

ÖZEL EMEKLİLİK FONLARININ FİNANSAL PİYASALARIN GELİŞİMİNE ETKİLERİ

*Yrd.Doç.Dr. Nagihan Oktayer**

*Dr. Asuman Oktayer***

ÖZET

Sosyal güvenlik reformunun bir parçası olan Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi 2001 yılında yürürlüğe girmiştir. Söz konusu uygulamanın yürürlüğe girmesi sosyal güvenlik alanında önemli bir kilometre taşı olarak kabul edilmektedir. Bireysel emeklilik sistemi sosyal güvenlik reformunun bir parçası olmakla birlikte yalnızca bu amaca hizmet etmekle kalmaz, bununla birlikte finansal sistemin gelişmesinde de önemli bir rol oynar. Emeklilik fonlarının portföy dağılımı, söz konusu sistemin finansal piyasalar üzerindeki etkisinin en önemli belirleyicilerindendir. Bu çalışmanın amacı, Türkiye’de özel emeklilik fonlarının portföy yapısından hareketle, söz konusu sistemin finansal derinleşme üzerindeki muhtemel etkilerini incelemektir.

ABSTRACT

As a part of social security reform, the Turkish government approved the Private Pension Saving and Investment System in 2001. Implementation of the private pension system is a major milestone in the improvement of the public social security system. Private pension system is expected not only help to the social security system but also stimulate and deepen the financial markets. The effect of private pension system on financial markets and financial deepening depends on the structure of assets of pension funds. This study aims to analyse the asset allocation of pension funds in Turkey and hence find out the probable effects of the system on financial deepening.

* İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Maliye Bölümü

** Yıldız Teknik Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İktisat Bölümü

Anahtar Kelimeler: Bireysel Emeklilik Sistemi, Emeklilik Fonları, Finansal Piyasalar, Finansal Gelişme

Key Words: Private Pension System, Pension Funds, Financial Markets, Financial Development

I. GİRİŞ

Ülkelerin sanayileşmelerini ve iktisadi büyümelerini gerçekleştirebilmek için ihtiyaç duydukları önemli faktörlerden biri olan yatırımların artırılabilmesi, kullanılabilir fonların yeterli düzeyde ve nitelikte olmasına bağlıdır. Finansal piyasalarda yatırımlara aktarılacak bu fonlar oldukça kısıtlı miktarda olmakla beraber, bu alanda ortaya çıkan bir diğer sorun da mevcut fonların en düşük maliyet ve en fazla verimlilikle kullanılmasının her zaman mümkün olmamasıdır. Bu nedenle gelişmiş ve derinleşmesini tamamlamış finans piyasalarına ve bu piyasalardaki araç ve kurum çeşitliliğine büyük ihtiyaç duyulmaktadır¹.

Finansal piyasaların gelişiminde, finansal liberalizasyon süreci önemli bir role sahiptir. 1970'lerin ortasında dünyada yaşanmaya başlanan ekonomik bunalımın uzantısı olarak bir çok gelişmekte olan ülke, kendisini daha çok borç geri ödeme problemi olarak gösteren bir dizi iktisadi sorunla karşı karşıya kalmıştır. Özellikle finansman kısıtı altındaki gelişmekte olan ülkelere bu süreçte sunulan reçeteler, iç finansman olanaklarını zenginleştirici politikaların hayata geçirilmesine yönelik tedbirler şeklinde olmuştur. Yurtiçi kaynakları ya da tasarrufları artırması beklenen politika önerilerinin başlıcaları, McKinnon (1973)² ve Shaw (1973)³ hipotezine dayanan finansal serbestleşmeye ve özellikle reel faiz oranlarının serbest bırakılmasına yöneliktir. McKinnon ve Shaw hipotezi çerçevesinde, finansal

¹ S. OKSAY, "Finansal Piyasalarda Yeni Yasal Düzenlemeler İhtiyacı ve Türk Finans Sistemi", Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Öneri Dergisi*, 2000.

² R. McKINNON, *Money and Capital in Economic Development* Washington D.C: The Brooking Institution, 1973.

³ E.S. SHAW, *Financial Deepening in Economic Development*, New York: Oxford University Press, 1973.

sistemin serbestleştirilmesinin finansal piyasaların gelişimine katkı sağlayacağı, ekonomide tasarruf oranını artıracığı ve bu yolla üretken yatırımlara daha fazla kaynak aktarımı yapılabileceği ve sonuçta iktisadi büyümenin gerçekleştirilebileceği ileri sürülmüştür. Böylece bir çok gelişmekte olan ülkede 1980'lerin başına gelindiğinde yurtiçi finansman olanaklarını artıracığı beklentisiyle, reel faiz oranlarının da aralarında bulunduğu çeşitli iktisadi serbestleşme tedbirleri uygulamaya konulmuş ve finansal gelişme süreci bu tarihten itibaren bir çok ülkede ivme kazanmıştır.

Finansal serbestleşme hareketi ile birlikte 1970'li ve 1980'li yıllarda gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin finansal sistemlerinde önemli değişiklikler yaşanmıştır. Dolaşımdaki fon tutarı önemli ölçüde artmış, piyasalarda yer alan araçlar çeşitlenmiş, yeni finansal piyasalar geliştirilmiş, teknoloji ve iletişim alanındaki gelişmeler finansal işlemlerin uluslararası düzeyde ve daha düşük işlem maliyetiyle gerçekleştirilmesini kolaylaştırmıştır⁴.

Finansal serbestleşme hareketleri ile ivme kazanan bu süreçte, dünya finans piyasalarında pek çok yenilik gerçekleşmiş ve bu yenilikler, özellikle günümüzün gelişmiş piyasalarında kendilerine sağlam bir yer edinmişlerdir. Vadeli işlemlerden opsiyonlara, faiz ve döviz swaplarından eurobondlara, finansal açıdan buluş olarak nitelendirilebilecek bir çok yeni enstrüman hayata geçirilmiş ve böylelikle para ve sermaye piyasalarının gelişimine hız kazandırılmıştır⁵.

Finansal gelişme sürecine damgasını vuran yeni finansal enstrümanlardan biri de özel emeklilik fonlarıdır. Özel emeklilik fonlarının diğer birçok finansal yenilikten temel farkı, ortaya çıkış amacının doğrudan doğruya finans piyasaları ile ilişkili olmaması, 1980'li yıllarda çoğu ülkede ortaya çıkan sosyal güvenlik krizlerine

⁴ A. G. YILGÖR, "Finansal Liberalizasyon ve Türkiye'de Sermaye Piyasası Üzerindeki Etkileri", *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi 10. Ulusal Finans Sempozyumu*, İzmir, 2006.

⁵ S. SOYLU, *Emeklilik Yatırım Fonlarının Yönetimi*, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, Haziran 2004, s. 36.

aranan çözüm önerilerinin bir sonucu olarak hayata geçirilmiş olmasıdır.

Özel emeklilik fonları, çalışanların çalıştıkları dönemler boyunca birikimlerinin belirli bir bölümünü “katkı payı” adı altında toplayarak, çalışmadıkları dönemde gelir sağlayan özel bir finansal aracılık türüdür. Temelde sosyal güvenlik amaçlı olan bu kuruluşlar, katılımcılardan toplamış oldukları katkı paylarından “uzun vadeli” ve “büyük miktarda” fon elde etmektedirler. Diğer yandan, bu fonların ekonomide gereksinim duyan ekonomik birimlere ve diğer finansal araçlara kullandırılması suretiyle de, önemli bir finansal aracılık işlevini yerine getirirler. Emeklilik fonları, ekonomide gereksinim duyulan uzun vadeli fonların temininde etkin bir alternatif oluşturmaları nedeni ile özellikle vergisel avantajlarla desteklenmekte ve yaygınlaştırılmasına çalışılmaktadır⁶.

