



Dr. İsrail Zor

Dr. Suphi Aslanoğlu

# Kurumsal Yatırımcı Olarak Özel Emeklilik Fonları: Türkiye'de Oluşturulan Sisteme Yönelik Değerlendirme ve Geleceğe Yönelik Bir Tahmin

Dr. İsrail ZOR  
Dr. Suphi ASLANOĞLU  
Kırıkkale Üniversitesi, İİBF İşletme Bölümü

## Özet

Bireysel emeklilik sistemi, bireylerin gelir elde ettikleri dönemde düzenli olarak tasarruflarda bulunmaları, yatırıma yönlendirilen tasarruflarıyla birikim oluşturmaları ve emeklilikte gelir elde etmeleri üzerine kurulmuş bir özel emeklilik sistemidir. Bu sistem ile, hem bireylerin emeklilik dönemindeki refah düzeylerinin yükseltilmesi, hem de oluşan uzun vadeli emeklilik fonları ile ekonomiye ciddi bir kaynak sağlanması amaçlanmaktadır.

Bu çalışmada, kurumsal bir yatırımcı olarak emeklilik fonları, ülke ekonomileri ve sermaye piyasaları bağlamında değerlendirilmektedir. Ülkemizde oluşturulan sistemden beklentilerin karşılanma düzeyi sorgulanarak, sistemde oluşacak fonlara ilişkin zaman serisi regresyon analizi ile geleceğe yönelik bir tahminleme yapılmıştır.

**Anahtar Sözcükler:** Kurumsal Yatırımcılar, Özel Emeklilik Fonları.

## Abstract (Private Pension Funds As Institutional Investors: The Evaluation of Turkish System and Its Future)

Private Pension Funds have three functions: to encourage individuals to save regularly as long as they have income, to direct savings to investment, and to provide people with pensions. The objectives of the system are to raise the quality of life for those who participate in the system at their retirement and to provide economy with a long-term source of finance.

In this study a national economy and capital markets-focused analysis of private pension funds is made. To what extent private pension funds in Turkey meet expectations will be evaluated and predictions will be made by performing a time-series regression analysis of the funds created by the system.

**Key Words:** Institutional Investors, Private Pension Funds.

## 1. Giriş

Sermaye piyasalarının gelişmekte olduğu ülkelerde bireyler, çalışma süreleri boyunca tasarruf yapma yoluna giderek gelecek endişesini gidermeye çalışırken, gelişmiş sermaye piyasalarına sahip ülkelerde söz konusu problem finansal kurumlar aracılığıyla giderilmektedir.

Dünya ölçeğinde karşılaştırmalı olarak incelendiğinde, ülkelerin gelişmişlik düzeyleri ile kurumsal yatırımlar arasında yakın bir ilişki göze çarpmaktadır. Gelişmiş sermaye piyasalarına sahip ülkelerde, kurumsal yatırımcıların toplamış olduğu önemli miktardaki fonlar, işletmelerin ihtiyaç duydukları finansman için önemli bir kaynak

olurken, gelişmekte olan ülke piyasalarında kurumsal yatırımcılar bu fonksiyonu tam olarak yerine getirememektedirler. Bunun en temel nedeni olarak, bu ülkelerdeki gelir düzeyinin düşüklüğü ve buna bağlı olarak tasarruf artışının yeterli düzeyde olmaması ifade edilmektedir.

Bu bağlamda gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde özel emeklilik fonları, kurumsal yatırımcı özellikleri ve piyasalara uzun vadeli fon sağlayan kurumlar olmaları nedeniyle büyük önem taşımaktadır. Bu önemi göz önünde bulundurularak yapılan yasal düzenlemeler sonucunda yaklaşık bir yıldır faaliyette bulunan bireysel emeklilik fonları, vazgeçilmez bir mali piyasa oyuncusu olarak finansal sistemimiz içerisindeki yerini almış bulunmaktadır.

Bu çalışmada dünyada ve Türkiye'de kurumsal yatırımcı sektörü ile bu sektör içerisinde yer alan özel emeklilik fonlarının gelişimi, ekonomiye ve sermaye piyasalarına olan katkıları incelenmektedir. Ayrıca ülkemizde yeni oluşturulan sistemden beklenenlerin neler olduğu ele alınarak, sistemde oluşacak fonlara ilişkin zaman serisi regresyon analizi ile geleceğe yönelik bir tahminleme yapılmıştır.

## 2. Kurumsal Yatırımcı Sektörü

Ülkelerin ekonomik gelişmelerine bakıldığında sürdürülebilir ekonomik kalkınmanın, ülkenin tasarruf eğiliminin artması ve uzun vadeli fonların oluşması ile doğrudan ilişkili olduğu görülmektedir. Bu bağlamda gelişmiş ülkelerde sermaye piyasalarının talep yönünü oluşturan en önemli unsur, kurumsal yatırımcılardır. Kurumsal yatırımcılar, çeşitli kaynaklardan topladıkları yüksek tutardaki fonları, uzman kadrolar yönetiminde getiri ve risk beklentilerine göre sermaye piyasası araçlarına yönlendirerek değerlendirmektedirler.

Ekonomik gelişmenin önemli bir göstergesi olan kurumsal yatırımcı sektörü, kişi başına gelir düzeyi ve gelir dağılımı ile yakından ilgilidir. Kişi başına milli gelir arttıkça ve gelir dağılımı düzeldikçe, kurumsal yatırımcı sektörü de gelişmektedir. Dolayısıyla kurumsal yatırımcı sektörü, gelirin yüksek olduğu ülkelerin ekonomik kalkınmasında çok önemli bir yere sahiptir. Öyle ki, bu sektörün gelişmişlik seviyesi, bir

ülkenin ekonomik ve sosyal durumunun adeta bir göstergesi durumuna gelmiştir.

Yatırım fonları, yatırım ortaklıkları, özel emeklilik **fonları**, hayat sigortaları v.b kurumsal yatırımcılar, bireysel küçük tasarrufların oluşturdukları havuzları sermaye piyasalarına yönlendirerek, bu piyasaların ve sonuçta ülke ekonomilerinin sağlıklı, hızlı ve istikrarlı şekilde büyümesine ve gelişmesine önemli katkıda bulunmaktadır. Ülkelerin ekonomik kalkınma süreçleri incelendiğinde söz konusu kurumların portföy büyüklükleri ile gelişmişlik düzeyleri arasında sıkı bir korelasyon olduğu görülmektedir.<sup>1</sup>

### 2.1. Kurumsal Yatırımcıların Finansal Varlıkları

Kurumsal yatırımcı sektörü, üretimin ve üretim araçlarına yatırılan sermayenin artması ile birlikte, dünya genelinde büyüme ivmesini giderek yükselten bir sektör konumundadır. Emeklilik fonlarının da içerisinde yer aldığı kurumsal yatırımlar, özellikle 1980 sonrasında gelişmiş ülkeler başta olmak üzere önemli düzeyde artış göstermiştir. 1980 sonrasındaki bu büyümeyi ortaya koyabilmek için, beş yıllık dönemler itibarıyla OECD ülkelerindeki kurumsal yatırımcıların finansal varlıkları ve oransal dağılımları Tablo 1'de gösterilmiştir.<sup>2</sup>

**Tablo 1. OECD Ülkelerinde Kurumsal Yatırımcıların Finansal Varlıkları (1985-2000) (Milyar \$)**

Yıllar	Sigorta Şirketleri	Emeklilik Fonları	Yatırım Şirketleri	Diğer
1980	354	1.75	76	37
1985	1.680	2.061	726	754
1990	5.370	4.102	2.580	1.615
1995	9.098	6.674	5.463	2.197
2000	11.688	10.312	11.467	3.144

1980'de yaklaşık 642 milyar dolar olan OECD ülkelerindeki kurumsal yatırımcıların toplam finansal varlıkları, 1985'te 5,2;

<sup>1</sup> KYD, "Kurumsal Yatırımcıların Ülke Kalkınması ve Ekonomik İstikrar Üzerindeki Etkileri," *Kurumsal Yatırımcılar Yöneticileri Derneği*, (Kasım 2000), (www.kyd.org.tr)

<sup>2</sup> Grafik 1 ve Grafik 2, OECD (www.oecd.org)'den sağlanan verilerle oluşturulmuştur.

