



International
**SOCIAL SCIENCES
STUDIES JOURNAL**



SSSjournal (ISSN:2587-1587)

Economics and Administration, Tourism and Tourism Management, History, Culture, Religion, Psychology, Sociology, Fine Arts, Engineering, Architecture, Language, Literature, Educational Sciences, Pedagogy & Other Disciplines in Social Sciences

Vol:5, Issue:35
sssjournal.com

pp. 2563-2576
ISSN:2587-1587

2019
sssjournal.info@gmail.com

Article Arrival Date (Makale Geliş Tarihi) 27/03/2019 | The Published Rel. Date (Makale Yayın Kabul Tarihi) 24/05/2019
Published Date (Makale Yayın Tarihi) 24.05.2019

BİREYSEL EMEKLİLİK YATIRIM FONLARININ FİNANSAL PERFORMANS ANALİZİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ¹

FINANCIAL PERFORMANCE ANALYSIS OF INDIVIDUAL PENSION FUNDS: A CASE OF TURKEY

Öğr. Gör. Aslı GEZEN

Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi, Gelibolu Piri Reis Meslek Yüksekokulu, asligezen@comu.edu.tr, Çanakkale/TÜRKİYE
ORCID: 0000-0002-4001-9852

Doç. Dr. Halis KALMIŞ

Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi, Biga İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, hkalmis@comu.edu.tr, Çanakkale/TÜRKİYE
ORCID: 0000-0003-2381-0287



Article Type : Research Article/ Araştırma Makalesi

Doi Number : <http://dx.doi.org/10.26449/sss.1496>

Reference : Gezen, A. & Kalmış, H. (2019). "Bireysel Emeklilik Yatırım Fonlarının Finansal Performans Analizi: Türkiye Örneği", International Social Sciences Studies Journal, 5(35):2563-2576.

ÖZ

Bir ülkede yaşayan bireylerin yüksek refah düzeyine sahip olması ve sermaye piyasasının gelişmişliği ile derinliği; o ülkenin gelişmişlik düzeyini etkileyen önemli faktörlerin başında gelmektedir. Bireylerin tasarruflarının miktarı ise yaşadıkları ülkenin ekonomik parametrelerinden biri olarak karşımıza çıkmaktadır. 1980'li yıllar itibarıyla dünya genelinde sosyal güvenlik sistemlerinin tamamlayıcısı ya da alternatif olarak uygulanmaya başlayan bireysel emeklilik sistemleri; bireylerin emeklilik dönemlerinde yüksek refah düzeylerine ulaşmalarını sağlayacak ek gelir elde etmelerine olanak sağlarken aynı zamanda bireylerin tasarruflarını bireysel emeklilik yatırım fonlarına aktararak sermaye piyasalarının gelişmesine ve derinleşmesine katkı sağlamaktadır. Literatürde ülkelerin gelişmişlik düzeylerine önemli ölçüde katkı sağlayan bireysel emeklilik sistemleri ile ilgili birçok çalışma bulunmaktadır ancak Türkiye'deki bireysel emeklilik yatırım fonlarının finansal performans analizine yönelik uygulamaları içeren bir çalışmaya rastlanmamıştır. Bu sebeple çalışmada, Türkiye'de bireysel emeklilik yatırım fonlarının finansal risk performans analizi yapılarak söz konusu fonların finansal performans sıralamasının belirlenmesi amaçlanmıştır. Bu amaç doğrultusunda; bireysel emeklilik yatırım fonlarının performanslarını karşılaştırabilmek için; Aşağı Yönlü Risk, Sharpe Oranı ve Sortino Oranı ölçülerinden yararlanılmıştır. Analizler uygulanırken 28 adetten oluşan ve 8 türe ayrılan bireysel emeklilik yatırım fonlarının finansal performans sıralaması için 04.01.2010-31.12.2018 dönemi baz alınmıştır.

Anahtar Kelimeler: Bireysel Emeklilik Sistemi, Bireysel Emeklilik Yatırım Fonları, Finansal Performans Analizi

JEL Sınıflaması: E62, G17, P27

ABSTRACT

The high prosperity of individuals living in a country and the depth and sophistication of the capital market is one of the most important factors affecting the development level of the country. The amount of individuals' savings is one of the economic parameters of the country they live in. The individual pension systems, which started to be used as a supplement or alternative to social security systems around the world by the 1980s, allow individuals to generate additional income in retirement periods to achieve high levels of welfare. At the same time, individual pension systems contribute to the development and deepening of capital markets by transferring the savings of individuals to

¹ Bu çalışma Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı'nda devam etmekte olan doktora tez çalışmasından üretilmiştir.

individual pension investment funds. There are many studies on individual pension systems that contribute significantly to the development levels of countries in the literature, but there is no study about the financial performance analysis of private pension funds in Turkey. So in the study; financial performance analysis of private pension funds in Turkey are made and it is aimed to determine the financial performance ranking of these funds both. In accordance with this purpose in order to compare the performances of private pension funds; Downstream Risk, Sharpe Ratio and Sortino Ratio measurements were used. When the analyzes were performed the financial performance ranking of the private pension funds, which consisted of 28 pieces and divided into 8 types, was calculated based on the period of 04.01.2010-31.12.2018.

Keywords: Individual Pension System, Individual Pension Funds, Financial Performance Analysis

JEL Classification: E62, G17, P27

1. GİRİŞ

İnsanların, yaşamları boyunca kimseye muhtaç olmaksızın yaşamlarını sürdürmeleri evrensel bir hak ve sosyal devlet olmanın da bir gereğidir. Bu da bir sosyal güvenlik sisteminin varlığıyla mümkündür. Sosyal güvenlik; bireylerin yaşamlarında karşılaşılabilecekleri işsizlik, yoksulluk, hastalık, yaşlılık gibi ekonomik ve sosyal riskler sonucunda ortaya çıkabilecek olumsuzlukları hafifletmeyi ya da yok etmeyi sağlayan önlemleri içeren kamu harcama programlarıdır (Gümüş, 2010: 4). Sosyal güvenlik her ne sebeple olursa olsun bireylere muhtaçlık yaratan sosyal ve ekonomik risklere karşı bireyleri koruma garantisini vermektedir (Kara vd., 2016: 206) ve geleceğe ilişkin sosyal ve ekonomik risklerden korunmada hem bireysel hem de toplumsal açıdan önemli ve vazgeçilemez bir sosyal politika aracıdır (Özer ve Çınar, 2012: 86).

Bireylerin daha güvenli ve refah seviyesi yüksek bir hayat sürmeleri amacıyla dünya genelinde uygulanan sosyal güvenlik sistemleri; doğurganlık oranı azalırken ortalama yaşam süresinin ve yaşlı bağımlılık oranlarının artması, sistem için ödenecek primlerin düzensiz ödenmesi ya da hiç ödenmemesi, kayıt dışı istihdam gibi faktörler sonucunda ciddi finansman krizleriyle karşı karşıya kalmıştır. Gerçekleşen finansman krizleri karşısında emeklilik yaşının arttırılması, emekli olduktan sonra alınacak emekli aylıklarının her geçen yıl düşürülmesi, sisteme aktarılmak üzere işçi ve işveren kesilen primlerin yükseltilmesi gibi önlemler bireylerin refah düzeylerinde azalışa sebep oldukları için ciddi tepkilerle karşılanmıştır. Bu tepkiler sonucunda, bireylerin emeklilik dönemlerinde refah düzeylerini yükseltebilecek reform arayışlarına girilmiştir ve dünya genelinde tek ya da çift ayaklı olarak uygulanan sosyal güvenlik sistemlerine bir diğer ayak olarak, sisteminin tamamlayıcısı rolüyle bireysel emeklilik sistemi ilk kez 1981 yılında Şili’de uygulama alanı bulmuştur.

2. BİREYSEL EMEKLİLİK SİSTEMİ VE BİREYSEL EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI

Toplumun nüfus yapısındaki değişim ve sosyal güvenlik sisteminin finansmanı ile ilgili sorunlar sosyal güvenlik sistemlerinin çöküşüne zemin hazırlarken, ülkeler bu çöküşten gelişmişlik düzeylerine göre etkilenmişlerdir (Özer ve Çınar, 2012: 76). Gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülkede yürürlükte olan sosyal güvenlik sistemlerinin tamamlayıcısı ya da alternatifi olarak kurulan bireysel emeklilik sistemleri; katılımcıların tasarruflarını ekonomiye kazandıran, farklı finansal kuruluşların gelişmesine katkı sağlayan, katılımcılarına emeklilik dönemlerinde ek gelir imkanı tanıyan ve katılımcıların emeklilik hayatlarında da refah düzeylerini devam ettirmelerini sağlayan bir sistemdir (Çömlekçi ve Gökmen, 2017: 579; Çetiner ve Gündoğdu, 2018: 26; Çakır ve Selvi, 2018: 98;).

