

**TÜRKİYE’DEKİ BİREYSEL EMEKLİLİK FONLARININ
PERFORMANS ANALİZİ, FAİZSİZ FONLAR İLE FAİZLİ
FONLARIN KARŞILAŞTIRILMASI**

**PERFORMANCE EVALUATION OF PENSION FUNDS IN
TURKEY, COMPARISON OF INTEREST-FREE AND
INTEREST BEARING PENSION FUNDS**

Gülin Begüm BATUR

Dr. Öğr. Üy. Uğur KARABEY

Tez Danışmanı

Hacettepe Üniversitesi
Lisansüstü Eğitim-Öğretim ve Sınav Yönetmeliğinin
Aktüerya Bilimleri Anabilim Dalı İçin Öngördüğü
YÜKSEK LİSANS TEZİ olarak hazırlanmıştır.

2022

ÖZET

TÜRKİYE’DEKİ BİREYSEL EMEKLİLİK FONLARININ PERFORMANS ANALİZİ, FAİZSİZ FONLAR İLE FAİZLİ FONLARIN KARŞILAŞTIRILMASI

Gülin Begüm BATUR

Yüksek Lisans, Aktüerya Bilimleri Bölümü
Tez Danışmanı: Dr. Öğr. Üy. Uğur KARABEY
Ocak 2022,98 Sayfa

Bireysel emeklilik ile kişiler, emeklilik öncesi dönemde yaptıkları tasarrufları uzun vadeli yatırımlara yönlendirmekte ve böylece emeklilik dönemlerinde ek gelir elde etmektedirler. Ülkemizde bireysel emeklilik gönüllülük esasına dayanmaktadır. Kişilerin birikimleri, emeklilik şirketleri tarafından yönetilen emeklilik fonlarında değerlendirilmektedir.

Ülkemizde, bireysel emeklilik faaliyetlerine sosyal güvenlik sisteminin yükünü azaltmak amacıyla 2003 yılında başlanmıştır. Söz konusu faaliyetler, sisteme alternatif olarak değil sistemi tamamlamak üzere kurgulanmıştır. Bireysel emeklilik faaliyetlerinin daha geniş kitlelere yayılabilmesi için faiz hassasiyeti bulunan kişilerin sisteme dâhil edilmesi amaçlanmış ve bu doğrultuda 2008 yılında mevzuat değişiklikleri yapılmıştır. Bahse konu değişiklikler neticesinde katılım emeklilik sistemi ülkemizde faaliyet göstermeye başlamış, faiz hassasiyeti nedeniyle yastık altında duran fonlar sisteme aktarılmış ve daha çok kişinin bireysel emeklilik sisteminden yararlanabilmesine olanak sağlanmıştır.

Bu çalışmanın amacı, 2017 Ocak - 2021 Haziran (4,5 yıllık) döneminde kesintisiz faaliyet gösteren “Gönüllü Emeklilik Fonlar” dâhilindeki, faizli ve faizsiz fonların, fon grupları bazında, performanslarını çeşitli ölçüm tekniklerinden yararlanarak ölçmek ve karşılaştırmalı analizlerini yapmaktır.

Çalışma sonucunda, katılım emeklilik fonlarının ülkemizde hızlı bir büyüme gösterdiği ancak faizli emeklilik fonlarına kıyasla katılımcılarına daha az portföy çeşitliliği sunduğu tespit edilmiştir. Fon sayılarına ve büyüklüklerine bakıldığında faizli fonların faizsizlere kıyasla daha fazla olduğu görülmüştür.

Çalışmada incelenen fonların getirileri, yıllık ve kümülatif 4,5 yıllık dönemde 6 ayrı fon grubu için incelenmiştir. 4,5 yıllık dönemde, altın fonları dışında tüm gruplarda faizsiz fonların ortalama getirilerinin faizlilere göre daha yüksek olduğu tespit edilmiştir.

Çalışma kapsamında, fonlar ayrıca üç risk seviyesine göre ayrılarak da incelenmiştir. İncelenen dönem aralığında, tüm risk gruplarında, faizsiz fonların faizlilere göre ortalamada daha iyi getiri sağladığı gözlemlenmiştir. En yüksek getiriyi yüksek riskli grupların sağladığı, ortalama en düşük getirinin ise orta düzeyde risk alan faizli fonlara ait olduğu tespit edilmiştir.

Mevzuat gereği, katılımcıların fon dağılım değişikliği ve emeklilik şirketi değiştirme hakları bulunmaktadır. Katılımcılar, fon seçiminde piyasa koşullarına göre pozisyon alabilmektedirler.

Fonları, yalnızca geçmiş getiri performanslarına göre değerlendirmek yetersiz kalmaktadır. Fonların performansını ölçmek için literatürde çeşitli yöntemler bulunmaktadır. Çalışma kapsamında, fonların “Sharpe Ölçütü”, “Treynor Ölçütü” ve “Jensens (Alfa) Ölçütü” kullanılarak detaylı performans analizleri yapılmıştır.

Çalışmanın son kısmında, emeklilik şirketleri, risk grupları bazında; “Getiri”, “Sharpe”, “Treynor” ve “Jensens (Alfa)” ölçümlerine göre puanlanmıştır. Fonların yıllık puanları, hacimleri ile ağırlıklandırılmış ve şirketlerin nihai puanları oluşturulmuştur.

Anahtar Kelimeler: Bireysel Emeklilik Sistemi, Bireysel Emeklilik Fonları, Faizsiz Emeklilik Fonları, Katılım Emeklilik Fonları

ABSTRACT

PERFORMANCE EVALUATION OF PENSION FUNDS IN TURKEY, COMPARISON OF INTEREST-FREE AND INTEREST BEARING PENSION FUNDS

Gülin Begüm BATUR

Yüksek Lisans, Aktüerya Bilimleri Bölümü

Supervisor: Assist. Prof. Dr. Uğur Karabey

Ocak 2022, 98 Pages

Individuals can gain additional income during their retirement periods by directing their savings in the pre-retirement period to long-term investments through the private pension system. Private pension system operates on a voluntary basis in Turkey. Savings of individuals are invested in funds managed by pension companies.

In Turkey, private pension activities started in 2003 in order to reduce the burden of the social security system. These activities are designed to complement the system, not as an alternative to the system. In order to expand private pension activities to wider masses, it was aimed to include people who refrain from interest bearing instruments in the system. In this regard, legislative changes were made in 2008. As a result of the aforementioned changes, the participation pension system started to operate in Turkey, the funds that were not initially within the financial system due to lack of interest-free products were transferred into the system and more people were able to benefit from the private pension system.

The aim of this study is to measure the performance of interest bearing and interest-free funds within the "Voluntary Pension Funds", which operate uninterruptedly in the period of 2017 January - 2021 June (4.5 years); on the basis of fund groups, by using various measurement techniques to make comparative analysis. It is revealed that participation pension funds have shown a rapid growth in Turkey, but they offer less portfolio diversity

to their participants compared to interest-bearing pension funds. Interest-bearing funds are exceeding interest-free ones in terms of the number and size of funds.

The returns of the funds were examined for 6 different fund types both on an annual basis and in a cumulative 4.5-year period. In the 4.5-year period, the average returns of interest-free funds are higher than interest-bearing funds in all groups, except for gold funds.

In the analysis, funds were also analyzed their risk levels. In the analyzed period, interest-free funds provided better returns on average than interest-bearing funds in all risk groups. While the high-risk group provides the highest return, the lowest return belongs to moderate risky interest-bearing funds.

According to the legislation, the participants have the right to change the fund composition and shift the pension company. Participants can take positions according to market conditions in fund selection.

It is insufficient to evaluate funds solely on their past return performance. There are various methods to measure the performance of funds. Within the scope of the study, funds performance analysis was conducted by using Sharpe, Treynor and Jensen (Alpha) Criteria. In the final part of the study, pension companies were scored on an annual basis by the risk groups. Return, Sharpe and Treynor Jensens alpha measures were deployed for scoring the funds. The final scores of the companies were reached by the annual scores weighted with the volume of the funds.

Keywords: Private pension system, Interest-Free Pension Funds, Participation funds

TEŞEKKÜR

Tez çalıőmam sűrecinde bana olan desteęi, akademik katkıları ve emekleri için danıőman hocam sayın Dr. Őęr. Őy. Uęur KARABEY'e çok teőekkűr ederim.

Tezimin tűm aőamalarında yanımda olup yardımını ve desteęini hissettiren aileme; sonsuz sevgilerini daima hissettięim, bana her zaman destek veren; gűven ve hoőgűrűleriyle beni cesaretlendiren ve teővik eden sevgili eőim ve oęluma teőekkűr ederim.

G. Begűm BATUR

Ocak 2022, Ankara

İÇİNDEKİLER

ÖZET	i
ABSTRACT	iii
TEŞEKKÜR	v
İÇİNDEKİLER.....	vi
TABLolar	ix
ŞEKİLLER	x
KISALTMALAR	xi
1. Giriş	1
2. Faizsiz Finans Sistemi	4
2.1. Faizsiz Finansın Sistemi	4
2.2. Faizsiz Finansın Temelleri	5
2.3. Faizsiz Finans Sisteminde Finansal Ürün ve Hizmetler	6
2.4. Küresel Faizsiz Finans Sistemi	7
2.5. Türkiye'de Faizsiz Finans Sistemi	8
3. Emeklilik Sistemleri	11
3.1. Sosyal Güvenlik Sistemi	11
3.2. Bireysel Emeklilik Kavramı	13
3.3. Bireysel Emeklilik Sisteminin Yapısı.....	14
3.4. Sosyal Güvenlik ve Bireysel Emeklilik Sisteminin Dünyada Gelişimi.....	18
3.5. Sosyal Güvenlik ve Bireysel Emeklilik Sisteminin Türkiye’de Gelişimi	20
3.6. Türkiye’de Faiz Kırılımında Emeklilik Fonları	24
4. Fon ve Performans Analizi	31
4.1. Getiri Ölçüm Yöntemleri	32

4.1.1.	Mutlak Getiri	32
4.1.2.	Görelî Getiri.....	32
4.1.3.	Logaritmik Getiri.....	32
4.1.4.	Geometrik Getiri.....	32
4.2.	Risk Ölçüm Yöntemleri	33
4.2.1.	Standart Sapma.....	33
4.2.2.	Beta Katsayısı	33
4.3.	Toplam Risk Temelli Yöntemler	34
4.3.1.	Sharpe Performans Oranı.....	34
4.3.2.	M2 Oranı Performans Oranı	35
4.3.3.	Sortino Oranı	35
4.4.	Sistemik Riske Göre Performans Ölçen Modeller.....	36
4.4.1.	Treynor Oranı	36
4.4.2.	Treynor Kare(T ²) Oranı.....	37
4.4.3.	Jensen's Alfa Oranı	37
4.4.4.	Değerleme Oranı.....	37
4.5.	Performans Değerleme Ölçütleri Karşılaştırması	38
5.	Türkiye Katılım Emeklilik Fonları ile Konvansiyonel Fonların Kıyaslaması.....	39
5.1.	Portföy Performans için Araştırma Yöntemi ve Veriler	40
5.1.1.	Fon İlişkin Detaylı Bilgiler.....	41
5.1.2.	Kıyaslama Ölçütü	41
5.1.3.	Fonun Risk Değeri.....	43
5.1.4.	Araştırma Konusu.....	43
5.2.	Faizli Fonlar ile Faizsiz Fonlarının Kıyaslaması	44
5.2.1.	Altın Fon Grubu	45
5.2.2.	Hisse Senedi Fon Grubu	51
5.2.3.	Standart Fon Grubu	57

5.2.4.	Temkinli/Muhafazakâr Değişken Fon Grubu.....	64
5.2.5.	Dengeli Değişken Fon Grubu.....	69
5.2.6.	Atak/Dinamik Değişken Fon Grubu.....	74
5.3.	Şirketler Bazında Faiz Kırılıma Göre Getiri Kıyaslaması	80
5.4.	Risk Grubuna Göre Kıyaslama	81
5.4.1.	Risk Değerlerine Göre Şirket Bazlı Getiriler	82
5.4.2.	Risk Değerlerine Fonların Puanlaması	86
6.	Sonuç	90
	KAYNAKLAR.....	94

TABLolar

Tablo 1 Türkiye Hane Halkı Finansal Varlıkları (Mart 2021)	24
Tablo 2: 2020 Yıl Sonu İtibariyle Emeklilik Şirketlerinin Fon Tutarları (Bin TL)	30
Tablo 3: Fon Performans Kriterleri Karşılaştırması	38
Tablo 4 Altın Fonlarının Getiri Kıyaslaması	46
Tablo 5 Altın Fonları Sharpe Oranları	47
Tablo 6 Altın Fonlarının Treynor Oranı İle Kıyaslanması	48
Tablo 7 Altın Fonlarının Jensens Oranı İle Kıyaslanması	49
Tablo 8 Hisse Fonlarının Yıllık Bazda Getiri Kıyaslanması	52
Tablo 9 Hisse Fonlarının Sharpe Oranı ile Kıyaslanması	53
Tablo 10 Hisse Fonlarının Treynor Oranı ile Kıyaslanması	54
Tablo 11 Hisse Fonlarının Jensens Alfa Oranı ile Kıyaslanması	55
Tablo 12 Standart Fonların Yıllık Bazda Getiri Kıyaslanması	59
Tablo 13 Standart Fonlarının Sharpe Oranı ile Kıyaslanması	60
Tablo 14 Standart Fonlarının Treynor Oranı ile Kıyaslanması	61
Tablo 15 Standart Fonlarının Jensen's Alfa Oranı ile Kıyaslanması	62
Tablo 16 Temkinli/Muhafazakâr Değişken Getiri Bazında Kıyaslanması	65
Tablo 17 Temkinli/ Muhafazakâr Fonlarının Sharpe Oranı ile Kıyaslanması	66
Tablo 18 Temkinli/Muhafazakâr Fonlarının Treynor Oranı ile Kıyaslanması	67
Tablo 19 Temkinli/Muhafazakâr Değişken Jensens Alfa Oranı ile Kıyaslanması	67
Tablo 20 Dengeli Değişken Fonlarının Yıllık Bazda Getiri Kıyaslanması	70
Tablo 21 Dengeli Değişken Fonlarının Sharpe Oranı ile Kıyaslanması	71
Tablo 22 Dengeli Değişken Fonlarının Treynor Oranı ile Kıyaslanması	72
Tablo 23 Dengeli Değişken Fonlarının Jensen Alfa Oranı ile Kıyaslanması	73
Tablo 24 Atak/Dinamik Değişken Fonlarının Getiri Bazında Kıyaslanması	76
Tablo 25 Atak/Dinamik Değişken Fonlarının Sharpe Oranı ile Kıyaslanması	77
Tablo 26 Atak/Dinamik Fonlarının Treynor Oranı İle Kıyaslanması	78
Tablo 27 Atak/Dinamik Fonlarının Jensen's Alfa Oranı İle Kıyaslanması	78
Tablo 28 Şirket Bazında Risk Grubun Göre Başarı Puanı	88

ŞEKİLLER

Şekil 1 Faizsiz Finans Ürün ve Hizmetlerin Sınıflandırılması	6
Şekil 2 Üç Ayaklı Sosyal Güvenlik Sistemi	12
Şekil 3 Kamu Eliyle Yürütülen Sosyal Güvenlik Sistemleri.....	12
Şekil 6 Bireysel Emeklilik Sisteminin Ülkemizdeki İşleyişi	16
Şekil 4 Dünyada Emeklilik Sistemlerinin Oluşum Tarihleri.....	19
Şekil 5 Yıllar İtibariyle BES' dâhil olan Toplam Ünik Katılımcı Sayısı.....	23
Şekil 7 2020 Sonu Faiz Kırılımında BES&OKS Fon Adet-Tutar.....	26
Şekil 8 2020 Yıl sonu itibariyle Yıllık İhraç Edilen Fon Sayısı	26
Şekil 9 Haziran 2021 İtibariyle Emeklilik Fonlarının Faiz Göre Dağılımı	40
Şekil 10 Altın Fonlarının Getiri-Büyükük Grafiği	45
Şekil 11 Altın Fonları Faiz & Kamu/Özel Ayrımı	50
Şekil 12 Hisse Fonlarının Getiri-Büyükük Grafiği	51
Şekil 13 Hisse Senedi Fonları- Faiz & Kamu/Özel Ayrımı	56
Şekil 14 Standart Fonların Getiri-Büyükük Grafiği	58
Şekil 15 Standart Fonların- Faiz & Kamu/Özel Ayrımı.....	63
Şekil 16 Temkinli Değişken Fonlarının Getiri-Büyükük Grafiği	64
Şekil 17 Temkinli Muhafazar Fonların- Faiz & Kamu/Özel Ayrımı	68
Şekil 18 Dengeli Değişken Fonlarının Getiri-Büyükük Grafiği.....	69
Şekil 19 Temkinli Muhafazar Fonların- Faiz & Kamu/Özel Ayrımı	73
Şekil 20 Atak/Dinamik Fonların Getiri-Büyükük Grafiği.....	75
Şekil 21 Atak/Dinamik Değişken Fonların- Faiz & Kamu/Özel Ayrımı	79
Şekil 22 Şirketler Bazında Faiz Kırılıma göre Getiri Kıyaslaması	80
Şekil 23 Risk Değerine Göre Fon Grubu Bazında Fon Adedi	81
Şekil 24 Risk Grubu Bazında Getiri Ortalaması	82
Şekil 25 Düşük Riskli Fon Grubu Ağırlıklı Ortalama Getirileri	83
Şekil 26 Orta Riskli Fon Grubu Ağırlıklı Ortalama Getirileri	84
Şekil 27 Yüksek Riskli Fon Grubu Ağırlıklı Ortalama Getirileri	85

KISALTMALAR

BAĞ-KUR	:	Esnaflar ve Sanatkarlar ve Diğer Bağımsız Çalışanlar Sosyal Sigortalar Kurumu
BEFAS	:	Bireysel Emeklilik Fon Alım Satım Platformu
BEDK	:	Bireysel Emeklilik Danışma Kurulu
BES	:	Bireysel Emeklilik Sistemi
EGM	:	Emeklilik Gözetim Merkezi
FON	:	Bireysel Emeklilik Fonu
IFSB	:	İslami Finansal Hizmetler Kurulunun
IMF	:	Uluslararası Para Fonu
IRTI	:	İslami Araştırma ve Eğitim Merkezi
OKS	:	Otomatik Katılım Sistemi
ÖFK	:	Özel Finans Kurumları
SGK	:	Sosyal Güvenlik Kurumu
SPK	:	Sermaye Piyasası Kurumu
SSK	:	Sosyal Sigortalar Kurumu
TAKASBANK	:	Takas ve Saklama Bankası Anonim Şirketi
TEFAS	:	Türkiye Elektronik Fon Alım Satım Platformu
TKBB	:	Türkiye Katılım Bankaları Birliği
TLREF	:	Türk Lirası Gecelik Referans Faiz Oranı
TMSF	:	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TÜİK	:	Türkiye İstatistik Kurumu
VDMK	:	Varlığa Dayalı Menkul Kıymet

1. Giriş

Ülkemizde kamu eliyle yürütülen sosyal güvenlik sisteminin tamamlayıcısı olarak 2003 yılında faaliyete başlayan bireysel emeklilik sistemi (BES), vatandaşların tasarruf bilinçlerini artırdığı için kamu eliyle de gerek mevzuat altyapısı, gerek maddi teşvikler ile desteklenmektedir.

BES ile kişiler emeklilik hayatlarında refahlarını artırmak için çalışma hayatları boyunca tasarruf etmekte ve bu tasarrufları yatırıma yönlendirilmektedir. Bireylerin tasarruf etmeleri yalnızca kendi günlük hayatlarını değil geleceklerini, dolaylı yollardan da tüm toplumu ilgilendirmektedir. Tasarruf eğiliminin toplumun geneline yayılmasıyla, atıl durumdaki fonlar birleşerek finansal sisteme aktarılmakta ve genel ekonominin kalkınmasına katkı sağlamaktadır. Gelişmiş ülkelerde tasarruf oranı %30'ların üzerinde iken ülkemizde bu oran Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre %15 seviyelerindedir (Dede & Yazıcı, 2020). Dolayısıyla tasarruf oranlarının artması için BES'in ülkemizde yaygınlaşması büyük önem arz etmektedir.

Bireysel emeklilikte kişilerin birikimleri emeklilik döneminde ek bir gelir sağlamak üzere toplanmaktadır. Bu birikimler katılımcıların risk tercihine göre, emeklilik şirketleri tarafından yönetilen emeklilik fonlarında değerlendirilmektedir. Dolayısıyla fonlarının performans analizinin yapılması hem katılımcılar hem de emeklilik şirketleri için büyük önem arz etmektedir.

2020 sonu itibariyle 169,5 milyon TL fon büyüklüğüne ulaşan bireysel emeklilik sistemi tasarrufların arttırılmasına katkı sağlamasının yanı sıra finansal okuryazarlığın artmasına, kişilerin yeni finansal araçlar tanınmasına yardımcı olmaktadır. Sistemin faaliyete geçmesiyle birçok gelişme olmuş ancak sistemdeki en önemli mihenk taşı fon getirilerine ek olarak kamunun %25 ek katkı payı vermesi olmuştur.

Faiz ve faizli finansal ürünler tüm semavi dinlerde yasaklanmıştır. Tüm dünyada inançlarından dolayı finansal hizmetlerden yararlanamayan bir kesim bulunmaktadır. İslamiyet'in faizi yasaklaması Müslümanların çeşitli finansal hizmetlerden

yararlanamamasına neden olmakta ayrıca bu kişilerin ellerindeki birikimlerinin sisteme dâhil olamamasına sebep olmaktadır.

2008 yılında emeklilik fonlarının yatırım şartlarından biri olan “%30’unun Devlet Tahvili-Hazine Bonosu” olma şartının kaldırılması ile birlikte “Katılım Bireysel Emeklilik Sistemi” ülkemizde faaliyet göstermeye başlamıştır. Böylece faiz hassasiyeti nedeniyle yastık altında duran fonlar sisteme aktarılabilmiş ve daha çok kişi bireysel emeklilik sisteminden yararlanabilmiştir.

Katılımcılar tasarruflarını aktardıkları emeklilik şirketlerini belirli şartlar altında değiştirebilirler. Bu sebeple rekabet ortamında, daha çok katılımcıya hizmet vermek ve mevcut katılımcılarını ellerinde tutmak isteyen şirketler ilgili risk düzeyinde getirilerini maksimize etmek için çalışırlar. Tasarruflarının yönetimini tamamen emeklilik şirketlerine bırakan katılımcılar için şirketlerin başarılarının ölçülmesi büyük önem arz etmektedir. Fon yönetimini kendi yapmak isteyen katılımcılar içinse fonların performans ölçümünün doğru yapılması önemlidir.

Bu çalışmada amaç, ülkemizde 2003 yılında faaliyete başlayan gönüllü bireysel emeklilik sistemi kapsamında ihraç edilen emeklilik fonları ile 2008’den itibaren faaliyet göstermeye başlayan gönüllü faizsiz bireysel emeklilik sisteminin fonlarının performans analizinin yapılarak kıyaslanmasıdır.

Analizde, 2017 Ocak - 2021 Haziran dönemi içinde kesintisiz faaliyet gösteren emeklilik fonları faiz yapısına göre gruplandırılarak incelenmiştir. Seçilen fonlar, fon gruplarına ayrılarak, Getiri, Sharpe Ölçütü, Beta Oranı kullanılarak hesaplanan Treynor Ölçütü ve Jensens (Alfa) Ölçütü kullanılarak performans analizleri hem yıllık hem de kümülatif 4,5 yıllık dönem için yapılmıştır. Ayrıca emeklilik şirketlerinin başarıları risk grupları bazında incelenmiştir.

Çalışma altı bölümden oluşmaktadır. İlk bölüm, çalışmanın amacını, kapsamını ve hedefini ele alan giriş bölümüdür. İkinci bölümde faizsiz finans sisteminin dünyadaki ve ülkemizdeki yerinden bahsedilmektedir. Üçüncü bölüm bireysel emeklilik sisteminin gelişimi ve emeklilik fonları hakkında genel bilgiler içermektedir. Çalışmanın analiz kısmında kullanılmak üzere literatürde yer alan çeşitli fon performansı ölçüm yöntemlerinden

dördüncü bölümde bahsedilmektedir. Beşinci bölümde ise analizin yer aldığı emeklilik fonlarının getirileri ve performans ölçümleri bulunmaktadır. Altıncı ve son bölüm, çalışmanın bulgularının yorumlandığı sonuç bölümüdür.

2. Faizsiz Finans Sistemi

Faizsiz finans temelinde dini hassasiyetler bulunan, üzerinde pek çok akademik çalışma yapılan finans alanlarından biridir. Faizsiz finans tüm ekonomik yaşamı İslam hukukuna göre düzenlemek anlamına gelmektedir.

Faizsiz Finans Sistemi, her mal/hizmete karşılık bir para hareketi olan bir sistemdir. Dolayısıyla bu sistemi yalnızca faizin olmadığı ekonomik bir sistem olarak nitelendirmek mümkün değildir.

2.1. Faizsiz Finansın Sistemi

İslam âlimlerine göre ticaret aracı olarak ortaya çıkan para bir süre sonra tefeciliğin ana unsuru haline gelmiştir (Yıldırım, 2014). Faiz, genel tanım itibariyle kendine ait olmayan belirli bir sermayeyi kullanmak için ödenecek bedel, diğer bir ifadeyle paranın zaman değeridir. Faiz, borç alan taraf için maliyet olarak değerlendirilirken borç veren taraf için ise bir kazançtır. Ancak, İslamiyet'te, özünde bir değeri olmayan paranın zaman değeri de yoktur, ancak malların zaman değeri vardır (Habergetiren, 2017).

Faizsiz finans veya diğer bir ifadeyle İslami Finans, tüm finansal faaliyet ve işlemlerin İslam'a uygun olarak uygulandığı sistem olarak tanımlanmaktadır (Karahana & Ersoy, 2016). Diğer bir tanım ise mali sektörlerde, faiz dışı prensiplerin uygulanması ve tüm finansal işlemlerin tamamının bu prensiplere uygun olarak yerine getirilmesidir (Arslan E. C., 2017).

İslami finans, Kur'an-ı Kerim'de ve sünnette Arapça "Riba" olarak da isimlendirilen "faizin" dâhil edilmeden işlemlerin gerçekleştirilmesi kuralına dayanmaktadır. Kur'an-ı Kerimin faizi yasaklayan ve haram kılan 7 ayeti vardır. Bunlardan bazıları "Allah alışverişi helâl, faizi haram kılmıştır." (el-Bakara:2/275) " İnsanların malları içinde artsın diye faizle her ne verirseniz, Allah katında artmaz" (er-Rûm:30/39).

Uluslararası Para Fonu (IMF) 2015 yılında yayımlanan "An Overview of Islamic Finance" raporunda faiz, üretim olmadan servette artış olarak tanımlanmış ve faizin İslamiyet'te kesin olarak yasaklandığı belirtilmiştir (IMF, 2015). Ancak İslami finansı "faizin olmadığı bir sistem" olarak tanımlamak yeterli değildir. İslami finans; çeşitli dini ve ekonomik sebepler

yüzünden oluşan faizin (riba), borca neden olan konunun belirsizliği (gharar), kumar (meysir) ve haram olarak nitelendirilmiş ürünler ve hizmetlerin üretimi ve satışının yasak olması üzerine kurulmuştur (Tok, 2009). Bunların dışında işlemlerin varlığa dayalı yapılması ve işlemler gerçekleştirilirken risk paylaşımı olması gerekmektedir. İslami finans yalnızca bankacılık sektörü ile sınırlı değil; yatırım fonları, menkul kıymetler, sigorta şirketleri ve diğer banka dışı finans kurumlarını da kapsamaktadır (Warde, 2000).

İslami finans sektörü, ortaya çıkış sebebi dini kısıtlamalar olsa bile son yıllarda yaşanan krizlerden sonra İslamiyet dini mensupları dışındaki yatırımcıların da ilgisini çekmeyi başarmıştır. Nitekim ülkeler sektörün gelişmesi için çeşitli teşvikler ve altyapı çalışmaları ile rekabet içine girmiş ve kendilerini İslami finans merkezi olduklarını ilan etmeye başlamışlardır (Türker, 2010).