1990'da 13,7; 1995'de 23,4; 2000'de ise 36,6 trilyon dolara yükselmiştir. 2000 yılı itibariyle oluşan bu tutarın yaklaşık 10,3 trilyon dolarlık kısmı, emeklilik fonlarının finansal varlıklarını oluşturmaktadır. 2000 yılı itibariyle emeklilik fonlarının finansal varlıklarının toplam kurumsal yatırımlar içindeki payı ise yaklaşık olarak %28'dir.

2000 yılı verileri dikkate alınarak OECD Ülkeleri bazında kurumsal yatırımcıların finansal varlıklarının tutarı Milyar \$ ve GSYİH'nın yüzdesi olarak Tablo 2'de düzenlenmiştir.

**Tablo 2. OECD Ülkelerinde Kurumsal Yatırımcıların Finansal Varlıkları (2000)**

Ülke	Milyar \$	Sıralama	GSYİH'nın Yüzdesi	Sıralama
ABD	19.522,5	1	198,7	5
Almanya	1.506,9	5	79,8	16
Avustralya	467,9	11	129,6	8
Avusturya	139,7	17	72,5	17
Belçika	244,4	15	106,1	11
Çek Cum.	8,1	25	15,4	23
Danimarka	167,4	16	104,9	12
Finlandiya	106,0	18	87,5	15
Fransa	1.737,1	4	131,8	7
Hollanda	772,3	9	206,2	4
İngiltere	3.017,9	3	212,8	3
İspanya	361,8	13	63,8	19
İsviçre	386,9	12	167,9	6
İsviçre	551,2	10	222,4	2
İtalya	1.060,3	6	97,8	13
İzlanda	8,7	24	111,8	10
Japonya	4.367,5	2	97,7	14
Kanada	807,5	8	113,7	9
Kore	297,8	14	72,2	18
Lüksemburg	836,0	7	4366,9	1
Macaristan	5,9	26	12,7	24
Meksika	46,9	21	8,2	25
Norveç	76,9	19	55,2	20
Polonya	11,5	23	7,0	26
Portekiz	56,7	20	52,8	21
Slovak C.	1,2	28	6,2	27
Türkiye	5,8	27	3,1	28
Yunanistan	37,5	22	33,0	22
<b>Ortalama (1)</b>	<b>1.307,5</b>		<b>244,2</b>	
<b>Ortalama (2)</b>	<b>632,9</b>		<b>91,5</b>	

Not: Ortalama (1)'e birinci sırada yer alan ülkeler (ABD ve Lüksemburg) dahil edilmiştir. Ortalama (2)'ye birinci sırada yer alan ülkeler dahil edilmemiştir.

Kaynak: OECD (www.oecd.org)

Tablo 2'de görüldüğü üzere, tutar olarak ABD'nin kurumsal yatırımcılarının finansal varlıkları toplamı, diğer 27 ülkenin finansal varlıkları toplamından daha fazladır. Ayrıca toplam tutar itibariyle yukarıdaki sıralamada dikkat çeken bir diğer durum, ilk 8 ülkenin 7'sinin G-7 ülkelerinden oluşmasıdır. Finansal derinleşmenin bir ölçütü olarak kabul edilen GSYİH'nın yüzdesi itibariyle finansal varlıklar ülke bazında sıralamaya tabi tutulduğunda, sıralamanın nispeten değiştiği görülmekte, ancak yine ilk sıraları güçlü bir ekonomiye sahip gelişmiş ülkeler almaktadır. Sıralamada birinci durumda olan Lüksemburg, kolektif yatırımlar açısından uluslararası bir merkez olması nedeniyle GSYİH'nın yüzdesi itibariyle çok yüksek bir orana sahiptir. Türkiye, kurumsal yatırımcıların finansal varlıkları sıralamasında 28 OECD ülkesi arasında toplam tutar itibariyle 27'nci, GSYİH'nın yüzdesi sıralamasında ise yüzde 3,1 ile son sırada yer almaktadır.

Tablo 2 dikkate alındığında ortaya çıkan sıralama, kurumsal yatırımlar ile gelişmişlik düzeyi arasında önemli bir paralellik bulunduğunu, diğer bir ifadeyle gelişmiş olan ülkelerin ekonomik gelişiminde bu kurumların aktif bir rol oynadığını ortaya koymaktadır. **"Kişi başına gelir arttıkça, kurumsal yatırımcıların toplamış oldukları fonlar da artmaktadır"**. Nitekim OECD ülkeleri ile karşılaştırıldığında ülkemizin, hem kurumsal yatırımlar hem de kişi başına milli gelir düzeyi açısından son sırada yer alması, bu tezi doğrulamaktadır.

Ülkemizdeki kurumsal yatırımcıların finansal varlıklarının GSYİH'nın yaklaşık %3'ü düzeyinde olması, diğer ülkelerle karşılaştırıldığında oldukça düşüktür. Tüm dünyada finans sistemi içinde giderek artan kurumsal yatırımların, ülkemizde düşük düzeyde gerçekleşmesinin nedeni, ekonominin genelinden kaynaklanan yapısal sorunlardır. Bu sorunların başlıcaları; ekonomide yaşanan istikrarsızlıklar ve yüksek enflasyon oranları, düşük milli gelir seviyesi ve dengesiz gelir dağılımı, sermaye piyasalarının etkinliğinin ve derinliğinin yetersizliği şeklinde sıralanabilir.

## 2.2. Kurumsal Yatırımcıların Portföy Dağılımları

Kurumsal yatırımcılar, oluşturdukları uzun vadeli fonları çeşitli yatırımlara yönlendirerek ekonomiye kazandırmaktadırlar. Kurumsal yatırımcı sektörünün oluşturduğu fonların hangi tür finansal araçlara yönlendirildiği, finansal piyasaların gelişimi açısından önem taşımaktadır. Bu bağlamda, OECD ülkelerinde kurumsal yatırımcıların portföy dağılımları Tablo 3'de düzenlenmiştir.

**Tablo 3. OECD Ülkelerinde Kurumsal Yatırımcıların Portföy Dağılımları (%) (2000)**

Ülke	Sab. Get. Men. Kıy.	Hisse Senetleri	Krediler	Diğer
ABD	32,3	48,8	8,8	10,1
Almanya	39,9	28	27,3	4,9
Avustralya	19,9	53	4,5	22,5
Avusturya	47,7	15,2	7,7	29,5
Belçika	39,7	41,4	4,6	14,3
Çek Cum.	58,9	17,4	0,6	23,1
Danimarka	47,7	46,1	0,9	5,3
Finlandiya	44,1	45,9	8,1	1,8
Fransa	45,3	45,6	2,5	6,6
G. Kore	51,1	6,7	17,5	24,7
Hollanda	29,8	43,5	15,7	11,1
İngiltere	14,6	65,5	0,6	19,4
İspanya	45,5	27,9	0,9	22,5
İsveç	40	55,1	2,8	2,0
İsviçre	36,8	40,2	14	9
İtalya	48,5	23	0,1	28,1
İzlanda	47,1	27	20,4	5,4
Japonya	53	17,1	21,4	8,6
Kanada	40,2	26,9	5,5	27,4
Macaristan	76,4	10,1	0,4	13,2
Meksika	90,6	7,4	0,4	1,5
Norveç	45,7	40	4,5	9,9
Polonya	64,5	17	4,1	14,4
Portekiz	53,8	15,7	0,4	30,2
Slovak C.	19,7	13,3	3,2	58,8
<b>Türkiye</b>	72,7	13,4	0,1	13,7
Yunanistan	26,7	30,2	0,2	42,7
<b>Ortalama</b>	45,6	30,4	6,6	17,1