Bireylere gönüllü ya da zorunlu olarak sunulan bireysel emeklilik sistemleri, katılımcılardan toplanan primlerin bireysel emeklilik yatırım fonları aracılığıyla çeşitli para ve sermaye piyasası araçlarına yönlendirilmesi ile katılımcıların birikimlerine etkin bir fon yönetimi çerçevesinde yatırım getirisinin sağlanması şeklinde yürütülmektedir. Yatırım döneminin sonunda katılımcıya birikimleri toplu olarak ödenmekte veya katılımcı ömür boyu emeklilik maaşına bağlanmakta veya katılımcı belirli bir miktar toplu ödeme olarak emekli maaşına bağlanmaktadır (Demireli, 2010: 57).

Türkiye’de bireysel emeklilik sisteminin işleyişi ve yapısı, Türkiye Büyük Millet Meclisi’nde 28 Mart 2001 tarihinde kabul edilen 7 Nisan 2001 tarihinde 24366 Sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan 4632 sayılı Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu (4632 SK) ile belirlenmiştir. Türkiye’de bireysel emeklilik sistemi, “kamu sosyal güvenlik sisteminin tamamlayıcısı olarak, bireylerin emekliliğe yönelik tasarruflarının yatırıma yönlendirilmesi ile emeklilik döneminde ek bir gelir sağlanarak refah düzeylerinin yükseltilmesi, ekonomiye uzun vadeli kaynak yaratarak istihdamın

artırılması ve ekonomik kalkınmaya katkıda bulunulmasını teminen, gönüllü katılıma dayalı ve belirlenmiş katkı esasına göre” oluşturulmuştur (4632 SK, 2001: Madde 1). 4632 sayılı Kanuna istinaden 27 Ekim 2003 tarihinde ilk kez üye kaydetmeye başlayan bireysel emeklilik sistemi, bireylerin emeklilik dönemlerinde hayat standartlarının yükseltilmesi, bireylerin tasarruflarını yatırıma yönlendirilerek ekonomide uzun vadeli fon yaratma ve ekonomik kalkınmaya katkı sağlama amaçlarını taşımaktadır.

Türkiye’de bireysel emeklilik sistemi; sosyal güvenlik sistemine alternatif değil sistemi tamamlayan, bireylerin tasarruflarını bireysel emeklilik yatırım fonlarına yatırarak ülke genelinde sermaye birikimi sağlayıp sermaye piyasalarının ve dolayısıyla ülkenin kalkınmasına katkı sağlayan, katılımcıları emekli olduklarında fazladan gelir sahibi edecek olan bir sistem olarak kurgulanmıştır (Çakır ve Selvi, 2018: 99; Ova, 2018: 140). Sistem, katılımcılar açısından emeklilik döneminde refah seviyesinin yükseltilmesini amaçlarken (Ova, 2018: 140); ülke açısından ise katılımcıların tasarruflarının sermaye piyasalarına aktarılmasıyla finansal piyasalara kaynak sağlamayı ve böylece finansal piyasaların gelişmesini ve derinleşmesini sağlamayı amaçlamaktadır (Önder ve Karabulut, 2017: 251).

27 Ekim 2003 tarihinden beri katılımcı kabul eden ve gönüllük esasına dayalı olan bireysel emeklilik sistemi, 01 Ocak 2017 tarihi itibarıyla sisteme girişi zorunlu çıkışı isteğe bağlı bir yapıya dönüştürülmüştür. 4632 SK (2001) Ek Madde 2’ye göre “Türk vatandaşı olup 45 yaşını doldurmamış olanlardan hizmet akdi ile bir veya birden fazla işveren tarafından çalıştırılanlar, kamu idarelerinde çalıştırılanlar ve bankalar, sigorta ve reasürans şirketleri, ticaret odaları, sanayi odaları, borsalar veya bunların teşkil ettikleri personeli için kurulmuş bulunan sandıkların iştirakçisi olarak çalıştırılanlar, işveren tarafından düzenlenecek bir emeklilik sözleşmesiyle emeklilik planına dahil edilir. Otomatik katılım olarak adlandırılan bu yeni düzenleme uyarınca birden fazla işveren tarafından çalıştırılanlar ile kamu idarelerinde çalıştırılanların katkı payı çalışanın prime esas kazancının %3’üne karşılık gelen tutar olarak belirlenmektedir. Bankalar, sigorta ve reasürans şirketleri, ticaret odaları, sanayi odaları, borsalar veya bunların teşkil ettikleri personeli için kurulmuş bulunan sandıkların iştirakçisi olarak çalıştırılanların ise bağlı bulunduğu sandığa, katılım payı, kesenek veya diğer adlar altında ödediği tutarların hesaplanmasına esas kazancının %3’üne karşılık gelen tutardır. Bu oranı iki katına kadar arttırmaya, %1’e kadar azaltmaya veya katkı payına maktu limit getirmeye Cumhurbaşkanı yetkilidir. Çalışan, otomatik katılıma ilişkin emeklilik sözleşmesinde belirlenen tutardan daha yüksek bir tutarda kesinti yapılmasını işverenden talep edebilir. Çalışan, emeklilik planına dahil olduğunun kendisine bildirildiği tarihi müteakip iki ay içinde sözleşmeden cayabilir. Cayma halinde, ödenen katkı payları varsa hesabında bulunan yatırım gelirleri ile birlikte 10 iş günü içinde çalışana iade edilir. İşverenin anlaşmalı olduğu bireysel emeklilik şirketi, cayma süresince ödenen katkı paylarının değer kaybetmemesini sağlayacak şekilde fon yönetiminden sorumludur. Cayma hakkını kullanmayan çalışan T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından belirlenen hallerde, katkı payı ödemesine ara verilmesini talep edebilir. Çalışan adına bireysel emeklilik hesabına ödenen katkı payları üzerinden devlet katkısı sağlanır. Çalışanın cayma hakkını kullanmaması durumunda, sistemde bir defaya mahsus olmak üzere, 1.000,00 Türk Lirası tutarında ilave devlet katkısı sağlanır”.

2 Ocak 2017 tarihli 29936 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Çalışanların İşverenleri Aracılığıyla Otomatik Olarak Emeklilik Planına Dahil Edilmesine İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Yönetmelik ile kamu idarelerinde çalışanların 1 Nisan 2017 tarihinden itibaren otomatik katılım sistemine dahil edilmesine karar verilmiştir. Özel sektörde çalışan sayısı 1.000 ve üzerinde olan bir işverene bağlı olarak çalışanların 1 Ocak 2017; çalışan sayısı 250 ve üzerinde ancak 1.000’den az olan bir işverene bağlı olarak çalışanların 1 Nisan 2017; çalışan sayısı 100 ve üzerinde ancak 250’den az olan bir işverene bağlı olarak çalışanların 1 Temmuz 2017; çalışan sayısı 50 ve üzerinde ancak 100’den az olan bir işverene bağlı olarak çalışanların 1 Ocak 2018; çalışan sayısı 10 ve üzerinde ancak 50’den az olan bir işverene bağlı olarak çalışanların 1 Temmuz 2018; çalışan sayısı 5 ve üzerinde ancak 10’dan az olan bir işverene bağlı olarak çalışanların en geç 1 Ocak 2019 tarihinde bireysel emeklilik sistemine dahil edilmesine karar verilmiştir (BES Yönetmelik, 2017: Madde 5,6).

Dünyada ilk defa Amerika Birleşik Devletleri tarafından uygulanmış ve bireysel emeklilik sistemine katılım oranını %37’lerden %86’lara çıkarmış olan bireysel emeklilikte otomatik katılım sistemi (Akın, 2016: 3), bireysel emeklilik sisteminde katılımcıların sayısını yükseltmek amacıyla yürürlüğe konulan ve bireylerin işverenleri tarafından bireysel emeklilik sistemine otomatik olarak kaydedilmesine ancak

sistemden ayrılmak istedikleri zaman ayrılmalarına olanak sağlayan bir uygulamadır. Sistemin birçok ülkede başarıya ulaştığı görülmektedir. Otomatik katılım sisteminin kapsamı, sistemden cayma süresi, sisteme katkılar ve teşvikler ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir (Atılğan, 2018: 28-31).