2.2. Faizsiz Finansın Temelleri

IMF (2015) İslami finans raporunda faizsiz finansın üç temel üzerine kurulduğunu belirtmiştir:

1. Eşitlik İlkesi (Principle of Equity): İslamiyet öncesi dönemde borç veren, bugünlerde olduğu gibi kurum ve kuruluşlar değil daha çok kişilerdi. Borç isteyene verilen paranın veya malın ödeme zamanının ikiye ya da üçe katlanması o dönemde olan bir uygulama türüydü (Riba Teorisi). Güçsüzlerin ezildiği bu uygulamaya karşı faiz yasaklanmış ve borç alma işleminde sözleşme yapılması gerektiği belirtilmiştir. Bu ilke ile sözleşme yapan taraflardan daha güçsüz durumda olanın korunması amacıyla önceden belirlenmiş faiz (riba) yasaklanmıştır. Eşitlik ilkesi haksız kazanca yol açacak şekilde olan belirsizliklerin (gharar) yasaklanmasının temeli olduğu gibi, aynı zamanda bilgi asimetrisinden kaynaklanan boşluklarında önüne geçilmesidir. İslamiyet'te eşitlik ilkesinin önemi maddi olarak belli eşişin üzerinde olan kesimin gelirlerinin 1/40'ını maddi durumu daha kötü olan kişilere vermesiyle de ortaya çıkmaktadır.(Zekât)
2. Katılım İlkesi: İslami finans genelde faizsiz finansman olarak bilinmesine rağmen, faizin yasak olması, giriş sermayesinin ödüllendirilmeyeceği veya artamayacağı anlamına gelmemektedir. Ancak İslami kurallara göre getirinin, belirli bir vadenin dolmasıyla değil, bir riskle kazanılması gerekmektedir. Katılım ilkesi, servet artışlarının üretken faaliyetlere dayandırılmasından dolayı genel ekonomiyi de etkileyen önemli bir faktördür.

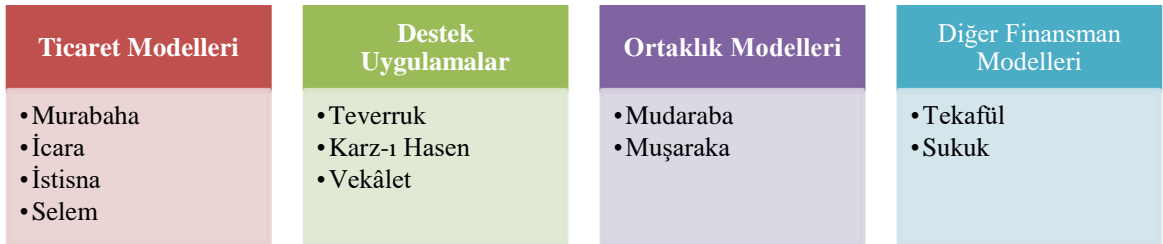
3. Mülkiyet İlkesi: İşlem yapmadan önce varlığın mülkiyetine sahip olunmasını gerektiren ilkedir. İslami finans, bu nedenle, varlık-temelli finansman olarak bilinir ve finans ile reel ekonomi arasında sağlam bir bağlantı oluşturur. Sözleşme yükümlülüklerini, sözleşmelerin kutsallığını vurgulayarak sürdürmek yanında, mülkiyet haklarına da saygı göstermeyi ve muhafaza etmeyi gerektirir.

Tüm bunların yanında Yıldırım'ın (Katılım Bankacılığı ve Faizsiz Finans Sertifika Programı (2014) sunumunda İslam ekonomisinin diğer temel ilkeleri:

- Başkalarının malının haksız yollarla alınmaması gerektiği, aldatmanın yasak olduğu,
- Spekülatif davranışların yasak olduğu,
- Tefeciliğin yasak olduğu,
- İsrafin yasak olduğu,
- Kumarın yasak olduğu,
- Piyasaya müdahale etmenin yasak olduğu,
- Cimriliğin yasak olduğu ve
- Yasaklanmamışların ticaretinin serbest olduğu şeklinde belirtilmiştir.

2.3. Faizsiz Finans Sisteminde Finansal Ürün ve Hizmetler

Faizsiz finans sisteminde kullanılan finansal ürün ve hizmetleri; ticaret modelleri (murabaha, icara, istisna, selem), destek uygulamaları (teverruk, karz-ı hasen, vekalet), ortaklık modelleri (mudaraba, muşaraka, azalan muşaraka) ve diğer finansman modelleri (sukuk, tekafül) olarak dört başlık altında incelemek mümkündür.



Kaynak: (İslami Finansın Türkiye'deki Gelişimi, Mevcut Sorunlar ve Çözüm Önerileri, Çürük, 2013)

Şekil 1 Faizsiz Finans Ürün ve Hizmetlerin Sınıflandırılması

2.4. Küresel Faizsiz Finans Sistemi

Faizsiz finans İslami finansla eş tutulsa da tüm semavi dinlerde, toplumda eşitliğin ve gelir dağılımının bozulmasına sebep olan nedenlerden biri olan faizden uzak durulması gerektiği öğütlenmektedir. Kuran-ı Kerîm’de olduğu gibi Tevrat’ta (Çıkış, Levililer ve Tansiye bölümleri) ve İncil’de de faizin yasak olduğuna dair ayetler bulunmaktadır. Zamanla kutsal kitaplarda yorumlamalar ve değişiklikler sonucunda din adamları faizi meşru göstermişlerdir (Bozkurt, 2019). İslamiyet’te ise faiz kesinlikle yasaklanmıştır.

Modern anlamda ilk katılım bankası örneği 1963 yılında kurulmuştur. Ahmed en-Naccar tarafından modern ve kırsalda uygulanan bankacılık kurallarını sentezleyerek kurulan “MİT Ghamr Tasarruf” bankası bu alanda önyak olmuştur. Devam eden süreçte bu model tüm dünyada yayılarak devam etmiştir.

Faizsiz finans sistemi, inançlarından dolayı bankacılık sistemine dâhil olmayan kesimin elinde bulunan fonların ekonomiyle bütünleşmesini sağlamaktadır. İslami Araştırma ve Eğitim Merkezi (IRTI) 2016 raporuna göre dünyada 40 milyondan fazla kişinin dini sebeplerden dolayı finans sistemine girmediği düşünülürse faizsiz finans sisteminin önemi açıkça görülebilmektedir. Faizsiz finans sektörü, faizsiz finansal ürünlerini tercih eden yatırımcıların yanı sıra alternatif yatırım alanları arayan yatırımcıların giderek artmasıyla birlikte büyümesi hız kazanan bir sektör haline gelmiştir.

Küresel faizsiz finans sisteminin büyüklüğüne ilişkin uluslararası kuruluşlar tarafından farklı hesaplamalar yapılmaktadır. Bu kapsamda, İslami Finansal Hizmetler Kurulunun (IFSB) yıllık olarak yayımladığı; İstikrar Raporunun 2020 sayısına göre 2019 yıl sonu itibarıyla küresel faizsiz finans sistemi 2,44 trilyon ABD Doları büyüklüğüne ulaşmıştır. Küresel faizsiz finans sisteminin %72,4’ü bankacılık, %22,3’ü sukuk, %4,2’si faizsiz fonlar ve %1,1’i ise tekafülden oluşmaktadır (IFSB, 2020).

Gelişmekte olan Doğu ülkelerinin küresel ekonomi içindeki ağırlığının artması faizsiz bankacılık sektörünü olumlu etkileyecek bir unsurdur. Müslüman nüfusun ağırlıklı olduğu bazı ülkelerde (Endonezya, Katar, Malezya, Suudi Arabistan, Pakistan) faizsiz bankacılığın önemli oranda büyüyeceği öngörülmektedir (TKBB, 2015).

Müslüman nüfusun ağırlıklı olmadığı ülkelere bakıldığında ise Singapur ve Amerika Birleşik Devletleri’nin sukuk ihracında önemli ölçüde büyüme gösterdiği ve bu ülkelerde

sukukun alternatif finansman aracı olarak tercih edilmeye başlandığı görülmektedir. Bu ülkelerin yanı sıra 2013 yılında Hong Kong, Lüksemburg, Tunus ve Fas gibi bu piyasaya yeni dâhil olan ülkeler de bulunmaktadır (TKBB, 2015).

2.5. Türkiye'de Faizsiz Finans Sistemi

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) 2019 yılı sonu verilerine göre 83,2 milyonluk nüfusa sahip olan ülkemizde nüfusun çok büyük bir çoğunluğunu Müslümanlar oluşturmaktadır. Buna karşın İslami finans yeterli ilgi görmemektedir. Ancak son yıllarda tanınırlığının da artmasıyla İslami finansa ilginin arttığı söylenebilir.

Ülkemizde Faizsiz Finans sisteminin temelleri, 1980'lerin başında özellikle dini nedenlerle finansal sistemin dışında kalan kesimin mevduatlarının ekonomiye kazandırılması, faizden kaçınan uluslararası fonların çekilmesine aracılık edilmesi ve bankacılık sektörünün çeşitlenmesi için atılmıştır.

Ülkemize sermaye akımının ve çeşitliliğinin artırılması amacıyla yasa ve uygulamalarda yapılan değişiklikler ile faizsiz finans için gerekli alt yapının oluşturulması faizsiz finansın ülkemizde hızlı bir şekilde büyümesini desteklemiştir.

İslami finans Türkiye'de katılım bankaları aracılığıyla uygulanmaktadır. 2020 yıl sonu itibariyle ülkemizde 1255 şubeyle faaliyet gösteren 6 katılım bankası bulunmaktadır (Albaraka, Emlak, Kuveyt Türk, Türkiye Finans, Vakıf, Ziraat Katılım Bankaları).

Faizsiz finans sisteminin kronolojik gelişimi:

- Faizsiz bankalar “Özel Finans Kurumları (ÖFK)” adıyla 16 Aralık 1983 tarihli ve 83/7506 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı ve T.C. Merkez Bankası Tebliğlerinin yayınlanmasından sonra faaliyete geçmiştir (TKBB). Karara ilişkin tebliğ 25 Şubat 1984 tarihli Resmî Gazetede yayınlanmıştır.
- 1984 yılında “Al- Baraka Türk” ilk katılım bankası olarak kurulmuştur (Albaraka). 1985 yılında “Faisal Finans” 1989 yılında “Kuveyt-Türk Evkaf Finans Kurumu” kurulmuştur (Terzi, 2015).
- 1991 yılında “Anadolu Finans”, 1995 yılında “İhlas Finans”, 1996 yılında “Asya Finans” kurulmuştur. (Sümer ve Onan, 2015)

- 1992 yılında Varlığa Dayalı Menkul Kıymet (VDMK) ihracı, Sermaye Piyasası Kurulunun “Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Kurul Kaydına Alınmasına ve Genel Finans Ortaklarının Kuruluş ve Faaliyet İlkelerine Dair Esaslar Tebliği” ile uygulamaya girmiştir. Bu tebliğ ile bankalar, finansal kiralama şirketleri ve genel finans ortaklıklarının VDMK ihraç etmelerine izin verilmiştir (Bilen, 2016).
- ÖFK’ların kuruluş ve faaliyetleri, 19 Aralık 1999 tarihinden itibaren 4491 sayılı Kanun ile 4389 Sayılı Bankalar Kanununa tabii olmuşlardır.
- 2001 yılında İhlas Finans’ın faaliyet izni durdurulmuştur. Bir diğer ÖFK olan Faisal Finans “Family Finans” olarak hizmet vermeye başlamıştır (TKBB).
- Katılım bankalarının, ÖFK olarak isimlendirilmesi toplum nezdinde her ne kadar kabul görse de uluslararası platformda bir anlam ifade etmemiştir. Bu nedenle “Özel Finans Kurumu” ifadesinin neden olduğu sorunları ortadan kaldırmak için (Terzi, 2015) 19 Ekim 2005 tarihinde çıkartılan 5411 sayılı Kanunla katılma hesabı yoluyla fon toplamak ve kredi kullandırmak üzere faaliyet gösteren kuruluşlara “Özel Finans Kurumu” yerine “Katılım Bankası” ismi verilmiştir.(TKBB)
- 2005 yılında Family Finans ile Anadolu Finans’ın birleşmesiyle Türkiye Finans kurulmuştur.(TKBB)
- Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) Türkiye’de Kira Sertifikaları ile ilgili ilk tebliği 1 Nisan 2010 tarihinde yayımlanmıştır. Tebliğinin ardından ülkemizdeki ilk sukuk ihracı özel sektörün önderliğinde 2010 senesinde başlamıştır. Ancak söz konusu sukuk uluslararası piyasaya ihraç edilmiş olup Londra Borsasında işlem görmüştür (Özeroğlu, 2014).
- 2011 yılında kira sertifikası ihracına ilişkin işlemlerin damga vergisi, gelir vergisi, noter harçları, vergi ve masraflardan muaf tutulmasına imkân verilmiştir. Bunun yanı sıra, stopaj %10’a indirilmiş (Tüzel kişiler bazında %0) ve asgari 5 yıllık kira sertifikası ihraçlarında gelirden elde edilen vergilerden de muafiyet sağlanmıştır (TKBB, 2015).
- 2012 yılında Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama Şirketi tarafından ilk defa yurtiçi ve yurtdışı piyasaya sukuk ihraç edilmiştir (Yılmaz,2014).
- 2013 yılında Sermaye Piyasası Kurulu tarafından çıkarılan Kira Sertifikaları Tebliğiyle Türkiye’de sukuk uygulamaları için gerekli olan hukuksal zemini oluşturulmuş olup beş farklı sukuk tanımlanmıştır. Ayrıca yine 2013 yılında “Katılım Emeklilik Şirketi” kurulmuştur.(TKBB)

- 2015 yılında kamu sermayesi ile “Ziraat Katılım Bankası” adı altında ilk kamu katılım bankası kurulmuştur. Takip eden 2016 yılında “Vakıf Katılım Bankası” faaliyetlerine başlamıştır. Hazine Müsteşarlığı çatısı altında “Faizsiz Finans Koordinasyon Kurulu” kurulmuştur. (TKBB)
- 2016 yılında Katılım Bankacılığının gelişmesiyle birlikte kalkınma planına ayrı bir madde olarak "Katılım Bankacılığı ve Faizsiz Finansın Geliştirilmesi" eklenmiştir. Böylece kamu eliyle sektöre verilen öneme dikkat çekilmiştir. Ayrıca 2016 yılında TMSF'ye devredilen Bank Asya'nın faaliyetlerine son verilmiş ve tasfiye sürecine girmiştir.(Seçmen,2021)
- 2018 yılında sektörle ilgili kararları yeknesaklaştırmak için TKBB bünyesinde, “Merkezi Danışma Kurulu” kurulmuştur. (TKBB)
- 1926 yılında kurulan “Emlak ve Eytam Bankası” 2019 yılında “Türkiye Emlak Katılım Bankası A.Ş.” olarak faaliyet göstermeye başlamıştır.

2005 yılı sonunda yaklaşık 10 milyar Türk Lirası aktif büyüklüğüyle bankacılık sektöründe %2,4 paya sahip olan katılım bankaları geçen süre zarfında büyümesini sürdürmüş 2020 yılı sonunda 437,1 milyar Türk Lirası aktif büyüklüğe ulaşmış ve sektör içindeki payını %7,2 seviyesine çıkarmıştır.

Ayrıca 2020 yıl sonu itibariyle aktiflerde yıllık %53,7 büyüme kaydeden katılım bankacılığı yaklaşık 17 bin kişiye istihdam sağlamaktadır.(TKBB) Hızlı büyümesiyle gelecek vadede katılım bankacılığının sektör içerisindeki payının artması beklenmektedir.

Faizsiz Bireysel Emeklilik Sistemi de faizsiz finans sisteminin önemli ve büyük potansiyel taşıyan bir parçasıdır. 2015 yıl sonu itibariyle BES'teki fon miktarının yalnızca %4'ü faizsiz fonlara aitken 2020 yıl sonunda bu oran %18'in üzerine çıkmıştır. Bir sonraki bölümde bireysel emeklilik sistemi hakkında detaylı bilgi verilecektir.

3. Emeklilik Sistemleri

3.1. Sosyal Güvenlik Sistemi

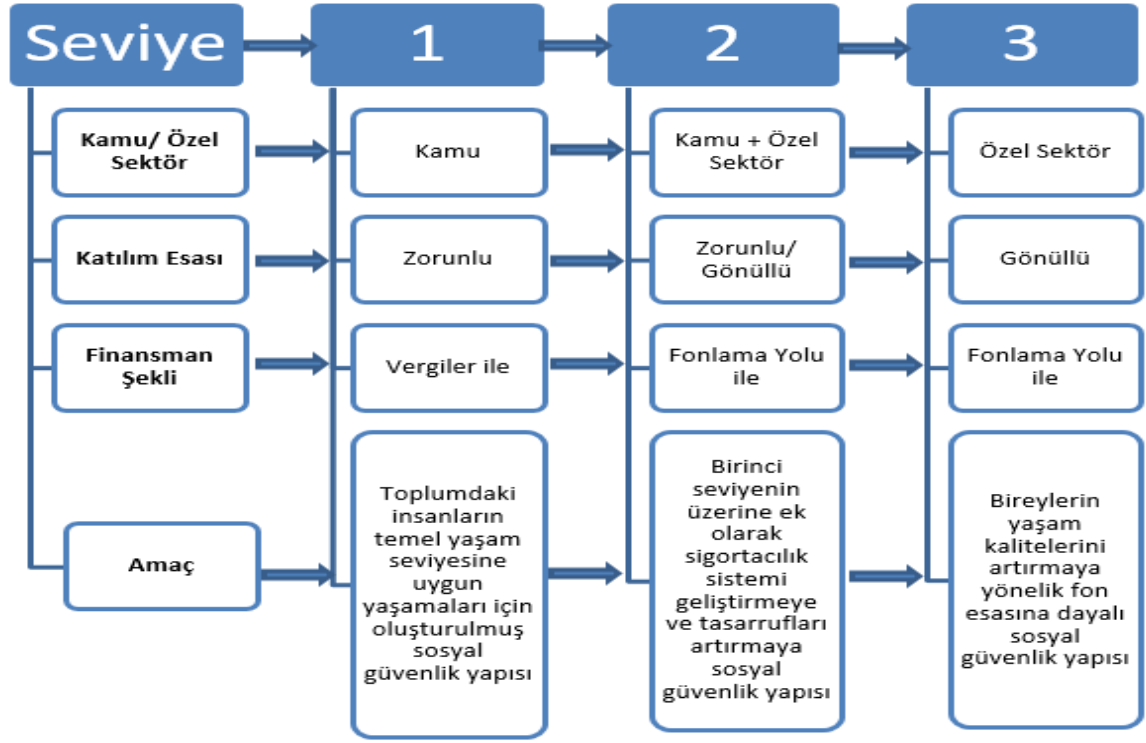
Dilimize Latince'den geçen sosyal kelimesi toplumsal, güvenlik kelimesi ise emniyet anlamına gelmektedir (TDK). Bu bağlamda iki kelimenin birleşmesi ile toplumsal olarak emniyette olma fikri ortaya çıkmaktadır.

İlkel toplumlardan başlayarak, tarih boyunca insanoğlu ekonomik ve sosyal risklere karşı kendini, ailesini ve hatta tüm toplumu korumak için çeşitli yöntemlere başvurmuştur. Sosyal güvenlik için literatürde çok çeşitli tanımlar olsa da tümünün ortak noktası gelir-gider dengesinde, toplam iş gücü ve mal varlığında oluşabilecek azalmalar ile diğer sosyo-ekonomik risklere karşı kişilerin kendilerini güvenceye alma isteği olarak sıralanabilir (Sofuoğlu, 2019).

Sosyal güvenlik, devlet tarafından kurulan kurumların, tüm ülkedeki çalışanlarının yaşayabilecekleri her türlü olumsuzluk ve sosyal risklere karşı çözüm üretmek için işçi ve işveren katılımının zorunlu olduğu bir sigorta yöntemidir (Yalın, 2020).

Sosyal güvenlik sisteminin çeşitli araçları bulunmaktadır. Bunlar: sağlık, emeklilik ve işsizlik sigortalarına ek olarak sosyal hizmetler ve yardımlar olarak dört ana başlıkta ele alınmaktadır (Şen, 2019) .

Ülkedeki huzur ve barış ortamının sağlanması için önemli yapı taşlarından biri olan emeklilik sigortaları gün geçtikçe önem kazanmaktadır. Ancak tüm dünyada artan nüfus ile birlikte sosyal sigortalar yetersiz kalmaya başlamış ve özel sigortalar ortaya çıkmıştır. Modern sosyal güvenlik sistemi üçayaklı bir yapı çerçevesinde faaliyet göstermektedir (Erol, 2019).



Kaynak: Sosyal Güvenlik Açısından Bireysel Emeklilik Sisteminin Önemi (Erol , Sosyal Güvenlik Açısından Bireysel Emeklilik Sisteminin Önemi, 2019)

Şekil 2 Üç Ayaklı Sosyal Güvenlik Sistemi

Birinci basamak kamu eliyle yürütülen sosyal güvenlik sistemi, yasalarla düzenlenen ve mecburiyet esasına dayalı bir emeklilik sistemidir. Ülkemizde 2006 yılına kadar kamu eliyle yürütülen sosyal güvenlik hizmetleri 3 ayrı şekilde uygulanmaktaydı (Ospankulov, 2021).

SSK(Sosyal Sigortalar Kurumu):	BAĞ-KUR	Emekli Sandığı
<ul style="list-style-type: none"> • Sigortalı olarak çalışan işçiler ve onların işverenlerinin ödediği primlere ek olarak devletin yardımlarıyla yürütülen kurum işçilerin emeklilikleri için sosyal güvenlik hizmeti vermektedir. 	<ul style="list-style-type: none"> • Bir işverene bağlı olarak çalışmayan bireylerin ödedikleri primlerle emekli olma hakkı sağlayan kurumdur. 	<ul style="list-style-type: none"> • Kamu sektöründe çalışanları kapsayan, ülkemizde modern anlamda kurulan ilk sosyal güvenlik kuruluşudur.

Kaynak: SGK

Şekil 3 Kamu Eliyle Yürütülen Sosyal Güvenlik Sistemleri

2006 yılında Sosyal Güvenlik Reformu yapılmıştır, SSK, BAĞ-KUR ve Emekli Sandığı tek çatı altında birleştirilmiştir (İzgi, 2008). Özel sigortalar ile sosyal güvenlik hizmeti veren kamu sigortaları temel noktalarda ayrılmaktadır. Kamu sigortaları genel toplum yararını gözetirken özel sigortalar bireysel menfaatleri dikkate almaktadır. Özel sigortalar kişilerin bilinç, talep ve ekonomik düzeyine göre şekillenirken kamu sigortaları asgari ihtiyaçları karşılamaya yöneliktir. Özel sigortalar kamu sigortalarının yerine geçmek için değil daha çok kamu sigortalarının eksikliğini tamamlamak amacıyla ortaya çıkmıştır (Yayla, 2019).

Kişinin çalışma hayatının bitmesinin ardından başlayan ve ekonomik olarak bir gelir elde etmediği dönemi koruma altına almayı hedefleyen kamu emeklilik sisteminin tamamlayıcısı olarak da özel emeklilik sistemi bulunmaktadır. Kamu emeklilik sistemi gelirin adaletli dağılmasının temini için çalışmaktadır.

3.2. Bireysel Emeklilik Kavramı

İnsanlar yaş almanın yanı sıra gerek psikolojik gerek fiziksel olarak yoruldukları dönemde emekliye ayrılmaya başlarlar ve bu dönemde eskiden olduğu gibi giderlerini karşılamak isterler. Bu da emeklilik sistemini ortaya çıkarmıştır. Kamu emeklilik sistemlerinin yeterli kalmamasıyla ortaya çıkan bireysel emeklilik sistemi, yalnızca kişinin kendisine menfaat sağlamakla kalmayıp kişileri tasarruf etmeye teşvik etmesi bakımından ülke ekonomilerine de katkı sağlamaktadır (Bağlar, 2019).

Bireysel Emeklilik, kamu sosyal güvenlik sistemlerine ek olarak kişilerin kendi tercihleriyle ellerindeki tasarruflarını vermeleri karşılığında, bu tasarrufların değerlendirilerek belli bir vade sonunda toplu bir ödeme veya düzenli bir maaş ödemesi yapılması olarak tanımlanabilir (Solmaz, 2016).

Emeklilik Gözetim Merkezinin terimler sözlüğü Bireysel Emeklilik Sistemi tanımı şu şekilde tanımlamaktadır: Kişilerin aktif çalışma yaşamları süresince yaptıkları tasarrufları uzun vadeli yatırıma yönlendirerek emeklilik dönemlerinde yaşam standartlarını koruyabilecekleri bir gelir elde etmelerini sağlayan özel emeklilik sistemidir. Kişiler bu sisteme gönüllü katılarak, sosyal güvenlik sisteminin sağladığı emeklilik gelirine ek bir gelir oluştururlar.

Bireysel emeklilik, küçük yatırımcıların tasarrufları için kurumsal yatırımcıların sahip olduğu avantajlara sahip olabilmeleri adına büyük bir fırsat oluşturmaktadır. Çünkü emeklilik şirketleri, küçük yatırımcılardan toplanan fonları profesyonel fon yönetim şirketlerine yönettirir (Altuncuoğlu, 2017).

Ülkemizde bireysel emeklilik sistemi fonlama modeli esas alınmaktadır. Buna göre emeklilik döneminde harcamak üzere çalışma hayatı boyunca düzenli olarak bir meblağ ayrılmaktadır. Diğer bir deyişle kişi gelecekteki yaşamını finanse etmektedir (Durdu & Çımrın, 2015).

Sistemin temel yapısı gereği, fonlar sistemden uzun vadede çıkmayacak kaynaklar olarak değerlendirilmektedir. Dolayısıyla uzun vadeli tasarrufa yönlendiren yapı, sermaye piyasalarına hem istikrar hem de derinlik kazandırmaktadır (Dede & Yazıcı, 2020).

3.3. Bireysel Emeklilik Sisteminin Yapısı

Ülkemizde bireysel emeklilik, birden fazla kamu kurumunun görev alanına girmektedir. Sigortacılık ve Özel Emeklilik Düzenleme ve Denetleme Kurumu, Emeklilik Gözetim Merkezi (EGM), Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) ve Takasbank bireysel emeklilik ile ilgili işlemlerde rol almaktadır. Özetle çok sayıda katılımcıdan elde edilen tasarruflar, uzun vadede yatırıma dönüşür ve yatırıma dönüşen kaynaklar katılımcılara emeklilik döneminde ek gelir olarak geri döner (EGM).

Sistemin dâhil temel kavramlar, paydaşlar, kuruluşlar ve sistemin işleyişi aşağıda açıklanmıştır.

Katılımcı: Banka veya aracı kuruluşlar aracılığıyla, imzaladıkları sözleşmeler ile sisteme dahil olan ve adlarına bireysel emeklilik hesabı açılan kişilerdir. Ülkemizde, istihdam edilip edilmediğine, vergi mükellefi olup olmadığına, uyruğuna ve yaş sınırına bakılmaksızın herkes BES'te katılımcı olabilir (EGM).

Aracı Kuruluşlar: Katılımcıları sisteme dâhil etmek için Emeklilik şirketleri adına, tanıtım, pazarlama ve satış işlemlerini gerçekleştiren kuruluşlardır. Katılımcıların BES içindeki taleplerine uygun tavsiyelerde bulunarak sözleşme ve ilgili belgeleri düzenleyen

kuruluşlardır. Sistemin gelişmesi açısından ve daha çok kişinin sisteme dâhil edilmesi için bu kuruluşlarda çalışan kişilerin çeşitli niteliklere sahip olmaları gerekir. Bu kişilerin:

- Asgari eğitim düzeyine sahip olmaları (Dört yıllık yükseköğretim kurumlarından yada iki yıllık sigortacılık, bankacılık, muhasebe, menkul kıymetler ve sermaye piyasası, borsa ve finans, finans, pazarlama ve satış yönetimi, işletme, maliye, ön lisans programlarından yada Hazine ve Maliye Bakanlığında tarafından uygun görülen diğer programlardan mezun olmak)
- Lise ve dengi okul mezunu olmaları, Bireysel Emeklilik Aracıları sınavında başarılı olmaları ve sınav tarihi itibarıyla son 3 yıl içinde en az 1 yıl süreyle sigortacılık sektöründe çalışmış olmaları,
- Müflis yada konkordato ilan etmemiş, kasten işlenen bir suçtan dolayı 5 yıl yada daha üstü sürelerde hapis cezası almamış olmak, mali suçlardan, devletin güvenliğine yönelik suçlardan mahkum olmamaları ve mesleğin gerektirdiği şeref ve haysiyete aykırı davranışlarda bulunmamış olmaları gerekir (Yıldırım & Kırkbeşoğlu,2022).