Kaynak: OECD (www.oecd.org)

OECD üyesi ülkelerin portföy dağılımlarının ortalamaları incelendiğinde, oluşan fonların yaklaşık dörtte üçünün sabit getirili menkul kıymetler (%45,6) ile hisse senetleri (%30,4) gibi uzun vadeli sermaye piyasası araçlarına yönlendirildiği ortaya çıkmaktadır. Ülkeler bazında değerlendirildiğinde, portföy dağılımları içerisinde sabit getirili menkul kıymetleri en yüksek olan ülke %90,6 ile Meksika'dır. Bu ülkeyi Macaristan (%76,4) ve Türkiye (%72,7) izlemektedir. Portföy dağılımları içerisinde hisse senetleri en yüksek oranda olan ülkeler ise sırasıyla; İngiltere (%65,5), İsveç (%55,1), Avustralya (%53) ve ABD (%48,8)'dir. Türkiye'deki kurumsal yatırımcıların hisse senetlerine yapmış oldukları yatırımlar, toplam yatırımlarının %13,4'ünü oluşturmaktadır.

Sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ülkelerde hisse senetlerinin portföy dağılımı içindeki payı daha yüksektir. Gelişmekte olan ülkelerde ise, gerek devlet iç borçlanma faizlerinin yüksek olması ve gerekse hisse senetleri piyasalarında fiyat oynaklığının fazla olması, kurumsal yatırımcıları daha çok sabit getirili menkul kıymetlere yöneltilmektedir. Bu yönelmenin en önemli nedeni ise ülke düzeyinde kurumsal yatırımcıların portföy yatırımlarına yönelik getirilen kısıtlayıcı yasal düzenlemelerdir.

Kurumsal yatırımcıların dünya ölçeğine ilişkin yapılan genel değerlendirmelerden sonra, aşağıda kurumsal yatırımcı olarak özel emeklilik fonları ele alınacaktır.

### 3. Kurumsal Yatırımcı Olarak Özel Emeklilik Fonları

Çalışanların çalışma hayatı süresince elde ettikleri gelirden tasarruf sağlayarak, emeklilik döneminde sürdürülebilir bir hayat düzeyi elde etmelerine olanak tanıyan ve koşulları önceden belirlenmiş bir emeklilik planı çerçevesinde işverenler, çalışanlar veya her iki grubun ya da herhangi bir işverene bağlı olarak çalışmayan bireylerin, düzenli olarak yaptıkları belirli tutardaki katkıların bir fonda toplanarak, profesyonel portföy yönetim ilkeleri çerçevesinde yatırıma yöneltildiği kurumsal yapılar<sup>3</sup> olarak tanımlanan

<sup>3</sup> Derelioğlu, Deniz. *Dünya'da Özel Emeklilik Fonu Uygulamaları ve Türkiye için Öneriler*, TÜGİAD, Ankara, 2001, s.15.

özel emeklilik fonları, sosyal güvenlik alanında olduğu kadar finansal sistemde **kurumsal yatırımcı** kimliği ile de önem taşıyan kurumlardır. Gelişmiş ülkelerde, emeklilik fonlarının yapmış olduğu yatırımlar ve bu yatırımların ulusal ekonomiye olan katkıları, yapılan yatırımların büyüklükleri dikkate alındığında çok açık bir şekilde göze çarpmaktadır. Gelişmiş ülkelerin birçoğunda emeklilik fonlarına verilen önem, bu sektör vasıtasıyla büyük fonların toplanmasını ve bu fonların genel ekonomiye aktarılmasını sağlamıştır.

### 3.1. Dünyada Özel Emeklilik Sistemi

Gelişmiş ülkelerde nüfusun yaşlanmasına bağlı olarak sosyal güvenlik sistemlerinin aktif-pasif dengelerinin bozulmaya başlaması, sosyal güvenlik reformunun en önemli gerekçesini oluşturmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde ise, yapılan reformlar ile bireylere daha nitelikli ve daha yüksek düzeyde sosyal güvenlik hizmetinin verilmesi amaçlanmaktadır. Bu açıdan dünyadaki uygulamalarına bakıldığında özel emeklilik sistemleri, sosyal güvenlik sistemlerinde ortaya çıkan ve çıkması muhtemel olumsuzlukları ortadan kaldırmanın bir aracı haline gelmiştir.

Özel emeklilik sistemi, ABD başta olmak üzere gelişmiş ülkelerin bir çoğunda başarı ile uygulanmış ve daha sonra Şili, Peru ve Meksika gibi gelişmekte olan ülkeler de bu sistemi kendi yapılarına uyarlayarak farklı modeller geliştirmişlerdir.<sup>4</sup> Genel olarak özel emeklilik sistemi ile ilgili ülke uygulamaları incelendiğinde, ülkeler arasında uygulama farklılıkları göze çarpmaktadır. Sistem bazı ülkelerde sosyal güvenliği tamamlayıcı olurken, bazı ülkelerde sosyal güvenliğin alternatifidir. Sisteme katılım şekli ise bazı ülkelerde zorunlu, bazı ülkelerde ise kişinin tercihinin bırakılmıştır. Ülke uygulamalarının temel özelliği, sistemin uzun dönemli bir fonlama esasına dayanmasıdır. Burada amaç, sisteme katılan birey için emekliliğe yönelik tasarruflarının yatırıma yönlendirilmesi ile emeklilik döneminde ek

<sup>4</sup> Ülke uygulamalarına ilişkin bkz. Ergenekon, Çağatay. *Emekliliğin Finansmanı Global Uygulamalar Işığında Türkiye İçin Bir Özel Emeklilik Modeli Önerisi*, TUGİAD, 2000, s.128-202

bir gelir sağlanması ve bireylerin refah düzeylerinin yükseltilmesidir.

### 3.2. Ekonomik Gelişme ve Özel Emeklilik Sistemi

Bir ülkede sermaye oluşumu, elde edilen gelirden tasarruf edilen kısmın sermaye mallarına dönüşmesi ile gerçekleşmektedir. Bireylerin yaptıkları tasarruflar, çoğunlukla kurumsal yatırımcılar aracılığıyla yatırımların finansmanında kullanılabilir bir kaynak haline gelmektedir. Dolayısıyla kurumsal bir yatırımcı olarak özel emeklilik kurumlarının fon yaratma işlevi, bu kurumların en önemli özelliklerindedir. Özel emeklilik fonları aracılığıyla gelişmiş ülkelerde oluşan yüksek tutarlı fonlar, bu kurumları sermaye piyasalarının ana unsurlarından biri haline getirmiştir.

Gelişmiş ülkelerde, bu kurumların yatırımları ve bu yatırımların büyüklükleri dikkate alındığında, ekonomiye olan katkıları çok açık bir şekilde göze çarpmaktadır. Ayrıca, bu ülkelerde özel emeklilik sistemi ile oluşan tasarrufların, toplam tasarruflar ve hane halkı tasarrufları içindeki payının da çok yüksek oranlarda olduğu bilinmektedir,

Özel emeklilik fonları, fon oluşturma fonksiyonunun yanı sıra bu fonların yönlendirilmesi açısından da önem kazanmaktadır. Bu fonlar ekonomik faaliyetlerin güven içerisinde yapılmasına imkan verecek koşulları harekete geçirmekte ve ülke ekonomisinin gelişmesine yardımcı olmaktadır. Bu bağlamda özel emeklilik sistemi, makro ve mikro düzeyde aşağıdaki temel faydaları sağlamaktadır:<sup>5</sup>

- Ekonomide bir tasarruf kaynağı yaratır. Uzun vadeli tasarrufların artmasını sağlar. Bu sayede ekonominin büyümesine ve istikrar kazanmasına yardımcı olur.
- Küçük nakit tasarrufların büyük fonlarda birikmesini, etkin kullanılmasını ve verimli alanlara yönlendirilmesini sağlar.