Katılımcılarına tasarruf yapma fırsatı sunan bireysel emeklilik sisteminde tasarruflar, bireysel emeklilik yatırım fonlarına aktarılmaktadır. Bireysel emeklilik yatırım fonları, bireysel emeklilik şirketleri tarafından, katılımcıların ödediği katkı paylarının kendi bireysel emeklilik hesaplarında değerlendirildiği, gelir getirici değişik sermaye piyasası araçlarından oluşan bir yatırım sepetidir. Kurulan fonlar, yalnızca bireysel emeklilik sistemi katılımcılarına yönelik olmakta ve süresiz olarak kurulmaktadır (Demireli, 2010: 59). Farklı yatırım araçlarından oluşan bu fonlar, bir portföye sahiptirler ve çeşitlendirmenin fazla olması nedeniyle risk faktörünü azaltarak sistem katılımcılarının getiriler elde etmelerine olanak sağlamaktadırlar. Tasarrufların hangi fonlara aktarılacağı ise katılımcılar tarafından belirlenmektedir. Katılımcının risk ve getiriye karşı tutumu, tasarrufların hangi fona/fonlara yatırılacağını konusunda belirleyici faktördür (Uyguntürk ve Korkmaz, 2015: 67; Çömlekçi ve Gökmen, 2017: 580).

Bireysel emeklilik yatırım fonları aracılığıyla, katılımcıların tasarrufları büyük fon havuzlarında biriktirilerek uzun vadeli kaynak olarak finansal piyasalara aktarılmakta, ekonominin hizmetine ve kalkınmasına sunulmakta, ayrıca sermaye piyasalarının gelişmesine ve derinleşmesine katkı sağlanmaktadır. Tüm bunlara ek olarak kamu ve özel sektörün borçlanma olanakları da kolaylaşmaktadır. Bireysel emeklilik sistemi, ülkelerin ekonomik sistemi ve finansal piyasaları için önemli bir misyon üstlenmektedir (Selim ve Çelik, 2014: 189; Polat ve Kekeç, 2017: 179).

Türkiye’de bireysel emeklilik yatırım fonları ile ilgili kurumlar; bireysel emeklilik şirketleri ve portföy yönetim şirketleridir. Bireysel emeklilik şirketleri, “Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirlenen türlerden olmak üzere para ve sermaye piyasası araçlarından, kıymetli madenlerden veya Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirlenen diğer yatırım araçlarından oluşan farklı portföy yapılarına sahip en az üç fon kurmak zorundadır. Fon kuruluşuna, bireysel emeklilik şirketlerinin katılımcılarına diğer şirketlerin fonlarını sunmasına ve fon portföy sınırlamalarına ilişkin ilkeler ile fon portföyündeki varlıkların değerlendirilmesine ilişkin esas ve usuller T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı’nın uygun görüşü alınarak Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirlenir” (4632 SK, 2001: Madde 17). Emeklilik yatırım fonu portföyü, bir emeklilik yatırım fonunda yer alan varlıkların tamamıdır. Sermaye Piyasası Kurulu tarafından uygun görülen ve kamuya ilan edilen para ve sermaye piyasası araçlarını kapsamaktadır (Uğur, 2004: 21). Katılımcıların katkı paylarının değerlendirildiği fon portföyü, portföy yönetim şirketlerinde görevli portföy yöneticileri tarafından yönetilmekte ve katılımcılara getiri garantisi verilmemektedir (Uğur, 2004: 21; Gülcan, 2017: 372).

Bireysel emeklilik yatırım fonları portföyü, “portföy yöneticileri tarafından yönetilir. Alınacak portföy yönetim hizmetine ilişkin esaslar bireysel emeklilik şirketleri ile portföy yöneticileri arasında yapılacak portföy yönetim sözleşmesi ile belirlenir. Bireysel emeklilik şirketleri, portföy yöneticilerinin, fon yönetiminde gerekli özen ve basireti göstermemeleri, Sermaye Piyasası Kurulu’nun portföy yöneticiliğine ilişkin ilkelerine aykırı hareket etmeleri, mali bünyelerinin zayıfladığının tespit edilmesi gibi durumlarda, portföy yönetim sözleşmesini feshedip, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından uygun görülen başka portföy yöneticileri ile portföy yönetim sözleşmesi imzalayabilirler. Portföy yönetim sözleşmesine ilişkin esas ve usuller T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı’nın uygun görüşü alınarak Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirlenir” (4632 SK, 2001: Madde 18).

2. İLGİLİ LİTERATÜR

Türkiye’de ilk kez 27 Ekim 2003 tarihinde katılımcı kaydetmeye başlayan ve özellikle otomatik katılım sisteminin 1 Ocak 2017 tarihi itibarıyla başlamasıyla daha sık gündeme gelen bireysel emeklilik sistemi ile ilgili yapılan çalışmalar gün geçtikçe artmaktadır. Türkiye’de yapılan çalışmalardan bazılarına aşağıda yer verilmiştir.

Atılğan (2018), bireysel emeklilik sistemi hakkında gerekli olan bilgilendirmenin yapılması, sistem ile ilgili getirilerin ve kayıpların ortaya konulabilmesi ve sistemin başarılı şekilde sürdürülebilirliğinin sağlanabilmesi amacıyla yapılması gerekenler üzerine teorik bir çalışma gerçekleştirmiştir. Yapılan

değerlendirmeler sonucunda; kriz dönemlerinde tasarruf araçları ile ilgili güvensizliği ortadan kaldırmak amacıyla bu sistemden elde edilecek bir asgari getiri oranının olması gerektiği, getiri oranı belirlenmesinde önemli bir unsur olan fon işletim gider kesintisinin düşürülmesi gerektiği önerilerinde bulunulmuştur. Bunlara ek olarak, bireysel emeklilik sistemine katılımı arttırmak için belirli bir ücretin üzerinde çalışanların sisteme katılımının zorunlu olması ve sisteme genç nüfusun da katılımın gerçekleştirilmesi için sistem ile ilgili tanıtım ve bilgilendirme çalışmalarının yapılması gerekliliği üzerinde durulmuştur.

Çakır ve Selvi (2018) tarafından yapılan çalışmada; Tekirdağ ilinde faaliyet gösteren bireysel emeklilik şirketlerinin pazarlama sorunlarının ve bireylerin bu sisteme karşı tutumlarının belirlenmesi amaçlanmıştır. Bireylerin sisteme karşı tutumları ile ilgili veri toplamak amacıyla daha önce bireysel emeklilik sistemine dahil olan katılımcılar ile sistemden ayrılan katılımcılara anket yapılmış, elde edilen veriler üzerinde tanımlayıcı istatistik, t-testi, ANOVA analizleri gerçekleştirilmiştir. Gerçekleştirilen analizlere göre Türkiye’de bireysel emeklilik sisteminin tam anlamıyla gelişmediği ve anlaşılmadığı, bireylerin gelir düzeylerinin ve devlet desteğinin sisteme katılımda etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca bireysel emeklilik şirketlerinin satış sürecinde fonlarla ilgili yeterli alternatifleri sunmadığı, sistemin tam anlamıyla tanıtılmadığı, satış hizmetlerinin yetersiz ve satış baskısının yüksek olduğu gözlemlenmiştir.

Çelik vd. (2018), 2008 yılında gerçekleşen küresel krizin 2014-2016 yılları arasında Türkiye’deki bireysel emeklilik sistemi kapsamındaki fonlar üzerindeki etkisinin ARMA(9,8)-EGARCH(1,1) modeli kullanılarak incelemesini amaçlamıştır. Yapılan analizler sonucunda bireysel emeklilik sistemindeki fonların riskinin küresel krize göre artış gösterdiği belirlenmiştir. Ayrıca yaşanan olumsuz olayların bireysel emeklilik sistemindeki fonların oynaklığı üzerinde asimetric etkisi olduğu saptanmıştır. Bu oynaklığın giderilebilmesi için ise ekonomide bireysel gelir farklılıklarının giderilmesi, gelir düzeylerinin artırılması ve toplumun tasarruf politikalarına teşvik edilmesi için teşviklerin oluşturulması gerektiği ifade edilmiştir.

Çetiner ve Gündoğdu (2018), Türkiye’deki bireysel emeklilik yatırım fonlarının 2011-2017 yılları arasındaki gelişimlerini belirlemeyi ve bu gelişimleri aylık olarak çeşitli kriterlere göre incelemeyi amaçlamıştır. Yapılan analizler sonucunda 2011-2017 yılları arasında fon büyüklükleri ve 2014-2017 yılları arasında katılımcı sayısı açısından anlamlı bir farklılık olmadığı tespit edilmiştir. Fon büyüklüğündeki en yüksek değişimin 2016-2017 yılları arasında gerçekleştiği sonucuna ulaşılmıştır. Bunun sebebinin ise, bireylerin sisteme otomatik katılım ile katılmaları olduğu ifade edilmiştir. Ayrıca çalışmada 2013 yılında devletin sağlamış olduğu teşviğe rağmen katılımın bir önceki yıla göre fazla artmadığı; 2014-2017 yılları arasında ise, önemli bir artışın gerçekleştiği belirtilmiştir.