Bireysel Emeklilik Şirketi: 4632 sayılı kanun kapsamında kurulan ve BES’de faaliyet göstermek üzere emeklilik branşında ruhsatı olan şirketlere Emeklilik şirketi adı verilmektedir. Şirketin, anonim şirket şeklinde kurulması ve ticaret unvanında “emeklilik” ibaresinin bulunması zorunlu olup yalnızca kanun kapsamında belirlenen konularda faaliyet gösterebilirler. Bu şirketler, katılımcıların birikimlerini doğrudan etkileyen fon yönetimi, kesintiler vb. konularda büyük rol oynamaktadır. Şirketlerin sundukları imkânlar birbirlerinden farklı olabilmektedir. Katılımcı istediği herhangi bir emeklilik şirketinden emeklilik sözleşmesi alabileceği gibi belli şartlar dahilinde ise emeklilik şirketini değiştirme hakkına sahiptir (Yıldırım & Kırkbeşoğlu,2022).

Emeklilik Gözetim Merkezi (EGM): 4632 sayılı “Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu” ve ilgili mevzuat kapsamında 10.07.2003 tarihinde İstanbul merkezli olarak kurulmuştur.

Kurumun kuruluş amacı:

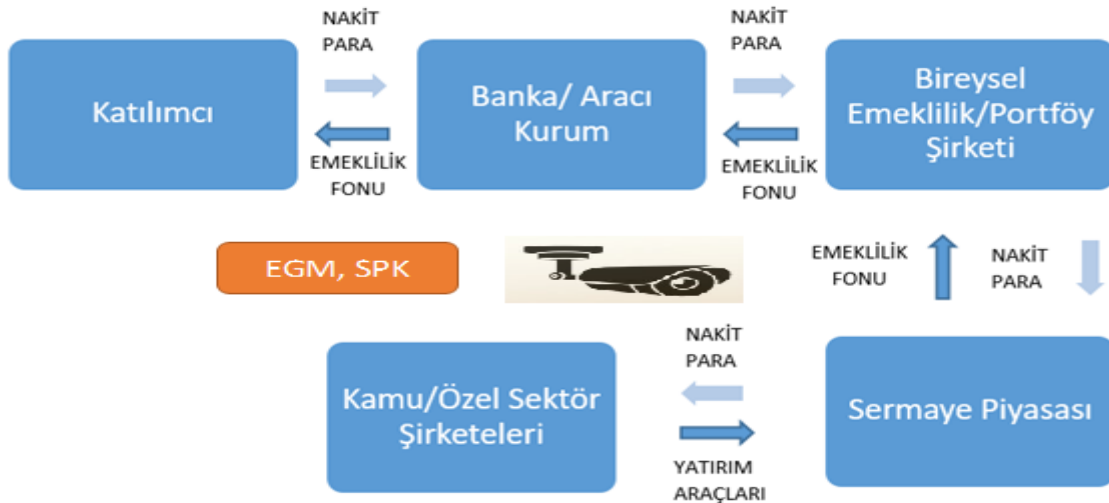
- Bireysel emeklilik sisteminin güvenli ve etkin biçimde işletilmesini sağlamak, Katılımcıların hak ve menfaatlerini korumak amacıyla emeklilik şirketlerinin ve bireysel emeklilik araçlarının faaliyetlerinin gözetimini gerçekleştirmek,

- Portföy yönetim şirketlerinin emeklilik yatırım fonlarına ilişkin faaliyetlerinin gözetimine yönelik altyapı oluşturmak ve bu faaliyetleri raporlamak, fon performans izleme ve değerlendirme sistemini yönetmek,
- Gözetime ve denetime yönelik altyapı oluşturmak ve sonuçları yetkili kamu otoritelerine raporlamak, Bireysel emeklilik hesapları, emeklilik planları, katılımcılara ve sözleşmelere ait bilgileri elektronik ortamda saklamak, bu bilgileri konsolide etmek,
- İstatistik üretmek, Kamuoyunu ve katılımcıları bilgilendirmek,
- Bireysel emeklilik araçları siciline ve sınavına ilişkin işlemleri yapmak, Hayat sigortaları ve diğer sigorta branşlarına ilişkin verilen diğer görevleri yerine getirmektir.

Takas ve Saklama Bankası Anonim Şirket (Takasbank):

Uluslararası saklayıcı kuruluş lisansına sahip olan Takasbank, katılımcı belgelerinin ve varlıkların saklandığı kuruluştur. Takasbank'taki Emeklilik fonu hesaplarında: nakit değerler, katılımcıların portföylerinde yer alan menkul kıymetler, katılımcıların hesaplarındaki emeklilik yatırım fonlarına ait paylar saklanır. (Yalın, 2020)

Bireysel emeklilik sisteminin ülkemizdeki işleyişi en basit anlamıyla aşağıdaki gibidir.



Kaynak: Zeynep Candan Aktaş, BES ile Sermaye Piyasası İlişkisi,2020

Şekil 4 Bireysel Emeklilik Sisteminin Ülkemizdeki İşleyişi

Bireysel emeklilik sistemine nakit para ile dâhil olan katılımcılar, katlanmak istedikleri risk seviyesini Banka veya Aracı kuruluşa belirtir. İlgili risk seviyesinde fonlar katılımcıya önerilir. Katılımcı fon tercihi, ödeme sıklığını ve ödeme miktarını belirleyerek sözleşme ile sisteme dâhil olur. Banka, gerekli kesinti ve katkı paylarını düşükten sonra emeklilik şirketine nakit parayı aktarır. Birçok katılımcıdan toplanan para sermaye piyasası aracılığıyla reel sektöre aktarılır ve karşılığında yatırım aracı alınır. Dolayısıyla BES Sermaye piyasasının derinleşmesine katkıda bulunur (Altuncuoğlu, 2017).

Bireysel emeklilik sözleşmelerinde beş tür kesinti vardır. Bunlar; giriş aidatı kesintisi, yönetim gideri kesintisi ve fon işletim gideri kesintisidir. (Yalın, 2020)

1. Giriş Aidatı: Katılımcıların ilk defa sözleşme imzaladıklarında; işveren, sponsor ya da katılımcıların kendilerinden alınan ücret.
2. Yönetim Gider Kesintisi: Emeklilik şirketleri, katılımcılardan ödedikleri katkı paylarından yönetim gider kesintisi yapılabilmektedir. Yönetim gider kesinti tutarı yatırılan katkı payı tutarının yaklaşık olarak %2'si oranındadır. Sözleşme yapılırken bu kesintinin tahsil edilme şekli, tutarı ve oranının açıkça belirtilmektedir.
3. Fon işletim gideri kesintisi: Fon net varlık değeri üstünden günlük olarak hesap edilerek kesinti yapılır.
4. Vergi Kesintisi (Stopaj Kesintisi): Gelir Vergisi Kanunu'nun 75. maddesine istanaden emeklilik ve sigorta şirketleri tarafından katılımcılara yapılan ödemeler kapsamında vergiye tabi olarak kabul edilmiştir. Bu kesinti katılımcının toplam birikimi üzerinden değil, birikimine yansıyan getiriler üzerinden yapılmaktadır.
5. Ara Verme Kesintisi: BES'te katılımcılar diledikleri zaman katkı payı ödemeye ara verebilir. Vadesinde ödenmeyen katkı payının ödeme tarihini müteakip üç ay içinde, ilgili hesaba herhangi bir ödeme yapılmaması durumunda, ilgili sözleşmede ödemeye ara verildiği kabul edilir. 3 aya kadar ödeme yapılmayabilir fakat 4. aydan sonra ödeme yapılmayan aybaşına 2 TL'yi geçmeyecek şekilde ara verme kesintisi alınabilir. Bir yıldan fazla ödemeye ara verilmesi durumunda, emeklilik planında belirtilmek kaydıyla bireysel emeklilik hesabına ilişkin olarak Emeklilik Gözetim Merkezi'ne şirket tarafından ödenen sabit giderler, katılımcının birikiminden indirilebilir. (Yıldırım & Kırkbeşoğlu,2022).

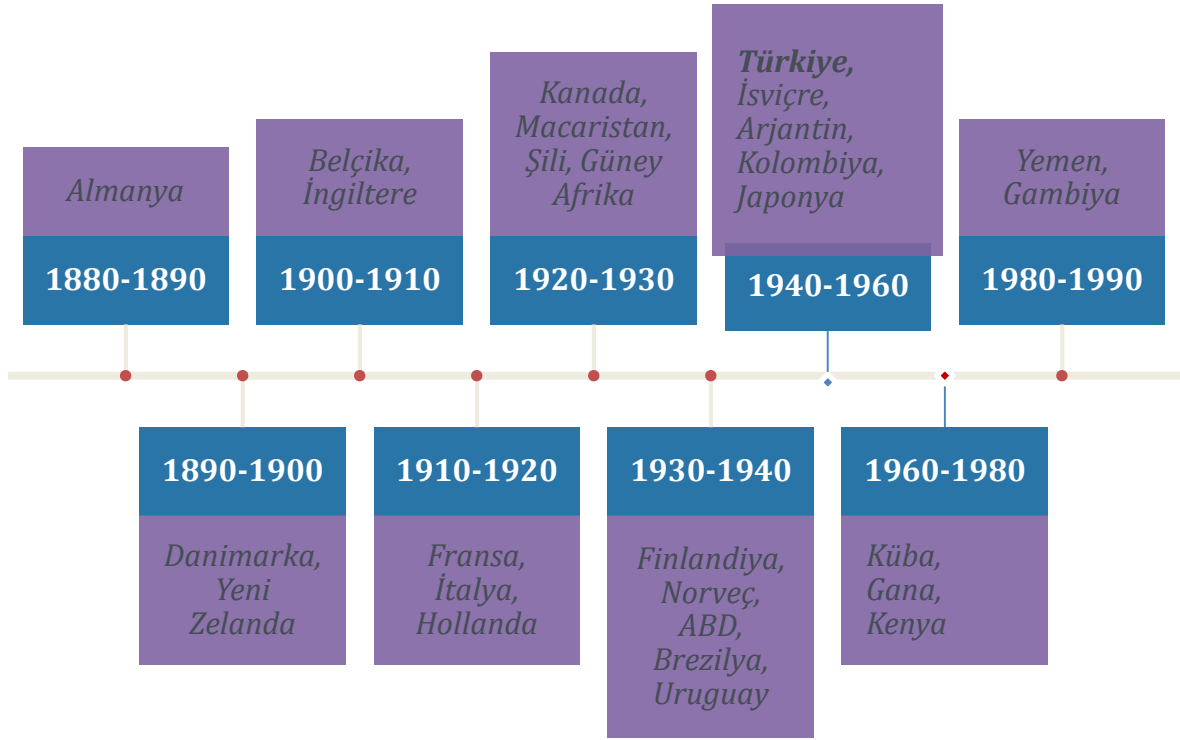
3.4. Sosyal Güvenlik ve Bireysel Emeklilik Sisteminin Dünyada Gelişimi

İnsanların en temel güdülerinden biri olan güvende olma duygusu sebebiyle, ilk çağlardan beri insanın olduğu her yerde ve her zaman sosyal güvenliğe ihtiyaç duyulmuştur.

Tarihte sosyal güvenlik sistemine benzer en eski uygulamanın Eski Mısırda Hz. Yusuf Peygamber döneminde olduğu rivayet edilmektedir. Kaynaklara göre söz konusu dönemde 7 yıl süren kıtlıklar için 7 yıl yetecek kadar stok yapıldığı ve bu sayede insanların hayatlarında ani refah değişimleri yaşanmasının önüne geçildiği söylenmektedir. Benzer uygulamalar daha sonraki uygarlıklarda da görülmüştür (Güvercin, 2004).

Modern anlamda sosyal güvenlik sistemine geçilmesine ön ayak olan durumun Sanayi Devrimi olduğu söylenebilir. Devrim ile birlikte işçilerin yaşayacak yer, maaş, sağlık sorunları sonrası sosyal devlet ilkesi yaygınlaşmış ve sosyal güvence ihtiyacı sonucu oluşan yapı; zamanla gelişmiş ve sanayi yatırımlarına finansman da oluşturmuştur (Yenihan, 2017).

19. yy'ın sonlarında Almanya'da yapılan reformlarla sosyal sigorta modeli oluşturulmuş bunu da diğer Avrupa ülkeleri izlemiştir. Söz konusu model, öncelikle maaşı belli bir meblağının altında kalan çalışanları kapsasa da zamanla diğer çalışanlar da sisteme dâhil edilmiştir. Yine başlangıçta yalnızca işçilere yönelik olan sosyal güvenlik sistemi zamanla tüm toplumu kapsayacak şekilde evrilmeye başlamıştır (Hüseyinli & Kırmızı, 2019). Aşağıdaki tabloda dünyada emeklilik sistemlerinin sıralanmıştır.



Kaynak: Sosyal Güvenliğin Dönüşümünde Emeklilik Sistemlerinin Yeniden Yapılandırılması, Serter Oran, 2010

Şekil 5 Dünyada Emeklilik Sistemlerinin Oluşum Tarihleri

İkinci Dünya Savaşı sonrası tüm dünyada yaşanan ekonomik gelişmeler sosyal güvenlik sisteminde de değişimlere yol açmıştır. Ancak ilerleyen dönemde neo-liberal politikalar uygulanmaya başlanmış, devlet etkisi her alanda azaldığı gibi sosyal güvenlik alanında da azalmıştır. Böylelikle bireylere daha fazla sorumluluk yüklenmiştir (Kırdar, 2020).

Sosyal güvenlik sisteminin mantığını oluşturan nesiller arası fonlama yerine kişinin kendini fonlamasına dayanan özel bireysel emeklilik sistemi dünya genelinde birçok ayrı şekilde uygulanmaktadır. Bazı ülkelerde kamunun tamamlayıcısı rolü üstlenirken bazı ülkelerde ise kamuya alternatif olarak yer almaktadır (Kılıç, 2020).

Bilinen ilk bireysel emeklilik sistemi 1862 yılında Avustralya’da kurulmuştur. 1875 yılında ABD’de ve 1902 yılında İngiltere’de bireysel emeklilik sistemi programı sunmuştur. 1940’lara gelindiğinde bireysel emeklilik Avrupa’da yaygınlaşmıştır.

OECD tarafından düzenli yayımlanan “Pension Markets in Focus (2020)” raporuna göre 2019 yılı itibariyle Bireysel emeklilik fonları varlıklarının GSYH’ye oranı OECD ülkeleri genelinde %91,5 iken ülkemiz listenin sonlarında %2,9 ile yer almaktadır.

3.5. Sosyal Güvenlik ve Bireysel Emeklilik Sisteminin Türkiye’de Gelişimi

Türkiye Cumhuriyeti Anayasasının 60. maddesi ile herkesin sosyal güvenlik hakkına sahip olduğu ve devletin sosyal güvenliği sağlamak için gerekli tedbirleri almak ve teşkilatı kurmakla görevli olduğu açık bir şekilde belirtilmiştir.

Ülkemizde yaşanan hızlı nüfus artışı, kayıt dışı istihdam ve finansal sıkıntılar, kamu eliyle yürütülen sosyal güvenlik sisteminde büyük sıkıntılar yaşanmasına ve sistemin yetersiz kalmasına sebep olmuştur. Sistemi geliştirmek ve sıkıntıların önüne geçmek adına kamuya tamamlayıcı olarak özel emeklilik için yasal çalışmalar yapılmıştır (Ospankulov, 2021).

Sosyal Güvenlik ve Bireysel Emeklilik Sisteminde ülkemizde yaşanan hukuki gelişmeler kronolojik olarak şu şekilde sıralanabilir: (Yalın, 2020)

- 1936 yılında resmi gazetede yayımlanan “3008 Sayılı İş Kanunu” ile işçiler adına sosyal sigorta ilkeleri ilk kez yürürlüğe girmiştir.
- 1945 yılında resmi gazetede yayımlanan “4772 sayılı İş Kazaları ile Meslek Hastalıkları ve Analık Sigortaları Kanunu” ile ilk sosyal sigorta düzenlemesi yapılmıştır.
- 1949 yılında 5434 sayılı “T.C Emekli Sandığı Kanunu” ile tüm sandıklar birleştirilmiştir.
- 1961 Anayasası ile Sosyal güvenlik hakkı anayasal güvence altında alınmıştır.
- 1965 yılında yürürlüğe giren “506 sayılı Sosyal Sigortalar Kanunu” ile sosyal sigorta kuruluşları tek çatı altında toplanmıştır.
- 1971 yılında “1479 sayılı Esnaf ve Sanatkârlar ve Diğer Bağımsız Çalışanlar Sosyal Sigorta Kanunu” ile birlikte Bağ-Kur kurulmuştur
- 1983 yılında sosyal güvenlik sisteminin dışında kalmış olan tarım çalışanlarının da sisteme dâhil etmek amacıyla “2925 Sayılı Tarım İşçileri Sosyal Sigortalar Kanunu” çıkarılmıştır.
- 1999 yılında çıkan “4447 sayılı İşsizlik Sigortası Kanunu”na ek olarak çıkarılan 2001 yılında çıkarılan “4632 sayılı Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu” ile ülkemizde Bireysel Emeklilik Sisteminin yasal altyapısı düzenlenmiş, 2001 yılında yürürlüğe girmiştir.
- 2003 yılında emeklilik şirketleri faaliyete geçerek fon ihracına başlamıştır (Yalçın & Marşap, 2019).

- 2008 yılında mevzuat değişikliği yapılmış katılım bireysel emeklilik sistemi doğmuştur (EGM).
- 2009 yılında ilk faizsiz fon emeklilik fonu ihraç edilmiştir (EGM).
- Sistemin yaygınlaşması adına devlet tarafından 2004 yılından başlayarak birçok teşvik verilmiştir. Teşvikler arasında en büyük teşvik, 2012 yılında 6327 sayılı “Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu” ile uygulanmaya başlayan, katılımcıların ödedikleri primlere %25 devlet katkısı verilmesidir. Örneğin kişi 400 TL’lik bir birikim yaptığında devlet buna karşılık 100TL’lik katkı verecektir. Bunlara ek olarak çeşitli vergi teşvikleri de verilmiştir (Seyfullahoğulları & Demirhan , 2016).
- Ülkemizdeki bireysel emeklilik sistemini diğer ülkelerden ayıran temel özellik gönüllük esasına bağlı olmasıdır. Bazı ülkelerde bireysel emeklilik mecburi iken bazı ülkelerde de tercihe bağlıdır (Solmaz, 2016). Sistemdeki bir diğer mihenk taşı ise 2016 yılında “Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanununda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun” ile olmuştur. Kanun kapsamında işe yeni başlayan kişiler otomatik olarak bireysel emeklilik sistemine dâhil edilmektedir. Kişilerin sistemde iki ay kaldıktan sonra istedikleri takdirde çıkış yapma hakları bulunmaktadır. Bununla birlikte Otomatik Katılım Sistemi yarı zorunlu hale getirirse bile çıkış hakkının olması sistemi gönüllü sınıfında tutmaktadır.
- 2020 yılında Hazine Müsteşarlığı çatısı altında bulunan Sigortacılık genel müdürlüğü müsteşarlık bünyesinden ayrılarak “Sigortacılık ve Özel Emeklilik Düzenleme ve Denetleme Kurumu” olarak kuruldu.
- 2020 sonunda yayımlanan “Katılım Esasları Çerçevesinde Sigortacılık ve Bireysel Emeklilik Faaliyetlerine İlişkin Yönetmelik” ile faizsiz emeklilik sektöründe önemli yenilikler sektöre kazandırılmıştır.
- 2021 yılında “7319 sayılı Sigortacılık ile Diğer Bazı Alanlara İlişkin Kanunlarda ve Bir Kanun Hükmünde Kararnamede Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun” ile prim teşvikleri verilmiş “Katılım Esaslı Sigortacılık ve Bireysel Emeklilik Faaliyetlerine İlişkin Genelge” ile katılım sigortacılık sisteminden pencere sistemi kaldırılmıştır. Pencere usulüne göre faaliyet gösteren sigortacılık şirketlerinin faaliyetlerini en geç 31.12.2021 tarihine kadar gerçekleştirebileceklerdir. Bu tarihten sonra katılım emeklilik şirketi kurulmaması durumunda katılımcıların onayları alınarak katılım emeklilik faaliyetlerinde bulunan diğer sigorta şirketlerine devredileceği belirtildi. Bu Kanun ile birlikte sistemde büyük bir değişikliğe gidilerek 18 yaş altında sisteme dâhil olamayan genç kesimin sisteme dâhil olmasına olanak sağlandı.

- 2021 yılı temmuz ayı itibariyle “Bireysel Emeklilik Fon Alım Satım Platformu (BEFAS)” kullanıma faizli fonlar özelinde başlamıştır. 2022 itibariyle faizsiz fonlar için de platform kullanıma açılacaktır.

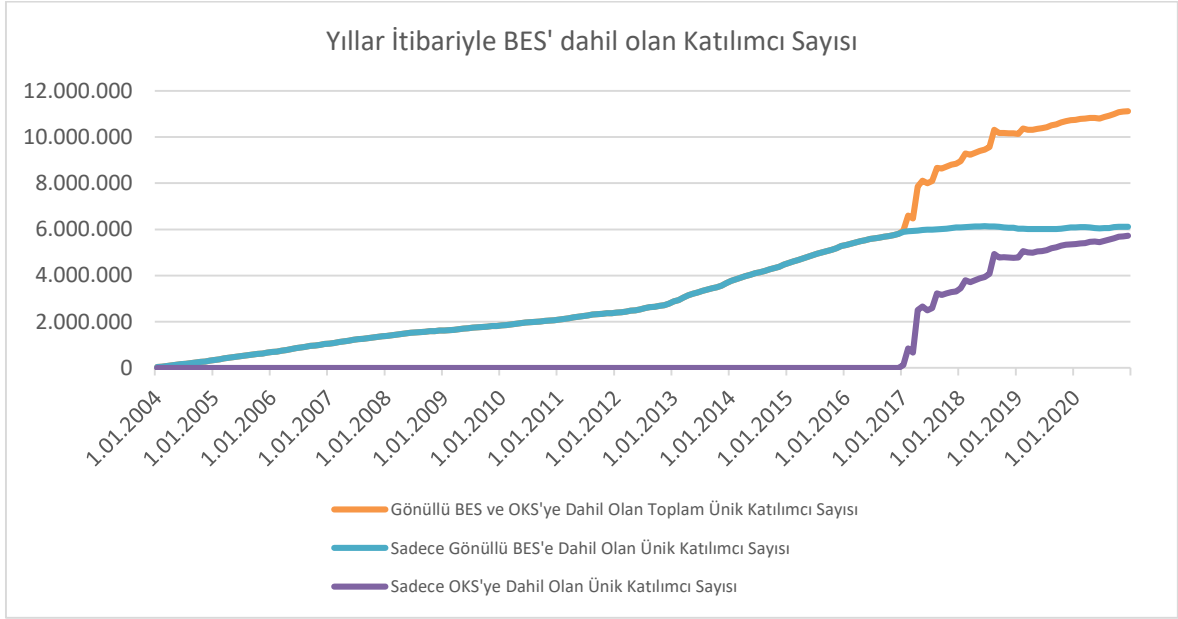
Yukarıda özetlendiği üzere sistemin kuruluşundan bu yana birçok önemli gelişme olmuştur. Ancak sistemin tabana yayılmasının önündeki engeller 2021 yılında büyük oranda aşılmıştır. Özellikle 18 yaş altı katılımcıların sisteme dâhil olabilmesi ile sistem çok daha geniş bir kitleye hitap edebilmiştir.

Yine 2021 yılında BEFAS kademeli de olsa kullanıma açılmıştır. Bu platform ile birlikte katılımcılar birikimlerini yalnızca sözleşmelerinin olduğu emeklilik şirketlerinin fonlarında değil başka emeklilik şirketlerinin fonlarında da değerlendirebileceklerdir. Platformda fonların çeşitli dönemler için getiri bilgileri ayrıca performans ölçütü olarak fonların alfa ve alfanın pozitif olduğu ay sayısı oranı yayımlanmaktadır. Bu bilgiler ışığında katılımcılara alternatif fonlar için bilgi sağlamaktadır. Fon yönetimi anlamında rekabet ortamını artıracak olan bu platformla bilinçli yatırımcıların sistem elde edebilecekleri getiri için büyük bir fırsat oluşturmaktadır (EGM).

BEFAS’ın kullanılmaya açılmasıyla katılım fonları için de yeni dönem başlamıştır. Faizsiz fonların BEFAS’ta satışının açılması 1 Nisan 2022 de olacaktır. Faizsiz fonların çalışma prensipleri kapsamında, katılımcıların tasarruflarını yatırdıkları emeklilik şirketlerinin danışma komiteleri, şirketin faizsiz fonlarının hangi enstrümanlara yatırım yapabileceklerine karar vermektedir. Ancak BEFAS’ın kullanıma açılmasıyla birlikte tüm şirketlerin danışma kurulları, tüm faizsiz fonlar için uygunluk taraması yapacaktır. Buna göre katılımcılar BEFAS’tan fon alımı yaptıklarında, dâhil oldukları emeklilik şirketlerinin danışma komitesinin uygun gördüğü tüm faizsiz fonları görebilecektir. Böylece tüm faizsiz fonlar birçok danışma komitesinin taramasından geçecektir. Bu sayede faiz hassasiyeti bulunan katılımcıların fonlara güveni artabilecektir.

Ülkemizde, emeklilik sistemleri 3 basamak halinde değerlendirilmektedir. İlk basamak zorunlu olan sosyal güvenlik sistemi altında kamu emeklilik sistemi, ikinci Basamak yarı gönüllü olan Otomatik Katılım Sistemi, üçüncü basamak ise tamamen gönüllülük esasına göre çalışan Bireysel Emeklilik Sistemi olarak kabul edilmektedir (Kayhan, 2020).

Sosyal güvenlikten ayrı olarak bu sistemde, biriktirilen paralarla oluşturulan fonların, enflasyona yenik düşmemesi ve en azından piyasada sağlanan ortalama getiri kadar getiri sağlamaları gerekmektedir. Aksi halde biriktirilen paraların, değeri veya diğer bir deyişle alım gücünün düştüğüne inanılırsa yatırımcılar sisteme dâhil olmak istemeyeceklerdir. Emeklilik şirketi yatırımcıların bu yöndeki beklentilerini karşılayamazsa yatırımcıların paraları birikime dönüşmez (Altuncuoğlu, 2017).



Kaynak: EGM

Şekil 6 Yıllar İtibariyle BES' dâhil olan Toplam Ünik Katılımcı Sayısı

Yukarıdaki grafikte 2017 yılında devlet katkısıyla birlikte sistemde bulunan katılımcı sayısının artışı ve BES'e etkisi açıkça görülebilmektedir. 2020 yıl sonu itibariyle sadece gönüllü BES'te 6,1 milyon katılımcı bulunurken yalnızca OKS'de bulunan 5,7 milyon ünik katılımcı vardır. Sistemde toplam 11 milyondan fazla katılımcı bulunmaktadır.

BES ile OKS arasındaki farklar aşağıdaki gibidir: (EGM)

- BES tamamen gönüllülük esasına dayalı iken OKS'ye giriş zorunlu olup çıkma hakkı tanınmaktadır.
- BES'e isteyen kişiler dâhil olurken OKS'ye giriş için 45 yaşını doldurmamış çalışan olmak gerekmektedir.
- BES'e dâhil olurken kişi fonları değerlendirecek şirketi kendi seçerken OKS'de işveren seçmektedir.
- BES'te kişi kendi istediği tutarda prim yatırırken OKS'de prim esas kazancın %3'üdür.

Detayları aşağıdaki tabloda yer alan, Türkiye hane halkı finansal varlıkları incelendiğinde bireysel emeklilik (BES+OKS) fonlarının Mart 2021 itibariyle 150 milyar TL'yi geçtiği ve hane halkı varlıkları içindeki payının %5,6 seviyesinde olduğu gözlemlenmektedir.

Tablo 1 Türkiye Hane Halkı Finansal Varlıkları (Mart 2021)

	Milyar TL	%
Toplam Varlıklar	2682,4	100
Tasarruf Mevduatı	900,4	33,6
YP Tasarruf Mevduatı	887,1	33,1
Kıymetli Maden Deposu	258,4	9,6
Tahvil ve Bonolar	58,8	2,2
- Kamu	37	1,4
- Özel Sektör	21,8	0,8
Yatırım Fonları	262,5	9,8
Emeklilik Yat. Fon.(Devlet Katkısı hariç)	150,2	5,6
Diğer Yat. Fon.	112,4	4,2
Hisse Senedi	238,8	8,9
Repo	5,7	0,2
Dolaşımdaki Para	70,6	2,6

Kaynak: TCMB Finansal İstikrar Raporu, Mayıs 2021

SPK emeklilik fonlarının kuruluş ve faaliyetlerine ilişkin esaslar hakkında yönetmelikle emeklilik fonlarının portföylerine alabilecekleri yatırım araçları aşağıdaki gibi sıralanmıştır:

- Vadeli mevduat ve katılma hesabı
- Borçlanma araçları, repo ve ters repo işlemleri ile ortaklık payları
- Kıymetli madenler, kıymetli madenlere ve gayrimenkule dayalı varlıklar
- Türev araç işlemleri ile varantlar
- Takasbank para piyasası işlemleri ve yurt içi organize para piyasası işlemleri
- Yatırım fonu katılma payları
- Borsalarda gerçekleştirilen türev araç işlemlerinin nakit teminatları ve primleri
- Kira sertifikaları
- Kurulca belirlenen diğer yatırım araçları

3.6. Türkiye’de Faiz Kırılımında Emeklilik Fonları

Emeklilik Yatırım Fonları, emeklilik şirketleri tarafından sisteme dahil katılımcılardan tahsil edilen katkı paylarının değerlendirilmesi amacıyla oluşturulan bir yatırım fon türüdür. Bireysel Emeklilik Sisteminde, şirketler katılımcılarına çeşitli fon alternatifleri

sunmaktadırlar. Fonların tüzel kişiliği yoktur, emeklilik şirketleri tarafından kurulur ve fon, portföy yönetim şirketlerince yönetilirler (Yıldırım & Kırkbeşoğlu,2022).

