensions Institute, London, UK, 2000

EGE, İlhan, **“Dünyada ve Türkiye’de Emeklilik Fonları Portföy Yönetimi”**, Marmara Üniversitesi Sempozyum Bildirileri, 2001, İstanbul

EMMERSON, Carl, **“Pension Reform In The United Kingdom, Increasing The Role of Private Provision”**, Working Paper, Number WP 402, October 2002

ERCAN, Metin R. GÖKÇE, Deniz R., **“Sosyal Güvenlik Sistemlerinde Belirlenmiş Katkı Modeli: Tanım, Teori ve Bir Türkiye Uygulaması”**, İMKB Dergisi, Yıl.2, Sayı 7-8, 1998

ERGENEKON, Çağatay, “**Sosyal Güvenlik Fonları ve Sermaye Piyasası**”, İktisat Dergisi, Sayı: 400, Nisan 2000

ERGENEKON, Çağatay, “**Vergilendirme Rejiminin Özel Emeklilik Fonlarının Gelişimi Üzerindeki Etkisi: Sermaye Piyasasına Yansımalar**”, İMKB Dergisi, Cilt 2, No 7-8, Temmuz Aralık 1998

ERGENEKON, Çağatay, “**Sosyal Güvenlik fonları ve Sermaye Piyasası**”, İktisat Dergisi, Sayı:400, Nisan, 2000

FİSUNOĞLU, Mahir, “**Özel Emeklilik Sistemlerinin Türkiye’de Uygulanabilirliği ve Borsa İlişkileri**”, İMKB Dergisi, Sayı:7-8

GORDON, Isabel, “**Reporting of Defined Benefit Cost in the Sponsor’s Boks in an Unregulated Setting: Avustralia Compared to the United States and The United Kingdom**”, Current Pension Actuarial Practice in Light of Financial Economics Symposium”, Vancouver, June, 2003

GÜRBÜZ, A. Osman; EKİNCİ, Selma, “**Bireysel Emeklilik Sistemi ve Sermaye Piyasasında Beklenen Etkiler**”, Marmara Üniversitesi 120. Kuruluş Yılı Özel Sayısı İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt: XVIII, Sayı: 1, İstanbul, 2003

HEBBEL, Klaus Schmidt, “**Chile’s Pension Revolution Coming of Age, Reforming the Pension System: What Germany Can Learn From Other Contries**”, Deutsches Institut für Altersvorsorge, Cologne, 1999-B

JAMES, Estelle, “**Coverage Under Old Age Security Programs And Protection For The Uninsured—What Are The Issues?**”, Lead Economist, Development Economics Research Group and World Bank Institute World Bank Paper presented at Inter-American Development Bank Conference on Social Protection, Feb. 4-5, 1999

KAPAR, Recep, “**Şili Sosyal Güvenlik Sisteminde Sağlık ve Emeklilik Sigortalarında Yaşanan Değişimler**”, D.E.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt:1, Sayı:1, 1999

KAYA, Abdullah; YAZICI, Bilgehan, “**Sermaye Piyasalarını Gelişmesinde Kurumsal Yatırımcının Rolü**”, Şubat 2002

LINDERMAN, David; RUTKOWSKI, Michal; SLUCHYNSKY, Oleksiy, “**The Evolution of Pension Systems in Eastern Europe and Central Asia: Opportunities, Constraints, Dilemmas And Emerging Practices**”, The World Bank Washington D.C., 2000

MA, Jun; ZHAI, Fan, “**Financing China’s Pension Reform**”, Financial Sector Reform In China Conference, September 11–13, 2001

MAROSSY Annamaria: “**General Overview Of The Hungarian, Czech and Polish Pension Systems**”, OECD Private Pensions Conference 2000, Private Pensions Series No:3, OECD, 2001

MAROSSY, Annamaria, YERMO, Juan, “**Pension Fund Governance**”, Pension Fund Governance Financial Market Trends, Issue.81, Paris, April, 2002

MÜLLER Katharina: “**The Political Economy Of Pension Reform In Eastern Europe**”, International Social Security Review, ISSA, Vol.:54, 2-3/2001

MÜLLER Katharina, “**The Making Of Pension Privatization In Latin America And Eastern Europe**”, In Edited By Robert HOLZMANN, Mitchell OREINSTEIN, Michal RUTKOWSKI, Pension Reform In Europe: Process And Progress, World Bank, Washington D.C., 2002