Göktolga ve Karakış (2018) tarafından yapılan çalışmada; Türkiye’de bireysel emeklilik şirketlerinin 2014-2016 yıllarına ait finansal tablolarından hareketle, şirketlerin finansal performanslarını çok kriterli olarak karar verme yöntemlerinden Bulanık Analitik Hiyerarşi (AHP) ve Vise Kriterijumska Optimizacija I Kompromisno Resenje (VIKOR) yöntemleri ile incelemek amaçlanmıştır. Bu amaç kapsamında AHP yöntemi ile kriter olarak esas alınan finansal oranların önem dereceleri belirlenmiş, daha sonra VIKOR yöntemi ile şirketlerin finansal performanslarını belirleyebilmek adına finansal analiz ve değerlendirme gerçekleştirilmiştir. Yapılan analizler sonucunda, bireysel emeklilik şirketlerinin finansal performans sıralamalarında 2014-2016 yılları arasında büyük değişiklik olmamakla birlikte değişiklik gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca bireysel emeklilik şirketlerinin finansal performanslarında belli aralıklarda dalgalanmalar gerçekleştiği tespit edilmiştir.

Kocabıyık ve Küçükçakal (2018) tarafından yapılan çalışmada, 01.01.2017 tarihinden itibaren uygulanmaya başlayan otomatik katılımlı bireysel emeklilik sisteminde kalan bireylerin kalma nedenlerini; ayrılanların ise ayrılma nedenlerini belirlemek amaçlanmıştır. Bu amaç çerçevesinde, Isparta ilinde kamu ve özel sektör çalışanlarına anket uygulanmıştır. Elde edilen verilerin analizi sonucunda, katılımcıların sistemde kalmalarının en önemli nedeninin devlet tarafından sağlanan katkı payı olduğu tespit edilmiştir. Katılımcıların sistemden ayrılma nedenleri ise; katılımdan sonra geçmesi gereken 10 yıllık sürenin uzun bulunması, kazancın %3’ünün kesinti olarak alınması ve birikimlerin başka yatırım araçlarına yönlendirilmesi olarak tespit edilmiştir. Ayrıca çalışmada; katılımcıların

sistemde kalıp kalmamalarının cinsiyet, eğitim durumu, gelir düzeyi, medeni durum, çalışılan sektör gibi demografik özelliklere göre de farklılaştığı sonucuna ulaşılmıştır.

Aydın ve Selçuk (2017), Türkiye'deki bireysel emeklilik sistemine giriş ve otomatik katılımdan cayma kararını etkileyen faktörlerin belirlenmesini amaçlamıştır. Bu kapsamda 130 kişiye anket uygulanarak veriler toplanmış, daha sonra bu veriler üzerinde lojistik regresyon yöntemi ile analiz gerçekleştirilmiştir. Analiz sonucunda bireylerin yaş ve gelir düzeyleri arttıkça bireysel emeklilik sistemine katılımlarının arttığı, şimdiki zaman odaklı yaşayan bireylerin sisteme katılım düzeylerinin düşük olduğu ve iç kontrol odağına sahip bireylerin sisteme katılımlarının arttığı belirlenmiştir. Ayrıca şimdiki zaman odaklı yaşayan bireylerin sistemden ayrılma ihtimallerinin daha yüksek; gönüllü olarak sisteme katılanların ise ayrılma ihtimallerinin daha düşük olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Gülay vd. (2017), Süleyman Demirel Üniversitesi akademisyenlerinin otomatik bireysel emeklilik sistemi ile ilgili düşüncelerini belirlemek amacıyla yaptığı çalışmada, akademisyenlerin bireysel emeklilik sisteminde kalma, sistemden ayrılma ve kararsız olma ile ilgili eğilimlerini belirlemek için anket uygulamışlardır. Yapılan çalışma sonucunda, sistemde kalmak isteyen akademisyenlerin ortalamasının ayrılmak isteyenlere ve kararsız olanlara göre daha fazla olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Akademisyenlerin bireysel emeklilik sisteminde otomatik katılım dönemi başladığında sosyal güvenlik sisteminin sorunlarının azalacağı konusunda kararsız kaldıkları, sistemden ayrılma ve kararsız olma durumlarında ise başka bir sözleşmenin varlığının olup olmamasının etkisi olmadığı belirlenmiştir. Ayrıca akademik personelin bireysel emeklilik sistemine otomatik katılım ile ilgili tutumlarının cinsiyetlerine, aylık gelirlerine, bireysel emeklilik sözleşmesine sahip olup olmamalarına ve otomatik katılım hakkında bilgi düzeylerine göre farklılaştığı tespit edilmiştir.

Peker (2016) tarafından yapılan çalışma; Türkiye'de bireysel emeklilik sistemi kapsamında gerçekleştirilen kesinti tutarlarının yüksek olması sebeplerini analiz ederek gerçekleştirilen bu kesintilerin azaltılmasına ve otomatik katılım sisteminin başarılı olabilmesine yönelik önerilerde bulunmayı amaçlamıştır. Bireysel emeklilik sistemi kapsamında gerçekleştirilen kesintilerin yüksek olmasının asıl sebebinin yatırım fonlarının emeklilik şirketleri tarafından sağlanabilmesi ve emeklilik şirketlerinin sadece kendilerinin kurduğu yatırım fonlarını planlarına dahil etmeleri olduğu belirtilmiştir. Bunun yanında sistemin kurucu emeklilik şirketleri, portföy yönetim şirketleri ve acenta banka olmak üzere aynı finansal grubun içerisinde yer alan üç kurum tarafından gerçekleştirilmesinin de giderlerin yüksek olmasına sebep olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Çalışmada bireysel emeklilik sisteminde kesintilerin azaltılabilmesinin ise emeklilik şirketlerin fonlarının bir kısmının portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilmesi veya emeklilik şirketlerinin mevcut fonlarının yanına farklı fonların da dahil edilmesi gerektiği öneri olarak sunulmuştur.

Ural ve Adakale (2009) tarafından yapılan çalışmada; Türkiye'de uygulanmakta olan bireysel emeklilik sisteminin tanıtılması ve sistemin risk değerlendirilmesinin Riske Maruz Değer-RMD (Value at Risk-Var) analizleri ile gerçekleştirilmesi amaçlanmıştır. Bu amaç doğrultusunda çalışmada 11 adet bireysel emeklilik şirketinin 98 adet fonu üzerinde analizler gerçekleştirilmiştir. Çalışmada gerçekleştirilen analiz sonucunda; RMD tutarı en yüksek olan emeklilik şirketinin Ankara Emeklilik şirketi; en düşük olanın ise Yapı Kredi Emeklilik şirketi olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca çalışmada fon grupları üzerinde gerçekleştirilen analizler sonucunda en yüksek riskli fon gruplarının İMKB Ulusal 30 endeksi ve büyüme amaçlı hisse senedi olduğu; en düşük riskli fon grubunun hisse Emanet Likit Kamu ve gelir amaçlı kamu borçlanma araçları olduğu belirlenmiştir. Çalışmada 208 yılında dünya genelinde oldukça etkili olan ekonomik krizin finans sektöründeki varlıkların oynaklık değerini arttırdığı ve bu sebeple oldukça önemli kayıplar yaşandığı ifade edilmiştir.

Dağlı vd. (2008), Türkiye'de uygulanan bireysel emeklilik sistemi kapsamında 2003-2007 yılları arasında 10 adet emeklilik yatırım fonunun Treynor, Jensen ve Sharpe performans endeksleri aracılığıyla performans durumlarını incelemeyi amaçlamıştır. Yapılan analizler sonucunda, yatırım fonlarının piyasadaki portföy getiri oranları ile karşılaştırıldıklarında daha düşük getiri sağladıkları tespit edilmiştir. Analiz dönemi içerisinde incelenen yatırım fonları, getiri ya da riskini etkileyecek herhangi bir faktörden piyasa portföyüne göre daha az etkilendikleri sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca çalışmada üç ayrı endekse göre yapılan performans sıralamasında Treynor ve Jensen endekslerinde Anadolu Hayat Emeklilik Beyaz yatırım fonu en başarılı fon olarak belirlenmişken; Sharpe endeksinde

Yapı Kredi Emeklilik fonu en başarılı fon olarak belirlenmiştir. Çalışmada yapılan performans sıralamasında, yatırımcısına ilave bir getiri sağlamakla birlikte performansı en düşük fon ise Vakıf Emeklilik yatırım fonu olarak tespit edilmiştir.