Bireysel emeklilik sisteminin doğası gereği tüm topluma hitap etmesi gerekmektedir. Ancak inancı gereği faizden uzak durmayı tercih eden kişiler bireysel emeklilik fonlarının yatırıldığı araçların faiz içermesi sebebiyle sisteme dâhil olmamaktaydı.

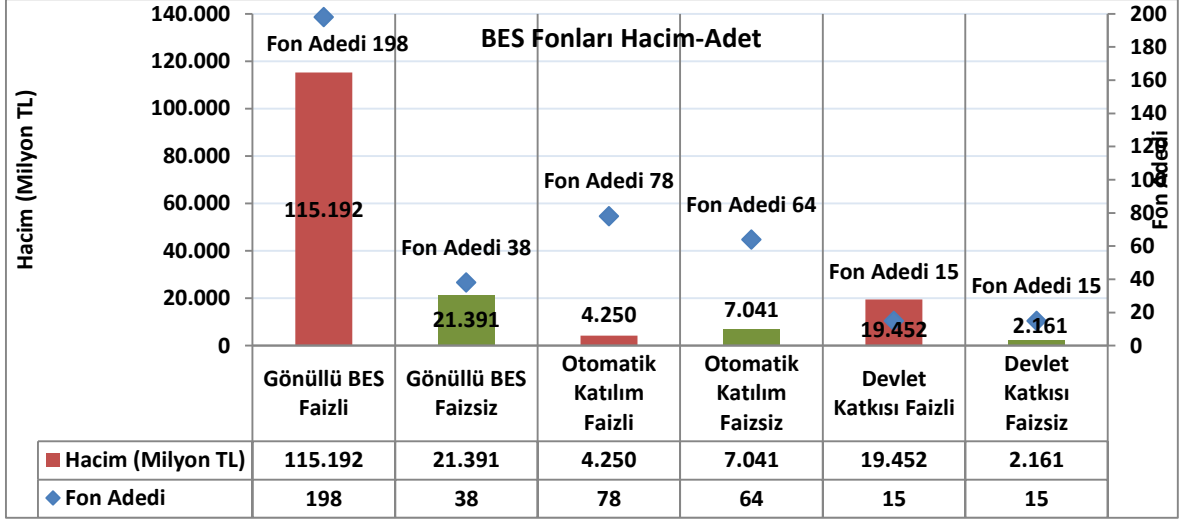
Bireysel Emeklilik Sitemi ülkemizde 2003 yılında faaliyete geçmesine rağmen faizsiz emeklilik sisteminin faaliyete geçişi 5 yıl sonra yayımlanan yönetmelik ile sistem içinde minimum %30 Devlet Tahvili Hazine Bonosu bulunma şartı kaldırıldıktan sonra olmuştur.

Faizsiz Emeklilik ülkemizde Katılım Emeklilik olarak adlandırılmaktadır. Bu ismin kullanılmasının altında yatan sebep, İslami finans sektörünün en büyük paydaşlarından olan faizsiz bankaların “katılım bankası” adıyla faaliyetlerini sürdürmesidir (Öner, 2021).

Katılım emeklilik sistemine yatırılan fonların yalnızca faiz içermemesi yeterli değildir. Emeklilik şirketlerinin, katılım esasında faaliyet gösterebilmeleri için danışma komitesi kurmaları gerekmektedir. Danışma kurulları, emeklilik şirketin faaliyetlerinin katılım esasına uygunluğunun takibini yapmaktadır.

Ayrıca danışma kurulunun onayının alınması, bu fonların İslami finans ilkelerine uygun enstrümanlara yatırılması gerekmektedir. Emeklilik Gözetim Merkezi (EGM), faizsiz BES ile ilgili şu ifadeyi kullanmaktadır: “İlgili emeklilik şirketinin danışma kurulu onayından geçmiş, alım satımının İslam dinine göre caiz olduğuna karar verilmiş, faizsiz ve katılım finans ilkelerine uygun olduğu konusunda görüş alınmış enstrümanlara yatırım yapmaktadır.”

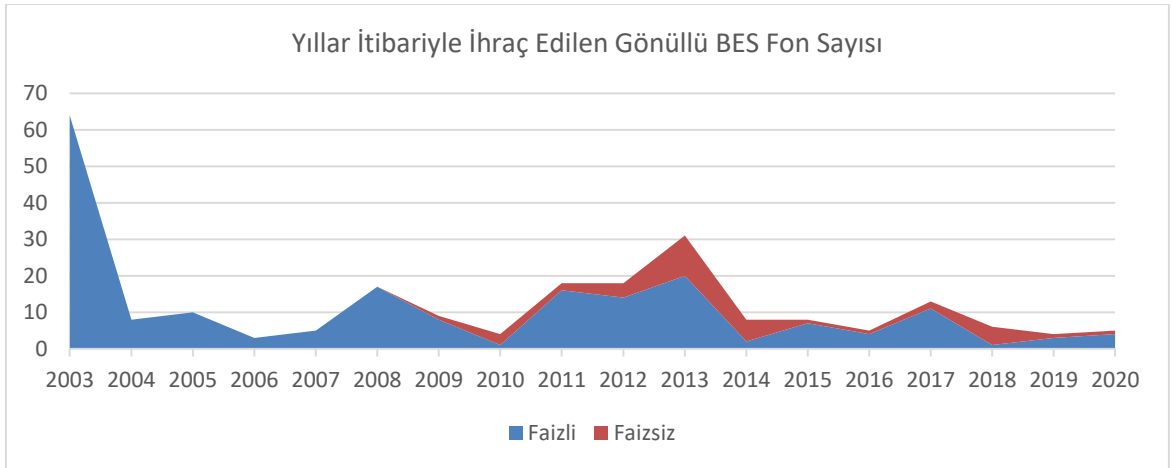
2020 yıl sonu itibariyle faiz kırımında emeklilik fon tutarları aşağıdaki tabloda yer aldığı gibidir. Faizli fonlar tüm piyasanın fon büyüklüğü anlamında %82’sini oluştururken faizsizler ise %18’ini oluşturmaktadır.



Kaynak: EGM-İstatistikler

Şekil 7 2020 Sonu Faiz Kırılımında BES&OKS Fon Adet-Tutar

2020 sonu itibariyle 15 şirket tarafından yönetilen 408 adet emeklilik fonu bulunmaktadır. Sistemde 117 faizsiz fon bulunurken 291 adet faizli fon bulunmaktadır (EGM). Fon grubu bazında incelendiğinde Devlet katkısı ve OKS fonlarında faizli ve faizsiz fon sayıları arasında büyük fark bulunmadığı, ancak gönüllü BES’lerde durumun aynı olmadığı görülmektedir. Faizli Gönüllü BES’lerin faizsizlerin beş katından fazla olduğu görülmektedir. Bu durumun sebebi faizli gönüllü BES fonlarının faizsiz fonlardan çok daha önceden ihraç edilmeye başlanmasıdır. Aşağıdaki tabloda yıllar itibariyle kurulan fonların bilgileri faiz kırılımı ile birlikte gösterilmektedir.



Kaynak: EGM-İstatistikler

Şekil 8 2020 Yıl sonu itibariyle Yıllık İhraç Edilen Fon Sayısı

Yukarıdaki grafikten de görülebileceği üzere faizsiz BES fonları, 2003 yılından bu yana piyasada varlık gösterirken ilk faizsiz fon 2009 yılında piyasaya sürülmüştür. Faizsiz fonların tanınırlığının artmasıyla birlikte bu fonların da ihraçlar da çoğalmıştır. Her iki fon türünde de 2013 yılında ihraç edilen fonlarda gözle görülür artış olmuştur. Bunun sebebi, 2013 yılında sisteme eklenen devlet katkısıdır.

2020 yıl sonu itibariyle sistemde faaliyet gösteren 15 şirket arasından kullanıcılarına yalnızca faizsiz enstrüman sunan sadece 2¹ şirket bulunmaktadır. Katılımcılarına hiç faizsiz enstrüman sağlamayan 2² şirket bulunurken diğer 11 şirket hem faizsiz hem de konvansiyonel bireysel emeklilik ürünleri sunmaktadırlar.

Bireysel emeklilik fonları çeşitli yönlerden sınıflandırılmaktadır. Bunların ilki risk seviyelerine göre sınıflandırılmadır. Sermaye Piyasası Kurulunun Yatırım Fonlarına İlişkin Rehberinde (SPK, 2013) emeklilik fonlarının risk değerleri fonun oynaklığına göre 1 ila 7 arasında sınıflandırılmaktadır. Risk Değeri 1 en risksiz diğer bir ifadeyle en düşük oynaklığa sahip iken, 7 ise en riskli yani en yüksek oynaklık seviyesine sahip grup olmak üzere fonlar sıralanmaktadır.

Bireysel emeklilik fonlarını içeriklerine göre de çeşitli sınıflara ayırarak değerlendirmektedir. Fon sınıfları risk seviyesine göre düşükten yükseğe göre aşağıdaki gibi sıralanmaktadır (Yıldırım & Kırkbeşoğlu,2022).

1. **Para Piyasası Fonu (Likit Fonlar):** Fon portföyünün tamamı ağırlıklı ortalama vadesi en fazla 45 gün olan likiditesi yüksek sermaye piyasası ürünlerinden oluşur.
2. **Başlangıç Fonu:** Fon portföyünün en az %60'ı en fazla %80'i, TL cinsinden mevduat ve/veya katılma hesabında; en az %20'si Hazine ve Maliye Bakanlığı'nca ihraç edilen TL cinsinden borçlanma araçlarında, gelir ortaklığı senetleri ve/veya kira sertifikalarında değerlendirilen bir fondur.
3. **Standart Fon:** Fon portföyünün en az %60 en fazla %90'ı Hazine ve Maliye Bakanlığı'nca ihraç edilen Türk Lirası cinsinden borçlanma araçları, gelir ortaklığı senetleri veya kira sertifikalarından oluşturulmaktadır.

¹ Katılım Emeklilik Ve Hayat A.Ş, Bereket Emeklilik Ve Hayat A.Ş

² Aegon Emeklilik ve Hayat A.Ş, Allianz Hayat ve Emeklilik A.Ş.

4. **Katkı Fonu:** Devlet katkısı tutarlarının değerlendirilmesi amacı ile kurulmuştur. Minimum %70 Hazine bonosu, maksimum %10 BIST hisseleri ve %15'i katılım ürünlerinden oluşmalıdır.
5. **Katılım Fonu:** Fon portföyünün tamamı devamlı olarak, kira sertifikaları, katılma hesapları, ortaklık payları, altın ve diğer kıymetli madenler ile Kurulca uygun görülen diğer faize dayalı olmayan para ve sermaye piyasası araçlarından oluşan fondur.
6. **Borçlanma Araçları Fonu:** Fon portföyünün en az % 80'i kamu/özel borçlanma araçlarının konu olduğu borçlanma araçlarından oluşmaktadır.
7. **Dengeli Değişken Fon:** Piyasa koşullarına göre portföy yöneticisinin anlık hazırladığı en uygun portföy dağılımıdır (ağırlıklı olarak yerli ve/veya yabancı kamu ve/veya özel sektör borçlanma araçları)
8. **Dinamik Değişken Fon:** Piyasa koşullarına göre portföy yöneticisinin anlık hazırladığı en uygun portföy dağılımıdır (ağırlıklı olarak BIST'da işlem gören ortaklık payları ile kamu ve/veya özel sektör borçlanma araçlarına yer verilmektedir)
9. **Karma Fon:** En az %20 ve fazlasını hisse senetleri ve kamu borçlanma araçları gibi farklı riskteki yatırım fonlarının oluşturduğu fonlardır.
10. **Kıymetli Madenler Fonu:** Fon toplam değerinin en az %80'i altın ve altına dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırılır.
11. **Agresif Değişken Fon:** Piyasa koşullarına göre portföy yöneticisinin anlık hazırladığı en uygun portföy dağılımıdır (ağırlıklı olarak büyüme potansiyeli yüksek işletmelerin borsada işlem gören hisseleri oluşturur)
12. **Hisse Senedi Fonu:** Fon toplam değerinin en az %80'i devamlı olarak BIST'te işlem gören hisse senetlerine yatırılır.

Emeklilik şirketleri, katılımcılarına mevzuat gereği farklı risk seviyelerinden en az 3 ayrı fon sunmak zorundadır. Şirketlerin fon sayılarına bakıldığında en az sayıda fonu olan şirket 4 adet fonla Aegon Emeklilik ve Hayat A.Ş iken en çok fonu olan şirket Türkiye Emekliliğın 37 adet fonu bulunmaktadır. Bireysel emeklilik sisteminde emeklilik şirketi başına 16 fon bulunmaktadır.

Ülkemizde katılımcıların, bireysel emeklilik hesaplarındaki fon dağılımını yılda en fazla 12 defa değiştirme hakları bulunmaktadır. Sistemde en az 2 yıl kalan katılımcıların şirket

değişiklik hakkı da bulunmaktadır. Ancak şirket değiştirildikten sonra yine değişiklik yapılmak istenirse 1 yıl bekleme süresi bulunmaktadır. Değişiklik yapıldığında katılımcıların hem birikimleri hem de biriken devlet katkısı yeni anlaşılan şirkete aktarılabilir (SPK).

Katılımcılar istediklerinde sistemden ayrılabilirler. Ancak ayrıldıklarında devlet katkısını almak için de çeşitli zaman sınırlamaları bulunmaktadır.

Katılımcılar sistemde:

- 3 yıl kalırlarsa katkının %15'ini
- 6 yıl kalırlarsa katkının %35'ini
- 10 yıl kalırlarsa katkının %60'mı alabilirler
- Sistemden emekli olanlar %100'ünü alabilirler.

Katılımcıların sistemden emekli olmaları için sistem içinde 10 yıl kalmaları ve 56 yaşını tamamlamış olmaları gerekir.

Katılımcılar emekli olduklarında birikimlerini dört farklı şekilde tahsil edebilirler:

- Toplu olarak tüm birikimi çekebilirler.
- Düzenli ödemeler halinde alabilirler.
- Gelir sigortası olarak alabilirler.
- Bir kısmı toplu bir kısmı düzenli ödeme olacak şekilde alabilirler.

Tablo 2: 2020 Yıl Sonu İtibariyle Emeklilik Şirketlerinin Fon Tutarları (Bin TL)

Emeklilik Şirketi	Gönüllü BES		Otomatik Katılım		Devlet Katkısı		Toplam
	Faizli	Faizsiz	Faizli	Faizsiz	Faizli	Faizsiz	
Aegon Emeklilik ve Hayat A.Ş.	139,75				17,53		157,29
Allianz Hayat ve Emeklilik A.Ş.	4.475,56				570,37		5.045,93
Allianz Yaşam ve Emeklilik A.Ş.	19.339,78	13,39	350,08	306,93	2.133,03	14,76	22.157,97
Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş.	18.238,64	6.664,27	681,94	496,03	4.041,65	131,37	30.253,90
Avivasa Emeklilik ve Hayat A.Ş.	25.607,30	0,78	653,23	364,30	3.639,67	13,95	30.279,23
Axa Hayat ve Emeklilik A.Ş.	472,60	199,14	45,04	57,39	121,23	13,71	909,10
BNP Paribas Cardif Emeklilik A.Ş.	3.301,89		124,70	75,21	516,37	4,24	4.022,40
Bereket Emeklilik ve Hayat A.Ş.		567,44		61,45		103,65	732,54
Cigna Sağlık Hayat ve Emeklilik A.Ş.	867,96		47,17	36,36	184,16	1,55	1.137,20
Fiba Emeklilik ve Hayat A.Ş.	2.382,21	10,69	52,58	22,02	314,63	2,41	2.784,54
Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş.	18.483,46	672,89	543,47	446,85	2.728,34	494,73	23.369,74
Katılım Emeklilik ve Hayat A.Ş.		2.955,69		255,89		540,02	3.751,59
Metlife Emeklilik ve Hayat A.Ş.	1.931,01	225,02	92,07	69,47	416,29	3,14	2.737,00
NN Hayat ve Emeklilik A.Ş.	4.950,44		122,29	65,79	810,14	4,11	5.952,77
Türkiye Hayat ve Emeklilik A.Ş.	15.001,83	10.082,20	1.537,85	4.782,93	3.958,23	833,86	36.196,90
Genel Toplam	115.192,42	21.391,49	4.250,42	7.040,62	19.451,65	2.161,49	169.488,09

Kaynak: Emeklilik Gözetim Merkezi-İstatistikler

4. Fon ve Performans Analizi

Finansal yatırımcılar, tasarruflarını nakit olarak tutmak yerine finansal ürünlere, menkul kıymetlere veya gayrimenkullere yatırarak değerlendirme eğilimindedirler. Nakit para zamanla değer kaybederken, söz konusu araçlar değer kazanabildiğinden birikimlerin nakit olarak saklanması daha avantajlıdır.

Emeklilik fonları da birikim değerlendirme yöntemlerinden biridir. Ancak bu durumda, kişiler birikimlerini kendileri değerlendirmemektedirler. Katılımcıların emeklilik şirketleri ile imzaladıkları sözleşmeler kapsamında birikimler katılımcılar adına emeklilik şirketleri tarafından yönetilmektedir. Bireysel emeklilik piyasaları fonu elinde tutanların yarattığı arz ve bu fona ihtiyaç duyanların yarattığı talebin birbiriyle rastlaştığı piyasalardır (Kaplan & Aydın, 2014).

Emeklilik fonları katılımcıların birikimleri ile oluştuğundan fonların nasıl yönetildiği katılımcılar açısından daima önemlidir. Aynı şekilde müşterilerini kaybetmek istemeyen şirketler tarafından da fonların nasıl yönetildiği sürekli takip edilmektedir. Böylelikle fon yönetiminde yapılan hatalar ivedilikle fark edilebilmekte ve fon dağılımında değişikliğe gidilebilmektedir (Karan, 2020). Bu nedenle, fonların performans analizinin yapılması her iki taraf için de önemli bir husustur.

Performans olgusu tek değişkenli veya tek boyutlu bir kavram değildir. Bu nedenle, tam bir başarı ya da başarısızlık gibi değerlendirme kriteri yoktur. Portföy yönetiminin temel görevi, getiri ve risk dengesinin kurulmasıdır. Risk de getiri de birlikte hareket etmektedir. Risk arttıkça beklenen getiri artmakta, risk azaldıkça beklenen getiri de azalmaktadır (Aydın, 2018).

Katılımcılar risk faktörünü dikkate alarak portföylerinden elde edecekleri getiriyi mümkün oldukça maksimize etmeye çalışırlar. Yani üstlenilen riske göre getiriyi hesaplayarak başarıyı ölçmek önem arz etmektedir (Arslan M. , 2005).

Çalışmanın bu bölümünde, öncelikle fon performansı ölçümünün temelini oluşturan getiri ve risk hesabı ölçüm yöntemlerinden bahsedilecek daha sonra literatürde yer alan çeşitli fon performansı ölçme yöntemlerine değinilecektir.

4.1. Getiri Ölçüm Yöntemleri

Getiri, yatırım karşılığında kazanılması hedeflenen geliri ifade etmektedir. Portföy getiri ölçümü, sermaye kazancı ile kârdan oluşan toplam getirinin, başta yatırılan tutara bölünmesiyle yapılır. Ancak getirinin tek başına hesaplanması yeterli olmayıp riske göre düzeltme yapılması gerekmektedir (Dağlı, Bank, & Er, 2008).

Literatürde 4 temel fon getirisi hesaplama yöntemi bulunmaktadır. Bunlar: Mutlak Getiri, Geometrik Getiri ve Logaritmik Getiri ölçüm yöntemleridir (Teker, Karakurum, & Tav, 2008).

4.1.1. Mutlak Getiri

Bir birim zamanda yatırım yapılmış olan varlığın fiyatındaki fark

$$\mathbf{Getiri} = X \text{ Varlığının Fiyatı}_{t+1} - X \text{ Varlığının Fiyatı}_t$$

4.1.2. Göreli Getiri

Bir birim zamanda yatırım yapılmış olan varlığın fiyat oranı

$$\mathbf{Getiri} = \frac{X \text{ Varlığının Fiyatı}_{t+1} - X \text{ Varlığının Fiyatı}_t}{X \text{ Varlığının Fiyatı}_t}$$

4.1.3. Logaritmik Getiri

Bir birim zamanda yatırım yapılmış olan varlığın logaritmik fiyatındaki fark

$$\mathbf{Getiri} = \ln(X \text{ Varlığının Fiyatı}_{t+1}) - \ln(X \text{ Varlığının Fiyatı}_t)$$

4.1.4. Geometrik Getiri

$$\mathbf{Getiri} = \sqrt[12]{1 + \%Yıllık \text{ Oran}_t} - 1$$

4.2. Risk Ölçüm Yöntemleri

Risk, bir yatırımın gerçekleşen getirisinin beklenen getirisinden farklı olma şansıdır. Herkesin risk algısı ve portföyünün risk endişesi farklıdır. Bir emeklilik fonunun riski, yükümlülüklerini yerine getirememek olarak görebilir.

Portföy yöneticisi için risk, portföy göstergesinin temel aldığı endeksten sapması iken bireysel yatırımcı, para kaybedebileceği tüm halleri riskli olarak görebilir.(Atan,Atan, Halıcı,2018)

Fon performansı ölçümü yapılabilmesi için daha önce de bahsedildiği üzere getirilerin riske göre düzeltilmesi gerekmektedir. Bu bölümde literatürde yer alan risk ölçüm yöntemlerinden en temel ikisinden bahsedilecektir.

4.2.1. Standart Sapma

Standart sapma yöntemi en temel kullanılan risk ölçüm yöntemlerindedir. Standart sapma fonun getirisinin ortalama getiriye kıyasla dağılımını göstermektedir.

$$SS = \sqrt{\sum_{i=1}^n \frac{1}{gözlem\ sayısı - 1} (Getiri_i - Beklenen\ Getiri)^2}$$

4.2.2. Beta Katsayısı

Literatürde sistematik risk olarak geçen beta katsayısı, menkul kıymetlerin getirisinin piyasa getirisine olan duyarlılığını ölçen bir risk ölçütüdür. Diğer bir ifadeyle beta, bir varlığın çeşitlendirilmiş bir portföye göre volatilité ölçüsüdür.

β yı eşitlik halinde hesaplamak gerekirse, i varlığı ile piyasa getirisi arasındaki kovaryansın ($cov_{i,m}$) piyasa getirisinin varyansına σ_M^2 oranını ifade etmektedir (Teker, Karakurum, & Tav, 2008).

$$\beta = \frac{COV_{i,piyasa}}{\sigma_{piyasa}^2}$$

4.3. Toplam Risk Temelli Yöntemler

Fon performans ölçümünde standart sapmayı esas alan çeşitli yöntemler bulunmaktadır. Bu bölümde bu yöntemlerden 3'ü incelenmiştir. Bunlar: Sharpe oranı, M², performans ölçütü (Modigliani yöntemi) ve Sortino oranıdır.

4.3.1. Sharpe Performans Oranı

1966 yılında Nobel ödüllü William Forsyth Sharpe tarafından geliştirilmiş olan model geliştiricisinin adıyla anılmakta olup literatürde çok yaygın olarak kullanılmaktadır. Model en basit ifadeyle risksiz faiz oranına karşılık alınan riskten kaynaklanan ek getiriyi ölçmeye çalışan katsayıdır. Sharpe'a göre piyasa ile tüm menkul kıymetler arasında doğrusal bir ilişki vardır. Bu ilişki basit doğrusal regresyon ile ifade edilebilmektedir (Demirtaş & Güngör, 2004).

Markowitz modelinde olduğu gibi, çok sayıda girdiyle hesaplama yerine en kolay uygulanabilir şekliyle fon ile menkul kıymet getirileri arasındaki ilişkiyi ölçmek için kullanılmaktadır (Urun, 2016).

Sharpe'ın bu yaklaşımı genellikle bir yatırımın adil fiyatının ne olduğunu belirlemek için kullanılan Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modelini (Capital Asset Pricing Model-CAPM) temel almakta olup riske göre düzeltilmiş getiriyi hesaba dâhil etmektedir (Dağlı, Bank, Er, 2008). Sharpe eşitliği aşağıdaki gibi gösterilebilir:

$$\text{Sharpe Oranı} = \frac{\text{Ortalama Portföyünün Getirisi} - \text{Ortalama Risksiz Faiz Oranı}}{\text{Portföyün Standart Sapması}}$$

Sharpe oranının payı "risk primini" ifade etmektedir. Risk primi, yatırımcının katlandığı riske karşılık olarak risksiz faiz oranına elde ettiği ek getiriyi ifade etmektedir. Sharpe oranının paydasında ise yatırımın toplam riskini ifade eden portföyün standart sapması bulunmaktadır.

Eldeki portföy için hesaplanan Sharpe oranı piyasa portföyünün Sharpe oranı ile kıyaslanır. Eldeki portföy için hesaplanan Sharpe oranı piyasa portföyüne kıyasla daha yüksek ise, eldeki portföyün piyasaya göre daha iyi bir performans gösterdiği şeklinde yorumlanabilir. Eldeki portföyün Sharpe oranı piyasa portföyüne göre daha düşük ise portföyün piyasaya göre daha kötü bir performans gösterdiği söylenebilir (Bayramoğlu, Yayalar, 2017).

Sharpe oranının kullanılmasının ana sebebi kullanım kolaylığının olması ve karlılığı ölçmek için yalnızca getiri verisini kullanmasıdır. Söz konusu oran yatırımcıların aldıkları risklere karşın, risksiz faiz oranına ek olarak bekledikleri getiriye göstermektedir.(Dağlı, Bank, Er, 2008)

4.3.2. M² Oranı Performans Oranı

M² farklı risk seviyelerindeki portföylerin performanslarını kıyaslamak için kullanılan getiri ölçütüdür. M² ölçütünün temel aldığı yaklaşım, performansının hesaplanması istenen portföylerin risklerini piyasa portföyünün riskin eşitlenerek hesaplanmasıdır. Diğer bir ifadeyle sapmayı eşleştirerek risk seviyesini ölçmeyi hedeflemektedir. Kısaca risk ile getiri arasındaki dengeyi kullanır (Ceylan & Korkmaz, 2017)

M² performans ölçütü piyasanın standart sapması ile portföy için hesaplanan Sharpe oranının çarpımına risksiz faiz oranının eklenmesi ile hesaplanmaktadır. Yani sadece portföy riskine değil piyasa riskini de dikkate almaktadır. M² arttıkça portföy performansı da artmaktadır.

$$M^2 = \text{Risksiz faiz oranı} + (\text{Sharpe Oranı} * \sigma_{\text{piyasa portföy getirileri}})$$

4.3.3. Sortino Oranı

Frank A. Sortino tarafından 1994 yılında geliştirilen model, yatırımcının elde etmeyi hedeflediği getiri olan minimum kabul edilebilir getiri oranı ile hesaplanmaktadır.

Sortino oranı Sharpe oranının bir türü olup bir birim oynaklığa karşılık gelen getiriye ölçmeye çalışmaktadır. Sharpe oranından farkı paydada bulunan standart sapma yerine, kısmi standart sapmanın kullanılmasıdır. Ayrıca yalnızca standart sapma hesabında minimum kabul edilebilir getiri seviyesinin altında kalan portföy getirilerini hesaba katmaktadır (Singh, 2017).