Özel emeklilik fonları, Türkiye’de de, diğer bir çok ülkede olduğu gibi bireysel emeklilik sisteminin bir uzantısı olarak uygulamaya konulmuştur. Bu çalışmada, dünyada ve ülkemizde özel emeklilik sistemlerinin gelişimine kısaca değinildikten sonra, söz konusu sisteme işlerlik kazandıran özel emeklilik fonlarının finansal piyasaların gelişimi üzerindeki etkisi incelenecektir.

II. DÜNYADA ÖZEL EMEKLİLİK SİSTEMLERİNİN GELİŞİMİ

Bireysel emeklilik sistemi, dünya genelinde özellikle 20. yüzyılın son çeyreğinde sosyal güvenlik alanında ortaya çıkan sorunların bertaraf edilebilmesi için getirilen çözüm önerilerinden biridir. 1980’lerin ikinci yarısından itibaren küresel düzenin ortaya çıkardığı yeni sosyo-ekonomik koşullar ve dünya genelinde ortaya çıkan rekabet unsurunun da etkisiyle şekillenen yeni politik tercihler, mevcut sosyal güvenlik sistemlerinin sorgulanmasına ve yeni yapıların oluşumuna zemin hazırlamıştır.

⁶ B. TUNAY, “Türkiye’de Finansal Sistemin Yapısı ve İşleyişi: Genel Çerçeve”, (ed.) Tunay, B., *Finans Sisteminde Yeni Yönelimler: Türk Finans Piyasalarının Bugünü ve Geleceği*, Beta Basım, İstanbul, 2001, s.104.

1980’li yıllarda geleneksel düşünce kalıplarının yıkılması ile başlayan ve iktisadi alanda liberalizasyon hareketleri ile ivme kazanan dönüşüm süreci, çeşitli alanlarda ortaya çıkan sorunların aşılmasında liberal politikalara dayalı çözüm önerilerini beraberinde getirmiştir. İkinci dünya savaşından itibaren süregelen devletçi politikaların ardından 1980’lerden itibaren piyasa mekanizmasının yeniden işlerlik kazanması ve bunun paralelinde bireysel inisiyatifin erdemine inanan görüşlerin ağırlık kazanması, bireysel temelli çözüm alternatiflerini yeni ekonomik düzenin temel unsurlarından biri haline getirmiştir⁷.

Ekonomik, sosyal ve demografik yapıda meydana gelen hızlı değişimler zaman içinde mevcut sosyal güvenlik sistemlerinin ihtiyacı karşılamadaki etkinliğini azaltmış ve yeni arayışların doğmasına yol açmıştır. Demografik yapıdaki değişim özellikle gelişmiş ülkeler açısından belirleyici bir nitelik taşımaktadır. Bu ülkelerde nüfusun yaşlanma sürecine girmesi reform girişimlerinin en temel gerekçesini oluşturmaktadır. Demografik değişime bağlı olarak doğurganlık oranının azalması ve bunun yanı sıra sosyal ve ekonomik olanaklarla artan daha uzun yaşam beklentisi, sosyal güvenlik alanında başgösteren krizin temel dinamiklerini oluşturmaktadır⁸.

Geleneksel nitelikli sosyal güvenlik sistemlerinin dağıtım esasına dayalı olması, yaşlı nüfusun artmasıyla birlikte özellikle gelişmiş ülkelerde finansman sorunlarını da beraberinde getirmiş, sosyal güvenlik harcamalarının ulusal gelire oranı ve buna paralel olarak da bütçe içindeki payı giderek artış göstermiştir. Demografik yapıdaki değişimin yanı sıra, artan işsizlik, işgücü yapısındaki farklılaşma, erken yaşlarda emeklilik, kayıt dışı istihdam ve toplanamayan primler, sosyal güvenlik alanında yaşanan sorunları körükleyen faktörler arasında yer almıştır⁹. Tüm bu nedenlere bağlı

⁷ A.C. GUTIERREZ, “Principles and Practices of Social Security Reform”, *IAA International Seminar on Pensions*, International Social Security Association (ISSA), Brighton, 2001, s. 2.

⁸ C. DAYKIN, “Pension Reform Developments Around the World”, International Conference on Applied Statistics, Actuarial Science and Financial Mathematics 17th Tuesday: The Department of Statistics and Actuarial Science, The University of Hong Kong, 2003, p. 2.

⁹ E. KORKMAZ ve diğerleri, *Sosyal Güvenlikte Yeni Yaklaşım: Bireysel Emeklilik*, İstanbul Ticaret Odası, Yayın No: 2006-21, İstanbul, 2007, ss.153-154.

olarak gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde kamu sosyal güvenlik harcamaları milli gelire oran bakımından sürekli olarak artmış ve bu artış milli bütçeler açısından tehdit edici boyutlara ulaşmıştır.

İçine düşülen sosyal güvenlik krizinden çıkmak üzere bazı ülkeler mevcut sistemlerini gözden geçirme ve yenileme yoluna giderken bazıları ise kapsamlı ve köklü reform hareketlerine girişmişlerdir. Bu alanda gerçekleştirilen en köklü reform hareketlerinden biri, geleneksel kamu sosyal güvenlik sistemlerinin terk edilerek bunun yerine zorunlu ancak özel fonlarca yönetilen bir sistemin getirilmesi olmuştur. 1981 yılında Şili'nin öncülüğünde başlatılan bu sistem, daha sonraları dünyanın bir çok ülkesinde, ya kamu sosyal güvenlik sistemi kaldırılarak bunun yerine ya da mevcut olan kamu sosyal güvenlik sistemi kaldırılmaksızın bunun tamamlayıcısı olarak uygulamaya konmuştur¹⁰. Şili'nin öncülüğünde başlatılan bu uygulama ile, dağıtım esasına dayalı sistemlerden fonlama esasına dayalı sistemlere doğru bir geçiş sağlanmış ve nesiller arası dayanışma esasına dayanan geleneksel sosyal güvenlik sistemlerinin aksine, bireylerin kendi ihtiyaçlarını kendi tasarrufları ile karşılamaları esasına dayanan bireysel nitelikli emeklilik sistemleri hayata geçirilmiştir.

Sistemin uygulanması bakımından dünya ülkeleri arasında ortaya çıkan temel farklılık, sistemin zorunlu ya da gönüllülük esasına dayalı olmasından kaynaklanmaktadır. Dünya geneline baktığımızda, devlet tarafından sunulan emeklilik sistemlerinin sağlam bir temele sahip olduğu ülkelerde, özel emeklilik sistemlerinin, kamu sosyal güvenlik sisteminin paralelinde gönüllülük esasına dayalı olarak sunulduğu görülmektedir. Ancak kamu tarafından sunulan hizmetlerin sağlam temellerden yoksun olduğu ve bu nedenle önemli finansman krizlerinin yaşandığı diğer bazı ülkelerde, özel emeklilik sistemleri, sosyal güvenlik sisteminin odak noktasını oluşturmaktadır. Almanya, birinci grupta yer alan ülkelere örnek teşkil ederken, özellikle Şili'nin de dahil olduğu Latin Amerika ülkeleri ikinci grubu temsil etmektedir.