<sup>5</sup> Uslu, Nermin. "Yüksek Enflasyonlu Ülkelerde Özel Hayat Sigortacılığının Durumu ve Geleceği," *Reasürör*, 32 (Nisan 1999), s. 15-16. Kahya, Mehmet. "Sigorta Sektörünün Ekonomik Kalkınmadaki Yeri ve Önemi ile Fon Yaratma İşlevi ve Sermaye Piyasalarındaki Etkinliği," *Reasürör*, 37 (Temmuz 2000), s.22-25.; Derelioğlu (2001), s.34.

arak yatırımların ve istihdamın artmasını sağlar.

- Kayıt dışı istihdamın azalmasını ve ya pılan yeni yatırımlarla vergi gelirlerinin art masını sağlar.
- Sistemin gelişmesine paralel olarak ülkenin sosyal güvenlik sistemini önemli ölçüde destekler.
- Kurumsal tasarrufların artmasını sağ layarak sermaye piyasalarının gelişmesine yardımcı olur ve portföy oluşturma girişim leri sayesinde yatırım enstrümanlarının ve türevlerinin çeşitlenmesine (finansal yenilik) katkıda bulunur. Bu sayede piyasanın derinleşmesi ve etkin bir piyasa haline gelmesinde aktif bir rol oynar.

• Hisse senedi ve tahvil ihraç eden özel sektörün, yatırımları için daha uzun vadeli ve daha ucuz maliyetli sermaye bulmasını sağlayarak, reel sektöre kaynak aktarımında yardımcı olur.

• Kamunun uzun vadeli ve uygun mali yetle borçlanmasını kolaylaştırarak, bütçe açıklarının finansmanına katkıda bulunur.

• Uzun vadeli ve tasarrufa yönelik yapısı ile piyasalarda kısa vadeli ve spekülatif dalgalanmaların azalmasını sağlarken, uzun vadeli fonların artması ve vade yapılarının uzaması nedeniyle orta vadede enflasyonist baskıların azaltılmasına yardımcı olur.

• Uzun vadeli kaynak yapısı nedeniyle teknolojik gelişmeye öncülük eden risk ser mayesi şirketlerine kaynak aktararak, uzun vadeli ekonomik ve teknolojik büyümeye katkıda bulunur.

• Sistem sayesinde kamunun çok önemli altyapı projeleri finanse edilebilmektedir.

Şili ve bazı OECD ülkeleri ile Malezya ve Singapur gibi Asya ülkelerinde sosyal güvenlik alanında yaşanan deneyimler doğru makroekonomik istikrar politikalarının uygulanması koşulu ile özel emeklilik fonlarının sermaye piyasalarının gelişimine Önemli katkısı olduğunu göstermiştir. Günümüzde gelişmiş ülkelerin yanı sıra, sosyal güvenlik alanında reform gerçekleştirmiş ülkelerin birçoğunda özel emeklilik fonları, sermaye piyasalarındaki en önemli kurumsal yatırımcılardan biri haline gelmiştir.<sup>6</sup>

<sup>6</sup> Derelioğlu (2001), s.12.

### 3.3. Emeklilik Fonlarının Finansal Varlıkları

OECD ülkelerindeki emeklilik fonlarının finansal varlıkları, Milyar \$ ve GSYİH'nın yüzdesi olarak Tablo 4'te düzenlenmiştir.

**Tablo 4. OECD Ülkelerinde Emeklilik Fonlarının Finansal Varlıkları (2000)**

Ülke	Milyar \$	Sıralama	GSYİH'nın Yüzdesi	Sıralama
ABD	6.805,0	1	69,3	5
Almanya	62,2	8	3,3	17
Avustralya	242,0	7	67	6
Avusturya	7,3	17	3,8	15
Belçika	13,5	13	5,9	13
Çek Cum.	1,1	23	2,2	22
Danimarka	39,5	11	24,8	8
Finlandiya	4,5	20	3,7	16
Hollanda	426,0	4	114	1
İngiltere	1.116,3	2	78,7	4
İspanya	47,8	10	8,4	11
İsveç	6,9	18	3	20
İsviçre	260,6	6	105	2
İtalya	48,8	9	4,5	14
İzlanda	6,7	19	86,4	3
Japonya	825,8	3	18,5	9
Kanada	342,6	5	48,3	7
Kore	11,5	15	2,8	21
Macaristan	1,4	22	3,1	18
Meksika	17,1	12	3	19
Norveç	11,2	16	8	12
Polonya	2,3	21	1,4	23
Portekiz	12,2	14	11,3	10
Ortalama (1)	444,4		29,4	
Ortalama (2)	159,4		25,6	

Not: Ortalama (1)'e birinci sırada yer alan ülkeler (ABD ve Hollanda) dahil edilmiştir. Ortalama (2)'ye birinci sırada yer alan ülkeler dahil edilmiştir.

Kaynak: OECD ([www.oecd.org](http://www.oecd.org))

Tablo 4 incelendiğinde, kurumsal yatırımlarda olduğu gibi emeklilik fonlarında da en büyük paya sahip ülke ABD'dir. ABD'yi (6,8 trilyon dolar) 1,1 trilyon dolarla İngiltere ve 826 milyar dolarla Japonya izlemektedir.

Tablodaki sıralamaya göre özel emeklilik fonlarının büyüklüğü ile ülke ekonomilerinin gelişmişlik düzeyleri arasında doğrusal

bir bağlantı bulunduğu göze çarpmaktadır. GSYİH'nın yüzdesi olarak özel emeklilik fonları incelendiğinde ise Hollanda (%113,7) liste başında yer almaktadır. Bu ülkeyi İsviçre (%105,2), İzlanda (%86,4), İngiltere (%78,7) ve ABD (%69,3) izlemektedir. Türkiye'de emeklilik fonları incelenen tarih itibarıyla oluşturulmadığı için bu tablo içerisinde yer almamaktadır.

### 3.4. Emeklilik Fonlarının Portföy Dağılımları

Avrupa'daki ülkeler düzeyinde emeklilik fonlarının portföy dağılımları Tablo 5'da gösterilmiştir. Bu tabloya göre oluşan fonların ortalama yüzde 46'lık bölümü sabit getirili menkul kıymetlere, ortalama yüzde 37'lik bölümü ise hisse senedi yatırımları olarak sermaye piyasasına aktarılmaktadır.

**Tablo 5. Avrupa'daki Ülkeler Düzeyinde Emeklilik Fonlarının Portföy Dağılımları (%) (2000)**

Ülke	Hisse Senedi	Sabit Getirili Men. Kıy.	Gayri Menkul ve Diğer
Almanya	36	40	24
Avusturya	33	66	1
Belçika	53	33	14
Danimarka	38	53	9
Finlandiya	14	75	11
Fransa	13	52	35
Hollanda	44	48	8
İngiltere	76	16	8
İrlanda	70	20	10
İspanya	36	43	21
İsviçre	40	54	6
İsviçre	31	33	36
İtalya	7	47	46
Norveç	34	46	20
Portekiz	32	58	10
<b>Ortalama</b>	<b>37</b>	<b>46</b>	<b>17</b>

Kaynak: Mesut Ögütgen, "Bireysel Emeklilik Sistemi," *Active*, (Temmuz-Ağustos 2003)

Yukarıda yer alan Tablo 5, bir anlamda ülkeler bazında düzenleyici otoritelerin emeklilik fonlarındaki varlık dağılımına ilişkin getirmiş oldukları sınırlamaları yansıtmaktadır. Bu bağlamda İngiltere ve

İrlanda gibi ülkelerdeki emeklilik fonlarının portföyleri içerisinde hisse senetlerinin ağırlığı oldukça yüksektir. Öte yandan Finlandiya ve Avusturya gibi ülkelerde ise sabit getirili menkul kıymetlerin payı yüksektir.