Diğer bir ifade ile portföyün performansı, portföy getirisi ile beklenen minimum getiri farkının aşağı yönlü standart sapmaya bölünmesiyle hesaplanmaktadır (Sortino & Van der Meer, 1991). Daha yüksek Sortino oranı daha başarılı portföy anlamına gelmektedir.

$$\text{Sortino Oranı} = \frac{\text{Portföyün getirisi} - \text{Risksiz faiz oranı}}{\text{Kısmi standart sapma}}$$

4.4. Sistemik Riske Göre Performans Ölçen Modeller

Sistemik riskler, müdahale edilemeyen sosyal, politik veya ekonomik sebeplerden dolayı yalnızca finansal piyasaları değil tüm ekonomiyi etkileyen riskler olarak tanımlanmaktadır. Sistemik olmayan riskler ise müdahale edilebilen şirketlerin kendileriyle veya buldukları endüstri koluyla alakalı olan risklerdir. Bu bölümde literatürde yaygınlıkla kullanılan dört sistemik riski temel alan model incelenmiştir.

4.4.1. Treynor Oranı

Portföy performansını ölçmek için 1965 yılında Jack L. Treynor tarafından üretilen Treynor oranı, Sharpe oranının bir benzeridir. Fark olarak portföy getirisi sistemik risk katsayısı olan betaya oranlanmaktadır. Beta ise piyasa getirisiyle fonun getirisinin kovaryansının, piyasa getirisinin varyansına oranıdır (Sevinç & Yakar, 2019).

Diğer bir ifadeyle, sistematik risk bir birim değişime karşılık gelen aşırı getiri ölçmektedir. Treynor oranının yüksek olması aynı sistemik risk değerinde daha yüksek getiri sağlayan Portföy anlamına gelmektedir. Dolayısıyla Treynor oranı arttıkça Portföyün başarısının da iyileştiği söylenebilir. Treynor Oranı sistemik riskleri hesaba katarken sistemik olmayan riskleri gözardı etmektedir (Teker, Karakurum, & Tav, 2008).

$$\text{Treynor Oranı} = \frac{\text{Portföy Getirisi} - \text{Risksiz Menkul Kıymet Getirisi}}{\text{Beta}}$$

Ancak Treynor oranını yorumlarken belli hususlara dikkat etmek gerekmektedir.

1. Beta'nın pozitif olması gerekmektedir. Aksi halde Treynor oranı anlamlı sonuç vermez.
2. İki Treynor oranının arasındaki fark anlamlı değildir. Diğer bir ifadeyle bir fonun Treynor oranı 0,1 değerinin 0,5 olması birinin diğerinden beş kat iyi olduğu anlamına gelmemektedir. Yalnızca birinin diğerinden daha iyi olduğu anlamı çıkmaktadır.

4.4.2. Treynor Kare(T²) Oranı

Treynor Kare Oranı, Treynor oranının revize edilmiş halidir. Portföye risksiz faiz oranını ekleyerek risk düzeltilmesi yapmaktadır. Ayrıca literatürde Treynor oranının yüzdesel olarak belirtildiği oran olarak da geçmektedir. T² ölçümünün hesaplaması aşağıdaki gibidir:

$$T^2 = \text{Treynor Oran} - (\text{Pazar Portföyünün Getirisi} - \text{Risksiz Menkul Kıymet Getirisi})$$

4.4.3. Jensen's Alfa Oranı

Dr. Michael Jensen tarafından 1968 de geliştirilen Jensen's Alfa Oranı, olağandışı getirileri, beklenen getiriler ile kıyaslayan bir performans ölçütüdür. Jensen's Alfa oranı denklem olarak ifade edildiğinde fon getirileri ile pazar getirileri arasındaki regresyonun sabit terimi olan alfadır. Hesaplama yöntemi şu şekildedir (Bayraktar & Aksoy, 2020).

$$\text{Alfa} = \text{Portföy Getirisi} - [\text{Risksiz Getiri Oranı} + \beta(\text{Piyasa Getirisi} - \text{Risksiz Getiri Oranı})]$$

Alfa sıfırın üzerinde ise portföy başarılı, sıfırın altı ise başarısız kabul edilir. Jensen's oranına göre portföy, menkul kıymet pazar doğrusunun ne kadar üzerindeyse diğer bir ifadeyle üzerinde taşıdığı riske kıyasla ne kadar çok getiri sağlıyorsa, performansı o kadar yüksek demektir.

Başka bir ifadeyle, fonun getirisinden piyasa riskini yani beta kısmını düştükten sonra kalan tutar sıfırdan yüksekse fonun iyi bir şekilde yönetildiğine işaret etmektedir. Bu yöntemin eksik yanı sistemik olmayan riskleri göz ardı etmesidir.

4.4.4. Değerleme Oranı

Jensen's Alfa oranı literatürde çok fazla kullanılan bir yöntem olmasına karşın sistemik olmayan riskleri göz ardı ettiği için çok fazla eleştiri almaktadır. Bu nedenle bu sorunu ortadan kaldırmak üzere Değerleme Oranı (Appraisal Ratio) adında yeni bir oran hesaplanmıştır.

$$\text{Değerleme Oranı} = \frac{\text{Jensen's Alfa}}{\sqrt{\text{Portföyün Sistemik Olmayan Riski}}}$$

4.5. Performans Değerleme Ölçütleri Karşılaştırması

Aşağıdaki tabloda 6 farklı risk türünün literatürde yer alan 7 farklı fon performansı değerlendirme yöntemine göre karşılaştırmalı performansı görülmektedir.

Tablo 3: Fon Performans Kriterleri Karşılaştırması

Fon Performans Değerleme Yöntemleri	Sistemik Risk	Sistemik Olmayan Risk	Aşağı Yönlü Risk	Karşılaştırmalı Perf. Göstergesi	Tek Başına Perf. Göstergesi	Yönetici Performansı
Sharpe	X	X		X		
M ² Performans Ölçütü	X	X			X	
Sortino	X	X	X	X		
Treynor	X		X	X		
T ² Performans Ölçütü	X			X		
Jensen Alfa	X				X	X
Değerleme Oranı	X	X		X		X

Kaynak: Yatırım Fonlarının Risk Odaklı Performans Değerlemesi (Teker, Karakurum, & Tav, 2008)

Literatürde en yaygın kullanılan 3 yöntem özetle:

- Sharpe Ölçütü: Fazla getirinin değişkenliğe oranı ya da fazla getirinin standart sapma yardımıyla ölçülen risk oranı
- Treynor Ölçütü: İlave getirinin çeşitlendirilemeyen riske (Beta) oranı
- Jensen Performans Ölçütü: Getiri farkının beta ile ölçülen riske oranı Sharpe ve Treynor ölçüm periyodunda ortalama getirileri ve ortalama risksiz faiz oranı kullanırken, Jensen getirisini ve döneme ait risksiz faiz oranını kullanmaktadır.

5. Türkiye Katılım Emeklilik Fonları ile Konvansiyonel Fonların Kıyaslaması

Katılımcıların tasarruflarını faiz ve risk tercihlerine uygun olan emeklilik fonlarında değerlendirilmektedir. Faiz hassasiyeti olan katılımcılar yalnızca katılım fonlarına yatırım yapabilirken diğer katılımcılar yüksek getiri sağlayacak her türlü fona yatırım yapabilirler. Katılım fonları, yalnızca faiz içermeyen enstrümanlara yatırım yapılabilen fonlar değildir. İslami finans kurallarına ve katılım bankacılığına uygun olan ayrıca danışma kurulları tarafından icazet verilen enstrümanlara yatırım yapabilirler.

Katılım fonlarının içeriğinde bulunabilecek finansal enstrümanlar: “Katılım bankalarında açılacak TL, EURO, USD katılma hesapları; faiz barındırmayan TL, USD, EURO cinsi varlıklar ile altın, gümüş gibi kıymetli madenleri içeren sermaye piyasası araçları, katılım endeksine ve katılım bankacılığı prensiplerine uygun hisse senetleri, altın ve kıymetli madenler, Faizsiz menkul kıymet yatırım fonları (Girişim sermayesi yatırım fonu, gayrimenkul yatırım fonu vb.), Türkiye’de veya yurtdışında ihraç edilen sukuk (kira sertifikası) vb. faizsiz borçlanma araçları” olarak sıralanmıştır (EGM).

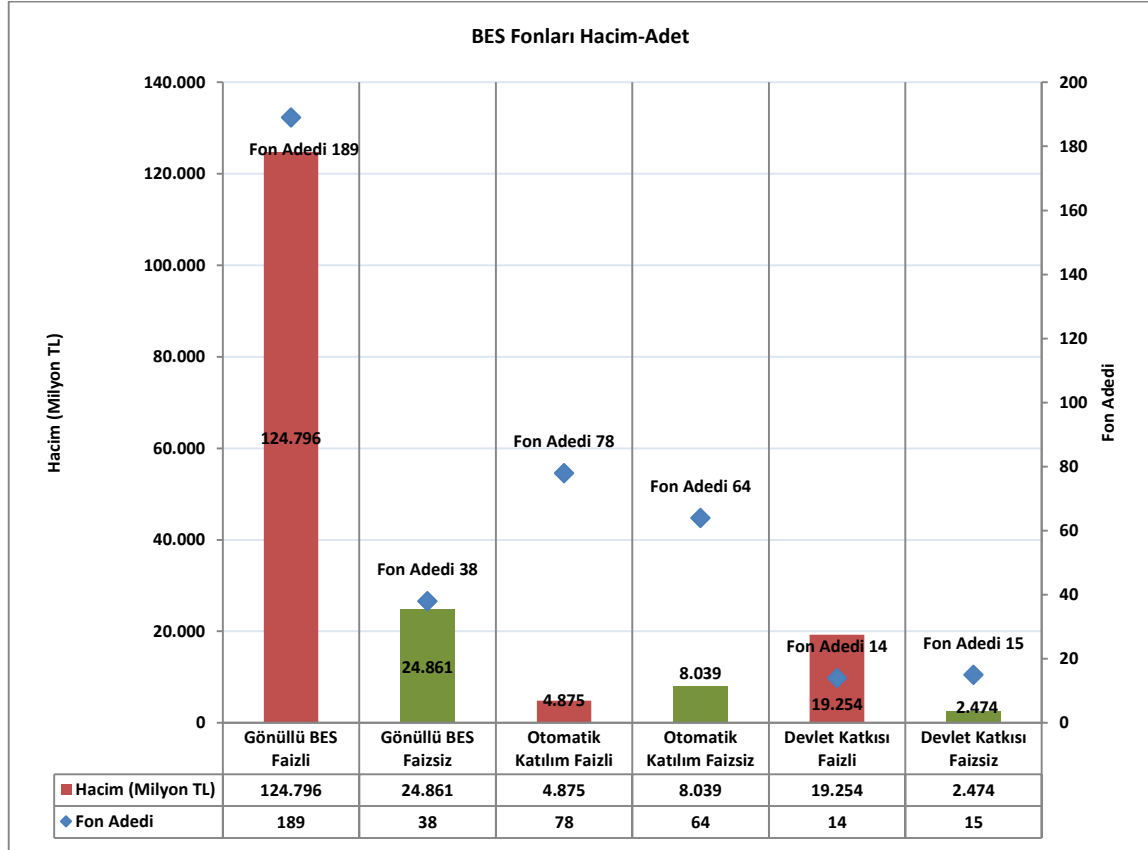
Faizli ve faizsiz fon kıyaslama konusunda yapılan çalışmalarda bir fikir birliği yoktur. Bu durum, veri olarak kullanılan dönemden ve seçilen ülkeden kaynaklanabilmektedir. Ancak uluslararası literatürde katılım fonlarının konvansiyonel fonlara kıyasla daha düşük başarı gösterdiğine yönelik çalışmalar çoğunluktadır (Uysal & Adalı, 2018).

Çalışmalar genelde normal dönemlerde konvansiyonel fonların daha iyi performans gösterdiğini, kriz dönemlerinde, özellikle 2008 krizi, ise katılım fonlarının daha iyi performans gösterdiğini belirtmektedir (Uysal & Adalı, 2018).

Bu araştırmanın bu kısmında gönüllü bireysel emeklilik fonlarının performansları analiz edilecektir. Bireysel emeklilik fonlarının başarı ölçümü Sharpe, Treynor ve Jensens Alfa performans ölçüm yöntemleri ile yapılacaktır.

5.1. Portföy Performans için Araştırma Yöntemi ve Veriler

30.06.2021 tarihi itibariyle Türkiye’de faaliyette 398 adet bireysel emeklilik fonu bulunmaktadır.



Kaynak: EGM-İstatistikler

Şekil 9 Haziran 2021 İtibariyle Emeklilik Fonlarının Faiz Göre Dağılımı

30.06.2021 tarihi itibariyle Emeklilik fonlarının toplam değeri 184,3 milyar TL’dir. Söz konusu tarih itibariyle Gönüllü BES’e dâhil 227 fonun toplam değeri 149,7 milyar TL’dir. Bu tutarın %83’ü faizli fonlarda iken faizsiz fonlar %17 seviyesindedir.

Çalışmada 01.01.2017-30.06.2021 tarihleri arasında devamlı faaliyette bulunan, 100 adet gönüllü bireysel emeklilik fonunun performansı, Sharpe Treynor ve Jensens Alfa performans ölçüm yöntemleri ile değerlendirilecek; söz konusu fonların kamu/özel sektöre ait ve katılım/konvansiyonel olmak üzere kıyaslaması yapılmaktadır. İncelenen fonların toplam tutarı 71,4 milyar TL’dir.

5.1.1. Fon İlişkin Detaylı Bilgiler

Fonların getiri ve büyüklük verileri, Türkiye Elektronik Fon Alım Satım Platformundan (TEFAS) alınmıştır. Fonların ait oldukları şirket bilgileri ve fonların ihraç edildikleri tarih bilgisi tarihinde EGM'nin web sitesinden alınmıştır.

Fonun aylık getirisi daha önceki bölümlerde anlatılan görelî getiri yöntemi kullanılarak hesaplanmıştır.

$$\text{Fonun Aylık Getirisi}_i = \frac{\text{Fonun Ay Sonu Geçerli Fiyat}_i - \text{Fonun Bir Önceki Ay Sonu Fiyat}_i}{\text{Fonun Bir Önceki Ay Sonu Fiyat}_i}$$

Tüm fonlar için aylık olarak hesaplanan getirilerinin ortalaması alınarak Fonun Ortalama Getirisi hesaplanmıştır.

$$\text{Fonun Ortalama Getirisi}_i = \frac{\sum_1^n \text{Fonun Aylık Getirisi}_i}{n_i}$$

5.1.2. Kıyaslama Ölçütü

Fon getirisinin kıyaslanması için referans olarak seçilen, fonun yönetim stratejisine uygun olarak belirlenen endekslerdir. Bir fon ihraç edilirken karşılaştırma ölçütü de belirlenmektedir (SPK). Tüm fonların karşılaştırma ölçütleri farklıdır. Ancak katılımcılar öncelikle birikimlerinin risksiz getiri ve piyasa getirisi üzerinde getiri sağlamasını beklemekte ve bu göstergeler ile fonlarını kıyaslamaktadırlar. Daha sonra diğer fonların başarıları ile kıyaslama yaparak birikimlerinin yatırıldığı fonların başarılarını konumlandırabilmektedirler. Aşağıda temel alınan iki kıyas ölçütünün hesaplama yöntemi açıklanmıştır.

5.1.2.1. Piyasa Portföy Gösterge Getirisi

Literatürde de yaygınlıkla kullanılan piyasa portföy göstergesi Referans Endeksi olarak BİST-100 getiri endeksi aylık olarak kullanılmıştır. Daha önceki bölümlerde getiri hesaplama yöntemlerine ilişkin yöntemlerden bahsedilmiştir. Bu bağlamda kullanılan BİST-100 endeksine ait aylık getiriler hesaplama formülü aşağıda yer almaktadır.

$$\text{Piyasanın Aylık Getirisi}_i = \frac{\text{Endeks Ay Sonu Kapanış Fiyatı} - \text{Endeks Bir Önceki Ay Sonu Kapanış Fiyatı}}{\text{Endeks Bir önceki Ay Sonu Kapanış Fiyatı}}$$

$$\text{Piyasanın Ortalama Getirisi}_i = \frac{\sum_1^n \text{Piyasanın Aylık Getirisi}_i}{n_i}$$

5.1.2.2. Risksiz Faiz Oranı

2021 sonu itibariyle Londra Bankalararası Faiz Oranı (LIBOR) ve Euro Gecelik Endeks Ortalaması (EONIA) borç verme faizi verilerinin yayımlanmasına son verecektir (Kartal, 2019).

TCMB tarafından düzenli olarak yayımlanan Finansal İstikrar Raporunun 2019 yılında yayımlanan 29 no'lu sayısında da yer aldığı gibi Türkiye'nin de içinde bulunduğu bir kaç ülke kendilerinin güvenilir olan gecelik risksiz faiz oranlarını (RFR) yeni risksiz faiz oranları olarak hesaplamaya başlamıştır (TCMB, 2019).

Ülkemiz için Risksiz Faiz Oranı 28 Aralık 2018 tarihi itibariyle hesaplanmaya başlamıştır. Söz konusu oran Türk Lirası Gecelik Referans Faiz Oranı (TLREF), Borsa İstanbul'un web sitesinde, 17 Haziran 2019 tarihinde yayınlanmaya başlanmıştır. Bununla birlikte simülasyon çalışmalarında kullanılmak üzere TLREF arşiv verisi 2009 itibariyle ayrıca Borsa İstanbul tarafından yayımlanmaktadır.³

Risksiz Faiz oranı hesaplamak için aylık ortalama TLREF aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır.

$$\text{Risksiz Faizin Aylık Getirisi}_t = \sqrt[12]{1 + \% \text{ TLREF Ay Sonu}_t} - 1$$

$$\text{Risksiz Faizin Ortalama Getirisi}_i = \frac{\sum_1^n \text{Risksiz Faizin Aylık Getirisi}_i}{n_i}$$

³ 2009-28.12.2018 arşiv verisinin standart yayımlananlardan tek farkı bu veride alan Pazar ve Minimum Tutar kriterleri aranmamıştır.

5.1.3. Fonun Risk Değeri

Sermaye Piyasası Kurulunun Yatırım Fonlarına İlişkin Rehberinde (SPK, 2013) emeklilik fonlarının risk değerleri fonun oynaklığına göre 1 ila 7 arasında sınıflandırılmaktadır. Risk değeri 1 iken en risksiz, diğer bir ifadeyle en düşük oynaklığa sahip, 7 ise en riskli yani en yüksek oynaklık seviyesine sahip grup olmak üzere fonlar sıralanmaktadır. Fonların risk hesaplamaları 5 yıllık getiriler üzerinden hesaplanmaktadır ve risk değerleri zamanla değişim gösterebilir. Ancak inceleme aralığı geniş olduğundan risk değerinin değişmesi çok sık olmamaktadır.

30 Haziran itibariyle tüm gönüllü bireysel emeklilik fonları incelendiğinde en düşük risk değerine sahip fon 1 iken en yüksek 6'dır. 7 Risk seviyesinde fon bulunmamaktadır. Araştırmada 30 Haziran 2021 tarihinde geçerli olan risk değerleri EGM'den özel taleple alınmıştır.

5.1.4. Araştırma Konusu

İnceleme 01.01.2017-30.06.2021 tarihleri arasında yapılmıştır. Söz konusu tarih itibariyle BES piyasasında 227 fon bulunurken toplam büyüklüğü 149,7 milyar TL'dir. Araştırmada söz konusu dönem aralığında kesintisiz olarak faaliyet gösteren 100 adet fon incelenmektedir. İncelenen fon büyüklüğü toplam 71,3 milyar TL'dir.

Fonlar incelenirken EGM'nin kıyas grubu sınıflandırmasına göre sınıflandırılmakta ve her sınıf kendi içinde değerlendirilmektedir. Ancak her kıyas grubu ele alınmamaktadır. Kıyaslamanın yapılmasını mümkün kılan hem faizli hem de faizsiz fonların bulunduğu fon grupları incelenmiştir.

Performans ölçümü yapılırken önceki bölümde anlatılan ve literatürde yaygınlıkla kullanılan performans yöntemlerinden Sharpe oranı, Treynor oranı, Jensens alfa oranları kullanılmıştır.

1- Sharpe oranı uygulanırken kullanılan hesap yöntemi aşağıda yer almaktadır.

$$\text{Sharpe Oranı} = \frac{\text{Fonun Ortalama Getirisi} - \text{Ortalama Risksiz Faiz Oranı}}{\text{Fonun Standart Sapması}}$$

$$\text{Fonun Standart Sapması} = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^n \text{Fonun } t \text{ zamanındaki getirisi} - \text{Fonun ortalama getirisi}}{\text{Gözlem sayısı} - 1}}$$

2- Treynor oranı uygulanırken kullanılan hesap yöntemi aşağıda yer almaktadır.

$$\text{Treynor Oranı} = \frac{\text{Fonun Ortalama Getirisi} - \text{Ortalama Risksiz Faiz Oranı}}{\text{Beta}}$$

Treynor hesabı yapılırken kullanılan Beta aşağıdaki formül ile hesaplanmaktadır.

$$\text{Beta}(\beta) = \frac{\text{COV}_{i,\text{piyasa}}}{\sigma_{\text{piyasa}}^2}$$

3- Jensens Alfa oranı uygulanırken kullanılan hesap yöntemi aşağıda yer almaktadır.

$$\text{Alfa} = \text{Fonun Ort Getirisi} - [\text{Ort. Risksiz Faiz Oranı} + \beta(\text{Ort. Piyasa Getirisi} - \text{Ort. Risksiz Faiz Oranı})]$$

5.2. Faizli Fonlar ile Faizsiz Fonlarının Kıyaslaması

Çalışmanın bu bölümünde 1 Ocak 2017'den önce ihraç edilen ve 30 Haziran'a kadar kesintisiz hizmet veren fonlar EGM'nin fon grubu sınıflandırmasına göre ayrılarak incelenmiştir. Çalışmanın içeriğinde faizsiz fonların bulunduğu 6 çeşit fon grubu kıyaslanmaktadır. Bu fon grupları: Altın, Hisse Senedi, Standart, Temkinli Değişken, Dengeli Değişken ve Atak/Dinamik Değişkendir. Fon grupları içinde 28 Faizsiz 72 Faizli olmak üzere toplam 100 fon bulunmaktadır. Faizli ve faizsiz grupta 10'ar adet kamu emeklilik şirketine ait fon bulunmaktadır.

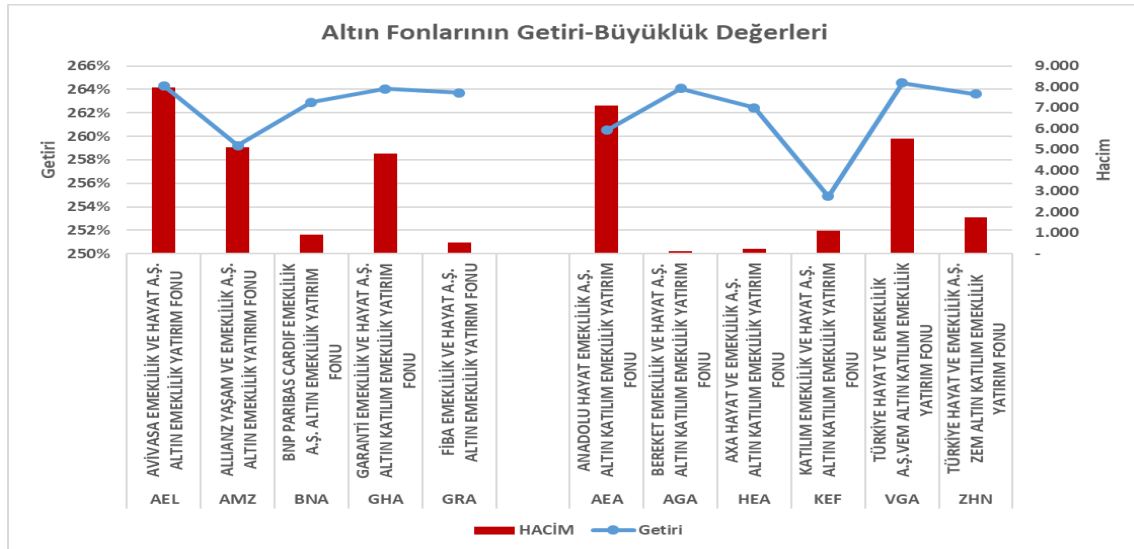
5.2.1. Altın Fon Grubu

01.01.2017-30.06.2021 tarihleri aralığında devamlı faaliyet gösteren 6'sı faizsiz 5'i faizli olmak üzere toplam 11 adet altın fonu incelenmektedir. İncelenen Altın fonları 35 milyar TL'nin üzerindeki fon büyüklüğü ile BES fonlarının toplam fon büyüklüğünün %24'ünü oluşturmaktadır. Ayrıca bu sınıf BES fonları içinde en yüksek hacme sahip sınıftır.

Altın fonlarının getirilerine bakıldığında getirilerin birbirinden çok da farklı olmadığı görülmektedir. Bunun sebebi fon içeriklerinin çoğunlukla kıymetli maden olarak altın veya altına yapılmış yatırımlara dayalı olmasıdır.

Ayrıca Altın Fonlarının risk değerleri incelendiğinde 30 Haziran 2021 itibariyle 11 fondan 10'unun risk değerinin 6 olduğu görülmektedir. Bu da tüm fonlar içinde risk değerleri en yüksek değerdir yani yüksek oynaklığa sahip fonlardandır. Yalnızca Fiba Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ye ait GRA fonunun risk değeri 5'tir.

Faizli Altın fonları ortalama 19 milyar TL'den fazla hacme sahip olup, %263 getiri sağlarken 16 milyar TL fon büyüklüğüne sahip faizsiz altın fonları ortalama %262 getiri sağlamıştır. Tüm fon grupları içinde en yüksek getiri sağlayan ve en yüksek hacme sahip fon grubu altın fonudur.



Kaynak: Fon Bilgilendirme Platformu (TEFAS)

Şekil 10 Altın Fonlarının Getiri-Büyükük Grafiği

30.06.2021 tarihi itibarıyla yalnızca altın fon grubunda değil incelenen tüm fonlar içinde en büyük hacme sahip fon, faizli bir fon olan Agesa Hayat ve Emeklilik A.Ş.'ye ait AEL fonudur. Bu fonu Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş.'ye ait faizsiz bir fon olan AEA fonu takip etmektedir. Ardından fon büyüklüğü olarak tüm fonlar içinde 3. sırada yer alan fon, kamu emeklilik şirketine ait faizsiz bir fon olan VGA fonudur. Daha sonra Altın fonları içinde fon büyüklüğü olarak kıyaslandığında sırasıyla özel şirketlere ait faizli fonlar olan AMZ ve GHA fonları takip etmektedir. Özetle tüm fonlar içinde en yüksek hacme sahip 5 fon altın fonudur.

5.2.1.1. Altın Fonlarının Getiri Bazında Kıyaslanması

Aşağıda 5'i faizli 6'sı faizsiz olmak üzere toplam 11 altın fonunun 2017-2021 Haziran dönemi arası yıllık bazda getirileri listelenmiştir.

Tablo 4 Altın Fonlarının Getiri Kıyaslaması

FON	2017	2018	2019	2020	2021:6	2017-2021:6
AEL	18,37%	37,03%	30,95%	56,58%	9,55%	264,33%
AMZ	18,36%	36,35%	30,98%	56,11%	8,85%	259,23%
BNA	18,34%	36,42%	31,07%	57,46%	8,92%	262,91%
GHA	17,77%	37,42%	32,09%	56,01%	9,15%	264,04%
GRA	18,38%	37,40%	34,27%	52,52%	9,20%	263,72%
Faizli Özel Şirketlere Ait Altın Fonları	18,23%	36,96%	31,34%	56,25%	9,23%	262,83%
AEA	18,30%	37,25%	31,85%	54,82%	8,78%	260,53%
AGA	18,63%	36,64%	32,87%	54,97%	9,08%	264,09%
HEA	18,27%	36,69%	32,87%	54,86%	8,96%	262,44%
KEF	18,40%	37,49%	30,33%	54,85%	8,03%	254,90%
Faizsiz Özel Şirketlere Ait Altın Fonları	18,32%	37,25%	31,70%	54,82%	8,69%	259,92%
VGA	18,25%	37,10%	32,14%	55,87%	9,18%	264,54%
ZHN	18,19%	37,23%	32,17%	56,17%	8,62%	263,62%
Faizsiz Kamu Şirketine Ait Altın Fonları	18,23%	37,13%	32,15%	55,94%	9,04%	264,32%
Tüm Altın Fonların Ağırlıklı Ortalama Getirisi	18,25%	37,07%	31,59%	55,84%	9,06%	262,42%
BİST 100 GETİRİ	47,60%	-20,86%	25,37%	29,06%	-8,15%	73,58%
RİSKİZ FAİZ ORANI	11,75%	18,35%	20,08%	11,18%	8,83%	92,18%

Yıllık bazda bakıldığında, tüm altın fonlarının 2018-2021 Haziran sonu getirilerinin piyasa getirisinin çok üzerinde olduğu görülmektedir. Ancak 2017 yılında tüm altın fonlarının piyasa getirisinin çok altında olduğu görülmektedir. Altın fonlarının her yıl için hem kamu/özel ayrımında hem de faizli/faizsiz ayrımında birbirine çok yakın getiriler sağladıkları görülmektedir.