Özel emeklilik sistemleri farklı şekillerde oluşturulabilen çeşitli “emeklilik planları” aracılığı ile işletilmektedir. Dünya

¹⁰ Sosyal güvenlik sistemlerindeki köklü reform hareketlerine ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Korkmaz ve diğerleri, 2007.

uygulamalarında emeklilik planlarının temelde iki ana grupta oluşturulduğu görülmektedir. Bazı ülkelerde, emeklilik döneminde elde edilecek gelirin başlangıçta belli olduğu/taahhüt edildiği ve katılımcı tarafından yapılan katkıların belirli bir fonda toplanarak yatırıma yönlendirildiği “Tanımlanmış Fayda Planları” (Defined Benefit Plans) esası benimsenirken, diğer bazı ülkelerde ise, emeklilik döneminde elde edilecek gelirin, katkıların ne kadar başarılı şekilde yatırıma yönlendirildiğine bağlı olarak değiştiği “Tanımlanmış Katkı Planları” (Defined Contribution Plans) aracılığıyla sistem yürütülmektedir. Tanımlanmış fayda planlarının benimsendiği sistemlerde, emeklilik döneminde elde edilecek gelir belirli şartlar altında garanti altına alınırken; tanımlanmış katkı planlarının geçerli olduğu sistemlerde, her katılımcı yatırdığı birikimler ve bu birikimlerin getirisi ölçüsünde emeklilik geliri elde etmekte ve tercih ettiği fon portföyüne ilişkin riski de kendisi üstlenmektedir. Bir diğer ifade ile, tanımlanmış katkı planlarında, emeklilik gelirin beklenen düzeyden daha düşük olması riskine katılımcılar katlanırken, tanımlanmış fayda planlarında emeklilik gelirin garanti altında olması nedeniyle, yönetim performansının kötü olmasından kaynaklanacak risk, garantör şirket tarafından karşılanmaktadır. Günümüzdeki uygulamalara baktığımızda, dünyadaki özel emeklilik sistemlerinde fayda esasına dayalı planlar ağırlıkta ise de, özellikle son yıllarda, katkı esasına dayalı sistemlere doğru bir kaymanın olduğu görülmektedir¹¹.

III. TÜRKİYE’DE ÖZEL EMEKLİLİK SİSTEMİNİN GELİŞİMİ

Sosyal güvenlik alanında dünya genelinde yaşanan sorunlar ve bu sorunları çözmeye yönelik girişimler Türkiye’de de yansıma bulmuştur. Ülkemizde, sistemi krize sürükleyen nedenler, zaman içinde ortaya çıkan, karmaşık ve çok yönlü faktörlerden

¹¹ OECD, *Private Pension Systems: Regulatory Policies*, Note by the Secretariat, OECD, 1997; SOYLU, 2004, s. 6.

kaynaklanmıştır¹². Genç ve dinamik bir nüfusa sahip olmamız nedeni ile sosyal güvenlik alanında ülkemizde yaşanan sorunlar, gelişmiş ülkelerin aksine, demografik kaynaklı olmayıp, daha çok aktüeryal dengenin bozulması ve kurumsal yetersizlikler gibi nedenlere bağlı finansman problemleri şeklinde ortaya çıkmıştır¹³.

Dünya genelindeki birçok ülkede, 1980'li yılların başlarından itibaren sosyal güvenlik alanında ortaya çıkan sorunları çözmeye yönelik girişimlerde bulunulurken, Türkiye bu alanda bir hayli gecikmeli hareket etmiştir. Siyasi ve ekonomik alanlarda yaşanan istikrarsızlık ve belirsizlik ortamında, sosyal güvenlik alanındaki sorunlara gereken önem verilememiş ve kendi haline bırakılan sistem politik kaygılarla yapılan yasal ve idari düzenlemelerin de etkisiyle gün geçtikçe daha büyük sorunları beraberinde getirmiştir.

Türkiye'de, bireysel emeklilik sisteminin de dahil olduğu reform çalışmaları 1999 yılından itibaren başlatılmıştır. Bu kapsamda, mali, kurumsal ve idari yeniden yapılandırılmalarla, bir yandan mevcut kamu sosyal güvenlik sisteminin yeniden gözden geçirilmesi ve mevcut kurumların yeniden yapılandırılarak daha nitelikli bir sosyal güvenlik hizmeti verir hale getirilmesi hedeflenmiş, diğer yandan, dünyadaki genel eğilime uygun bir biçimde, kamunun sunduğu hizmetleri tamamlayıcı nitelikte ek bir takım programların sisteme entegre edilmesi amaçlanmıştır. Bireysel emeklilik alanında yapılan düzenlemeler, söz konusu reformun önemli bir parçasını oluşturmuştur¹⁴.

Yapılan çalışmalar neticesinde, 4632 sayılı *Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu* hazırlanarak 2001 yılında yürürlüğe konulmuştur. Mevcut kamu sosyal güvenlik sisteminin tamamlayıcısı olarak getirilen bu yeni düzenleme ile, bireylerin emekliliğe yönelik tasarruflarının yatırıma yönlendirilmesi suretiyle emeklilik döneminde ek bir gelir sağlanarak refah düzeylerinin

¹² N. EKİN, Y. ALPER, T. AKGEYİK, *Türk Sosyal Güvenlik Sistemi'nde Arayışlar: Özelleştirme ve Yeniden Yapılanma*, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, İstanbul, 1999, s. 179.

¹³ T. TEKSÖZ, "Sosyal Güvenlik Sisteminde Reform", *TİSK-İşveren Dergisi*, Mayıs 2003 (www.tisk.org.tr).

¹⁴ KORKMAZ ve diğerleri, 2007, s. 157.

yükseltilmesi, ekonomiye uzun vadeli kaynak yaratarak istihdamın artırılması ve ekonomik kalkınmaya katkıda bulunulması hedeflenmiştir.

Dünya genelindeki uygulamalara baktığımızda bireysel emeklilik sistemi, temelde sosyal güvenlik politikalarına hizmet etmek üzere geliştirilen bir araç olmakla birlikte, ortaya çıkardığı sonuçlar bakımından önemli ekonomik fonksiyonları da bünyesinde barındıran bir niteliğe sahiptir. Bireysel emeklilik sistemi ile ülke vatandaşları açısından kamu sosyal güvenlik sisteminin yanında, ek bir sosyal güvenlik garantisi sağlayacak olan ikincil bir yapı oluşturulmak istenmiş ve böylelikle bireyleri tasarrufa teşvik etmek suretiyle emeklilik dönemlerinde daha yüksek bir refah seviyesine ulaşmaları hedeflenmiştir. Ancak söz konusu sosyal hedefin yanı sıra, toplam tasarruf düzeyi artırılarak sermaye piyasalarının derinleşmesine katkı sağlanması ve gerek kamu borçlanma gereksinimini karşılamak, gerekse uzun vadeli ve büyük montanlı yatırımlarda kullanılmak üzere fon birikiminin sağlanması da sistemin hedefleri arasında yer almıştır.

Bireysel emeklilik sistemi, bireylerin aktif çalışma yaşamlarında kazandıkları gelirin bir bölümünü emeklilik dönemlerinde kullanmak üzere tasarruf etmeleri ve söz konusu süreçte bu birikimlerin uzman kuruluşlarca çeşitli yatırım araçlarında değerlendirilmesi esasına dayanır. Kamunun sosyal güvenlik alanındaki yükünü de hafifletmeyi amaçlayan bu sistemde bireyler, çalıştıkları sürede elde ettikleri gelirin bir bölümüyle kendi emeklilik dönemlerinin finansmanına katkı sağlamaktadırlar. Katılımın tamamen gönüllü esaslara dayalı olarak düzenlendiği sistemde her katılımcı, emeklilik şirketiyle düzenlenecek emeklilik sözleşmeleri çerçevesinde emeklilik fonlarına belli bir katkı payı ödeyecek ve emekli olduğunda bireysel emeklilik hesabında biriken katkı paylarını ve bunların getirilerini topluca veya aylık ödemeler şeklinde geri alabilecektir.

Bireysel emeklilik sistemin iktisadi anlamda kendisinden beklenen fonksiyonları yerine getirebilmesinin en önemli şartlarından biri, katılımcı sayısının yüksek olması ve sistemdeki toplam birikimin anlamlı bir düzeye ulaşabilmesine bağlıdır. Katılımın tamamıyla gönüllü esaslara dayalı olduğu uygulamalarda, sisteme girişi

özendirici nitelikteki teşvikler büyük önem taşır. Gönüllü katılımın esas alındığı Türkiye uygulamasında da, dünya genelinde olduğu gibi, sistemin gelişimi devlet tarafından sağlanan vergisel teşviklerle desteklenmektedir.