Ülke düzeyindeki uygulamalara bakıldığında, emeklilik fonlarının yatırım esasları belirlenirken, özellikle ilk yıllarda biriken fonların önemli bir kısmı sabit getirili menkul kıymetlere (bono ve tahviller) yönlendirilmektedir. İlerleyen yıllarda sistemin yerleşmesiyle birlikte, yatırım yapılan finansal enstrümanlarda çeşitlilik sağlanmaktadır. Emeklilik sisteminin tam olarak yerleştiği özellikle ABD ve İngiltere gibi ülkelerde, fon varlıklarının dağılımına ilişkin sayısal sınırlamaların tamamen kaldırıldığı ve mantıklı yatırımcı esasının getirildiği görülmektedir.<sup>7</sup> Bu bağlamda, ABD'de 1956 yılında özel emeklilik fonlarının toplam finansal varlıkları içerisinde hisse senetlerinin payı %15'in altında iken, bu oran bugün neredeyse %50 seviyesine ulaşmıştır.<sup>8</sup>

### 4. Türkiye'de Bireysel Emeklilik Sistemi

Ekonomik politikaların temel hedefi, toplumun refah düzeyinin yükseltilmesidir. Sosyal adalet ve dengeli gelir dağılımı ise izlenen politikaların başarılı olabilmesinin ön koşuludur. Bu çerçevede, halen gelişmiş ülke kategorisinde bulunan tüm ülkelerde oluşturulan sosyal güvenlik sistemleri başarılı şekilde işlevlerini yerine getirmekte, gelişmekte olan ülkelerde ise ülkelerin kendi özel koşulları dahilinde sosyal güvenlik sistemlerine yönelik hızlı çözüm yolları üretilmeye çalışılmaktadır.<sup>9</sup>

Bu bağlamda ülkemizde uygulanmaya başlanan bireysel emeklilik sistemi<sup>10</sup>,

<sup>7</sup> Teker, Suat ve Müminoğlu, Onur. "Sosyal Güvenlik Sistemimiz İçin Bir Çözüm: Özel Emeklilik Fonları," *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 22 (Nisan 2004), s.64.

<sup>8</sup> Al, (Mayıs-Haziran 2002).

<sup>9</sup> KYD, (Kasım 2000).

<sup>10</sup> 4632 Sayılı Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu, sosyal güvenlik reformunun bir parçası olarak TBMM tarafından 28 Mart 2001 tarihinde kabul edilmiş, 7 Nisan 2001 tarih ve 24366 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır. Kanun, yayımı tarihinden itibaren 6 ay sonra 7 Ekim 2001 tarihinde yürürlüğe girmiştir.

emekliliğe yönelik tasarruf ve yatırım sistemi olup, kamu sosyal güvenlik sistemini tamamlayıcı bir özellik arz etmektedir.

#### 4.1. Sistemden Beklentiler

Yapılan düzenlemeler sonucunda, kamu sosyal güvenlik sistemine ek olarak bireylerin gönüllü katılımlarının sağlanması ile ikinci bir emeklilik geliri elde edebilmelerinin yasal altyapısının oluşturulması amaçlanmıştır. Böylece bireyler, kendi tasarrufları ve bu tasarrufların getirileri ile orantılı olarak emekliliklerinde ek bir gelire sahip olabileceklerdir. Yasanın gerekçesinde sistemden beklenen faydalar aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir.

Bireysel emeklilik sistemi:

- Uzun vadeli altyapı yatırımları için gerekli fonları sağlayacak ve dolayısıyla istihdamı artıracaktır.
- Kamunun uzun vadeli borçlanma olanağını olumlu etkileyecektir.
- Piyasalardaki kısa vadeli spekülasyon baskıları azaltacaktır.
- Ulusal tasarruf eğilimini artıracaktır.
- Emekliliğe yönelik tasarrufların mali sisteme akması ile kayıtlılığı teşvik edecektir.
- Sermaye piyasalarının derinleşmesine katkıda bulunacaktır.
- Bireylere güvenli, avantajlı, yatırımlarını kontrol edebilecekleri ve hesaplarına kolaylıkla ulaşabilecekleri ürünler sunacaktır.

Ülkemizde bireysel emeklilik sistemi ile yaratılacak fonların artması sonucunda, mali sistemde önemli değişimlerin yaşanması beklenmektedir. Bu fonların, ülkemizde zaman zaman kısa vadeli spekülasyon sermaye hareketleri sonucu ortaya çıkan finansal krizleri engelleyeceği veya en azından krizin derinliğini azaltacak bir etki yaratacağı ileri sürülmektedir. Ayrıca bireysel emeklilik fonlarının, sermaye piyasasındaki aşırı volatilitenin giderilmesinde ve borsanın derinleşmesinde önemli bir rol oynayacağı ifade edilmektedir.

Dünyada yaygın olarak kullanılan ve ekonomilere uzun dönemli kaynak sağlayan özel emeklilik sisteminin, uzun dönemde

ülke ekonomisine büyük bir dinamizm getirmesi beklenmektedir.

#### 4.2. Emeklilik Yatırım Fonu ve Fon Portföyüne İlişkin Yasal Kısıtlamalar

Emeklilik yatırım fonu,<sup>11</sup> şirket tarafından emeklilik sözleşmesi çerçevesinde alınan ve katılımcılar adına bireysel emeklilik hesaplarında izlenen katkıların, riskin dağıtılması ve inancılı mülkiyet esaslarına göre işletilmesi amacıyla oluşturulan mal varlığıdır. Ülkemizdeki uygulamaya göre emeklilik şirketleri, katılımcıların risk profillerinden kaynaklanan değişik beklentilerini karşılayacak şekilde farklı risk ve getiri özelliklerine sahip en az 3 emeklilik fonu kurmak zorundadır (m. 11). Katılımcılara daha fazla alternatif sunmak için 3'ten fazla sayıda emeklilik fonu kurulması da mümkündür.<sup>12</sup>

Sermaye Piyasası Kurulu, emeklilik fonlarını; varlıklardan elde edilecek temettü ve faiz gelirlerine ağırlık verilen *Gelir Amaçlı Fonlar*, sermaye kazançlarına ağırlık verilen *Büyüme Amaçlı Fonlar*, likiditeye ağırlık verilen *Para Piyasası Fonları*, kıymetli madenler ve altına dayalı varlıklardan oluşturulan *Kıymetli Madenler Fonları* ve coğrafi bölge, ülke, sektör ve endeksler bazında yatırım yapan *İhtisaslaşmış Fonlar* olarak farklı kategorilere ayırmıştır. Bu bağlamda emeklilik fonları, *likit fon*, *kamu borçlanma araçları fonu*, *hisse fon* gibi içeriğindeki portföy kompozisyonunu yansıtacak isimler alan farklı fon türlerinde kurulabilmektedir. Ancak, fonun unvanında belli bir varlık grubuna, sektöre, sektörler, ülke ya da coğrafi bölgeye yatırım yaptığını belirten fonlarda, fon varlıklarının en az %80'inin adına uygun varlıklardan oluşturulması gerekmektedir<sup>13</sup>

Fon portföyü aşağıda yer alan para ve sermaye piyasası araçları ile işlemlerinden oluşmaktadır (m.5):

<sup>11</sup> Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik, 28 Şubat 2002 tarih ve 24681 sayılı Resmi Gazete.