2017-2021 Haziran kümülatif dönem aralığı incelendiğinde en yüksek getiri Faizsiz kamu emeklilik şirketine ait altın fonu olan "VGA" fonuna aittir. En düşük getiri ise yine faizsiz fon niteliğinde bir özel şirket olan Katılım Emeklilik Ve Hayat A.Ş.'ye ait "KEF" fonuna

aittir. Yine de en düşük ve en yüksek getiri sağlayan bu fonlar arasındaki getiri farkı %4 seviyesinin altındadır.

5.2.1.2. Altın Fonlarının Sharpe Oranı İle Kıyaslanması

Sharpe oranı, fonun ortalama getirisi ile risksiz faiz oranının ortalama getirisi arasındaki farkın, fonun riskine bölümüyle elde edilir. Bu oranda fonun toplam riski hesaplanırken standart sapma kullanılmaktadır. Sharpe oranı ne kadar yüksekse portföy performansı da o kadar yüksektir. Ancak bir fonun Sharpe oranı bir başka fonun Sharpe oranının iki katı olması, o fonun performansının diğerinin iki katı olduğu anlamına gelmemektedir. Sadece göreceli olarak daha iyi olduğu sonucu çıkarılmaktadır.

11 Altın fonu için 2017 Ocak-2021 Haziran ayı itibariyle Sharpe oranları hem yıllık hem de söz konusu dönem aralığı için kümülatif bazda hesaplanmıştır. Hesaplama sonuçları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 5 Altın Fonları Sharpe Oranları

FON	2017	2018	2019	2020	2021-6	2017-2021:6
AEL	0,141	0,164	0,166	0,475	0,043	0,214
AMZ	0,140	0,156	0,166	0,478	0,027	0,207
BNA	0,141	0,157	0,169	0,492	0,028	0,210
GHA	0,140	0,164	0,180	0,479	0,034	0,213
GRA	0,143	0,165	0,208	0,459	0,035	0,214
AEA	0,140	0,162	0,178	0,469	0,024	0,210
AGA	0,145	0,159	0,190	0,471	0,032	0,212
HEA	0,139	0,159	0,190	0,465	0,029	0,210
KEF	0,141	0,165	0,169	0,489	0,005	0,209
VGA	0,140	0,163	0,182	0,477	0,034	0,214
ZHN	0,138	0,162	0,184	0,479	0,020	0,212
Ortalama Altın Sharpe Oranı	0,141	0,162	0,180	0,476	0,028	0,211

Altın Fonlarında analizin yapıldığı tüm yıllarda Sharpe oranı 0'ın üzerindedir. Bu da her yıl için fonların getirilerinin ortalamada risksiz faiz oranı üzerinde getiri sağladığı anlamına gelmektedir.

Yıllık bazda incelendiğinde en başarılı yılın tüm fonlar için 2020 olduğu ve en başarısız yılın 2021 yılı olduğu görülmektedir. Yine de en düşük performans gösterilen yılda bile tüm altın fonları risksiz faiz oranı üzerinde getiri sağlayarak başarı göstermiştir.

Allianz Yaşam ve Emeklilik A.Ş. ait altın fonu olan AMZ fonu, 2018 ve 2019 yıllarında ve 2017-2021 Haziran kümülatif dönemde en düşük Sharpe oranına sahip fondur. Bunun

yanında tüm Sharpe oranları birbirlerine çok yakın çıktığı için hiçbir fon diğerinden çok daha yüksek performans göstermemektedir. 4,5 yıllık dönemde Agesa Hayat ve Emeklilik A.Ş'ye ait AEL fonu en başarılı fon olarak çıkmaktadır.

5.2.1.3. Altın Fonlarının Treynor Oranı İle Kıyaslanması

Fonun getirisi ile risksiz getirinin arasındaki farkın Beta katsayısına oranı ile hesaplanan Treynor oranı sistematik riski esas alan performans ölçüm yöntemlerinin başında gelmektedir. Ölçümde kullanılan Beta, fonun getirisinin piyasaya nazaran değişkenliğinin göstergesidir (Sevinç & Yakar, 2019). Aşağıda Altın fonlarının yıllık ve kümülatif bazda Treynor oran sonuçları listelenmektedir.

Tablo 6 Altın Fonlarının Treynor Oranı İle Kıyaslanması

	2017	2018	2019	2020	2021:6	2017-2021:6
AEL	6,63%	-2,87%	-3,71%	-12,22%	0,73%	-6,41%
AMZ	6,16%	-2,76%	-3,72%	-12,38%	0,46%	-6,34%
BNA	6,53%	-2,76%	-3,85%	-13,31%	0,49%	-6,61%
GHA	6,18%	-2,92%	-3,93%	-12,28%	0,61%	-6,36%
GRA	6,73%	-2,97%	-4,96%	-11,51%	0,68%	-6,52%
AEA	6,55%	-2,89%	-3,88%	-11,84%	0,46%	-6,25%
AGA	6,64%	-2,79%	-4,12%	-11,70%	0,63%	-6,28%
HEA	6,51%	-2,90%	-4,45%	-11,78%	0,58%	-6,43%
KEF	6,42%	-2,96%	-3,70%	-13,01%	0,08%	-6,58%
VGA	6,65%	-2,92%	-3,94%	-12,27%	0,65%	-6,43%
ZHN	6,45%	-2,94%	-3,98%	-12,54%	0,37%	-6,48%
Ortalama Treynor Oranı	6,50%	-2,88%	-4,02%	-12,26%	0,52%	-6,43%

2018-2020 arasındaki tüm altın fonlarının Treynor oranları negatiftir. Negatif olmasının iki sebebi olabilir. Bunlardan ilki; payın, diğer bir ifadeyle fonun getirisinin piyasa getirisinin altında olmasıdır. İkinci sebebi ise paydanın yani Betanın negatif olmasıdır. Betanın negatif olması, fon ile piyasa getirisinin kovaryansının negatif olması anlamına gelmektedir. Negatif Beta değeri, Treynor oranının anlamlı bir sonuç vermediğini göstermektedir.

2017 ve 2021'in ilk 6 aylık döneminde tüm altın fonlarının Betaları pozitifdir. Bu dönemlerde fonların getirileri BİST-100 ile paralel hareket ederken Beta'nın negatif olduğu 2018-2020 yıllarında fonlar piyasayla ters yönde hareket etmiştir. Dolayısıyla 2018-2020 döneminde altın fonlarının Treynor oranları yorumlanamamaktadır.

Kümülatif bazda bakıldığında da tüm fonların Betaları negatiftir, başka bir ifadeyle piyasa ile ters yönde hareket etmiştir. Betanın negatif olduğu dönem Treynor oranı

yorumlanamazken, pozitif olduğu döneme bakıldığında Fiba Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ye ait GRA fonunun 2017 yılında diğerlerinden daha başarılı olduğu görülmektedir. 2021 yılı başlangıcından Haziran ayına kadar Agesa Hayat ve Emeklilik A.Ş.'ye ait. AEL fonu diğerlerine kıyasla daha yüksek başarı göstermiştir.

5.2.1.4. Altın Fonlarının Jensen's Alfa Oranı İle Kıyaslanması

Finansal Varlık Değerleme Modelini (FVDM-Capital Assets Pricing Model, CAPM) esas alan yöntem karşılaştırma ölçütü üzerine bir değer yaratabilmek olarak tanımlanmaktadır (Kulalı, 2016). Aşağıda Altın fonlarının yıllık ve kümülatif bazda Jensen's Alfa oran sonuçları listelenmektedir.

Tablo 7 Altın Fonlarının Jensens Oranı İle Kıyaslanması

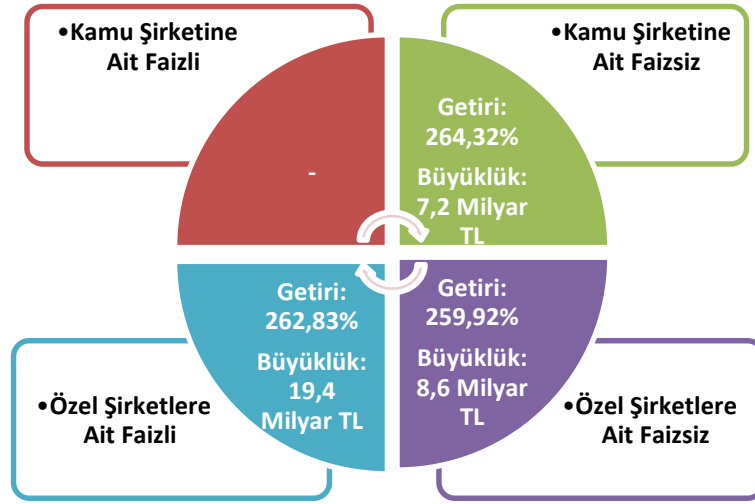
FON	2017	2018	2019	2020	2021-6	2017-2021:6
AEL	0,34%	-0,19%	0,99%	3,56%	1,35%	1,40%
AMZ	0,33%	-0,27%	1,00%	3,51%	1,21%	1,42%
BNA	0,34%	-0,27%	0,99%	3,57%	1,22%	1,42%
GHA	0,30%	-0,17%	1,07%	3,51%	1,22%	1,40%
GRA	0,35%	-0,14%	1,20%	3,30%	1,14%	1,42%
AEA	0,34%	-0,19%	1,05%	3,45%	1,10%	1,42%
AGA	0,36%	-0,25%	1,12%	3,46%	1,13%	1,41%
HEA	0,34%	-0,18%	1,11%	3,46%	1,08%	1,41%
KEF	0,34%	-0,14%	0,92%	3,39%	1,09%	1,36%
VGA	0,34%	-0,17%	1,07%	3,50%	1,17%	1,42%
ZHN	0,33%	-0,16%	1,07%	3,51%	1,06%	1,42%
Ortalama Jensen's Alfa	0,34%	-0,19%	1,06%	3,48%	1,16%	1,41%

Altın fonlarının alfalarına bakıldığında alfa değerlerinin tümünün 2018 yılında başarısız, ancak incelemeye tabi olan diğer yıllarda ve kümülatif bazda bakıldığında sıfırın üzerinde olduğu görülmektedir. Bu da o yıllarda tüm altın fonlarının 4,5 yıllık dönemde başarı sağladıklarına işaret etmektedir. Ayrıca tüm fonların incelenen tüm yıllarda alfa sonuçlarının birbirine çok yakın olduğu görülmektedir.

Dikkat çeken önemli bir husus en yüksek alfa oranlarının 2020 yılında olduğudur. Kümülatif bazda en düşük performans gösteren fon Katılım Emeklilik Ve Hayat A.Ş.'ye ait faizsiz fon olan KEF fonudur. Bu fon söz konusu dönemde kümülatif bazda en düşük getiri sağlayan fondur. Alfa oranına göre en yüksek performans BNP Paribas Cardif Emeklilik A.Ş.'ye ait BNA fonudur. Bu fon getiri sıralamasında en üstte olmasa bile alfa oranına göre en başarılı fon olarak listede yer almaktadır.

5.2.1.5. Altın Fonlarının Performans Özeti

Altın fon sınıfı BES fonları içinde 35 milyar TL ile en yüksek hacme sahip sınıftır. Ortalama fon getirisi %262 seviyesiyle en yüksek getiriyi sağlayan fon grubudur. Altın fonları, incelenen tüm yıllarda tüm performans ölçütlerine göre analiz edildiğinde fonların aynı yönde hareket ettikleri görülmüştür.



Şekil 11 Altın Fonları Faiz & Kamu/Özel Ayrımı

Faizli altın fonu piyasasında yalnızca özel şirketler faaliyet gösterirken faizsiz piyasada hem kamu hem de özel şirketler faaliyet göstermektedir. En yüksek ortalama getiriyi ise kamu emeklilik şirketine ait faizsiz fonlar sağlamaktadır. Ancak söz konusu fonların hacminin özel şirketlere ait fonlara kıyasla daha düşük olduğu görülmektedir.

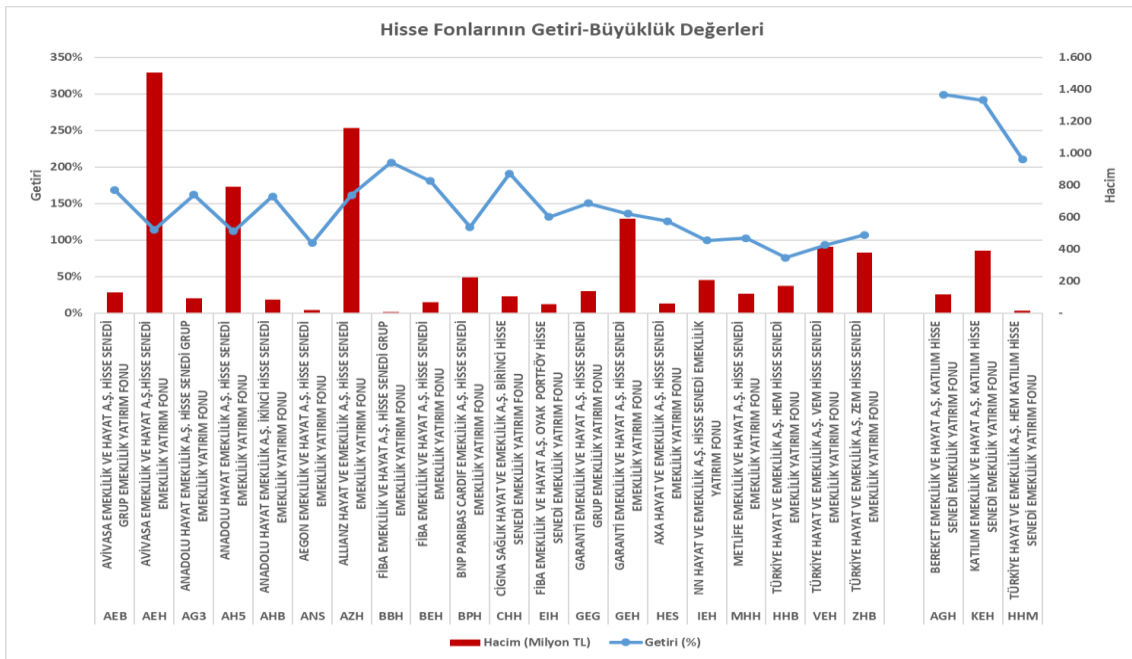
Özel şirketlere ait 9 fonun değeri yaklaşık 28 milyar TL'dir. Kamuya ait şirket altındaki 2 fonun değeri 7,2 milyar TL'dir. Kamu emeklilik şirketine ait fonlar, özel emeklilik şirketlerinin yönettikleri fonlardan daha iyi performans göstermektedir. Yine de iki fon grubunun arasındaki getiri çok düşüktür. Altın Fon grubunda faizli fonlar faizsiz fonlardan ortalamada az da olsa daha iyi getiri sağlamaktadır.

Tüm Altın fonlar kendi içinde Getiri, Sharpe, Treynor ve Alfa oranları ile puanlandığında en yüksek başarı Fiba Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ye ait "GRA" fonu en düşük puan ise Katılım Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ye ait "KEF" fonuna aittir.

5.2.2. Hisse Senedi Fon Grubu

30.06.2021 tarihi itibarıyla 6,3 milyar TL’den fazla büyüklüğe sahip toplam 20 faizli fon varken faizsiz tarafta yalnızca 3 adet fon bulunmaktadır. Söz konusu faizsiz fonların toplamı ise 525 milyon TL’dir.

Aşağıda yer alan tabloda hisse senedi fonlarının 01.01.2017-30.06.2021 tarihlerinde sağladıkları getiri ve toplam büyüklük bilgileri bulunmaktadır. İncelenen hisse fonları büyüklük olarak 30 Haziran 2021 tarihi itibarıyla toplam BES fonlarının %4,6’sını oluşturmaktadır. Ayrıca Hisse Fonlarının risk değerleri incelendiğinde 23 fondan 19’unun risk değerinin 6, yani en yüksek riskli fonlardan olduğu 4 fonun risk değerinin ise 5 olduğu görülmektedir. Bu fonlar Fiba Emeklilik ve Hayat A.Ş.’ye ait 3 fon ile Axa Hayat ve Emeklilik A.Ş.’ye ait HES fonudur.



Kaynak: Kaynak: Fon Bilgilendirme Platformu (TEFAS)

Şekil 12 Hisse Fonlarının Getiri-Büyüklük Grafiği

Fon grubu incelendiğinde hisse senedi fonlarının toplam fon büyüklüğü olarak yarısını 2 adet fon oluşturmaktadır. En yüksek hacme sahip Agesa Hayat ve Emeklilik A.Ş.’ye ait AEH fonu ortalamanın altında performans gösterirken en yüksek hacme sahip ikinci fon olan Allianz Hayat ve Emeklilik A.Ş.’ye ait AZH fonu ortalama üzerinde getiri sağlamaktadır.

5.2.2.1. Hisse Fonlarının Yıllık Getiri Bazında Kıyaslanması

Hisse fonlarının yıllık getiri bazındaki kıyaslaması aşağıdaki gibidir.

Tablo 8 Hisse Fonlarının Yıllık Bazda Getiri Kıyaslanması

FON	2017	2018	2019	2020	2021	2017-2021:6
AEB	54,89%	-7,10%	47,79%	32,10%	-4,60%	168,02%
AEH	48,95%	-18,38%	42,37%	30,57%	-5,13%	114,41%
AG3	54,29%	-9,50%	39,22%	37,44%	-2,03%	161,76%
AH5	51,74%	-16,50%	35,68%	32,11%	-6,60%	112,11%
AHB	56,72%	-9,30%	38,09%	35,77%	-2,60%	159,55%
ANS	39,60%	-16,24%	29,05%	35,16%	-3,87%	96,08%
AZH	56,72%	-9,15%	38,18%	36,10%	-2,37%	161,40%
BBH	47,39%	-15,24%	30,80%	66,26%	12,64%	206,03%
BEH	48,08%	-17,37%	46,17%	66,64%	-5,86%	180,58%
BPH	43,25%	-12,80%	36,72%	27,64%	0,01%	118,03%
CHH	65,39%	-10,63%	34,24%	43,87%	1,88%	190,86%
EIH	46,03%	-14,37%	41,91%	35,57%	-3,68%	131,74%
GEG	51,57%	-11,77%	39,66%	32,10%	1,48%	150,40%
GEH	50,31%	-13,07%	37,97%	29,86%	0,86%	136,14%
HES	49,62%	-13,56%	34,54%	34,46%	-3,53%	125,71%
IEH	39,75%	-16,11%	33,42%	27,58%	0,00%	99,56%
MHH	43,43%	-11,86%	32,43%	23,19%	-1,79%	102,55%
Faizli Özel Yön. Hisse Fonları	50,35%	-14,78%	38,95%	32,20%	-3,13%	132,39%
HHB	40,16%	-18,30%	26,67%	29,14%	-6,01%	76,05
VEH	44,97%	-14,48%	28,28%	29,19%	-5,90%	93,33
ZHB	52,95%	-12,18%	26,48%	29,27%	-5,78%	106,92
Faizli Kamu Yön. Hisse Fonları	46,62%	-14,39%	27,31%	29,21%	-5,87%	95,6%
AGH	29,90%	-12,69%	59,10%	106,93%	6,80%	298,81%
KEH	26,13%	-12,83%	59,72%	109,31%	6,41%	291,13%
Faizsiz Özel Yön. Hisse Fonları	27,60%	-12,79%	59,56%	108,74%	6,50%	292,92%
HHM	33,34%	-13,51%	47,99%	88,16%	-3,34%	210,41%
Faizsiz Kamu Yön. Hisse Fonları	33,34%	-13,51%	47,99%	88,16%	-3,34%	210,41%

Tüm Hisse Fonların Ağırlıklı Ortalama Getirisi	49,16%	-14,65%	38,22%	37,38%	-2,8%	139,32%
BİST 100 GETİRİ	47,60%	-20,86%	25,37%	29,06%	-8,15%	73,58%
RİSKİZ FAİZ ORANI	11,75%	18,35%	20,08%	11,18%	8,83%	92,18%

Faizli özel şirketlere ait fonlar 2018,2019 ve 2021 yıllarında piyasa getirisinden daha yüksek getiri sağlamıştır.

2017 yılında faizli hisse fonlardan 11'i piyasa getirisinin üzerinde performans gösterirken 6'sı piyasanın altında kalmıştır. Bu yıl tüm faizsiz hisse fonlarının getirileri piyasa getirisinin altında kalmıştır. Ancak incelenen diğer yıllarda piyasanın üzerinde getiri sağlamaktadır. Özellikle 2020 yılında faizsiz fonlar faizlilere kıyasla çok yüksek performans göstermiştir. Kümülatif bazda bakıldığında faizsiz özel şirketlere ait iki fon incelenen tüm fonlar içinde en yüksek getiriye sahiptir. Tüm fonların getiri sıralamasında söz konusu iki fonu incelenen

11 altın fonu takip etse de getiri sıralamasında kamu emeklilik şirketine ait faizsiz fon olan Kamuya ait emeklilik şirketine ait HHM fonu izlemektedir.

Getiri sıralamasında faizli fon grubunun en düşük hacmine sahip fon olan Fiba Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ye ait BBH fonu faizli grup içinde en yüksek getiri sağlayan fondur. Bu fon grubunun getirileri incelendiğinde altın fon grubundan çok farklı olduğu gözlemlenmektedir. Getirilerin birbirlerinden çok farklılaştığı en yüksek getiri ve en düşük getiri arasında 3 katı aşkın fark olduğu görülmektedir. Örneğin 2020 yılında Metlife Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ye ait MHH fonu %23'lük getiri sağlarken Katılım Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ye KEH fonu %109 getiri sağlamaktadır.

5.2.2.2. Hisse Fonlarının Sharpe Oranı İle Kıyaslanması

Fonun getirisini de riskini de hesaba katarak tek adımda performans ölçümü yapan ve en çok kullanılan risk/getiri ölçümlerinden biri olan Sharpe oranı 23 fon Hisse Fonu için 2017 Ocak-2021 Haziran ayı itibarıyla hem yıllık bazda hem de aynı dönem için kümülatif bazda hesaplanmıştır. Hesaplama sonuçları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 9 Hisse Fonlarının Sharpe Oranı ile Kıyaslanması

FON	2017	2018	2019	2020	2021	2017-2021:6
AEB	0,529	-0,392	0,285	0,184	-0,693	0,122
AEH	0,481	-0,595	0,236	0,175	-0,719	0,063
AG3	0,606	-0,433	0,224	0,228	-0,582	0,120
AH5	0,562	-0,563	0,176	0,187	-0,737	0,060
AHB	0,597	-0,428	0,214	0,218	-0,619	0,118
ANS	0,406	-0,553	0,119	0,205	-0,532	0,039
AZH	0,597	-0,426	0,214	0,220	-0,598	0,120
BBH	0,492	-0,571	0,139	0,315	0,109	0,146
BEH	0,494	-0,606	0,244	0,416	-0,866	0,135
BPH	0,457	-0,461	0,190	0,166	-0,457	0,068
CHH	0,739	-0,457	0,174	0,272	-0,367	0,151
EIH	0,453	-0,464	0,241	0,207	-0,536	0,084
GEG	0,571	-0,460	0,219	0,192	-0,408	0,107
GEH	0,556	-0,478	0,204	0,177	-0,448	0,090
HES	0,529	-0,499	0,168	0,200	-0,542	0,077
IEH	0,395	-0,559	0,162	0,165	-0,456	0,042
MHH	0,473	-0,443	0,155	0,136	-0,632	0,046
HHB	0,398	-0,509	0,097	0,170	-0,783	0,010
VEH	0,469	-0,513	0,110	0,170	-0,784	0,035
ZHB	0,591	-0,507	0,096	0,171	-0,778	0,053
AGH	0,290	-0,640	0,450	0,605	-0,134	0,245
KEH	0,237	-0,643	0,460	0,625	-0,158	0,240
HHM	0,389	-0,587	0,321	0,495	-0,686	0,168
Ortalama Hisse Sharpe Oranı	0,492	-0,512	0,213	0,256	-0,539	0,102

Hisse fonlarında analizin yapıldığı 2017,2019 ve 2020 yıllarında Sharpe oranının faizli ve faizsiz fonlarda negatif olduğu görülmektedir. Yalnızca Fiba Emeklilik ve Hayat A.Ş.’ye ait faizli fon olan BBH fonu 2021 yılında risksiz faiz oranı üzerinde performans gösterirken diğer tüm fonlar 2018 ve 2021 yıllarında başarı gösterememiştir. Yıllık bazda incelendiğinde en başarılı yılın tüm fonlar için 2017 olduğu, en başarısız yılın 2021 yılı olduğu görülmektedir.

5.2.2.3. Hisse Fonlarının Treynor Oranı İle Kıyaslanması

Literatürde “Reward To Volatility Ratio-Oynaklığın Ödülü” olarak geçen Treynor oranı 23 Hisse fonu için 2017 Ocak -2021 Haziran ayı dönemleri için yıllık bazda ve bahsi geçen dönem için kümülatif bazda hesaplanmıştır. Sonuçları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 10 Hisse Fonlarının Treynor Oranı ile Kıyaslanması

	2017	2018	2019	2020	2021	2017-2021:6
AEB	2,93%	-2,23%	2,15%	1,87%	-2,10%	0,88%
AEH	2,65%	-3,37%	1,77%	1,78%	-2,17%	0,45%
AG3	3,35%	-2,39%	1,69%	2,31%	-1,78%	0,86%
AH5	3,11%	-3,14%	1,34%	1,90%	-2,27%	0,43%
AHB	3,30%	-2,37%	1,61%	2,21%	-1,89%	0,84%
ANS	2,24%	-3,03%	0,90%	2,08%	-1,68%	0,28%
AZH	3,31%	-2,35%	1,61%	2,23%	-1,83%	0,86%
BBH	2,73%	-3,16%	1,05%	3,27%	-0,97%	1,16%
BEH	2,73%	-3,39%	1,89%	4,31%	-3,12%	1,00%
BPH	2,56%	-2,60%	1,43%	1,68%	-1,41%	0,49%
CHH	4,22%	-2,58%	1,32%	2,78%	-1,24%	1,10%
EIH	2,54%	-2,65%	1,82%	2,10%	-1,70%	0,61%
GEG	3,17%	-2,61%	1,65%	1,95%	-1,27%	0,77%
GEH	3,09%	-2,72%	1,54%	1,80%	-1,41%	0,65%
HES	2,93%	-2,82%	1,27%	2,03%	-1,77%	0,55%
IEH	2,21%	-3,09%	1,21%	1,68%	-1,41%	0,30%
MHH	2,61%	-2,46%	1,17%	1,38%	-1,95%	0,33%
HHB	2,22%	-2,85%	0,73%	1,72%	-2,38%	0,07%
VEH	2,63%	-2,92%	0,83%	1,72%	-2,39%	0,25%
ZHB	3,31%	-2,87%	0,72%	1,73%	-2,37%	0,38%
AGH	1,75%	-4,05%	3,67%	6,78%	-1,04%	2,02%
KEH	1,41%	-3,89%	3,70%	6,98%	-1,09%	1,97%
HHM	2,22%	-3,91%	2,65%	5,63%	-4,36%	1,38%
Ortalama Treynor Oranı	2,75%	-2,93%	1,64%	2,69%	-1,90%	0,77%

2018 ve 2021 yıllarındaki tüm hisse fonlarının Treynor oranları negatiftir. Negatif olmasının sebebi araştırıldığında ilk bakılacak nokta betalarıdır. Bunun sebebi Betası negatif olduğu gözardı edilerek yorumlandığında Treynor oranının negatif çıkması fonun başarısız olarak yorumlanmasına sebep olabilir. Fakat Treynor oranının negatif oluşuna bakılarak bu fon

başarısız olarak değerlendirilemez yalnızca piyasa getirisine aksi yönde hareket ettiği yorumu çıkarılabilir. 2017-2020 yıllarında Betası negatif olan tek bir Hisse fonu bulunmamaktadır. Diğer yıllarda Fiba Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ye ait faizli fon olan BBH fonunun 2021 yılı beta değeri hariç, diğer hisse fonlarının 2017-2021 aralığında beta değeri sıfırın altına düşmemiştir.

Beta değeri pozitif olan hisse fonlarına bakıldığında 2017, 2019, 2020 yıllarında tüm fonların başarı gösterdiği; 2018 ve 2021'in ilk 6 aylık döneminde ise tüm hisse fonlarının başarısız olduğu görülmektedir. Faizsiz fonlar kümülatif bazda faizlilere kıyasla çok daha yüksek başarı göstermektedir. Ancak söz konusu fonların 2017 ve 2018 yıllarında ortalamanın çok altında performans gösterdiği görülmektedir.