Demir ve Yavuz (2004) tarafından gerçekleştirilen çalışmada; bireysel emeklilik sistemi hakkında bilgi verilmiş, sistemin uygulanmaya başlanması ile birlikte birikecek olan fonların sermaye piyasalarına ve ülke ekonomisine etkisi incelenmiş ve bununla ilgili öneriler sunulmuştur. Çalışmada bireysel emeklilik fonlarının ülke ekonomisinde ağırlık kazanmaları, sosyal ve iktisadi fayda sağlayabilmeleri için tasarruf eğilimlerini arttırabilmek adına vergi teşviklerinin uygulanması gerektiği belirtilmiştir. Ayrıca Türkiye’de faaliyet gösteren zorunlu emeklilik sigorta şirketlerinin tüm kesime hitap edecek şekilde düşük primlerle ve eşit düzeyde bir emeklilik aylığı sağlayan kurumlar halini alması gerektiği ifade edilmiştir.

3. VERİ SETİ VE YÖNTEM

Bireysel emeklilik yatırım fonlarının risk ve performans karşılaştırması için gerekli bilgiler Takas İstanbul’dan temin edilmiştir. Çalışmanın analizi için öncelikle 02.01.2006-31.12.2018 döneminde sürekli verisi olan bireysel emeklilik yatırım fonları ayrıştırılmış ve bu fonlar türlerine göre sınıflandırılmıştır. Bu sınıflandırma sonrasında en az üç fona sahip olan bireysel emeklilik yatırım fonları 04.01.2010-31.12.2018 dönemi baz alınarak analize dahil edilmiştir. Analizlere 2010 yılı itibariyle başlanmasının sebebi, 2008 yılında ABD’de mortgage piyasasında başlayan ve kısa sürede tüm dünyayı etkileyen finansal krizin etkilerinin 2010 yılında azalarak ortadan kalkmaya başlamasıdır.

Performans analizinde kullanılan ölçütlerden ilki Aşağı Yönlü Risk’tir. Aşağı Yönlü Risk, riski hesaplarken pozitif getirileri elimine etmektedir. Diğer bir ifadeyle, risk hesaplanırken ortalama getiri kullanılması yerine, “minimum kabul edilebilir getiri” kullanılmaktadır. Bu ölçü, minimum hedef oranının aşağısındaki düşük performansın değişkenliğini ölçmektedir. Bu oranı hesaplayabilmek için hedef orandan minimum kabul edilebilir getiri (MAR, Minimum Accepted Return) daha düşük olan getiriler ve hedef oranla aralarındaki fark dikkate alınmaktadır. Aşağı yönlü risk aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır ve denklemde n tüm serideki gözlemlerin sayısı yada minimum kabul edilebilir getirinin (MAR) aşağısına düşen serilerin alt kümesindeki gözlemlerin sayısıdır. R ise getirileri ifade etmektedir. Aşağı yönlü risk değeri sıfıra yaklaştıkça riskin düştüğü, sıfırdan uzaklaştıkça ise riskin arttığı ifade edilebilir (Cibulskiene ve Brazauskas, 2016: 113-114).

$$Aşağı Yönlü Risk(R, MAR) = \sum_{t=1}^n \frac{\min[(R_t - MAR), 0]^2}{n} \quad (3.1)$$

Bir diğer performans değerlendirme ölçütü Sharpe Oranı’dır. Sharpe Oranı, söz konusu portföye ilişkin getirinin, standart sapmasına oranlanması ile hesaplanmaktadır. Portföye ilişkin Sharpe oranı ne kadar yüksekse, portföyün başarısı da o kadar yüksektir. Sharpe oranı aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır ve denklemde R_a portföyün getirisini, R_f risksiz faiz oranını ve σ_a portföyün standart sapmasını göstermektedir (Skrepnek ve Sahai, 2013: 130).

$$Sharpe Oranı = \frac{R_a - R_f}{\sigma_a} \quad (3.2)$$

Bir diğer performans ölçütü ise Sortino Oranı’dır. Sortino Oranı’nın hesaplanmasında, kısmi standart sapma kullanılmaktadır. Diğer bir ifadeyle Sortino oranı, portföye ilişkin getirisinin kısmi standart sapmaya oranlanması ile elde edilir. Bu sayede negatif ve pozitif standart sapma ayrıştırılabilmektedir. Sortino Oranı’nda, Sharpe Oranı’ndan farklı olarak minimum kabul edilebilir getirinin altında olan portföyler dikkate alınmaktadır. Sortino oranı aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır (Kuhle ve Link, 2018: 5):

$$Sortino Oranı = \frac{R_a - \text{Minimum kabul edilebilir getiri}}{\sigma_{\text{Minimum kabul edilebilir getiri}}} \quad (3.3)$$

Aşağı Yönlü Risk’in sıfıra yaklaşması riskin azaldığını, sıfırdan uzaklaşması ise riskin arttığını belirtmektedir. Sharpe Oranı’nın pozitif olması, oluşturulan portföye ilişkin riskin düşük olduğunu ifade etmektedir. Negatif Sharpe Oranı, portföyün piyasaya göre başarısız olduğunu göstermektedir. Benzer durum, Sortino Oranı için de geçerlidir. Diğer bir ifadeyle, pozitif Sortino Oranı riskin düşük olduğunu göstermektedir.

4. BULGULAR VE TARTIŞMA

Araştırmanın bu bölümünde borçlanma araçları emeklilik yatırım fonu, borçlanma araçları grup emeklilik fonu, kamu dış borçlanma araçları emeklilik yatırım fonu, birinci değişken emeklilik yatırım fonu, temkinli değişken emeklilik yatırım fonu, dengeli değişken emeklilik yatırım fonu, hisse senedi emeklilik yatırım fonu, para piyasası emeklilik yatırım fonu olmak üzere 8 emeklilik yatırım fon türünde toplam 28 fonun performans analizi gerçekleştirilmiştir. Çalışmada yer alan bireysel emeklilik yatırım fonlarına ilişkin kısaltmaların açıklamaları EK 1.'de gösterilmektedir.

4.1.Tanımlayıcı İstatistikler

Tanımlayıcı istatistikler sonucu elde edilen bulgular Tablo 1.'de yer almaktadır.

Tablo 1. Bireysel Emeklilik Yatırım Fonlarına İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler

BORÇLANMA ARAÇLARI EMEKLİLİK YATIRIM FONU				
	AE2	BEK	GEK	HS1
Ortalama	0.035683	0.033679	0.039336	0.024623
Medyan	0.036030	0.033896	0.040077	0.024901
Maksimum	0.053398	0.050452	0.059193	0.037350
Minimum	0.017057	0.016632	0.018571	0.011485
Standard Sapma	0.010494	0.009472	0.011535	0.007147
Çarpıklık	-0.141663	-0.137087	-0.166411	-0.175432
Basıklık	1.893115	1.950791	1.933938	1.921762
Jarque-Bera	177.9244	160.2805	169.9910	175.2306
Gözlem Sayısı	2265	2265	2265	2265
BORÇLANMA ARAÇLARI GRUP EMEKLİLİK FONU				
	AEK	AG2	GHF	
Ortalama	0.000305	0.000589	0.000284	
Medyan	0.000366	0.000506	0.000328	
Maksimum	0.102072	0.132983	0.109688	
Minimum	-0.048699	-0.062462	-0.050815	
Standard Sapma	0.004679	0.007242	0.005127	
Çarpıklık	7.007331	4.026950	7.733274	
Basıklık	171.7730	78.56129	181.8969	
Jarque-Bera	2706745	544956.5	3042962	
Gözlem Sayısı	2265	2265	2265	
KAMU DIŞ BORÇLANMA ARAÇLARI EMEKLİLİK YATIRIM FONU				
	AVG	GHG	VET	
Ortalama	0.000596	0.000638	0.000566	
Medyan	0.000487	0.000414	0.000348	
Maksimum	0.136708	0.138532	0.137683	
Minimum	-0.064968	-0.058921	-0.054276	
Standard Sapma	0.007505	0.007883	0.007566	
Çarpıklık	3.579180	3.549321	3.768768	
Basıklık	75.03792	65.34156	74.11531	
Jarque-Bera	494591.4	371541.2	482652.8	
Gözlem Sayısı	2265	2265	2265	
BİRİNCİ DEĞİŞKEN EMEKLİLİK YATIRIM FONU				
	AE4	AH6	VEG	
Ortalama	0.000588	0.000594	0.000510	
Medyan	0.000462	0.000543	0.000274	
Maksimum	0.215435	0.243478	0.168863	
Minimum	-0.104245	-0.164153	-0.098958	
Standard Sapma	0.010090	0.012370	0.008783	
Çarpıklık	4.401486	2.206128	3.015660	
Basıklık	114.2389	99.69666	87.70769	
Jarque-Bera	1175118***	884266.6***	680610.7***	
Gözlem Sayısı	2265	2265	2265	
TEMKİNLİ DEĞİŞKEN EMEKLİLİK YATIRIM FONU				
	AH8	GED	VEU	
Ortalama	0.000300	0.000384	0.000412	
Medyan	0.000254	0.000345	0.000361	