<sup>12</sup> Ülkemizde kurulan 11 emeklilik şirketi, toplam olarak 81 emeklilik fonu kurmuştur.

<sup>13</sup> Bireysel Emeklilik Fonları Türlerine İlişkin Açıklama, Sermaye Piyasası Kurulunun 10.05.2002 Tarih ve 22/646 Sayılı Kararı.



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

Ülkemizde bireysel emeklilik sisteminde toplanan fonların yönetiminde, portföy sınırlamaları modeli benimsenmiştir. Öte yandan, sistemde toplanan fonların devletin borçlanma gereksiniminde olumlu rol oynamasını hedefleyen kanun koyucu, kişilerin yatırdığı katkı paylarının en az %30'unun, portföyünün %80'i ters repo dahil devlet iç borçlanma senetlerinden oluşan fonlara aktarılmasını zorunlu tutmuştur. Ayrıca katılımcıların yatırdığı katkı paylarının en fazla %15'inin, portföyündeki yabancı menkul kıymet oranı %80'i geçen fonlara yatırılacağı hükme bağlanmıştır (m.22).

Böylelikle sistemde toplanan fonların yurt içinde değerlendirilmesi hedeflenmiştir.

#### 4.3. Bireysel Emeklilik Sisteminin Temel Göstergeleri

Ülkemizde yapılan mevzuat çalışmaları ile sistemin etkili bir biçimde uygulanabilmesini sağlamak için gerekli olan idari ve hukuki çerçeve çizilmiş olup, 27 Ekim 2003 tarihinde Bireysel Emeklilik Sistemi'nin başlamasıyla birlikte, emeklilik şirketleri faaliyete geçmiştir.

Yaklaşık bir yıldır faaliyette bulunan emeklilik şirketleri, 29.11.2004 tarihi itibarıyla aşağıda yer alan Tablo 6'deki rakamsal büyüklüklere ulaşmıştır.

Tabloya göre, yaklaşık bir yıllık dönemde (29.11.2004 tarihine kadar) şirketlerin kurmuş olduğu emeklilik fonlarında biriken toplam katkı payı tutarı 226,6 Milyon YTL (151 Milyon \$), yatırıma yönlenen toplam fon büyüklüğü ise 216,8 Milyon YTL (144,6 Milyon \$) olarak gerçekleşmiştir. Fona yönlendirilmiş sözleşme sayısı 291.736, katılımcı sayısı ise 279.782'dir. Şirketler bazında değerlendirilecek olursa, ilk sırayı alan Yapı Kredi Emeklilik ve Ak Emeklilik, bireysel emeklilik sisteminin lideri konumunda gözükmektedir.

Tablo 6. Şirket Bazında Bireysel Emeklilik Temel Göstergeleri (29.11.2004)

Emeklilik Şirketi	Katkı Payı Tutarları		Yatırıma Yönlenen Fon Büyüklükleri		Katılımcı Sayısı	Sözleş. Sayısı
	Milyon YTL	Milyon S \$	Milyon YTL	Milyon S		
Yapı Kredi Emeklilik (10)	43,1	28,7	40,0	26,6	57.006	59.403
Ak Emeklilik (Y)	34,5	23,0	33,0	22,0	38.554	43.470
Aviva Hayat ve Emeklilik (6)	30,8	20,5	29,5	19,7	17.226	17.330
Anadolu Hayat Emeklilik (13)	28,4	18,9	27,9	18,6	28.237	28.583
Garanti Emeklilik ve Hayat (7)	24,9	16,6	24,0	16,0	33.247	34.019
Oyak Emeklilik (6)	15,2	10,1	14,6	9,7	28.621	29.462
Koç Allianz Hayat ve Em. (8)	14,1	9,4	13,4	9,0	15.654	16.161
Vakıf Emeklilik (7)	13,4	9,0	12,9	8,6	23.651	24.030
Doğan Emeklilik (7)	10,3	6,9	10,0	6,7	14.963	14.961
Başak Emeklilik (5)	6,1	4,1	5,9	3,9	6.192	6.301
Ankara Emeklilik (5)	5,8	3,8	5,6	3,7	16.431	18.016
Genel Toplam (81)	226,6	151,0	216,8	144,6	279.782	291.736

Not: Parantez içindeki rakamlar, şirketlerin kurmuş olduğu fon sayısını göstermektedir. Katkı payı tutarları ve yatırıma yönlenen fon büyüklüklerinin dolar cinsinden ifadesinde, kur 1,5 YTL olarak dikkate alınmıştır.

Kaynak:Emeklilik Gözetim Merkezi (www.egm.org.tr)

#### 4.4. Türkiye'deki Bireysel Emeklilik Fonlarının Portföy Dağılımı

Özel emeklilik fonlarının birçok gelişmiş ülkede ABD'dekine benzer bir büyüme sergilemiş olmasında, vergi teşviklerinin ve portföy yönetiminde sermaye piyasasının sunduğu yatırım olanaklarından etkin bir şekilde yararlanılmasının Önemli katkısı bulunmaktadır. Tanınan vergi teşviklerine ilave olarak, emeklilik portföylerinin hisse senetleri ve tahviller başta olmak üzere uzun dönemli sermaye piyasası enstrümanlarında değerlendirilmesi, bilhassa sermaye piyasasının güçlü bir altyapıya sahip olduğu geliş-

miş ülkelerde kayda değer bir kurumsal yatırım havuzu oluşturmuştur. Diğer taraftan, emeklilik kurumlarının sözleşmeyle taahhüt altına alınmış periyodik prim tahsilatlarını düzenli olarak sermaye piyasalarına yönlendirmeleri, bu kurumların yatırım yaptıkları sermaye piyasalarındaki aşırı fiyat dalgalanmalarını azaltıp istikrarın hakim olmasını sağlamış ve bu piyasaların etkinliğinin artmasına katkıda bulunmuştur.

Ülkemizde bireysel emeklilik şirketlerinin kurmuş olduğu emeklilik fonlarının portföy dağılımı, Tablo 7'da düzenlenmiştir.

Tablo 7. Ülkemizdeki Bireysel Emeklilik Fonlarının Portföy Dağılımı

	Devlet Tahvili	Hazine Bonosu	Ters Repo	Hisse Senedi	Borçlanma Senetleri	Yabancı Men. Kıy.	Diğer
Yüzde <sup>A</sup>	35,8	11,4	15,1	18,1	0,3	11,8	1,9
Bin YTL <sup>B</sup>	77.506	24.713	32.660	39.340	601	25.677	4.228
Bin \$ <sup>C</sup>	51.738	16.475	21.773	26.226	400	17.118	2.818

Not: <sup>A</sup>: 11 Bireysel emeklilik şirketinin kurmuş olduğu toplam 81 emeklilik fonunun zaman içerisindeki (29.11.2004 tarihine kadar) portföy dağılımlarının ortalamaları alınarak elde edilmiştir.

<sup>B</sup>: 29.11.2001 tarihine kadar yatırıma yönlendirilen fon büyüklüğü (216,8 Milyon YTL) dikkate alınarak hesaplanmıştır.

<sup>C</sup>: Dolar kuru 1,5 YTL olarak dikkate alınmıştır.