5.2.2.4. Hisse Fonlarının Jensen's Alfa Oranı İle Kıyaslanması

Fonun içerdiği risk seviyesinde beklenen getiri ile gerçekleşen getiri karşılaştıran performans ölçütüdür. Aşağıda Hisse fonlarının yıllık ve kümülatif bazda Alfa oran sonuçları listelenmektedir.

Tablo 11 Hisse Fonlarının Jensens Alfa Oranı ile Kıyaslanması

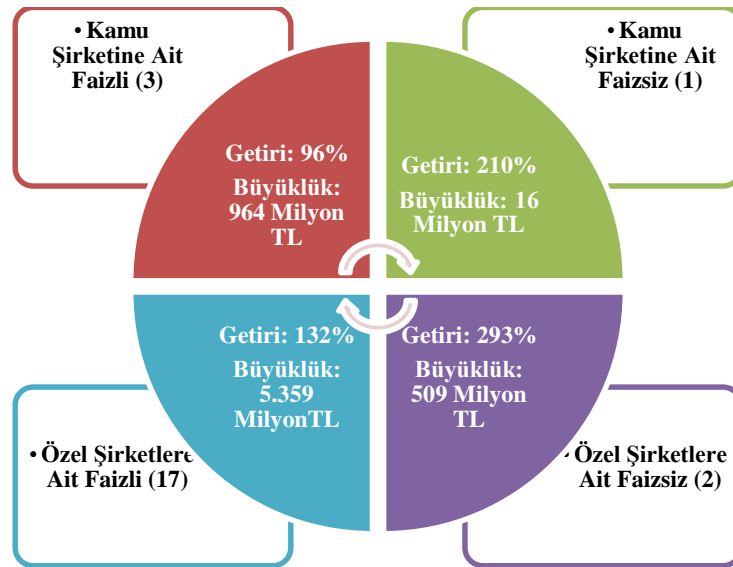
	2017	2018	2019	2020	2021	2017-2021:6
AEB	0,43%	0,84%	1,42%	0,15%	0,71%	0,81%
AEH	0,14%	-0,14%	1,09%	0,05%	0,64%	0,40%
AG3	0,72%	0,72%	0,92%	0,56%	0,98%	0,74%
AH5	0,53%	0,06%	0,68%	0,17%	0,58%	0,37%
AHB	0,73%	0,75%	0,85%	0,46%	0,87%	0,72%
ANS	-0,24%	0,16%	0,26%	0,36%	1,34%	0,22%
AZH	0,73%	0,76%	0,85%	0,48%	0,94%	0,74%
BBH	0,21%	0,04%	0,38%	2,01%	-1,50%	1,14%
BEH	0,21%	-0,16%	1,32%	2,30%	-0,25%	0,89%
BPH	0,05%	0,57%	0,75%	-0,05%	1,35%	0,40%
CHH	1,40%	0,54%	0,60%	0,98%	1,34%	0,93%
EIH	0,04%	0,54%	1,07%	0,39%	1,27%	0,54%
GEG	0,57%	0,54%	0,93%	0,21%	1,36%	0,66%
GEH	0,50%	0,44%	0,83%	0,07%	1,22%	0,55%
HES	0,38%	0,34%	0,61%	0,32%	1,13%	0,48%
IEH	-0,27%	0,10%	0,54%	-0,05%	1,36%	0,23%
MHH	0,09%	0,70%	0,49%	-0,32%	0,73%	0,25%
HHB	-0,26%	0,36%	0,10%	-0,01%	0,42%	0,02%
VEH	0,11%	0,26%	0,20%	-0,01%	0,41%	0,19%
ZHB	0,67%	0,28%	0,09%	0,00%	0,43%	0,31%
AGH	-0,60%	-0,51%	2,12%	4,29%	0,50%	1,53%
KEH	-0,88%	-0,44%	2,15%	4,40%	0,56%	1,49%
HHM	-0,20%	-0,45%	1,49%	3,44%	-0,70%	1,06%
Ortalama	0,22%	0,27%	0,86%	0,88%	0,68%	0,64%

Hisse fonlarının alfa değerlerine bakıldığında genel itibariyle sıfırın üzerinde olduğu görülmektedir. Kümülatif bazda bakıldığında tüm hisse fonlarının Jensens alfa oranına göre başarılı oldukları sonucu çıkmaktadır. Ancak fon bazında alfaların birbirlerinden çok farklı oldukları görülmektedir.

Alfa oranına göre kümülatif bazda bakıldığında en düşük performansın Metlife Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ye ait MHH fonuna ait olduğu görülmektedir. Alfa oranına göre en yüksek performans kümülatif bazda bakıldığında Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş.'ye ait AH5 fonudur. Bu fon getiri sıralamasında en üstte olmasa bile alfa oranına göre en başarılı fon olarak listede yer almaktadır.

5.2.2.5. Hisse Fonları Performans Özeti

Hisse fon sınıfı BES fonları içinde yaklaşık 7 milyar TL'dir. Ortalama ağırlıklı fon getirisi %139 seviyesindedir. Özel şirketlere ait faizsiz iki adet fon bulunurken, kamu emeklilik şirketine ait yalnızca bir adet faizsiz fon bulunmaktadır. Özel şirketlere ait faizsiz fonlar hacim olarak düşük olsa da incelenen bütün fonlar arasında en yüksek getiriye sahip fonlardır.



Şekil 13 Hisse Senedi Fonları- Faiz & Kamu/Özel Ayrımı

Hisse Fonlarında Faizli fonların ortalama getirileri faizsizlere göre daha kötü performans göstermektedir. Faizsiz fonların getiri ortalaması faizlilerin neredeyse iki katıdır. Özel

şirketlere ait faizsiz fonlar kamu emeklilik şirketine ait faizsiz fona kıyasla çok daha iyi getiri sağlamaktadır.

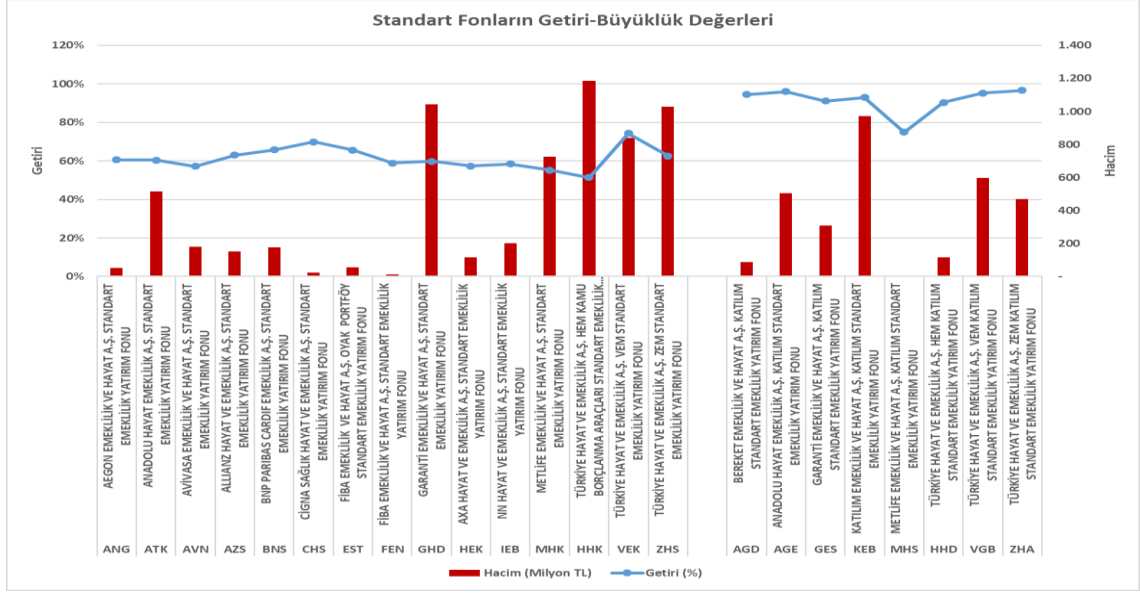
Özel şirketlere ait 19 fonun değeri yaklaşık 5,8 milyar TL'dir. Kamuya ait şirket altındaki 4 fonun büyüklüğü yaklaşık 1 milyar TL'dir. Kamu emeklilik şirketine ait fonlar, özel emeklilik şirketlerinin yönettikleri fonlardan daha kötü performans göstermektedir.

Tüm Hisse fonları kendi içinde; Getiri, Sharpe, Treynor ve Alfa oranları ile puanlandığında en yüksek başarının Bereket Emeklilik ve Hayat A.Ş. ait "AGH" fonu en düşük puanın ise Türkiye Hayat ve Emeklilik A.Ş.'ye ait "HHB" fonuna ait olduğu görülmektedir.

5.2.3. Standart Fon Grubu

01.01.2017-30.06.2021 tarihleri arasında 8'i faizsiz 15'i faizli olmak üzere toplam 23 adet standart fon bulunmaktadır. İncelenen Standart fonlar, söz konusu tarih itibariyle BES fonlarının toplamı içinde %6,25'ini oluşturmaktadır. Altın fonlarından sonra bu sınıf BES fonları içinde en yüksek hacme sahip sınıftır.

Standart Fonlardan faizsizlerin risk değerleri 3 iken faizli fonların risk değerleri çoğunlukla 4'tür. Yalnızca Aegon Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ye ait ANG fonu, Fiba Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ye ait EST fonu ve NN Hayat ve Emeklilik A.Ş.'ye ait IEB fonunun risk değeri 3'tür.



Kaynak: Fon Bilgilendirme Platformu (TEFAS)

Şekil 14 Standart Fonların Getiri-Büyükük Grafiği

Standart fon grubunda faizli grupta 3 adet kamu fonu varken özel şirkete ait 12 adet fon bulunmaktadır. Buna rağmen fon büyüklükleri neredeyse aynıdır. Kamu emeklilik şirketine ait fonların büyüklükleri özel şirketlere ait fon büyüklüklerine göre çok farklılık göstermektedir. Kamu emeklilik şirketine ait en düşük hacme sahip fon 800 milyon TL'nin üzerinde iken özel şirketlere ait fonlarda 50 milyon TL'nin altında 3 adet fon bulunmaktadır. Faizli standart fonlar arasında en yüksek fon büyüklüğüne sahip fon bir kamu fonu olan HHK fonudur. Onu çok az bir farkla Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ye ait GHD fonu takip ederken yine çok az bir farkla yine kamu emeklilik şirketine ait ZHS fonu takip etmektedir.

İncelenen tüm fonlar getiri bazında listelendiğinde listenin en sonunda 14 adet faizli standart fon bulunmaktadır. Diğer bir ifadeyle en düşük getiri sağlayan grup standart fon grubudur. Bu grup içinde de en başarısız fon Kamu emeklilik şirketine ait faizli fon olan HHK fonudur.

Faizsiz fonların toplam fon büyüklüğü faizlilere kıyasla daha düşüktür. Yine de faizsiz fonların getirileri faizlilere kıyasla daha yüksektir. Faizsiz fonlarda gruptan ayrıışan Metlife Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ye ait MHS fonu 6,5 milyon TL fon büyüklüğü ile fon grubunun en düşük fon büyüklüğüne ve getirisine sahip fondur. Yine de bu faizsiz fon bile standart gruba dâhil faizli fonların getirisine kıyasla daha iyi getiri sağlamaktadır.

5.2.3.1. Standart Fonlarının Getiri Bazında Kıyaslanması

Tablo 12 Standart Fonların Yıllık Bazda Getiri Kıyaslanması

	2017	2018	2019	2020	2021-6	2017-2021:6
ANG	7,11%	6,45%	29,00%	12,48%	-3,00%	60,49%
ATK	8,79%	4,96%	28,24%	11,48%	-1,71%	60,45%
AVN	7,74%	3,54%	27,43%	11,56%	-0,85%	57,23%
AZS	11,60%	2,90%	28,44%	11,64%	-0,97%	63,05%
BNS	9,66%	5,81%	28,43%	11,75%	-0,50%	65,69%
CHS	11,47%	8,01%	26,48%	11,95%	-0,38%	69,83%
EST	7,35%	9,08%	29,30%	12,38%	-2,63%	65,67%
FEN	9,37%	4,37%	23,63%	11,88%	0,63%	58,89%
GHD	8,74%	3,40%	27,95%	11,33%	-0,26%	59,77%
HEK	7,55%	4,38%	27,19%	11,35%	-1,06%	57,32%
IEB	7,92%	4,10%	26,98%	11,71%	-0,63%	58,36%
MHK	7,52%	5,16%	28,26%	10,03%	-2,70%	55,26%
Faizli Özel Yön. Fonlar	8,41%	4,32%	27,98%	11,17%	-1,24%	59,21%
HHK	6,86%	4,63%	25,12%	11,92%	-3,27%	51,44%
VEK	9,14%	15,63%	27,72%	13,19%	-4,49%	74,25%
ZHS	8,83%	10,64%	24,90%	11,41%	-2,96%	62,59%
Faizli Kamu Yön. Fonlar	8,20%	10,15%	25,93%	12,13%	-3,50%	61,46%
AGD	8,14%	10,85%	26,39%	22,91%	4,45%	94,52%
AGE	8,17%	9,88%	26,37%	22,91%	6,16%	95,96%
GES	6,91%	10,80%	27,21%	20,51%	5,22%	91,08%
KEB	8,45%	14,17%	22,94%	21,96%	3,96%	93,02%
MHS	14,97%	2,43%	25,67%	14,67%	3,07%	74,90%
Faizsiz Özel Yön. Fonlar	8,26%	12,30%	24,59%	22,06%	4,78%	93,50%
HHD	7,77%	9,90%	28,20%	20,44%	4,10%	90,36%
VGB	7,46%	13,40%	24,93%	22,91%	4,34%	95,23%
ZHA	9,39%	12,20%	25,16%	22,74%	4,29%	96,61%
Faizsiz Özel Yön. Fonları	8,16%	12,57%	25,36%	22,59%	4,29%	95,29%

Tüm Standart Fonların Ağırlıklı Ortalama Getirisi	8,29%	8,37%	26,45%	14,88%	-0,07%	71,38%
BİST 100 GETİRİ	47,60%	-20,86%	25,37%	29,06%	-8,15%	73,58%
RİSKİZ FAİZ ORANI	11,75%	18,35%	20,08%	11,18%	8,83%	92,18%

Standart fonların tümü 2017 ve 2020 piyasa getirinden çok düşük getiri sağlamıştır. Piyasa getirisinin negatif olduğu 2018 ve 2021 yılının ilk 6 ayında ise tüm fonlar piyasaya kıyasla daha iyi performans sağlamıştır. 2019 yılında ise Fiba Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ye ait faizli bir fon olan FEN fonu, kamu emeklilik şirketine ait olan iki faizli fon HHK ve ZHS fonları ile faizsiz fonlardan Katılım Emeklilik Ve Hayat A.Ş.'ye ait KEB fonu ve yine kamu emeklilik şirketine ait VGB ve ZHA fonları piyasa getirisinin az da olsa altında kalmıştır. Kümülatif bazda bakıldığında faizli bölümde 15 fondan 14'ü piyasa getirisinin altında kalırken yalnızca kamu emeklilik şirketine ait VEK fonu piyasa getirisi üzerinde getiri sağlamıştır. Bunun yanı sıra hem özel hem de kamu emeklilik şirketine ait faizsiz standart fonlar piyasa getirisi üzerinde getiri sağlamıştır.

5.2.3.2. Standart Fonlarının Sharpe Oranı İle Kıyaslanması

Bir birimlik toplam riske düşen ek risk primini ölçen Sharpe oranı 23 fon Standart fon için 2017 Ocak -2021 Haziran ayı aralığı için hem yıllık bazda hesaplanmış hem de söz konusu dönem için kümülatif bazda hesaplanmıştır. Hesaplama sonuçları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 13 Standart Fonlarının Sharpe Oranı ile Kıyaslanması

FON	2017	2018	2019	2020	2021-6	2017-2021:6
ANG	-0,311	-0,188	0,221	0,045	-0,448	-0,089
ATK	-0,218	-0,269	0,208	0,022	-0,510	-0,102
AVN	-0,278	-0,240	0,135	0,023	-0,489	-0,093
AZS	-0,003	-0,277	0,177	0,025	-0,491	-0,082
BNS	-0,169	-0,221	0,195	0,028	-0,491	-0,078
CHS	-0,018	-0,300	0,208	0,033	-0,552	-0,092
EST	-0,451	-0,192	0,253	0,042	-0,443	-0,084
FEN	-0,176	-0,400	0,121	0,031	-0,387	-0,128
GHD	-0,192	-0,360	0,200	0,018	-0,517	-0,116
HEK	-0,278	-0,234	0,159	0,019	-0,499	-0,104
IEB	-0,462	-0,331	0,166	0,027	-0,488	-0,119
MHK	-0,309	-0,261	0,180	-0,014	-0,468	-0,117
HHK	-0,340	-0,392	0,131	0,032	-0,536	-0,143
VEK	-0,572	-0,102	0,236	0,058	-0,530	-0,059
ZHS	-0,734	-0,417	0,222	0,021	-0,544	-0,130
AGD	-0,632	-0,642	0,375	0,339	-0,775	0,022
AGE	-0,717	-0,765	0,460	0,339	-0,519	0,032
GES	-0,998	-0,478	0,449	0,336	-0,625	-0,002
KEB	-0,923	-0,374	0,215	0,498	-0,913	0,012
MHS	0,159	-0,855	0,274	0,140	-1,069	-0,102
HHD	-1,301	-0,721	0,567	0,288	-0,961	-0,006
VGB	-0,648	-0,422	0,300	0,342	-0,856	0,027
ZHA	-0,496	-0,461	0,358	0,342	-0,842	0,036
Ortalama Standart Sharpe Oranı	-0,438	-0,387	0,253	0,132	-0,607	-0,066

2018 yılında fonların getirileri her ne kadar piyasa getirisinin üzerinde kalarak başarılı olarak görülsede Sharpe oranına göre tüm standart fonlar 2018 yılında başarısız sonucu vermektedir. Bunun yanında 2017 Metlife Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ye ait faizsiz fon olan MHS hariç tüm fonlar ile 2021 yılı ilk 6 ayı itibariyle tüm fonlar başarısızdır. 2019 ve 2020 yıllarında ise Metlife Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ye ait MHK fonu hariç faizli ve faizsiz tüm standart fonlar risksiz faiz oranına göre daha iyi performans göstermiştir.

Kümülatif bazda bakıldığında Sharpe oranı aylık veriler ortalamaya göre hesaplanmaktadır. Faizli fonlardan hiçbiri başarı göstermemiştir. Faizsiz fonlardan Bereket Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ye ait AGD fonu, Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş.'ye ait AGE fonu Katılım Emeklilik Ve Hayat A.Ş.'ye ait KEB fonu başarı sağlarken Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ye ait GES

fonu ve Metlife Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ye ait MHS fonu başarı sağlayamamıştır. Kamu şirketine ait 3 faizsiz fondan HHD ve ZHA fonu başarı sağlayamazken VGB fonu başarı sağlamaktadır.

5.2.3.3. Standart Fonlarının Treynor Oranı İle Kıyaslanması

Sistemik risk birimi başına sağlanan ek getiri olan Treynor Oranı 23 fon Standart fon için 2017 Ocak-2021 Haziran ayı dönemi için yıllık olarak ve kümülatif olarak hesaplanmıştır. Hesaplama sonuçları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 14 Standart Fonlarının Treynor Oranı ile Kıyaslanması

FON	2017	2018	2019	2020	2021-6	2017-2021:6
ANG	-3,16%	-2,50%	2,21%	0,55%	-1,92%	-1,10%
ATK	-1,94%	-2,78%	2,02%	0,25%	-2,10%	-1,06%
AVN	-2,52%	-2,80%	1,43%	0,26%	-2,08%	-1,05%
AZS	-0,02%	-2,68%	1,69%	0,29%	-2,09%	-0,83%
BNS	-1,44%	-2,30%	1,89%	0,34%	-2,12%	-0,87%
CHS	-0,13%	-3,37%	2,02%	0,41%	-2,40%	-0,97%
EST	-4,64%	-2,56%	2,55%	0,52%	-1,88%	-1,02%
FEN	-1,50%	-4,37%	1,21%	0,34%	-1,66%	-1,30%
GHD	-1,58%	-3,76%	1,97%	0,21%	-2,10%	-1,19%
HEK	-2,76%	-2,79%	1,54%	0,21%	-2,13%	-1,15%
IEB	-5,21%	-3,51%	1,58%	0,33%	-2,09%	-1,31%
MHK	-2,94%	-3,03%	1,76%	-0,18%	-2,07%	-1,35%
HHK	-3,49%	-5,43%	1,35%	0,39%	-2,35%	-1,57%
VEK	-6,30%	-1,38%	2,58%	0,68%	-2,38%	-0,69%
ZHS	-14,05%	-5,90%	2,22%	0,24%	-2,37%	-1,46%
AGD	-6,24%	-5,48%	3,92%	3,86%	-6,39%	0,22%
AGE	-6,41%	-6,84%	5,54%	3,79%	-3,66%	0,33%
GES	-19,95%	-4,38%	5,59%	3,82%	-4,98%	-0,02%
KEB	-10,68%	-4,61%	2,36%	5,85%	-34,52%	0,14%
MHS	0,98%	-6,40%	2,61%	1,54%	-5,84%	-0,88%
HHD	-26,60%	-8,43%	6,83%	3,30%	-6,03%	-0,07%
VGB	-4,41%	-3,69%	3,11%	3,86%	-5,38%	0,26%
ZHA	-4,13%	-4,10%	4,14%	3,87%	-5,34%	0,37%
Ortalama Standart Treynor Oranı	-5,61%	-4,05%	2,70%	1,51%	-4,52%	-0,72%

2017 yılında Metlife Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ye ait faizsiz fon olan MHS hariç diğer tüm fonlar başarı gösterememiştir. 2018 ve 2021 ilk altı ayına dair standart fonların Treynor oranlarının tamamı başarısız sınıfındadır. Negatif olma sebebi incelendiğinde ilk önce Beta değerleri kontrol edilmiştir. Standart fonların Beta değerleri incelendiğinde sıfırın üzerinde oldukları görülmektedir. Bu da standart fonların genel itibariyle piyasayla paralel hareket ettikleri anlamına gelmektedir.

2019 yılında tüm standart fonlar Treynor oran ölçütüne göre başarılı sayılırken, 2020 yılında Metlife Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ye ait faizli bir fon olan MHK fonu hariç tüm fonlar başarılıdır. 2021 yılı Treynor oranları incelendiğinde tüm fonlar başarısızdır.

Kümülatif bazda bakıldığında faizli tüm standart fonlar Treynor oranına göre başarısızdır. Faizsizlerin kimi başarısız kimi başarılı sınıfta olmasına rağmen yine de faizli fonlara kıyasla daha başarılı oldukları görülmektedir. Faizsiz fonlardan Bereket Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ye ait AGD fonu, Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş.'ye ait AGE fonu Katılım Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ye ait KEB fonu başarı sağlarken Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ye ait GES fonu ve Metlife Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ye ait MHS fonu Sharpe oranında olduğu gibi Treynor oranına göre de başarı sağlayamamıştır. Kamu şirketine ait 3 faizsiz fondan HHD fonu başarı sağlayamazken VGB ve ZHA fonu başarılı sınıfındadır.

5.2.3.4. Standart Fonlarının Jensen's Alfa Oranı İle Kıyaslanması

Alfa ölçüm yöntemi, fonun piyasayı yenebilme yeteneğini ölçmek için kullanılan yaygın yöntemlerden biridir. 2017 Ocak -2021 Haziran ayı yıllık ve kümülatif olarak Standart fonlar için hesaplanmıştır. Hesaplama sonuçları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

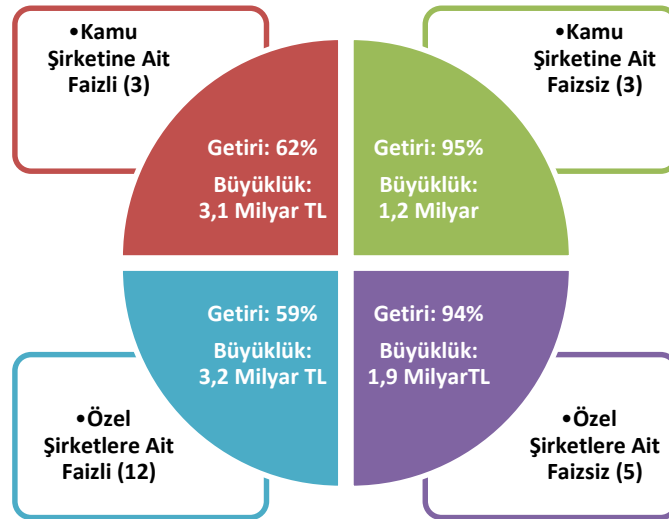
Tablo 15 Standart Fonlarının Jensen's Alfa Oranı ile Kıyaslanması

FON	2017	2018	2019	2020	2021-6	2017-2021:6
ANG	-0,63%	0,23%	0,46%	-0,31%	0,84%	-0,30%
ATK	-0,51%	0,15%	0,41%	-0,45%	0,55%	-0,31%
AVN	-0,60%	0,15%	0,34%	-0,42%	0,52%	-0,34%
AZS	-0,48%	0,22%	0,40%	-0,42%	0,52%	-0,28%
BNS	-0,42%	0,34%	0,41%	-0,36%	0,46%	-0,25%
CHS	-0,35%	-0,04%	0,32%	-0,30%	0,24%	-0,22%
EST	-0,52%	0,16%	0,50%	-0,31%	0,88%	-0,25%
FEN	-0,47%	-0,27%	0,13%	-0,43%	0,87%	-0,34%
GHD	-0,58%	-0,16%	0,39%	-0,41%	0,47%	-0,33%
HEK	-0,60%	0,15%	0,32%	-0,44%	0,48%	-0,34%
IEB	-0,43%	-0,09%	0,31%	-0,35%	0,50%	-0,34%
MHK	-0,59%	0,05%	0,40%	-0,46%	0,63%	-0,37%
HHK	-0,64%	-0,41%	0,21%	-0,41%	0,36%	-0,42%
VEK	-0,28%	0,24%	0,42%	-0,32%	0,36%	-0,16%
ZHS	-0,26%	-0,26%	0,25%	-0,44%	0,33%	-0,30%
AGD	-0,39%	-0,23%	0,37%	0,48%	-0,39%	0,02%
AGE	-0,38%	-0,33%	0,39%	0,48%	-0,10%	0,04%
GES	-0,42%	-0,15%	0,44%	0,38%	-0,25%	-0,01%
KEB	-0,31%	-0,09%	0,15%	0,56%	-0,71%	0,01%
MHS	-0,39%	-0,60%	0,30%	-0,03%	-0,48%	-0,17%
HHD	-0,33%	-0,38%	0,51%	0,33%	-0,40%	-0,02%
VGB	-0,51%	-0,05%	0,27%	0,48%	-0,34%	0,03%
ZHA	-0,29%	-0,10%	0,30%	0,48%	-0,34%	0,04%
Ortalama Standart Jensens Alfa Oranı	-0,45%	-0,06%	0,35%	-0,12%	0,22%	-0,20%

Standart fonların Alfa değerlerine bakıldığında genel itibariyle sıfırın altında olduğu görülmektedir. Kümülatif bazda bakıldığında faizli standart fonların Jensens Alfa oranına göre başarısız oldukları sonucu çıkmaktadır. Faizsizlerden yalnızca Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş.’ye ait GES fonu ve Metlife Emeklilik ve Hayat A.Ş.’ye ait MHS fonu ile Kamu şirketine ait HHD fonu başarı sağlayamamıştır. Diğer faizsiz fonlar başarı sağlarken tüm faizsiz standart fon grubundaki fonların alfalarının değerlerinin sıfıra çok yakın oldukları görülmektedir

5.2.3.5. Standart Fonlarının Performans Özeti

23 adet fonun bulunduğu fon sınıfının büyüklüğü 9,4 Milyar TL’dir. İncelenen fon sınıfları arasında en yüksek fon büyüklüğüne sahip ikinci fon grubudur. Ortalama ağırlıklı fon getirisi %71 seviyesiyle incelenen fon grupları arasında en düşük getiriyi sağlayan fon grubudur.