O’DONNELL, Madalene, “**Poland: Pension Reform Case Study 4-Poland: Participation In Macroeconomic Policy Making And Reform**”, Social Development Notes Environmentally And Socially Sustainable Development Network, Note No:80, March 2003

OECD , “**Pension Markets In Focus**”, Newsletter, June 2005, Issue:1

OKSAY, Suna, “**Finansal Piyasalarda Yeni Yasal Düzenlemeler (Reregulation) İhtiyacı ve Türk Finans Sistemi**” Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Öneri Dergisi, Haziran 2000

OSTASZEWSKY, K. “**Testimony: Poland’s Pension Reform**”, Cato Institute, <http://www.pensionreform.org/articles/polandpreform.htm>, (24.06.2006)

PINERA, Jose, “**Reform of Pension System**” International Center For Pension, 2000

QUEISSER Monika, WHITEHOUSE Edward, **“Individual Choice In Social Protection: The Case Of Swiss Pensions”**, OECD, Social, Employment And Migration Working Papers, No:11, 3 August 2003

RHODES, Martin; NATALI, David, **“Welfare Regimes and Pension Reform Agendas”**, Contribution to The Conference on ‘Pension reform In Europe: Shared Problems Sharing Solutions’ London School Economic and Political Science, 5 December 2003

ROCHA, Roberto; VITTAS, Dimitri, **“The Hungarian Pension Reform: A Preliminary Assessment”**, World Bank Group, March 2000

SONIG, **“Rising Trends of Pension System In Asia Pasific Region”**, OECD/INPRS/KOREA Conference On Private Pensions In Asia, October 24-25, SEOUL, KOREA

SIGNH, Ajit, **“Özel Emeklilik Reformu, Hisse Senetleri Piyasası, Sermaye Oluşumu ve Ekonomik Büyüme: Dünya Bankası’nın Önerilerine Eleştirel Bir Yaklaşım”**, İMKB Dergisi, Cilt 2, No 7-8, Temmuz Aralık 1998

SİREL, Hülya, **“Emeklilik Fonlarında Portföy Yönetimi ve Türkiye’de Bazı Uygulamalar”**, İktisat Dergisi, Sayı: 400, Nisan, 2000

SIMONOVITS Andras: **“Partial Privatization of a Pension System: Lessons from Hungary”**, Journal of International Development, J. Int. Dev. 12, 2000

SKAGGS, T. Neil, **“Awaiting The Deluge: The Delayed Acceptance of Theory of Money and Finance in Economic Development”**, Presentation at the History Economics Society Meetings, Colombia, June 2000

ŞENTÜRK Şenol Serkan, **“Özel Emeklilik Fonlarında Vergilendirme ve Fon Yönetimi”**, Türkiye Sigorta ve Reasürans Şirketleri Birliği, Birlik’ten Dergisi, Sayı:10, Ekim 2000

UĞUR, Suat, **“Sosyal Güvenlik Sistemlerinde Özel Emeklilik Programlarının Yeri ve Gelişimi”**, TİSK Yayın No:244, Haziran 2004

TETİK Nevzat, **“Türkiye’de Sosyal Güvenlik Kurumları ve Sermaye Piyasasındaki Etkinlikleri”**, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Yıl:36, Sayı:11, Kasım 1999

THOMPSON, L. H., “**The Advantages And Disadvantages Of Different Social Welfare Strategies, The Challenge Of Social Security Reform And New Administration And Financial Management Techniques Conference**”, ISSA, Mal Del Plata, 5-9 September 1994

TISK, “**Sosyal Güvenlik Sistemlerinde Özel Emeklilik Programlarının Yeri Ve Gelişimi**”, <http://www.tisk.org.tr/yayinlar.asp?sbj=ic&id=1121>, 12.06.2006

VANDENBERG, Braam, “**Understanding Financial Markets & Instruments**”, The Academy of Financial Markets

VITTAS Dimitri, “**Regulatory Controversies Of Private Pension Funds**”, Development Research Group The World Bank, Pension Systems: From Crisis To Reform Conference, January 1998

WANG, Xu; WANG; Zhai, “**Options and Impact of China’s Pension Reform: A Computable General Analysis**”, Journal of Comparative Economics, October 2003

YERMO, Juan, “**Survey Of Investment Regulation Of Pension Funds**”, November, 2003