Maksimum	0.085761	0.094591	0.141441		
Minimum	-0.032999	-0.034929	-0.087095		
Standard Sapma	0.002930	0.003800	0.007516		
Çarpıklık	16.76990	12.26243	2.493001		
Basıklık	517.1964	320.5610	78.70414		
Jarque-Bera	25058721***	9574008***	543220.3***		
Gözlem Sayısı	2265	2265	2265		
DENGELİ DEĞİŞKEN EMEKLİLİK YATIRIM FONU					
	AH9	BEE	GHE		
Ortalama	0.000262	0.000286	0.000327		
Medyan	0.000415	0.000424	0.000467		
Maksimum	0.084994	0.099103	0.123147		
Minimum	-0.031877	-0.028416	-0.040627		
Standard Sapma	0.005192	0.005338	0.006172		
Çarpıklık	2.975027	4.471317	5.490104		
Basıklık	59.32880	92.14236	116.8504		
Jarque-Bera	302786.8***	757485.0***	1234659.***		
Gözlem Sayısı	2265	2265	2265		
PARA PİYASASI EMEKLİLİK YATIRIM FONU					
	AH2	ANK	GEL	VEL	
Ortalama	0.000340	0.000326	0.000348	0.000345	
Medyan	0.000252	0.000243	0.000255	0.000250	
Maksimum	0.091532	0.083757	0.085953	0.092968	
Minimum	-0.033296	-0.029180	-0.030731	-0.032770	
Standard Sapma	0.003066	0.002797	0.002800	0.003070	
Çarpıklık	17.39993	20.01742	19.68249	18.09253	
Basıklık	540.2330	616.9343	604.4564	562.5277	
Jarque-Bera	27352737***	35722642***	34286383***	29669667***	
Gözlem Sayısı	2265	2265	2265	2265	
HİSSE SENEDİ EMEKLİLİK YATIRIM FONU					
	AH5	ANS	BEH	GEH	VEH
Ortalama	0.000292	0.000310	0.000268	0.000379	0.000208
Medyan	0.000772	0.000833	0.000841	0.000965	0.000923
Maksimum	0.099812	0.108644	0.108901	0.129047	0.114758
Minimum	-0.086517	-0.094479	-0.101242	-0.095615	-0.089949
Standard Sapma	0.013990	0.013321	0.013876	0.014313	0.014535
Çarpıklık	-0.095032	-0.135348	-0.125472	0.161783	-0.022045
Basıklık	7.815786	8.144218	9.047428	10.95101	8.662271
Jarque-Bera	2192.135***	2504.359***	3457.368***	5976.126***	3025.970***
Gözlem Sayısı	2265	2265	2265	2265	2265

Tablo 3.2. incelendiğinde; borçlanma araçları emeklilik yatırım fonları olan AvivaSA Emeklilik ve Hayat A.Ş. Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu (AE2), Fiba Emeklilik ve Hayat A.Ş. Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu (BEK), Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş. Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu (GEK) fonlarına ilişkin ortalama getirilerin birbirine benzer oldukları, en düşük getiriye sahip olan fonun ise Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. HSBC Portföy Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu (HS1) olduğu görülmektedir. Standart sapma değerlerine bakıldığında, en yüksek riske sahip fon Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş. Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu (GEK), en düşük riske sahip olan fon ise Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. HSBC Portföy Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu (HS1)'dir. Söz konusu yatırım fonlarının çarpıklık değerlerinin negatif oldukları, dolayısıyla söz konusu fonlara ilişkin dağılımın sola çarpık oldukları söylenebilir. Çarpıklık ve basıklık değerleri göz önünde bulundurulduğunda söz konusu fonların normal dağılıma sahip olmadığı görülmektedir.

Borçlanma araçları grup emeklilik yatırım fonları incelendiğinde, en yüksek getiriye sahip fonun Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. Borçlanma Araçları Grup Emeklilik Yatırım Fonu (AG2), en düşük getiriye sahip fonun ise Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş. Borçlanma Araçları Grup Emeklilik Yatırım Fonu (GHF) olduğu görülmektedir. Risk açısından, en yüksek riskli fon Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. Borçlanma Araçları Grup Emeklilik Yatırım Fonu (AG2), en düşük riske sahip fon ise Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş. Borçlanma Araçları Grup Emeklilik Yatırım Fonu (GHF)'dir. Çarpıklık değerlerine bakıldığında, söz konusu fonlarının pozitif çarpıklık değerine sahip oldukları, dağılımın sağa çarpık olduğu görülmektedir.

Çarpıklık ve basıklık değerleri göz önünde bulundurulduğunda söz konusu fonların normal dağılıma sahip olmadıkları, kalın kuyruk özelliği gösterdikleri ifade edilebilir.

Kamu dış borçlanma araçları emeklilik yatırım fonları incelendiğinde, en yüksek ortalama getiriye sahip olan fonun Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş. Kamu Dış Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu (GHG) olduğu; AvivaSA Emeklilik ve Hayat A.Ş. Kamu Dış Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu (AVG) ve Vakıf Emeklilik ve Hayat A.Ş. Kamu Dış Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu (VET)'in ortalama getirilerinin birbirine yakın olduğu görülmektedir. En yüksek riske sahip fon Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş. Kamu Dış Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu (GHG)'dur. AvivaSA Emeklilik ve Hayat A.Ş. Kamu Dış Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu (AVG) ve Vakıf Emeklilik ve Hayat A.Ş. Kamu Dış Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu (VET)'nin riskleri nispeten daha düşük olup birbirlerine çok yakındır. Çarpıklık ve basıklık değerleri göz önünde bulundurulduğunda fonların sağa çarpık dağılıma sahip olduğu, normal dağılmadıkları, kalın kuyruk özelliğine sahip oldukları ifade edilebilir.

Birinci değişken emeklilik yatırım fonları incelendiğinde, söz konusu fonların ortalama getirilerin birbirine yakın olmakla birlikte, en yüksek ortalama getiriye sahip fonun Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. Birinci Değişken Emeklilik Yatırım Fonu (AH6) olduğu görülmektedir. En yüksek riske sahip olan fon, Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. Birinci Değişken Emeklilik Yatırım Fonu (AH6)'dur. Çarpıklık ve basıklık değerleri göz önünde bulundurulduğunda söz konusu fonların sağa çarpık bir dağılıma sahip oldukları ve kalın kuyruk özelliği gösterdikleri ifade edilebilir.

Temkinli değişken emeklilik yatırım fonları incelendiğinde, en yüksek ortalama getiriye sahip olan fonun Vakıf Emeklilik A.Ş. Temkinli Değişken Emeklilik Yatırım Fonu (VEU), en düşük ortalama getiriye sahip olan fonun ise Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. Temkinli Değişken Emeklilik Yatırım Fonu (AH8) olduğu görülmektedir. En yüksek riske sahip fon Vakıf Emeklilik A.Ş. Temkinli Değişken Emeklilik Yatırım Fonu (VEU) ve en düşük riske sahip olan fon ise Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. Temkinli Değişken Emeklilik Yatırım Fonu (AH8)'dur. Çarpıklık ve basıklık değerleri dikkate alındığında ise, söz konusu fonların normal dağılıma sahip olmadıkları, kalın kuyruk özelliği gösterdikleri ifade edilebilir.

Dengeli değişken emeklilik yatırım fonları incelendiğinde, en yüksek ortalama getiriye sahip olan fonun Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş. Dengeli Değişken Emeklilik Yatırım Fonu (GHE) iken, en düşük ortalama getiriye sahip olan fonun Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. Dengeli Değişken Emeklilik Yatırım Fonu (AH9) olduğu görülmektedir. En yüksek riske sahip fon Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş. Dengeli Değişken Emeklilik Yatırım Fonu (GHE), en düşük riske sahip olan fon Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. Dengeli Değişken Emeklilik Yatırım Fonu (AH9)'dur. Çarpıklık ve basıklık değerleri göz önünde bulundurulduğunda söz konusu fonların normal dağılıma sahip olmadıkları, kalın kuyruk özelliğine sahip oldukları ifade edilebilir.