Vergi uygulamaları açısından getirilen ilk teşvik, ödenen katkı paylarının belirli limitler dahilinde vergi matrahından indirilmesine ilişkindir. Gelir Vergisi Kanunu'nda yapılan düzenlemeler ile, ücretliler tarafından emeklilik şirketlerine ödenen katkı paylarının vergiye tabi gelirin tespitinde indirim olarak dikkate alınabileceği, diğer yandan iş verenler tarafından ücretliler adına bireysel emeklilik sistemine ödenen katkı paylarının ise ticari kazancın tespitinde gider olarak yazılabileceği hükme bağlanmıştır. Ancak söz konusu indirim tutarları sınırsız olmayıp konuya ilişkin olarak aynı anda dikkate alınması gereken iki farklı sınırlama getirilmiştir; gerek işverenler gerekse ücretliler tarafından ödenen ve vergi matrahının tespitinde dikkate alınacak katkı paylarının toplamı, ücretin %10'unu ve o yıla ilişkin yıllık asgari ücretin brüt tutarını aşamayacaktır. Ödenen katkı paylarının vergi matrahından indirilmesine ilişkin vergisel avantaj yalnızca ücretliler için değil, ücret dışındaki diğer gelir unsurlarından herhangi biri ya da birkaçını elde eden ve yıllık beyanname veren mükellefler için de tanınmıştır. Bu mükellefler de tıpkı ücretliler gibi, %10 barajına ve yıllık asgari ücret tutarı sınırlamalarına uymak şartı ile bireysel emeklilik sistemi çerçevesinde ödedikleri katkı paylarını gelir vergisi matrahlarından düşebilmektedirler¹⁵.

Bireysel emeklilik sistemini desteklemeye yönelik olarak sağlanan vergisel teşviklerin bir diğer kısmı ise emeklilik aşamasında ortaya çıkan avantajlara ilişkindir. Sistemde 10 yıl kalmak suretiyle emeklilik hakkını elde edenler ile vefat, maluliyet veya tasfiye gibi zorunlu nedenlerle sistemden ayrılmak zorunda kalanlara, emeklilik fonlarından elde ettikleri kazançlar için %5 oranında gelir vergisi stopajı uygulanmaktadır. Söz konusu oran, diğer gelir türlerine uygulanan stopaj oranları ile karşılaştırıldığında bir hayli düşük kalmaktadır. Düşük stopaj oranı uygulamasının yanı sıra, bu aşamada getirilen bir diğer avantaj ise söz konusu kazancın %25'inin gelir

¹⁵ Ç. S. VURAL, *Sermaye Piyasalarında Vergi Teşvikleri: Türkiye Uygulaması*, Sermaye Piyasası Kurulu, İstanbul, 2004, ss. 22-25.

vergisinden istisna edilmesi suretiyle sağlanmıştır. Söz konusu istisna da dikkate alındığında, bireysel emeklilik neticesinde elde edilen kazançlara ilişkin vergi yükü yalnızca %3.75 oranı ile sınırlı kalmaktadır. Sistemin uygulandığı benzer ülkelerle karşılaştırıldığında, emeklilik yaşının erken (56) ve sistemde minimum kalma süresinin kısa olması nedeniyle (10 yıl) ülkemizde sağlanan vergisel teşviklerin bir hayli cazip olduğunu söylemek mümkündür¹⁶.

IV. ÖZEL EMEKLİLİK FONLARININ SİSTEM İÇİNDEKİ YERİ VE ÖNEMİ

Gerek Türkiye gerekse dünya uygulamalarında özel emeklilik fonları, bireysel emeklilik sisteminin temel uygulama aracı olarak karşımıza çıkmakta ve sistemin bel kemiğini oluşturmaktadır. Zira model, emeklilik fonları aracılığıyla gerçekleştirilecek birikim esaslı üzerine kurulmuştur¹⁷. Özel emeklilik fonları, katılımcılar tarafından sisteme yatırılan katkı paylarının, profesyonel portföy yönetim ilkeleri çerçevesinde yönetildiği kurumsal yapılar olarak tanımlanmaktadır. Bu fonlar, fonksiyonları itibarıyla yatırım fonlarına benzemekle birlikte bunlardan farklı olarak, yalnızca emeklilik sisteminde yer alan birikimlerin değerlendirilmesi amacıyla oluşturulan yatırım araçları şeklinde düzenlenmiştir. Bir diğer ifade ile söz konusu fonlar “*emekliliğe yönelik olarak düzenlenmiş yatırım fonları*”dır. Mevcut yatırım fonu altyapısının tüm olumlu ve başarılı niteliklerinin üzerine kurulmuş, ancak bununla birlikte yatırım fonlarında eksikliği hissedilen düzenlemeler bu yapının oluşumunda dikkate alınmıştır¹⁸.

Dünya uygulamalarına bakıldığında, bazı ülkelerde emeklilik fonlarına ilişkin hiçbir sınırlama getirilmezken, bazı ülkelerde ise gerek sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyine bağlı olarak gerekse politik tercihler göz önünde bulundurularak, düzenleyici otoriteler tarafından fon portföy yönetimine ilişkin bazı sınırlamalar getirildiği görülmektedir. Özellikle yatırım yapılacak alanlara ilişkin olarak

¹⁶ E. ÇALIKOĞLU, “Bireysel Emeklilik Sistemimiz Dünyadaki Uygulamaların Neresinde?”, *Ernst&Young: Bireysel Emeklilik Sistemi*, Aralık 2003, s. 2.

¹⁷ KORKMAZ ve diğerleri, 2007, s. 182.

¹⁸ SOYLU, 2004, s. 34.

getirilen bu sınırlamalar çerçevesinde, emeklilik fonlarının yatırım yapabilecekleri varlıklar ayrıntılı bir biçimde sayılmakta ve yatırım yapılabilecek olan varlıkların oranına ilişkin alt ve üst limitler belirlenmektedir¹⁹.

Yatırım sınırlamaları genellikle yerli piyasalara yönelik sınırlamalar veya yabancı piyasalarda yer alan menkul kıymetlere ilişkin sınırlamalar şeklinde ortaya çıkmaktadır. Emeklilik fonlarının yerli piyasalarda yapacağı yatırımlarla ilgili olarak getirilen sınırlamalar daha çok hisse senetleri ve devlet tahvilleri alanında yoğunlaşmaktadır. Düzenleyici otoriteler zaman zaman belirli bir şirketin, grubun ya da sektörün hisse senetlerinde yoğunlaşılmasını önlemek üzere hisse senetleri ile ilgili üst limitler koyarken, bazen de kamu menkul kıymetlerine yapılması gereken yatırımların alt sınırlarını belirlemektedirler. Kamu menkul kıymetlerine ilişkin düzenlemeler, fon portföylerinde taşınan riskin aşırı derecede yükselmesini önlemek suretiyle bireysel tasarrufları güvence altına alma ve bunun yanı sıra kamu borçlanma gereğinin karşılanmasını kolaylaştırma amaçlarına yönelik olarak yapılmaktadır²⁰.

Emeklilik fonları yatırımlarına getirilen bir diğer sınırlama türü ise portföye dahil edilecek yabancı menkul kıymetlere ilişkindir. Aslında yabancı menkul kıymetlerin sistemde yer alması, yatırım yapılabilecek varlıkların sayıca sınırlı olduğu ekonomilerde portföy çeşitliliğinin artması bakımından büyük bir önem taşımaktadır. Sistemde biriken fon miktarının yerel piyasalarda işlem yapabilmek için fazlaca büyük olduğu ve yurt içi varlıkların sınırlı sayıda olduğu durumlarda, yabancı menkul kıymetlere ilişkin herhangi bir sınırlamanın olmaması, portföy çeşitliliğini artırmak suretiyle getiri oranını artırıcı etki yaratabilmektedir²¹. Ancak bununla birlikte,

¹⁹ D. CANSIZLAR, "Bireysel Emeklilik Sistemi ve Sermaye Piyasaları", *TISK İşveren Dergisi*, Aralık 2001, (www.tisk.org.tr).