Kanunlar ve yönetmelikler

4632 Sayılı Kanun

Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş Ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik

Diğer

İMKB, “**Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları**”, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Temel Düzey Lisans Eğitimi Notları, Türkiye Sermaye Piyasası Aracılar Kuruluşu, Mart, 2004

İMKB, “**Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu**”, Kılavuz-10, Kılavuz 25

SEYİTOĞLU, Halil, “**Ekonomik Terimler Sözlüğü**”, Güzem Yayınları, Ankara, 1992, s.751

Elektronik kaynaklar

<http://www.dol.gov/dol/topic/retirement/typesofplans.htm>, (12.06.2006)

www.egm.org.tr (21.08.2005)

<http://www.frc.org.uk/asb/technical/standards/pub0390.html>, (20.08.2005)

<http://www.idealemeklilik.com.tr/> (10.06.2004)

<http://www.imkb.gov.tr/piyasalar/tahvil.htm>(27.05.2006)

<http://www.pbgc.gov> (10.08.2004)

<http://www.pensionreform.org/articles/polandpreform.htm>, (24.06.2006)

<http://www.spk.gov.tr/digersiteler/vobas.html> (28.08.2005)

www.takasbank.com.tr (20.08.2005)

http://www.tekfensigorta.com.tr/n4_hizmet/10_emeklilik/index.asp?mm1=menu4&mm2=41
(09.08.2004)

www.treasury.gov.tr/sosyal_guvenlik.pdf, (20.08.2005)

www.tspakb.org.tr/paneller/reel_sektor/vtarhan.pdf (21.08.2005)

www.worldbank.org/html.dec/Publications/Bulletins/PRBVol5no4.html, (20.08.2005)

www.worldbank.org/wbi/pensions/otherevents/june2000/pdfppt/pillar.pdf, (24.12.2004)

EK 1. Türkiye Özel Emeklilik Fonları ve Hisse Senetleri, Kamu Borçlanma Araçları, Yabancı Menkul Kıymetler Regresyon Analizi Çıkışı

| Regresyon istatistikleri | |
|---------------------------------|-------|
| Çoklu R | 0,962 |
| R Kare | 0,926 |
| Ayarlı R Kare | 0,917 |
| Standart Hata | 4,360 |
| Gözlem | 29 |

| ANOVA | | | | | |
|--------------|----|----------|----------|---------|--------------|
| | df | SS | MS | F | Anlamlılık F |
| Regresyon | 3 | 5941,894 | 1980,631 | 104,161 | 0,000000 |
| Fark | 25 | 475,379 | 19,095 | | |
| Toplam | 28 | 6417,273 | | | |

| Katsayılar | | | | |
|-------------------|------------|---------------|--------|----------|
| | Katsayılar | Standart Hata | t Stat | P Değeri |
| Kesişim | 0,880 | 1,168 | 0,753 | 0,458 |
| X1 Değişkeni | 0,102 | 0,037 | 2,732 | 0,011 |
| X2 Değişkeni | 0,720 | 0,050 | 14,495 | 0,000 |
| X3 Değişkeni | 0,029 | 0,011 | 2,590 | 0,016 |

EK 2. Şili Özel Emeklilik Fonları ve Kamu Borçlanma Araçları, Hisse Senetleri, Borsa Para Piyasası Regresyon Analizi Çıkışı

| Regresyon istatistikleri | |
|---------------------------------|---------|
| Çoklu R | 0,964 |
| R Kare | 0,930 |
| Ayarlı R Kare | 0,909 |
| Standart Hata | 4,82527 |
| Gözlem | 14 |

| ANOVA | | | | | |
|--------------|----|----------|----------|--------|--------------|
| | df | SS | MS | F | Anlamlılık F |
| Regresyon | 3 | 3080,307 | 1026,769 | 44,099 | 0,000000 |
| Fark | 10 | 232,833 | 23,283 | | |
| Toplam | 13 | 3313,140 | | | |

| Katsayılar | | | | |
|-------------------|------------|---------------|--------|----------|
| | Katsayılar | Standart Hata | t Stat | P Değeri |
| Kesişim | 0,939 | 3,068 | 0,306 | 0,766 |
| X1 Değişkeni | 0,429 | 0,081 | 5,273 | 0,000 |
| X2 Değişkeni | 0,144 | 0,023 | 6,175 | 0,000 |
| X3 Değişkeni | 0,348 | 0,117 | 2,963 | 0,014 |