Hisse senedi emeklilik yatırım fonları incelendiğinde, en yüksek ortalama getiriye sahip olan fonun Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş. Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonu (GEH), en düşük ortalama getiriye sahip olan fonun Vakıf Emeklilik ve Hayat A.Ş. Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonu (VEH) olduğu görülmektedir. En yüksek riske sahip fon Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş. Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonu (GEH), en düşük riske sahip olan fon ise Aegon Emeklilik ve Hayat A.Ş. Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonu (ANS)'dir. Çarpıklık ve basıklık değerleri göz önünde bulundurulduğunda söz konusu fonların normal dağılıma sahip olmadıkları, kalın kuyruk özelliğine sahip oldukları ifade edilebilir.

Para piyasası emeklilik yatırım fonları incelendiğinde ise; söz konusu fonların ortalama getirilerinin birbirine benzer olmakla birlikte, en yüksek ortalama getiriye sahip olan fonun Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş. Para Piyasası Emeklilik Yatırım Fonu (GEL) olduğu görülmektedir. En yüksek riske sahip olan fon Vakıf Emeklilik ve Hayat A.Ş. Para Piyasası Emeklilik Yatırım Fonu (VEL) iken, en düşük riske sahip olan fon ise Aegon Emeklilik ve Hayat A.Ş. Para Piyasası Emeklilik Yatırım Fonu (ANK)'dir. Çarpıklık ve basıklık değerleri göz önünde bulundurulduğunda söz konusu fonların normal dağılıma sahip olmadıkları, kalın kuyruk özelliğine sahip oldukları ifade edilebilir.

Bireysel emeklilik yatırım fonlarına ilişkin performans karşılaştırma sonuçlarından elde edilen bulgular Tablo2.'de yer almaktadır.

Tablo 2. Bireysel Emeklilik Yatırım Fonlarına İlişkin Performans Karşılaştırma Sonuçları

	AE2	BEK	GEK	HS1	AEK	AGK	GHF	AVG
Aylık Aşağı Yönlü Risk	0.0028	0.0027	0.0027	0.0026	0.0042	0.0027	0.0029	0.0045
Yıllıklandırılmış Aşağı Yönlü Risk	0.0097	0.0094	0.0094	0.0091	0.0145	0.0094	0.01	0.0154
Aşağı Yönlü Potansiyel Risk	0.001	0.0009	0.0009	0.0009	0.0017	0.0009	0.001	0.0018
Sharpe Rasyo	0.3322	0.3344	0.3344	0.3912	0.3366	0.3423	0.2912	0.3281
Sortino Oranı	0.0877	0.0889	0.0902	0.0954	0.1122	0.1404	0.098	0.1382
	GHG	VET	AE4	AH6	VEG	AH8	GED	VEU
Aylık Aşağı Yönlü Risk	0.0046	0.0045	0.0061	0.0081	0.0054	0.0014	0.0019	0.0048
Yıllıklandırılmış Aşağı Yönlü Risk	0.016	0.0155	0.0211	0.0279	0.0188	0.0047	0.0065	0.0166
Aşağı Yönlü Potansiyel Risk	0.002	0.0018	0.0023	0.003	0.0021	0.0002	0.0005	0.0018
Sharpe Rasyo	0.3245	0.3088	0.0966	0.0737	0.0937	0.219	0.2045	0.086
Sortino Oranı	0.1338	0.1268	0.2527	0.1989	0.2403	1.5839	0.718	0.2234
	AH9	BEE	GHE	AH5	ANS	BEH	GEH	VEH
Aylık Aşağı Yönlü Risk	0.0033	0.0033	0.0037	0.01	0.0095	0.0099	0.0101	0.0104
Yıllıklandırılmış Aşağı Yönlü Risk	0.0116	0.0115	0.0129	0.0345	0.0329	0.0344	0.035	0.036
Aşağı Yönlü Potansiyel Risk	0.0015	0.0014	0.0016	0.0049	0.0047	0.0048	0.0049	0.005
Sharpe Rasyo	0.0783	0.0863	0.0876	0.0293	0.0327	0.027	0.0375	0.02
Sortino Oranı	0.1743	0.1998	0.1988	0.0598	0.0663	0.0555	0.0778	0.0413
	AH2	ANK	GEL	VEL				
Aylık Aşağı Yönlü Risk	0.0014	0.0012	0.0012	0.0014				
Yıllıklandırılmış Aşağı Yönlü Risk	0.0049	0.004	0.0041	0.0048				
Aşağı Yönlü Potansiyel Risk	0.0001	0.0001	0.0001	0.0002				
Sharpe Rasyo	0.2493	0.2799	0.2952	0.2395				
Sortino Oranı	2.311	2.4853	2.601	2.2848				

Tablo 2.'ye göre, performans açısından en iyi yatırım fonunun HS1 (Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. Hsbc Portföy Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu) olduğu ifade edilebilir. En düşük performans sergileyen yatırım fonunun ise, AH5 (Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonu) olduğu görülmektedir.

5. SONUÇ VE ÖNERİLER

Türkiye'de sosyal güvenlik sisteminin tamamlayıcısı olarak uygulamaya konulan bireysel emeklilik sistemi, devletin önemli finansman kaynaklarından biri durumundadır. Bireylerin gelecekte ek gelir sağlamak amacıyla bugünden tasarruf etmelerine dayanan ve gelecekteki gelirlerinin bugünden ettikleri tasarruf oranıyla doğru orantılı olduğu bir sistem olan bireysel emeklilik sistemi, geleceği düşünerek bugünden biriktirme esasına göre çalışmakta ve bireylerin tasarrufları sermaye piyasalarında değerlendirilmektedir. Bireysel emeklilik sistemine dolayısıyla bireysel emeklilik yatırım fonlarına aktarılan tasarruflar arttıkça; sermaye piyasaları gelişmekte ve derinleşmekte, ekonomiye kaynak sağlanmakta, sistemde biriken tasarruflar aracılığıyla devletin kısa vadeli borçlardansa uzun vadeli ve uygun maliyetli borçlanmasını sağlayarak bütçe açıklarının finansmanına katkıda bulunmaktadır. Türkiye'de ilk defa 27 Ekim 2003 tarihinde katılımcı kaydeden bireysel emeklilik sistemi; 1 Ocak 2017 tarihinden önce gönüllü katılıma dayanan, 1 Ocak 2017 tarihi itibarıyla zorunlu katılım gönüllü cayma esasına göre işleyen, bireylere gelecekte ek gelir sağlayan bir tasarruf aracı olarak kurulmuştur. Sosyal güvenlik sisteminin finansman sorunlarının aşılamadığı günümüzde bireysel emeklilik sistemi, ekonomik kalkınma ve sürdürülebilirlik açısından oldukça büyük bir öneme sahiptir.

Çalışmada yapılan finansal performans analizi sonucunda en yüksek performansı sergileyen ilk üç fonun sırasıyla HS1 (Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. Hsbc Portföy Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu), AEK (AvivaSA Emeklilik ve Hayat A.Ş. Borçlanma Araçları Grup Emeklilik Yatırım Fonu) ve GEK (Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş. Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu) ile BEK (Fiba Emeklilik ve Hayat A.Ş. Fiba Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu) olduğu tespit edilmiştir. En düşük performans sergileyen ilk üç fonun ise AH5 (Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonu), BEH (Fiba Emeklilik ve Hayat A.Ş. Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonu) ve VEH (Vakıf Emeklilik ve Hayat A.Ş. Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonu) olduğu görülmektedir. Bu sonuçlara göre Türkiye'de Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonları'nın performanslarının yüksek, Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonları'nın performanslarının ise düşük olduğu söylenebilir.

Türkiye'de finansal okuryazarlık seviyesinin düşük olması sebebiyle bireysel emeklilik sistemi katılımcılarının büyük çoğunluğunun fon portföyü tercihini kendisinin yapmadığı konusunun literatürde birçok araştırmaya konu olduğu görülmektedir. Günümüzde bağımsız finansal danışmanlık mesleği 25 ülkede (Amerika Birleşik Devletleri, Avustralya, Avusturya, Brezilya, Çin, Endonezya, Fransa, Güney Afrika, Hindistan, Hong Kong, Hollanda, İngiltere, İrlanda, İsrail, İsviçre, Japonya, Kanada, Kolombiya, Kore, Malezya, Singapur, Tayland, Tayvan, Yeni Zelanda) icra edilmektedir. Bağımsız finansal danışmanlık mesleğinin icra edildiği ülkelerde, bireyler tasarrufları ile ilgili bağımsız finansal danışmanlara danışmakta ve dolayısıyla bu ülkelerde, tasarruf düzeyinin de daha yüksek olduğu göz ardı edilemez bir geçektir. Bağımsız finansal danışman mesleğinin Türkiye'de de icra edilmeye başlanmasıyla birlikte, sistemdeki katılımcı sayısının dolayısıyla bireysel emeklilik yatırım fonlarına aktarılan tasarrufların artacağı düşünülmektedir.