²⁰ H. SHAH, Towards Better Regulation of Private Pension Funds, Policy Research Working Paper, No: 1791, World Bank, Washington D.C, 1998; A. VIVES, Pension Funds in Infrastructure Project Design: Regulations and Instrument Design, Inter-American Development Bank, Washington D.C, 1999; SOYLU, 2004, ss. 15-16.

²¹ D. VITTAS, "Pension Funds and Capital Markets", *Viewpoint*, The World Bank, Washington, 1996, s. 8.

yabancı menkul kıymetler alanında hiçbir sınırlamanın olmaması da ekonomi açısından bir takım sakıncaları beraberinde getirmektedir. Sınırlamanın olmadığı durumlarda, emeklilik fonlarının yabancı menkul kıymetlere yönelik yatırımlarını artırmaları, yurt içi sermaye piyasalarına yapılması beklenen kaynak artışını yurtdışı piyasalara kaydırarak sermaye piyasalarının gelişimini önleyecek ve fon birikimi anlamında sistemden beklenen faydanın yabancı piyasalara transferine neden olabilecektir.

Özel emeklilik fonları, sistemin işleyişi bakımından taşıdığı önemin yanı sıra, finansal sistemde “kurumsal yatırımcı” kimliği ile de önem taşıyan kurumlardır. Günümüzde gelişmiş ülkelerin yanı sıra, sosyal güvenlik alanında reform gerçekleştiren ülkelerin çoğunda bu fonların, sermaye piyasalarındaki en önemli kurumsal yatırımcılardan biri konumunda oldukları görülmektedir.

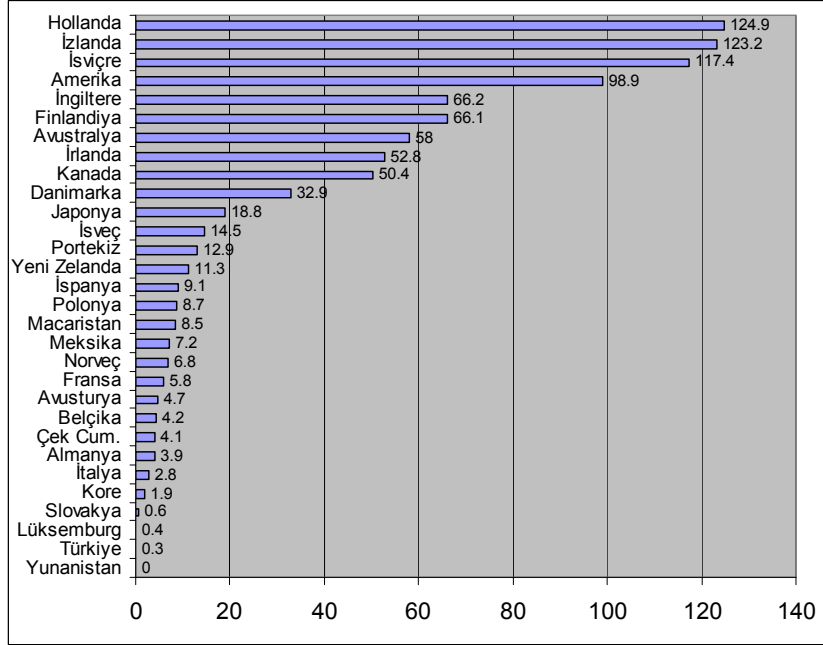
Emeklilik fonları dünyada, sigorta şirketlerinden sonra ikinci büyük kurumsal yatırımcı olarak karşımıza çıkmaktadır. Söz konusu fonların 2005 yılı sonu itibariyle toplam büyüklüğü, 29 ülkenin dahil edildiği hesaplamalara göre 17.914 milyar dolar düzeyindedir. Amerika Birleşik Devletleri 12.348 milyar dolarlık hacmi ile ekonomik büyüklüğüne paralel olarak sektörün öncüsü konumundadır. Türkiye'nin bu tablodaki yerini değerlendirdiğimizde, ülkemizin 919 milyar dolarlık fon büyüklüğü ile üçüncü sırada yer aldığı görülmektedir. Türkiye bu sıralamada ilk üçte yer almakla birlikte, dünyada yaratılan toplam fon tutarına olan katkısı açısından değerlendirildiğinde, % 5.1'lik katkısı ile Amerika'ya kıyasla oldukça geride kaldığı ortaya çıkmaktadır.

Tablo 1: OECD Ülkelerinde Emeklilik Fonlarının Büyüklüğü (Aralık 2005)

Ülkeler	Milyar dolar	Toplam İçindeki (%) Pay	Ülkeler	Milyar dolar	Toplam İçindeki (%) Pay
Avustralya	410	2.3	Lüksemburg	131	0.7
Avusturya	14	0.1	Meksika	55	0.3
Belçika	15	0.1	Hollanda	780	4.4
Kanada	569	3.2	Y Zelanda	12	0.1
Çek Cum	5	0.0	Norveç	20	0.1
Danimarka	87	0.5	Polonya	26	0.1
Finlandiya	128	0.7	Portekiz	24	0.1
Fransa	124	0.7	Slovakya	291	1.6
Almanya	108	0.6	İspanya	112	0.6
Macaristan	9	0.1	İsveç	52	0.3
İzlanda	20	0.1	İsviçre	429	2.4
İrlanda	97	0.5	Türkiye	919	5.1
İtalya	50	0.3	İngiltere	1.541	8.6
Japonya	865	4.8	Amerika	12.348	68.9
Kore	15	0.1	Toplam	17.914	100.0

Kaynak: OECD, Global Pension Statistics

Tablodan da görüldüğü gibi, küçük tasarrufların uzun vadede birikimi neticesinde oluşan bu varlıklar, sistemin uygulandığı bir çok ülkede oldukça büyük boyutlara ulaşmıştır. Rakamsal büyüklüğün yanı sıra, söz konusu varlıkların ülke ekonomilerindeki nispi öneminin belirlenmesinde ve bu anlamda ülkelerarası karşılaştırmaların yapılmasında, mevcut fonların ulusal gelire oranı da önem taşıyan bir gösterge konumundadır.



Grafik 1: OECD Ülkelerinde Emeklilik Fonlarının Ekonomideki Önemi (Milli Gelire Oran)

Kaynak: OECD, Global Pension Statistics

Emeklilik fonlarının ekonomideki nispi önemi bakımından, Hollanda'nın ilk sırada yer aldığı görülmektedir. Uzun vadeli birikime dayanan varlıklar, Hollanda'da ulusal gelirin % 124.9'u, İzlanda'da % 123.2'si, İsviçre'de % 117.4'ü, Amerika'da ise % 98.9'u düzeyindedir. Görüldüğü gibi söz konusu ülkelerde özel emeklilik fonları aracılığı ile oluşturulan kaynaklar bu ülkelerin milli gelirleri ile ifade edilebilecek büyüklüklere ulaşırken ülkemizde bu oran henüz "binde" ile ifade edilmekte olup, bu yolla oluşan kaynaklar milli gelire oran bakımından oldukça düşük düzeydedir.

V. TÜRKİYE'DE ÖZEL EMEKLİLİK FONLARI VE FİNANSAL GELİŞME ÜZERİNE ETKİLERİ

Sosyal güvenlik alanında gerçekleştirilen düzenlemelerdeki gecikmeye paralel olarak, Türkiye'de bireysel emeklilik sistemi, diğer

bir çok ÷lkeye göre çok daha geç başlatılmış olan bir uygulamadır. Uygulamanın geç başlaması, dñya örneklerini inceleyerek uygulanmakta olan farklı emeklilik modellerinin fayda ve sakıncalarını tespit etmek ve T÷rkiye açısından en uygun modeli belirleyerek y÷r÷rl÷ge koymak bakımından avantaj sağlarken, bu sisteme daha önce geçilmemiş olması, dağınık haldeki k÷uk tasarrufların daha erken bir tarihte biraraya getirilerek ekonomiye kazandırılmasına imkan sağlanamamış olması nedeniyle eleştirilmektedir.