Kaynak: www.spk.gov.tr

Emeklilik fonlarının portföy dağılımları, günlük değerlerinin ortalamaları bulunduktan sonra, fonların genel ortalaması alınarak hesaplanmıştır. Elde edilen rakamlara göre yatırıma yöneltilen fonlardan en yüksek payı %35,8 ile devlet tahvilleri almıştır. Devlet tahvillerini %18,1 ile hisse senetleri %15,1 ile ters repo %11,8 ile yabancı menkul kıymetler %11,4 ile hazine bonosu takip etmektedir. Öte yandan, özel sektör borçlanma senetlerinin payı %0,3 gibi oldukça düşük kalmıştır. Diğer yatırımlar ise %1,9 düzeyindedir.

Devlet tahvillerinin ilk sırayı alması, sistemin "kamunun uzun vadeli borçlanma imkanını olumlu yönde etkileyeceği" yönündeki beklentiyi karşıladığı ve bu beklentinin katkı paylarının artması ile daha da pekişeceği söylenebilir. Kamu kağıtlarını oluşturan devlet tahvili, hazine bonosu ve ters repo yatırımlarının toplamı yüzde 63,1'i bulmakta, bu ise kamunun toplam fonların yarısından fazlasını alarak borçlanma ihtiya-

cında kaynak olarak kullandığını göstermektedir.

Öte yandan, sistemin özel sektöre yönelik uzun vadeli fonlama Özelliği, hisse senetleri düzeyinde nispeten olumlu, ancak borçlanma senetleri düzeyinde oldukça düşük düzeyde kalmıştır.

#### 4.5. Katkı Payı Tutarlarının Zaman Serisi Regresyon Analizi ile Tahmini

Şigortacılık sektöründen bazı yöneticiler, ülkemizde uygulanmaya başlanan bireysel emeklilik sisteminin ilk on yıl sonuna kadar 10-15 milyar dolarlık bir fonu ekonomiye kazandıracağını tahmin etmektedirler. Yabancı analistler ise ilk 10 yıl sonunda 15 milyar dolar, otuz yıl sonunda 100 milyar dolar olacağını öngörmektedirler. Yapılan bu tahminler, ülkemizde bireysel emeklilik şirketlerinin sermaye piyasasına önemli ölçüde fon yaratabilecek bir potansiyele sahip olduklarını ortaya koymaktadır.

Çalışmamızda bireysel emeklilik fonlarında biriken katkı paylarının orta ve uzun

dönemde ulaşacağı büyüklüğü tahmin edebilmek için hafta sonu itibariyle ulaşılan tutarlar dikkate alınarak, zaman serisi regresyon analizi yapılmıştır. Birikimli olarak Emeklilik Gözetim Merkezi tarafından her Pazartesi günü yayınlanan rakamlara ilişkin gözlem sayısı 29.11.2004 tarihi itibariyle 49'dur.

Zaman serisi regresyon analizi ile yapılan çözümler sonucunda en uygun modelin regresyon sabitinin olmadığı kuadratik zaman serisi regresyon modeli olduğuna karar verilmiş ve bu modele ilişkin sonuçlar Tablo 8'da düzenlenmiştir.

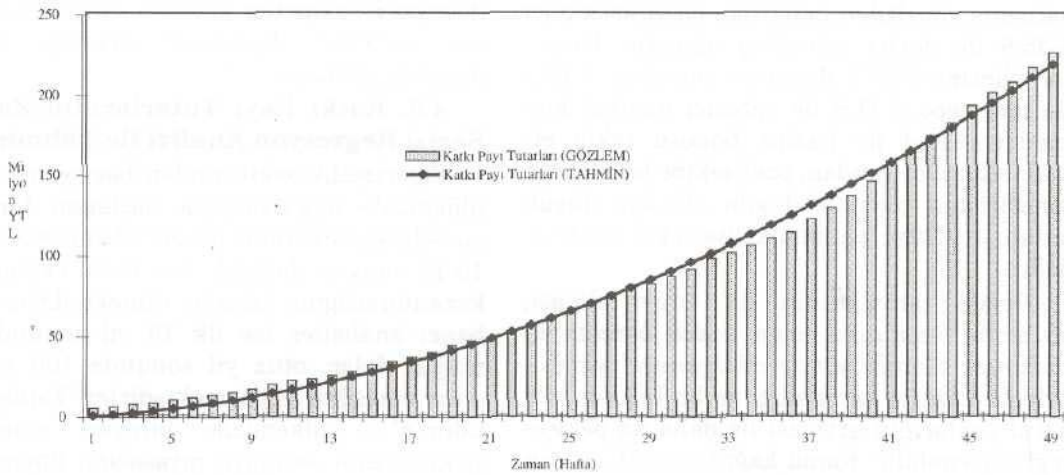
**Tablo 8: Katkı Payı Tutarlarına İlişkin Zaman Serisi Regresyon Analizi Sonuçları**

Yöntem		Zaman Serisi (Kuadratik) Regresyon Analizi			
Bağımlı Değişken		Katkı Payı Tutarları (Haftalık Değerler-Milyon YTL)			
Bağımsız Değişken		Zaman (T)			
Gözlem Sayısı (N)	Korelasyon Katsayısı (R)	Reg-Belirginlik Katsayısı (R <sup>2</sup> )	Düzeltilmiş Reg. Belir. Kat. (R <sup>2</sup> )	Regresyonun Standart Hatası	
49	0,99892	0,99783	0,99774	4,96849	
Varyans Analizi					
		Serbestlik Derecesi	Kareler Toplamı	Ortalama Kare	
Regresyon		2	351777,37	175888,68	
Artıklar		47	824,61	19,18	
F Değeri		10816,37	F (Anlamlılık Düzeyi)		0,000
Eşitlikteki Değişkenler					
Değişken	B Değeri	B'nin SH	Beta	t Değeri	t'nin An. Düz.
T	0,717506	0,098871	0,197196	7,257	0,000
T <sup>2</sup>	0,076567	0,002579	0,806761	29,689	0,000

Regresyon analizi sonucunda Kuadratik yöntemle elde edilen sonuçlar istatistiksel olarak anlamlı olup, regresyon belirginlik katsayısı oldukça yüksektir. Grafik 3,

oluşturulan model kullanılarak elde edilen katkı payı tutarlarına ilişkin gözlem ve tahmin değerlerinin grafiğini göstermektedir.

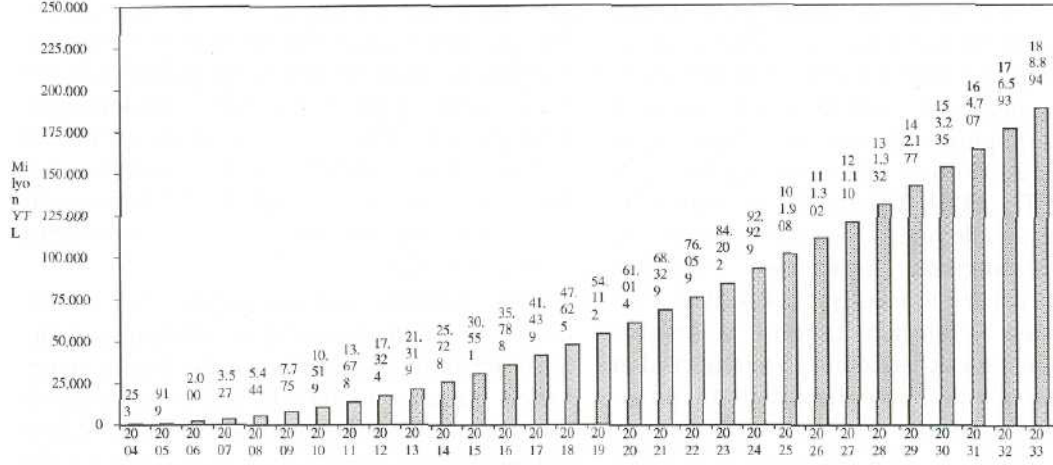
Grafik 3. Katkı Payı Tutarlarının Gözlem ve Tahmin Değerleri Grafiği



Mevcut veri sayısı az olmakla beraber, bu veriler kullanılarak geleceğe yönelik 30 yıllık bir tahminleme yapılmış ve bu tahmin-

lemeye ilişkin verilerin grafiği, Grafik 4 ile gösterilmiştir. Ayrıca bu tahminlerin alt ve üst sınırları da Tablo 9'de sunulmuştur.