İlk kez 7 Nisan 2001 tarihli 24366 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu ile Türkiye'de sosyal güvenlik sisteminin tamamlayıcısı olarak başlayan bireysel emeklilik sistemi ile ilgili mevzuat Emeklilik Gözetim Merkezi'nin internet sayfasında incelendiğinde 31 Aralık 2018 itibarıyla sistemle ilgili 10 adet Kanun, 53 adet Yönetmelik, 12 adet Tebliğ, 15 adet Karar ve 46 adet Genelge'nin yürürlükte olduğu; toplam 75 adet Yönetmelik, Tebliğ, Karar ve Genelge'nin ise yürürlükten kaldırıldığı görülmektedir. Sistem ile ilgili Mevzuatta gerçekleştirilen bu değişikliklerin; sistemle ilgili tüm tarafları yordduğu ve olumsuz etkilediği, ayrıca bu değişiklikler sonucunda sisteme olan güvenin azaldığı, mevzuatla ilgili çok gerekmedikçe değişiklik yapılmaması gerektiği düşünülmektedir.

Sistemin faaliyete başladığı ve ilk katılımcılarını sisteme dahil ettiği 27 Ekim 2013 tarihinden bugüne sistem ile ilgili reklam ve tanıtım faaliyetlerine önem verilmediği literatürde birçok çalışmaya konu olmuştur. Bu durumun sistemle ilgili tüm tarafları olumsuz etkilediği düşünülmektedir. Sistemle ilgili kurumların reklam ve tanıtım faaliyetlerine önem vermesi ile bireylerin sistem hakkında bilgi düzeylerinin ve sisteme ve bireysel emeklilik yatırım fonlarına olan güvenin artacağı öngörülmektedir.

KAYNAKÇA

- 4632 SK, 4632 Sayılı Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu (2001). T.C. Resmi Gazete, 24366, 7 Nisan 2001.
- Akın, Faruk (2016). Otomatik Katılım Sisteminin Bireysel Emeklilik Sektörüne Etkileri. Bilecik Şeyh Edebali Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 1, 1-12.
- Atılğan, Mustafa Harun (2018). Etkin Bir Bireysel Emeklilik Sistemi İçin Öneriler. *AÇÜ Uluslararası Sosyal Bilimler Dergisi*, 4 (1), 23-35.
- Aydın, Aslı Elif ve Selçuk, Elif Akben (2017). Türkiye’de Bireysel Emeklilik Sistemine Katılım Kararını Etkileyen Faktörler. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 54 (632), 27-37.
- BES Yönetmelik, Çalışanların İşverenleri Aracılığıyla Otomatik Olarak Emeklilik Planına Dahil Edilmesine İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Yönetmelik (2017). T.C. Resmi Gazete, 29936, 2 Ocak 2017.
- Cibulskiene, Siauliai and Brazauskas, Martynas (2016). A Theoretical Approach to Quantitative Downside Risk Measurement Methods. *Central and Eastern European Journal of Management and Economics*, 4 (2), 105-123.
- Çakır, Derya ve Selvi, Murat Selim (2018). Bireysel Emeklilik Şirketlerinin Pazarlama Sorunları ve Tüketicilerin Tutumları. *Researcher: Social Science Studies*, 6 (1), 97-126.
- Çelik, Orkun; Erer, Deniz ve Erer, Elif (2018). 2008 Küresel Krizin Bireysel Emeklilik Fonları Oynaklığı Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği. *Sosyoekonomi Dergisi*, 26 (35), 139-152.
- Çetiner, Müge ve Gündoğdu, Fatma Kutlu (2018). Türkiye’de Bireysel Emeklilik ve Emeklilik Yatırım Fonlarının Görünümü: 2011-2017 Dönemi. *International Journal Of Disciplines Economics & Administrative Sciences Studies*, 4 (7), 24-34.
- Çömlekçi, İstemi ve Gökmen, Oğuzhan (2017). Bireysel Emeklilik Sistemine Katılmada Etkili Olan Faktörler: TR42 Bölgesinde Bir Araştırma. *Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 10 (43), 579-588.
- Dağlı, Hüseyin; Bank, Semra ve Er, Bünyamin (2008). Türkiye’deki Bireysel Emeklilik Yatırım Fonlarının Performans Değerlendirmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 40, 84-95.
- Demir, Yusuf ve Yavuz, Ali (2004). Bireysel Emeklilik Sisteminin Sermaye Piyasalarına Etkisi ve Sistemin Gelişmesinde Vergisel Teşviklerin Önemi. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 9 (1), 281-300.
- Demireli, Erhan (2010). Türkiye’de Bireysel Emeklilik Sistemi ve Büyüme Amaçlı Emeklilik Fonlarının Finansal Risk Analizi. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Göktoğa, Ziya Gökalp ve Karakış, Engin (2018). Bireysel Emeklilik Şirketlerinin Finansal Performanslarının Bulanık AHP ve VİKOR Yöntemi İle Analizi. *Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 19 (1), 92-108.
- Gülay, Tuba; Işık, Mürşit; Öztürk, Mustafa (2017). Türkiye’de Bireysel Emeklilik Sistemi ve Akademisyenlerin Otomatik Katılıma Bakış Açıklarına İlişkin Bir Analiz: Süleyman Demirel Üniversitesi Örneği. *İş ve Hayat Dergisi*, 3 (6), 179-205.
- Gülcan, Nazlıgül (2017). Bireysel Emeklilik Sistemi Farkındalığı: Üniversite Öğrencilerine Yönelik Bir Araştırma. 4. Ulusal Meslek Yüksekokulları Sosyal ve Teknik Bilimler Kongresi, Burdur, 11-13 Mayıs 2017, 156-168.
- Gümüş, Erdal (2010). Türkiye’de Sosyal Güvenlik Sistemi: Mevcut Durum, Sorunlar ve Öneriler. *Seta Analiz*, 24, 3-22.
- Kara, Oğuz; Kurutkan, Nurullah ve Çolak, Murat (2016). Sosyal Güvenlik Açığının Seçilmiş Makroekonomik Değişkenler İle İlişkisi: ARDL Sınır Testi Yaklaşımı. *The Journal of Academic Social Science Studies*, 49, 205-224.

- Kocabıyık, Turan ve Küçükçakal, Zühal (2018). Türkiye’de Bireysel Emeklilik Sistemi ve Çalışanların Otomatik Katılımdan Ayrılma Nedenleri: Isparta İlinde Bir Uygulama. *Journal of Life Economics*, 5 (4), 233-254.
- Kuhle, James L. and Link, Eric C (2018). An Evaluation of Risk and Return Performance Measure Alternatives: Evidence From Real Estate Mutual Funds. *Review of Business & Finance Studies*, 9 (1), 1-11.
- Ova, Alper (2018). Türkiye’deki Emeklilik Şirketlerinin Etkinlik Analizi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 79, 139-152.
- Önder, Ferid ve Karabulut, Tahsin (2017). Bireysel Emeklilik Sisteminin Finansal Derinleşmeye Etkisinin Ekonometrik Analizi. *Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 7 (2), 237-256.
- Özer, Özlem ve Çınar, Evren (2012). Bir Vakıf Üniversitesi Akademik Personelinin Bireysel Emeklilik Sistemine Bakış Açısının Değerlendirilmesi. *Mustafa Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 9 (19), 75-88.
- Peker, İbrahim (2016). Türkiye’de Bireysel Emeklilik Sistemindeki Maliyetlerin Düşürülmesi Ve Otomatik Katılım Sistemi Üzerine Öneriler. *Akdeniz İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 33, 34-62.
- Polat, Arzu ve Kekeç, H. Muhammet (2017). Bireysel Emeklilik Sisteminin Türk Vergi Sistemi Açısından Analizi. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Özel Sayı, 175-191.
- Selim, Sibel ve Çelik, Orkun (2014). Bireysel Emeklilik Fonlarını Belirleyen Faktörler: OECD Örneği. *Selçuk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 14 (28), 188-208.
- Skrepnek, Grant H. and Sahai, Ashok (2013). Efficient Point Estimation of the Sharpe Ratio. *Journal of Statistical and Econometric Methods*, 2 (2), 129-142.
- Uğur, Suat (2004). Özel Emeklilik Türleri ve Bireysel Emeklilik. *Çimento İşveren Dergisi*, 18 (4), 14-25.
- Ural, Mert ve Adakale, Türker (2009). Bireysel Emeklilik Fonlarında Risk Yönetimi ve Riske Maruz Değer Analizi. *Ege Akademik Bakış*, 9 (4), 1463-1483.
- Uyguntürk, Hasan ve Korkmaz, Turhan (2015). Portföy Optimizasyonunda Markowitz Modelinin Kullanımı: Bireysel Emeklilik Yatırım Fonları Üzerine Bir Uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 68, 67-82