T÷rkiye’de 2001 yılında y÷r÷rl÷ge giren bireysel emeklilik sisteminin fon b÷y÷kl÷ę÷ 2007 yılı itibariyle 3.2 milyar YTL’ye, fon adedi ise 96’ya ulařmıřtır²². Diğer OECD ÷lkeleriyle karşılaştırıldığında, T÷rkiye’deki özel emeklilik fonlarında biriken varlıkların milli gelire oran bakımından oldukça d÷ř÷k d÷zeyde kaldığı gr÷lmektedir (Grafik 1). Özellikle Hollanda, İzlanda ve İsviçre gibi gelişmiş Batı ÷lkelerinde bu oranlar milli gelirin dahi üzerinde seyrederken, ÷lkemizde özel emeklilik fonlarında gerçekleşen birikim miktarı mili gelirimizin yalnızca binde 3’÷ d÷zeyindedir.

Uluslararası karşılaştırmaların yanı sıra, özel emeklilik fonlarının T÷rkiye’de finansal yapı içindeki yeri, sistemin değerlendirilmesi bakımından önem arzeden bir diğer konudur. Bir ÷lkedeki finansal yapı, ÷lkelerin gelişmişlik d÷zeylerinin temel göstergelerinden biri olarak kabul edilir. Azgelişmiş ve gelişmekte olan ÷lkelerde fonların toplanması ve dağıtılmasında bankacılık sistemi oldukça etkin bir rol oynamaktadır. Bu ÷lkelerde finansal sistem içinde bankacılık kesiminin payı % 90’lar d÷zeyindedir. Ekonominin gelişme s÷reci tamamlandıca bankacılık sistemi yerini, sermaye piyasası kurumlarına ve yeni finansal araçlara bırakır. Bu nedenle, gelişmiş ÷lkelerde bankacılık sisteminin payı % 90’lardan % 40’lara kadar d÷řer²³. Bu gibi ÷lkelerde yeni finansal araçların ortaya çıkmasıyla birlikte, bankacılık kesimi finansal aracılık fonksiyonu bakımından sergilediğı hakim konumunu yitirirken, tasarruf sahipleri

²² EGM, *Bireysel Emeklilik Gelişim Raporu 2006*, Emeklilik Gözetim Merkezi, Ankara, 2007.

²³ OKSAY, 2000.

de birikimlerini değerlendirmek bakımından yeni imkanlara kavuşurlar.

Ülkemizdeki finansal yapıyı bu açıdan değerlendirdiğimizde, bankacılık sektörünün hakim bir karakter sergilediği görülmektedir. Aralık 2006 tarihi itibarıyla, finansal piyasalardaki toplam aktiflerin % 90'a yakın bir kısmını bankacılık kesimi oluşturmaktadır (Tablo 2). Türkiye'de finansal gelişme açısından para piyasası yanında sermaye piyasalarının büyümesi, bankalar yanında diğer mali kurumların da güçlenmesi gerekmektedir. Dünyada en büyük kurumsal yatırım ve tasarruf sistemi olarak ön plana çıkan özel emeklilik fonlarının gelişimi bu noktada önem kazanmaktadır.

Tablo 2: Türkiye'de Finans Sektörünün Yapısal Görünümü (Aralık 2006)

	Toplamdaki Pay
Bankalar	88.5
Finansal Kiralama Şirketleri	1.7
Faktoring Şirketleri	1.1
Tüketici Fin Şirketleri	0.6
Sigorta Şirketleri	3.1
- Emeklilik Şirketleri	1.2
Menk. Kıym. Aracı Kurumları	0.5
Menk. Kıym. Yat.Ortaklıkları	0.1
Menk. Kıym. Yat. Fonları	3.9
Gayrimenkul Yat. Ortaklıkları	0.4
Toplam	100.0

Kaynak: www.bddk.gov.tr., www.hazine.gov.tr.,
www.spk.gov.tr., www.tuik.gov.tr.

Türkiye'de finansal sistemin gelişmesi aşamasında en çok ihtiyaç duyulan konulardan biri bireysel yatırımların ağırlıklı olarak kurumsal yatırımlara dönüşmesidir. Bu dönüşüm, son zamanlara kadar

menkul kıymet yatırım fonları aracılığıyla gerçekleştirilmeye çalışılmakla beraber, bireysel emeklilik sisteminin devreye girmesiyle birlikte yeni bir boyut kazanmıştır. Gerek sermaye piyasalarının gelişimi gerekse ekonomiye uzun vadeli kaynak sağlayarak istihdamın artırılması ve iktisadi büyümeye katkıda bulunması açısından, vade uzunluğu 20-25 yıla varan emeklilik fonları büyük önem taşımaktadır. Doğal olarak, söz konusu fonların iktisadi açıdan kendilerinden beklenen fonksiyonları yerine getirebilmesi için sistemdeki birikimin anlamlı bir büyüklüğe ulaşması gerekmektedir. Mevcut durumda, Türkiye’de, emeklilik şirketlerinin toplam finansal aktifler içindeki payı yalnızca %1.2 düzeyindedir (Tablo 2). Bununla birlikte, kuruluşundan bu yana henüz çok kısa bir süre geçmiş olmasına rağmen bu süre zarfında fon büyüklüğünde görülen hızlı artış, sistemin geleceği bakımından umut vericidir.

Özel emeklilik fonları aracılığıyla toplanan kaynak miktarının artması, sistemin öngördüğü iktisadi hedeflerin gerçekleştirilmesi bakımından gerekli koşul olmakla birlikte tek başına yeterlilik arz etmez. Sistemin bu alandaki etkinliğini belirleyecek olan en önemli unsurlardan biri de fonların portföy dağılımı ve bu dağılımın ekonomide doğuracağı sonuçlara ilişkindir. Portföy dağılımı, bir yandan emeklilik fonlarının getirisini belirleyen en önemli faktörlerden biri iken, diğer yandan da sistemde biriken kaynakların ekonomide hangi alanlara kanalize edildiğini ortaya koyan önemli göstergelerden biridir.

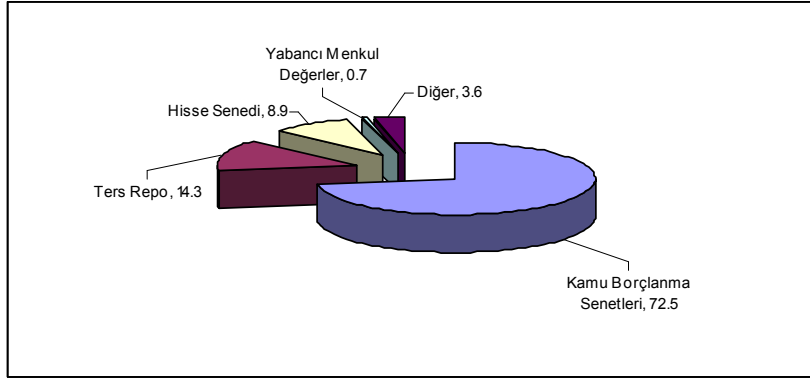
Yukarıda da değinildiği gibi, dünya uygulamalarında düzenleyici otoriteler tarafından ekonomik koşullar ve politik tercihler doğrultusunda, portföy oluşumuna ilişkin olarak emeklilik fonlarına bir takım yatırım sınırlamaları getirilebilmektedir. Ülkemiz örneğinde de benzer nitelikli bir yapılanma söz konusudur. Getirilen yatırım sınırlamaları çerçevesinde, katkı paylarının en az % 30’luk kısmının kamu borçlanma araçlarını esas alan emeklilik yatırım fonlarına, en fazla % 15’lik kısmının ise yabancı menkul kıymetleri esas alan fonlara yatırılacağı hükme bağlanmıştır (Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında

Yönetmelik²⁴, md.22). Kamu borçlanma senetlerine ilişkin olarak getirilen bu alt sınırın temel gerekçesi şüphesiz devletin borçlanma gereksiniminin karşılanmasıdır. Diğer yandan böyle bir sınırlama ile, fon portföylerinin risk düzeyini yükseltebilecek nitelikteki varlıklara aşırı derecede yatırım yapılarak, fonlarda biriken tasarrufların güvenliğinin tehlikeye düşürülmesinin önüne geçilmeye çalışılmıştır. Diğer bir ifade ile, söz konusu sınırlamanın bir diğer amacı, katılımcıları yüksek riskten koruyarak birikimlerini güvence altına almaktır.