Grafik 4. Geleceğe İlişkin Katkı Payı Tutarları Tahmini



Tablo 9: Geleceğe Yönelik Katkı Payı Tutarlarının Regresyon Analizi İle Tahmini-Yüzde 99 Güven Sınırları içerisinde Tahmine İlişkin Alt ve Üst Sınırlar

Yıl	Tahmin		Tahminin Alt Sınırı		Tahminin Üst Sınırı	
	Milvon YTL	Milvon \$	Milvon YTL	Milyon \$	Milvon YTL	Milyon \$
2004	253	169	238	159	268	179
2005	919	613	868	579	971	647
2006	2.000	1.333	1.869	1.246	2.131	1.421
2007	3.527	2.352	3.275	2.183	3.779	2.520
2008	5.444	3.629	5.035	3.357	5.852	3.902
2009	7.775	5.183	7.172	4.781	8.377	5.585
2010	10.519	7.013	9.685	6.457	11.353	7.569
2011	13.678	9.119	12.575	8.384	14.781	9.854
2012	17.324	11.549	15.908	10.606	18.739	12.493
2013	21.319	14.212	19.559	13.039	23.078	15.386
2014	25.728	17.152	23.586	15.724	27.869	18.579
2015	30.551	20.367	27.990	18.660	33.112	22.074
2016	35.788	23.859	32.770	21.847	38.806	25.870
2017	41.439	27.626	37.927	25.285	44.951	29.967
2018	47.625	31.750	43.571	29.047	51.679	34.453
2019	54.112	36.075	49.488	32.992	58.736	39.158
2020	61.014	40.676	55.782	37.188	66.245	44.163
2021	68.329	45.553	62.453	41.635	74.205	49.470
2022	76.059	50.706	69.500	46.334	82.617	55.078
2023	84.202	56.135	76.924	51.283	91.480	60.987
2024	92.929	61.952	84.879	56.586	100.979	67.319
2025	101.908	67.939	93.063	62.042	110.754	713.836
2026	111.302	74.202	101.624	67.750	120.980	80.653
2027	121.110	80.740	110.562	73.708	131.658	87.772
2028	131.332	87.555	119.877	79.918	142.788	95.192
2029	142.177	94.785	129.758	86.505	154.596	103.064
2030	153.235	102.157	139.833	93.222	166.637	111.091
2031	164.707	109.805	150.284	100.189	179.130	119.420
2032	176.593	117.729	161.112	107.408	192.074	128.049
2033	188.894	125.929	172.317	114.878	205.470	136.980

Not: Hesaplamalarda dolar kuru 1,5 YTL olarak dikkate alınmıştır.

Baygan, Günseli ve Freudenberg, **Michael**. "The Internatinalisation of Venture Capital Activity in OECD Countries: Implications of Measurement and Policy," *OECD, STI Working Papers*, 2000.

Bireysel Emeklilik Fonları Türlerine İlişkin Açıklama, Sermaye Piyasası Kurulunun 10.05.2002 Tarih ve 22/646 Sayılı Kararı.

4632 Sayılı "Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu" Yasa tasarısının gerekçesi.

4632 Sayılı "Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu," 7 Nisan 2001 tarih ve 24366 sayılı Resmi Gazete.

Derelioğlu Deniz. *Dünya'da özel Emeklilik Fonu Uygulamaları ve Türkiye için Öneriler*, **TUGİAD, Ankara, 2001**.

Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik, 28 Şubat 2002 tarih ve 24681 sayılı Resmi Gazete.

Erdoğan, Oral ve Özer, Levent. *Sermaye Piyasasında Kurumsal Yatırımcılar*, İMKB, 1998.

Ergenekon, Çağatay. *Emekliliğin Finansmanı Global Uygulamalar Işığında Türkiye İçin Bir Özel Emeklilik Modeli Önerisi*, TUGİAD, 2000.

Kahya, Mehmet. "Sigorta Sektörünün Ekonomik Kalkınmadaki Yeri ve Önemi ile Fon Yatırma İşlevi ve Sermaye Piyasalarındaki Etkinliği," *Reasürör*, 37 (Temmuz 2000), ss.22-35.

KYD, "Kurumsal Yatırımcıların Ülke Kalkınması ve Ekonomik İstikrar Üzerindeki Etkileri," *Kurumsal Yatırımcılar Yöneticileri Derneği*, (Kasım 2000), (www.kyd.org.tr).

Öğütgen, Mesut "Bireysel Emeklilik Sistemi," *Active*, (Temmuz-Ağustos 2003).

Onal, Y. Beyazıt. *Dünya'da Özel Emeklilik Fonları Uygulamaları: Yeni Yasa Tasarısı Çerçevesinde, Türkiye'de Bireysel Emeklilik Sisteminin İrdelenmesi ve Bazı Öneriler Geliştirmeye Yönelik Bir Araştırma*, TUGİAD, 2001.

Şahin, Mustafa. "Dünyada Özel Emeklilik Fonlarının Günümüze Kadar İzlediği Potansiyel Gelişim," *Active*, (Eylül-Ekim 2004), ss.38-46.

Şen, Murat ve Memiş, Tekin, *özel Emeklilik ve Türkiye İçin Sistem Önerisi*, TUGİAD, 2000.

Teker, Suat ve Müminoğlu, Onur. "Sosyal Güvenlik Sistemimiz İçin Bir Çözüm: Özel Emeklilik Fonları," *Muhasebe ve Finansman Der.*, 22 (Nisan 2004), ss.61-70.

Tuncay, Can. "Bireysel Emeklilik Rejimi Üzerine," *Çimento İşveren Dergisi*, 14, 2 (Mart 2000), ss.3-15.

Uğur, Suat. "Özel Emeklilik Türleri ve Bireysel Emeklilik," *Çimento İşveren Dergisi*, 18, 4 (Temmuz 2004), ss.14-25.

Uslu, Nermin. "Yüksek Enflasyonlu Ülkelerde Özel Hayat Sigortacılığının Durumu ve Geleceği," *Reasürör*, 32 (Nisan 1999), ss.15-26.

Varış, Meral; Küçükçolak, Ali; Erdoğan, Oral ve Özer, Levent. "AB Sermaye Piyasalarına Uyum ve Rekabette Türk Sermaye Piyasası ve İMKB'nin Gelişimi," *İMKB Dergisi*, Özel Sayı, 4, 14 (Nisan-Mayıs-Haziran 2000).

www.egm.org.tr

www.oecd.org

www.spk.gov.tr

## MUHASEBE FİNANSMAN DERGİSİ (MUFAD) ABONELİK FORMU

### BANKA BİLGİLERİ

**BANKA:** İŞ BANKASI  
**HESAP NO:** 233888

**ŞUBE:** OSMANBEY  
**TUTAR** (yıllık): \_\_\_\_\_

### ABONEYE AİT BİLGİLER

**ADI SOYADI / KURUM** \_\_\_\_\_

**ADRES** \_\_\_\_\_

**TEL** \_\_\_\_\_

**Tarih** \_\_\_\_\_

Yukarıda yazılı tutar .... / .... / ..... tarihinde hesabınıza yatırılmıştır.

İmza

Not: Formu eksiksiz doldurduktan sonra 0212 231 01 69 no'lu faksa gönderiniz.  
Daha fazla bilgi için 0212 240 33 39 – 248 19 36 no'lu telefonları arayabilirsiniz.