Türkiye’de 2006 yılı sonu itibariyle emeklilik fonlarının portföy dağılımına baktığımızda, bu dağılımın % 72.5’lik kısmını kamu borçlanma senetlerinin oluşturduğu görülmektedir. Ters repo işlemlerinin toplam içindeki payı % 14.3 iken hisse senetlerinin payı % 8.9, yabancı menkul kıymetlerin payı ise % 0.7 düzeyindedir²⁵.

24 Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esasları düzenlemek üzere hazırlanan bu yönetmelik, 28 Şubat 2002 tarih ve 24681 no.lu Resmi Gazetede yayımlanarak yürürlüğe girmiştir.

25 OECD ülkelerinde 2005 yılı itibariyle emeklilik fonlarının portföy dağılımına bakıldığında, Hollanda (%49.8), Amerika Birleşik Devletleri (41.3), İngiltere (40.1) ve Finlandiya (41.3) gibi bazı ülkelerde hisse senetleri paylarının portföy içinde önemli değerlere ulaştığı görülmektedir. Meksika (%84), Macaristan (%73.5), Polonya (%62) ve Çek Cumhuriyeti (%60) gibi diğer bazı OECD ülkelerinde ise, Türkiye’de olduğu gibi, kamu kesimi menkul kıymetleri ağırlık kazanmaktadır (OECD, 2006).



Grafik 2: Emeklilik Yatırım Fonları Portföy Dağılımı (Aralık 2006)

Kaynak: www.egm.org.tr (15.08.2007)

Emeklilik fonlarına yapılan yatırım sınırlamaları çerçevesinde, kamu borçlanma senetlerine ilişkin alt sınır % 30 olarak belirlendiği halde, portföy yönetiminde söz konusu menkul kıymetlerin ağırlığının % 70'i aşan bir yapı sergilemesi dikkat çekicidir. Portföy dağılımında ortaya çıkan bu yapı bazı sonuçları da beraberinde getirmektedir.

Emeklilik fonlarının % 70'i aşan oranda kamu menkul kıymetlerini içermesi, her şeyden önce, sistem vasıtasıyla toplanan kaynakların oldukça büyük bir kısmının kamu kesimine transfer edilmesi anlamına gelmektedir. Bir diğer ifadeyle sistem, bu haliyle kamu kesiminin fonlanması niteliğindedir. Yukarıda da ifade edildiği gibi, özel emeklilik fonları vasıtasıyla kamu kesimi borçlanma gereksiniminin finansmanına katkı sağlanması zaten sistemin hedefleri arasında yer almaktadır. Ancak, emeklilik fonlarında biriken tutarın bu derece büyük bir kısmının kamu kesimine aktarılması, sisteme ilişkin diğer hedeflerin gerçekleştirilmesini engelleyici niteliktedir.

Kamu kesimine kaynak yaratma hedefinin yanı sıra, iktisadi alanda emeklilik fonlarına ilişkin en önemli beklentilerden biri, uzun vadeli fon birikiminin sağlanması suretiyle finansal gelişmeye katkıda bulunulması ve özellikle sermaye piyasalarının derinleşmesine imkan sağlamasıdır. Özel emeklilik sisteminin sermaye piyasalarının derinleşmesine katkısı ise, sistem vasıtasıyla biraraya gelen küçük

tasarrufların hisse senetleri aracılığıyla ne ölçüde sermaye piyasalarına kanalize edildiğine bağlıdır. Bu çerçevede, özel emeklilik fonu portföylerinde hisse senetleri payının görece artması, sermaye piyasalarının derinleşmesi bakımından büyük önem taşımaktadır.

Emeklilik fonlarına ilişkin en önemli beklentilerden biri de, sermaye piyasalarındaki spekülatif dalgalanmaların bu fonlar aracılığıyla asgari düzeye indirilmesidir. Kamu kesimi menkul kıymetlerini içeren fonlar yerine, hisse senedi ağırlıklı fonların artması, derinleşen piyasalarda küçük hacimli alım-satımların fiyatlar üzerindeki etkisini minimum düzeye indirecektir.

Emeklilik fonlarına ilişkin olarak ortaya çıkan beklentilerden bir diğeri ise, söz konusu uygulama ile yeni finansal araçların teşvikinin sağlanmasıdır. Emeklilik fonlarının kendisi zaten başlı başına bir finansal yenilik olmakla beraber, sistemin iyi işlediği ülkelerde, bu fonların sermaye piyasalarının modernleşmesinde ve finansal yeniliklerin teşvikinde önemli rol oynadıkları görülmektedir. Emeklilik fonlarının portföyleri büyüdükçe, söz konusu kurumsal yatırımcılar tarafından daha etkin yatırım yapma amacıyla yeni finansal araçlar talep edilmekte ve bu yolla finansal piyasaların gelişimi dolaylı olarak etkilenmektedir²⁶. Ancak, söz konusu etkinin doğabilmesi, şüphesiz ki, katılımcıların kamu kesimi menkul kıymetlerini içeren fon tercihlerinden uzaklaşarak, portföy dağılımı bakımından yeni arayışlara girmelerine bağlıdır.

Türkiye'nin 2001 yılı sonrasında alınan tedbirler çerçevesinde ekonomik performansında yaşanan iyileşmeye paralel olarak, kamu kesimi borçlanma gereksinimi hızla azalmakta, kamu borç stokuna ilişkin göstergeler iyileşmektedir. 2001 yılında milli gelire oran bakımından % 16.3 düzeyinde olan kamu kesimi borçlanma gereği, 2006 yılı itibarıyla % -3.1'e, yine aynı döneme ilişkin olarak % 89.4 düzeyinde olan kamu net borç stoku da % 48.3'e gerilemiştir²⁷. Kamu borç stokunun milli gelire oranının düşmesi kamunun finansal sektör üzerindeki baskısının da azalmasına yol açmaktadır. Bu çerçevede ele alındığında, kamu kesimi borçlanma gereksinimindeki azalma,

²⁶ VITTAS, 1996, ss. 2-3.

²⁷ DPT, *Dokuzuncu Kalkınma Planı (2007-2013)*, 2007 Yılı Programı.

emeklilik fonları sayesinde biriken tasarrufların kamu kesimine kaynak oluşturma işlevinin de giderek zayıflamasına ve önceliğini yitirmesine, buna karşın sermaye piyasalarının gelişimine yönelik işlevin ise ön plana çıkmasına imkan sağlamaktadır.

VI. SONUÇ

Türkiye’de 1980’li yıllardan itibaren başlatılan finansal liberalizasyon hareketleri çerçevesinde alınan tedbirlerle finansal piyasalar derinleşme sürecine girmiş ve zaman içinde bu sürece katkıda bulunmak üzere yeni finansal araçlar uygulamaya konmuştur. Söz konusu yeni finansal araçlardan biri de kamu sosyal güvenlik sisteminin tamamlayıcısı olarak 2001 yılında hayata geçirilen özel emeklilik fonlarıdır.

Tüm dünyada en önemli kurumsal yatırımcılardan biri olarak kabul edilen ve uzun vadeli yatırım perspektifini esas alan özel emeklilik fonlarının Türkiye’de faaliyete geçmesi ile birlikte sermaye piyasalarında etkinliğin ve derinliğin artması, reel sektöre daha fazla kaynak aktarılması ve bunun da büyüme ve istihdam üzerinde olumlu etkiler yaratması beklenmektedir. Özel emeklilik fonlarının, söz konusu beklentiye cevap verebilmesi için en önemli koşullardan biri, şüphesiz, daha fazla miktarda bireysel tasarrufun bir araya getirilerek sistemdeki birikimin anlamlı bir düzeye ulaşmasıdır. Özel emeklilik sistemi ile öngörülen iktisadi hedeflerin gerçekleştirilmesinde, sistemdeki birikim miktarının yanı sıra önem taşıyan bir diğer husus da, sistem vasıtasıyla bir araya gelen tasarrufların ekonominin hangi sektörlerine kanalize edileceğine ilişkindir. Bu noktada, sistemin etkinliğini belirleyecek olan en önemli hususlardan biri fonların portföy dağılımının nasıl gerçekleştiğidir.

Bir çok ülkede olduğu gibi ülkemizde de, katılımcıları aşırı riskten koruyarak birikimlerini güvence altına almak ve kamu kesimi borçlanma gereksinimini karşılamak amacıyla emeklilik fonlarına yatırım sınırlamaları getirilmiş ve katkı paylarının en az % 30’luk kısmının kamu borçlanma araçlarını esas alan emeklilik yatırım fonlarına yatırılması zorunlu kılınmıştır. Kamu borçlanma senetlerine ilişkin alt sınır % 30 şeklinde belirlenmiş olmakla birlikte, portföy yapıları incelendiğinde, söz konusu menkul kıymetlerin ağırlığının %

70'i aşan bir değere ulaştığı görülmektedir. Emeklilik fonlarının % 70'i aşan oranda kamu menkul kıymetlerini içermesi, sistem vasıtasıyla toplanan kaynakların oldukça büyük bir kısmının kamu kesimine transfer edilmesi anlamına gelmektedir. Bir diğer ifadeyle sistem, bu haliyle kamu kesimini fonlar niteliktedir. Oysa sisteme ilişkin en önemli beklentilerden biri de uzun vadeli fon birikiminin sağlanması suretiyle finansal gelişmeye katkıda bulunması ve özellikle sermaye piyasalarının derinleşmesine imkan sağlamasıdır. Özel emeklilik sisteminin sermaye piyasalarının derinleşmesine katkısı, sistemde gerçekleşen birikimin hisse senetleri aracılığıyla ne ölçüde sermaye piyasalarına aktarıldığına bağlıdır.

Sistemdeki fon büyüklüğü artışının, toplam mali varlıklar stokunu arttırmak suretiyle finansal derinleşme üzerinde pozitif etki yaratacağı açıktır. Ancak sağlanan finansal derinleşmeye rağmen, emeklilik fonları bünyesinde özel sektör sermaye piyasası araçlarına yönelik yatırımlar yerine, kamu kesimi araçlarına yönelik yatırımların ağırlıkta olması, sermayenin tabana yayılmasına imkan sağlamayacak ve sermaye piyasalarının gelişimine ilişkin beklenti gerçekleşemeyecektir. Bu çerçevede, özel emeklilik fonu portföylerinde hisse senetleri payının görece artması, özel emeklilik sistemi çerçevesinde yaşanacak olan finansal derinleşmenin reel sektöre yansımaları ve sermaye piyasalarının derinleşmesi bakımından büyük önem taşımaktadır.

KAYNAKÇA

CANSIZLAR, D., “Bireysel Emeklilik Sistemi ve Sermaye Piyasaları”, *TİSK İşveren Dergisi*, Aralık 2001, (www.tisk.org.tr).

ÇALIKOĞLU, E. “Bireysel Emeklilik Sistemimiz Dünyadaki Uygulamaların Neresinde?”, *Ernst&Young, Bireysel Emeklilik Sistemi*, Aralık 2003.

DAYKIN, C., “Pension Reform Developments around the World”, *International Conference on Applied Statistics, Actuarial Science and Financial Mathematics 17th Tuesday: The Department of Statistics and Actuarial Science*, The University of Hong Kong, 2003, 1-36.

DPT, *Dokuzuncu Kalkınma Planı (2007-2013)*, 2007 Yılı Programı, Ankara.

EKİN, N., ALPER, Y., AKGEYİK, T., *Türk Sosyal Güvenlik Sistemi'nde Arayışlar: Özelleştirme ve Yeniden Yapılanma*, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, İstanbul, 1999.

EGM, *Bireysel Emeklilik Gelişim Raporu 2006*, Emeklilik Gözetim Merkezi, Ankara, 2007.

GUTIERREZ, A.C., “Principles and Practices of Social Security Reform”, *IAA International Seminar on Pensions*, International Social Security Association (ISSA), Brighton, 2001, 1-13.

KORKMAZ, E. ve diğerleri, *Sosyal Güvenlikte Yeni Yaklaşım: Bireysel Emeklilik*, İstanbul Ticaret Odası, Yayın No: 2006-21, İstanbul, 2007.

McKINNON, R., *Money and Capital in Economic Development*, Washington D.C: The Brooking Institution, 1973.

OECD, *Private Pension Systems: Regulatory Policies*, Note by the Secretariat, OECD, 1997.

OECD, *Global Pension Statistics*, 2006 (www.oecd.org.)

OKSAY, S., “Finansal Piyasalarda Yeni Yasal Düzenlemeler İhtiyacı ve Türk Finans Sistemi”, *Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Öneri Dergisi*, 2000.

SHAH, H., *Towards Better Regulation of Private Pension Funds*, Policy Research Working Paper, No: 1791, World Bank, Washington D.C, 1998.

SHAW, E.S., *Financial Deepening in Economic Development*, New York: Oxford University Press, 1973.

SOYLU, S., *Emeklilik Yatırım Fonlarının Yönetimi*, Sermaye Piyasası Kurulu, Haziran, 2004, Ankara.

TEKSÖZ, T., “Sosyal Güvenlik Sisteminde Reform”, *TİSK-İşveren Dergisi*, Mayıs 2003 (www.tisk.org.tr)

TUNAY, B., “Türkiye’de Finansal Sistemin Yapısı ve İşleyişi: Genel Çerçeve”, (ed.) Tunay, B., *Finans Sisteminde Yeni Yönelimler: Türk Finans Piyasalarının Bugünü ve Geleceği*, Beta Basım, İstanbul, 2001.

VITTAS, D., “Pension Funds and Capital Markets”, *Viewpoint*, The World Bank, Washington, 1996.

VIVES, A., *Pension Funds in Infrastructure Project Design: Regulations and Instrument Design*, Inter-American Development Bank, Washington D.C., 1999.

VURAL, Ç. S., *Sermaye Piyasalarında Vergi Teşvikleri: Türkiye Uygulaması*, Sermaye Piyasası Kurulu, İstanbul, 2004.

YILGÖR, A. G., “Finansal Liberalizasyon ve Türkiye’de Sermaye Piyasası Üzerindeki Etkileri”, *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, 10. Ulusal Finans Sempozyumu*, İzmir, 2006.

Kanunlar, Yönetmelikler ve İstatistik Veriler:

4632 sayılı Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu

193 sayılı Gelir Vergisi Kanunu

5422 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu

Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik, Resmi Gazete Tarihi: 28 Şubat 2002

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, www.bddk.org.tr, 1.9.2007

Emeklilik Gözetim Merkezi, www.egm.org.tr, 15.08.2007

Hazine Müsteşarlığı, www.hazine.gov.tr, 1.9.2007
Sermaye Piyasası Kurulu, www.spk.gov.tr, 1.9.2007
Türkiye İstatistik Kurumu, www.tuik.gov.tr, 1.9.2007