Şekil 15 Standart Fonların- Faiz & Kamu/Özel Ayrımı

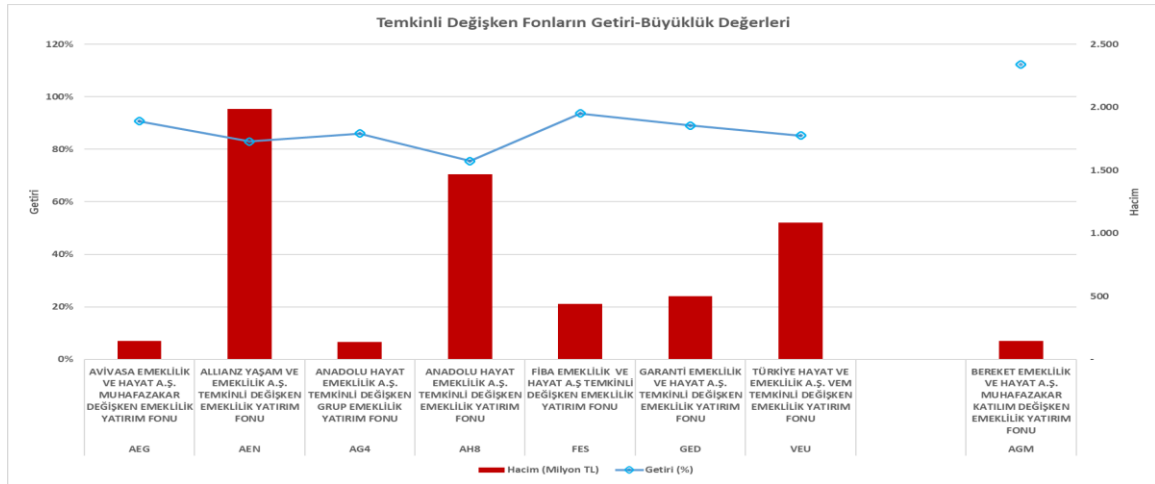
Faizsiz fonların ortalama getirileri faizlilere kıyasla çok daha yüksek seviyededir. Faizli tarafta özel şirketlere ait fonların ortalama getirisi standart fonlar içinde en düşük seviyedeysen, kamu şirketine ait fonların ortalama getirisi bu sınıfta en yüksek seviyededir.

Tüm Standart fonları kendi içinde: Getiri, Sharpe, Treynor ve Alfa oranları ile puanlandığında en yüksek başarı Türkiye Hayat ve Emeklilik A.Ş.’ye ait faizsiz “ZHA” fonununur. En düşük başarı yine aynı şirkete ait faizli fon olan “HHK” fonuna aittir. Bu fon incelenen tüm fonlar içinde en düşük getiri getiren fon olup risksiz getirinin de altında performans göstermiştir.

5.2.4. Temkinli/Muhafazakâr Değişken Fon Grubu

01.01.2017-30.06.2021 tarihleri arasında 7'si faizli 1'i faizsiz olmak üzere toplam 8 adet Temkinli/Muhafazakâr Değişken fon bulunmaktadır. İncelenen Temkinli/Muhafazakâr Değişken fonlar, söz konusu tarih itibariyle BES fonlarının toplamı içinde %4'ünü oluşturmaktadır. Ayrıca bu sınıf BES fonları içinde en düşük hacme sahip sınıftır.

Temkinli/Muhafazakâr Değişken fonlarının getirilerine bakıldığında getirilerin birbirinden çok farklı olduğu görülmektedir. İncelenen 8 Temkinli Değişken fondan yalnızca Fiba Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ye ait FES fonunun risk değeri 1'dir. Yani söz konusu fon tüm fonlar içinde en düşük riskli fonlardan biridir. Diğer temkinli fonların risk değeri ise 2'dir.



Kaynak: Fon Bilgilendirme Platformu (TEFAS)

Şekil 16 Temkinli Değişken Fonlarının Getiri-Büyükük Grafiği

Özel şirketlerin faizli 7 adet fon bulunurken, kamu şirketinin yalnızca bir adet faizli fon bulunmaktadır. Fon grubunda yalnızca 3 fonun (Allianz Yaşam Ve Emeklilik A.Ş.'ye ait AEN, Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş.'ye ait AH8 ve Kamu ait şirket Türkiye Hayat Ve Emeklilik A.Ş.'ye ait VEU fonu) hacmi 1 milyarın üzerinde iken diğer fonlar hacim olarak daha düşük olduğu görülmektedir. Söz konusu 3 fonun getirileri diğer temkinli fonlardan daha düşük seviyedir.

5.2.4.1. Temkinli/Muhafazakâr Değişken Fonlarının Getiri Bazında Kıyaslanması

Temkinli/ Muhafazakar fonların getirileri hem yıllık hem de 4,5 yıllık kümülatif bazda incelenmiştir.

Tablo 16 Temkinli/Muhafazakâr Değişken Getiri Bazında Kıyaslanması

	2017	2018	2019	2020	2021	2017-2021:6
AEG	11,31%	17,39%	21,86%	11,11%	7,80%	90,73%
AEN	11,07%	16,42%	20,84%	9,43%	7,06%	83,05%
AG4	10,64%	16,27%	21,91%	9,97%	7,87%	86,03%
AH8	9,15%	14,84%	20,38%	8,35%	7,32%	75,47%
FES	14,25%	15,41%	21,65%	10,82%	8,97%	93,72%
GED	10,47%	16,89%	22,18%	11,36%	7,65%	89,14%
Faizli Özel Yön. Temkinli Fonlar	10,44%	16,02%	21,02%	9,48%	7,43%	82,65%
VEU	8,80%	18,07%	20,53%	10,50%	8,21%	85,15%
Faizli Kamu Yön. Temkinli Fonlar	8,80%	18,07%	20,53%	10,50%	8,21%	85,15%
AGM	14,64%	15,76%	21,36%	21,99%	8,08%	112,35%
Faizsiz Özel Yön. Temkinli Fonlar	14,64%	15,76%	21,36%	21,99%	8,08%	112,35%

Tüm Temkinli Fonların Ağırlıklı Ortalama Getirisi	10,33%	16,33%	20,94%	9,97%	7,59%	83,83%
BİST 100 GETİRİ	47,60%	-20,86%	25,37%	29,06%	-8,15%	73,58%
RİSKİZ FAİZ ORANI	11,75%	18,35%	20,08%	11,18%	8,83%	92,18%

2017, 2019 ve 2020 yıllarında tüm temkinli fonlar BİST 100 altında getiri sağlamıştır. 2017 ve 2020 yıllarında Bereket Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ye ait faizsiz fon olan AGM fonu faizli fonlara kıyasla daha iyi performans göstermiştir. 2020 yılında diğer temkinli fonların neredeyse iki katı kadar getiri sağlamıştır. Yalnızca 2018 yılında diğer fon ortalamalarının fazlaca altında kalmıştır.

Faizli temkinli fonların getirileri tüm yıllar için çok büyük farklar göstermemektedir. Yalnızca Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş.'ye ait AH8 fonu tüm yıllarda diğer fonlara kıyasla düşük performans göstermektedir. Kümülatif bazda bakıldığında fonların getirileri, piyasa getirisinin çok az üzerinde olduğu tüm fonlar içinde getiri sırasında listenin en sonlarında bulunmaktadır.

5.2.4.2. Temkinli/Muhafazakâr Değişken Fonlarının Sharpe Oranı İle Kıyaslanması

Literatürde “Reward To Variability Ratio-Değişkenliğin ödülü” olarak geçen Sharpe oranı 8 Temkinli/ Muhafazakâr Değişken fon için 2017 Ocak -2021 Haziran ayı dönemleri için yıllık bazda ve bahsi geçen dönem için kümülatif bazda da hesaplanmıştır. Hesaplama sonuçları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 17 Temkinli/ Muhafazakâr Fonlarının Sharpe Oranı ile Kıyaslanması

FON	2017	2018	2019	2020	2021	2017-2021:6
AEG	-0,249	-0,117	0,252	-0,008	-0,440	-0,025
AEN	-0,353	-0,326	0,119	-0,430	-0,442	-0,185
AG4	-0,482	-0,188	0,400	-0,238	-0,487	-0,108
AH8	-1,103	-0,418	0,062	-0,430	-0,849	-0,318
FES	0,220	-0,387	0,202	-0,070	0,061	0,026
GED	-0,524	-0,215	0,356	0,025	-0,517	-0,055
VEU	-0,083	-0,047	0,105	-0,165	-0,703	-0,054
AGM	0,198	-0,056	0,106	0,603	-0,150	0,127
Ortalama Sharpe Oranı	-0,297	-0,219	0,200	-0,089	-0,441	-0,074

2017 yılında tüm fonlar getiri anlamında başarısız sayılıyorken Fiba Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ye ait FES fonu ve Bereket Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ye ait faizsiz fon olan AGM fonu Sharpe oranına göre başarılı sayılmaktadır. 2018 yılında tüm fonlar Sharpe oranına göre başarısızken 2019 yılında tüm fonlar risksiz faiz oranına göre daha iyi performans göstermektedir. 2020 yılında Bereket Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ye ait faizsiz fon olan AGM fonu başarı gösterirken faizli fonlardan yalnızca Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ye ait GED fonu başarı göstermiştir. 2021'in ilk 6 aylık verisine göre yalnızca FES fonu başarı göstermiştir.

Tüm temkinli değişken fonlar içinde Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş.'ye ait AH8 fonu incelenen 4,5 yılda da en düşük performansı göstermiştir.

Kümülatif bazda bakıldığında yalnızca iki fon başarı sağlamaktadır. Bu fonlardan biri FES fonu diğeri de faizsiz olan AGM fonudur. İki fon arasından da faizsiz fonun faizliye kıyasla çok daha iyi performans gösterdiği görülmektedir. Diğer tüm fonlar kümülatif bazda başarısız sayılmaktadır.

5.2.4.3. Temkinli/Muhafazakâr Değişken Fonlarının Treynor Oranı İle Kıyaslanması

Sistemik riski esas alan Treynor oranı fonun performansını ölçmek için kullanılan en yaygın yöntemlerden biridir. 8 Temkinli/Muhafazakâr Değişken fon için 2017 Ocak - 2021 Haziran ayı dönemi için yıllık olarak ve kümülatif olarak hesaplanmıştır. Hesaplama sonuçları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 18 Temkinli/Muhafazakâr Fonlarının Treynor Oranı ile Kıyaslanması

	2017	2018	2019	2020	2021	2017-2021:6
AEG	-13,70%	-4,53%	4,97%	-0,12%	-2,58%	-0,71%
AEN	-5,07%	-96,37%	4,53%	-6,64%	-1,53%	-8,65%
AG4	93,60%	-6,85%	16,95%	-3,97%	13,24%	-7,05%
AH8	81,19%	-9,90%	1,62%	-6,30%	-45,89%	-11,50%
FES	1,82%	-5,43%	1,80%	-1,30%	-0,53%	0,43%
GED	-41,81%	-21,63%	11,58%	0,44%	-3,35%	-2,15%
VEU	-1,37%	-4,70%	-3,29%	-3,84%	9,04%	-4,88%
AGM	3,98%	1,46%	-2,47%	60,16%	10,90%	-29,17%
Ortalama	14,83%	-18,49%	4,46%	4,80%	-2,59%	-7,96%

Temkinli fonların Treynor oranlarının çok değişken olduğu görülmektedir. Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş.'ye ait AG4 fonu 2017 ve 2021 yılında Betasının negatif olmasından kaynaklı yorumlanamamaktadır. Ayrıca Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş.'ye ait AH8 fonunun 2017 yılında Betası negatiftir. 2017 yılında yalnızca Fiba Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ye ait FES fonu ve Bereket Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ye ait faizsiz fon olan AGM fonu Treynor oranına göre başarılı sayılmaktadır. Diğer fonlar başarı göstermemiştir. 2018 yılında tüm Temkinli fonlar başarısız olurken 2019 yılında hepsi başarı göstermiştir. 2020 yılında Bereket Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ye ait faizsiz fon olan AGM fonu başarı gösterirken faizli fonlardan yalnızca Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ye ait GED fonu başarı göstermiştir. 2021 yılında tek başarılı performans sağlayan VEU fonudur. Kümülatif bazda bakıldığında Treynor oranına göre tek başarı sağlayan Temkinli fonun FES fonu olduğu görülmektedir.

5.2.4.4. Temkinli/Muhafazakâr Değişken Fonlarının Jensens Alfa Oranı İle Kıyaslanması

Portföy performansını tek bir değerle ölçmeyi amaçlayan alfa oranı ile 8 Temkinli/Muhafazakâr Fon için analiz yapılmıştır.

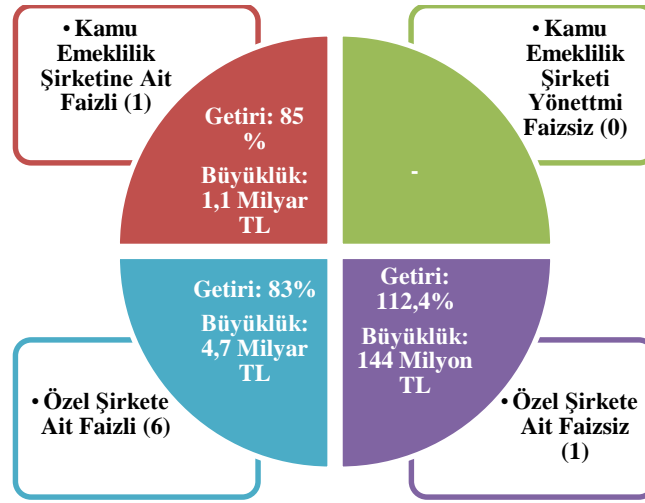
Tablo 19 Temkinli/Muhafazakâr Değişken Jensens Alfa Oranı ile Kıyaslanması

	2017	2018	2019	2020	2021	2017-2021:6
AEG	-0,04%	-0,02%	0,11%	-0,07%	0,01%	-0,01%
AEN	-0,08%	-0,13%	0,05%	-0,17%	0,23%	-0,09%
AG4	-0,08%	-0,08%	0,12%	-0,13%	-0,18%	-0,06%
AH8	-0,19%	-0,17%	0,01%	-0,28%	-0,22%	-0,17%
FES	-0,07%	-0,09%	0,07%	-0,06%	-0,09%	0,01%
GED	-0,10%	-0,09%	0,14%	-0,04%	-0,03%	-0,03%
VEU	-0,56%	-0,01%	0,04%	-0,08%	-0,13%	-0,06%
AGM	0,08%	-0,49%	0,12%	0,77%	-0,14%	0,20%
Ortalama	-0,13%	-0,13%	0,08%	-0,01%	-0,07%	-0,03%

5.2.4.5. Temkinli/Muhafazakâr Değişken Fonlarının Performans Özeti

İncelenen fon grupları içinde en düşük fon büyüklüğüne sahip fon grubu olan Temkinli/Muhafazakâr fon grubu bünyesinde toplam 8 fon bulundurmaktadır. Fon grubu altında incelenen tüm fonlar düşük riskli fon sınıfındadır.

Özel şirketlerin faizsiz bir adet fonu bulunurken faizli 6 fonu bulunmaktadır. Kamu şirketinin yalnızca tek bir faizli fonu bulunmaktadır.



Şekil 17 Temkinli Muhafazar Fonların- Faiz & Kamu/Özel Ayrımı

Kamu emeklilik şirketinin altında tek bir fon bulunsa bile bu fonun büyüklüğü özel emeklilik şirketlerinin toplam büyüklüğünün beşte birini oluşturmaktadır. Ayrıca kamuya ait fonun getirisinin, özel şirketlere ait fonların ağırlıklı ortalama getirisiyle neredeyse aynı olduğu görülmektedir.

İncelenen dönemde Temkinli/Muhafazakâr faizli fonlar faizsiz fonlardan ortalamada çok daha kötü performans göstermektedir.

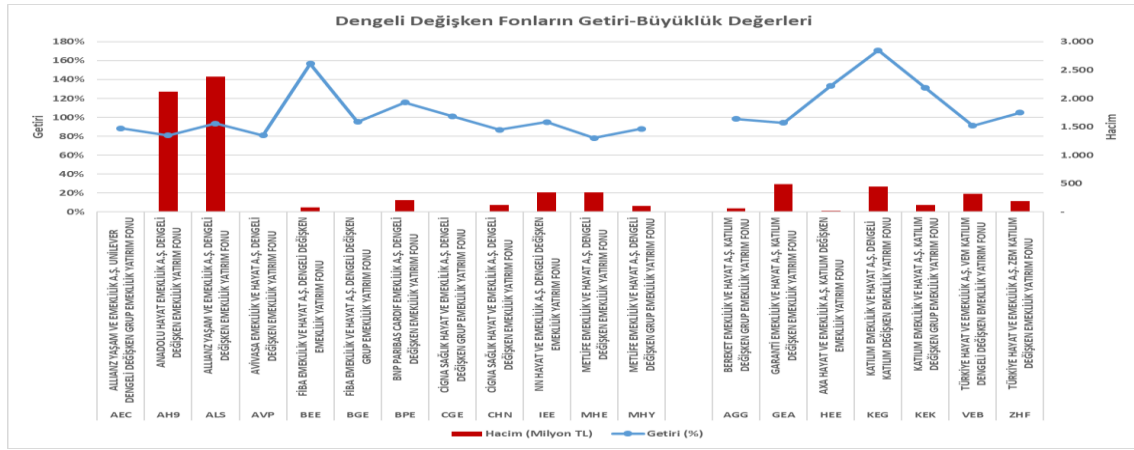
Tüm Temkinli/Muhafazakâr Değişken fonlar kendi içinde; Getiri, Sharpe, Treynor ve Alfa oranları ile puanlandığında, en yüksek başarıyı Bereket Emeklilik ve Hayat A.Ş'ye ait faizsiz "AGM" fonu göstermektedir. En düşük başarı Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş'ye ait faizli fon olan "AH8" fonuna aittir.

5.2.5. Dengeli Değişken Fon Grubu

01.01.2017-30.06.2021 tarihleri arasında 7'si faizsiz 12'si faizli olmak üzere toplam 19 adet dengeli değişken fonu bulunmaktadır. İncelenen Dengeli Değişken fonları, söz konusu tarih itibariyle BES fonlarının toplamının %5'ini oluşturmaktadır.

Dengeli Değişken fonlarının getirilerine bakıldığında getirilerin birbirinden çok farklı olduğu görülmektedir. Risk Değerleri de 3 ila 5 aralığında değişmektedir.

Faizsiz Dengeli fonların tümünün risk değeri 4 iken Faizlilerde Fiba Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ye ait 2 faizli fonun risk değeri 3, BNP Paribas Cardiff Emeklilik A.Ş.'ye ait BPE fonunun risk değeri 5 kalan diğer faizli fonların risk değerleri 4'tür.



Kaynak: Fon Bilgilendirme Platformu (TEFAS)

Şekil 18 Dengeli Değişken Fonlarının Getiri-Büyükük Grafiği

Faizli Dengeli Değişken fonlar incelendiğinde yalnızca özel şirketlerin fonların bu fon grubunda varlık gösterdiği, kamu şirketine ait hiçbir fonun bu fon grubunda olmadığı görülmektedir.

Faizli fonlar hacme göre sıralandığında, iki fonun kendi grubunun %78'ini oluşturduğu görülmektedir. Bu iki fonun dışında kalan faizli fonların çok küçük hacme sahip oldukları görülmektedir. Hatta incelenen tüm fonlar, fon büyüklüğüne göre sıralandığında Fiba Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ye ait faizli bir fon olan BGE fonu en küçük fon büyüklüğüne sahip fon olarak listenin sonunda yer almaktadır. Yine fon büyüklüğü sıralamasında listenin en sonunda bulunan 10 fondan 5'inin Dengeli Değişken fonuna ait olduğu görülmektedir.

5.2.5.1. Dengeli Değişken Fonlarının Getiri Bazında Kıyaslanması

Dengeli değişken fonlar yıllık bazda ve 4,5 yıllık kümülatif bazda incelenmiştir. İnceleme sonuçları aşağıda yer almaktadır.

Tablo 20 Dengeli Değişken Fonlarının Yıllık Bazda Getiri Kıyaslanması

	2017	2018	2019	2020	2021-6	2017-2021:6
AEC	11,10%	10,71%	28,68%	13,44%	3,91%	88,46
AH9	14,28%	6,51%	23,67%	20,33%	-0,38%	80,82
ALS	14,48%	3,24%	29,59%	19,83%	4,07%	93,56
AVP	9,68%	7,36%	26,65%	18,17%	2,00%	80,99
BEE	20,42%	4,62%	35,78%	46,03%	2,11%	156,67
BGE	19,52%	2,51%	29,35%	20,66%	1,46%	95,36
BPE	20,83%	4,75%	27,47%	23,19%	7,84%	115,7
CGE	15,16%	8,74%	25,63%	19,52%	6,43%	101,23
CHN	14,74%	8,19%	22,58%	18,91%	2,55%	86,71
IEE	17,80%	4,11%	23,73%	19,09%	7,26%	94,93
MHE	19,78%	2,69%	23,67%	13,28%	2,52%	78,06
MHY	21,28%	3,99%	24,63%	14,52%	3,50%	87,84
Faizli Özel Yön. Dengeli Fonlar	15,50%	4,79%	26,03%	19,93%	2,59%	89,45
AGG	15,39%	6,68%	33,06%	15,64%	3,72%	98,26
GEA	14,65%	5,61%	25,88%	17,86%	7,00%	94,12
HEE	14,93%	6,06%	41,15%	27,14%	5,69%	133,33
KEG	12,83%	13,03%	33,50%	43,26%	10,84%	170,75
KEK	14,33%	15,51%	25,14%	37,45%	1,66%	131,25
Faizsiz Özel Yön. Dengeli Fonlar	14,29%	9,35%	28,93%	29,62%	7,74%	128,87
VEB	9,32%	9,36%	33,99%	15,84%	2,30%	91,22
ZHF	16,89%	6,84%	36,02%	16,71%	2,29%	105,04
Faizsiz Kamu Yön. Dengeli Fonlar	10,57%	8,67%	34,65%	16,14%	2,30%	96,35

Tüm Dengeli Değişken Fonların Ağırlıklı Ortalama Getirisi	15,20%	5,49%	26,97%	21,11%	3,36%	95,98%
BİST 100 GETİRİ	47,60%	-20,86%	25,37%	29,06%	-8,15%	73,58%
RİSKİZ FAİZ ORANI	11,75%	18,35%	20,08%	11,18%	8,83%	92,18%

2017 yılında piyasa getirisine kıyasla başarı gösteren hiçbir Dengeli Değişken fon bulunmamaktadır. Söz konusu fonlar 2018 yılında piyasaya göre başarı gösterse de aslında 2017 yılına göre daha kötü performans göstermektedir. Özellikle faizli fonların ortalama getirileri 2018 yılında faizsizlere göre neredeyse yarı yarıya düşüktür. 2017 yılında faizli fonların getirileri ortalama faizsizlerden yüksek olsa da kalan yıllarda faizsiz fonlar daha yüksek getiri sağlamaktadır. 2019 yılı incelendiğinde piyasa getirisine göre faizli fonlardan 4'ü, faizsiz fonlardan da bir tanesinin başarısız kabul edilmektedir.

2020 yılına bakıldığında faizli fonlardan Fiba Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ye ait BEE fonunun, faizsiz fonlardan Katılım Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ye ait KEK ve KEG fonlarının başarı gösterdiği, geri kalan fonların başarısız olduğu kabul edilmektedir. 2019 yılında başarısız

sayılan fonların getirilerine bakıldığında 2020 yılından daha başarılı oldukları görülmektedir. Ancak kıyas Piyasa getirisine göre yapıldığı için başarı yıllık olarak değerlendirilmektedir. Kümülatif bazda bakıldığında 2017-2021 Haziran itibariyle tüm Dengeli Değişken fonların piyasa getirisine göre daha iyi performans gösterdiği görülmektedir.

5.2.5.2. Dengeli Değişken Fonlarının Sharpe Oranı ile Kıyaslanması

Fonun getirisi ile riskinin korelasyonunu ölçen Sharpe oranı 19 Dengeli Değişken fon için 2017 Ocak - 2021 Haziran ayı aralığı için yıllık bazda ve ayrıca kümülatif bazda da hesaplanmıştır. Hesaplama sonuçları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 21 Dengeli Değişken Fonlarının Sharpe Oranı ile Kıyaslanması

	2017	2018	2019	2020	2021-6	2017-2021:6
AEC	-0,016	-0,270	0,208	0,087	-0,347	-0,006
AH9	0,213	-0,592	0,116	0,201	-0,801	-0,039
ALS	0,208	-0,310	0,220	0,209	-0,527	0,018
AVP	-0,153	-0,390	0,163	0,167	-0,681	-0,035
BEE	0,349	-0,339	0,350	0,527	-0,553	0,182
BGE	0,300	-0,564	0,245	0,198	-0,536	0,024
BPE	0,505	-0,508	0,179	0,367	-0,189	0,109
CGE	0,401	-0,635	0,401	0,188	-0,107	0,051
CHN	0,345	-0,442	0,098	0,196	-0,838	-0,019
IEE	0,345	-0,357	0,115	0,226	-0,261	0,022
MHE	0,407	-0,506	0,106	0,070	-0,554	-0,051
MHY	0,473	-0,452	0,134	0,102	-0,530	-0,008
AGG	0,289	-0,894	0,400	0,155	-0,996	0,040
GEA	0,207	-0,643	0,251	0,218	-0,223	0,019
HEE	0,254	-0,802	0,586	0,369	-0,710	0,178
KEG	0,082	-0,253	0,646	0,772	0,248	0,357
KEK	0,218	-0,115	0,276	0,631	-0,729	0,195
VEB	-0,128	-0,852	0,410	0,159	-1,961	0,004
ZHF	0,344	-0,705	0,439	0,183	-1,949	0,071
Ortalama	0,244	-0,507	0,281	0,265	-0,644	0,059

Dengeli fonlar içinde 2017 yılında faizsiz fonlardan Allianz Yaşam Emeklilik A.Ş.'ye ait Unilever fonu olan AEC, Aagesa Hayat ve Emeklilik A.Ş.'ye ait AVP ve faizsiz fonlardan da kamu şirketine ait VEB fonu hariç tüm fonlar başarı göstermiştir. 2018 yılında hiçbir fon başarı göstermemiştir. 2019 ve 2020 yıllarına tüm dengeli fonlar Sharpe oranına göre başarılıdır. 2021 yılında Sharpe oranına göre başarı gösteren tek fon Katılım Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ye ait KEG fonudur. Kümülatif bazda bakıldığında tüm faizsiz dengeli fonlar başarı gösterirken; faizli tarafta 6 fon başarılı 6 fon başarısızdır.

5.2.5.3. Dengeli Değişken Fonlarının Treynor Oranı ile Kıyaslanması

Fonun getirisi ile risksiz faiz oranı arasındaki fark ile hesaplanan risk priminin, fonun karakteristik doğrusunun eğimi olan Betaya oranı ile hesaplanan Treynor oranı 19 Dengeli Değişken fon için yıllık ve kümülatif olarak hesaplanmıştır. Hesaplama sonuçları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 22 Dengeli Değişken Fonlarının Treynor Oranı ile Kıyaslanması

	2017	2018	2019	2020	2021-6	2017-2021:6
AEC	-0,11%	-2,08%	2,18%	1,21%	-1,70%	-0,07%
AH9	1,25%	-3,68%	0,89%	2,08%	-2,85%	-0,31%
ALS	1,31%	-2,86%	1,94%	2,26%	-1,83%	0,16%
AVP	-1,30%	-3,02%	1,45%	1,72%	-2,05%	-0,30%
BEE	1,97%	-2,68%	2,79%	5,48%	-3,49%	1,47%
BGE	1,71%	-3,51%	1,90%	2,07%	-2,24%	0,19%
BPE	2,83%	-2,98%	1,41%	4,31%	-0,93%	0,88%
CGE	2,51%	-5,58%	3,31%	2,04%	-1,46%	0,51%
CHN	2,16%	-3,32%	0,84%	2,08%	-2,52%	-0,15%
IEE	2,07%	-2,38%	1,22%	2,39%	-1,29%	0,19%
MHE	2,28%	-3,29%	0,83%	0,73%	-2,09%	-0,40%
MHY	2,64%	-2,92%	1,05%	1,06%	-1,97%	-0,06%
AGG	2,10%	-6,66%	3,34%	2,80%	-63,63%	0,43%
GEA	1,21%	-5,08%	2,80%	3,59%	-8,85%	0,20%
HEE	1,59%	-5,35%	5,37%	4,35%	-11,14%	1,61%
KEG	0,57%	-2,35%	6,91%	9,74%	2,38%	3,88%
KEK	2,39%	68,29%	3,17%	7,56%	-11,74%	2,36%
VEB	-0,77%	-5,91%	4,77%	2,54%	-21,58%	0,04%
ZHF	2,04%	-4,30%	3,68%	2,96%	-18,26%	0,68%
Ortalama	1,50%	0,02%	2,62%	3,21%	-8,28%	0,60%

Dengeli değişken fonların Treynor oranlarının başarıları Sharpe oranıyla paralellik göstermektedir. 2018 yılında yalnızca Katılım Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ye ait KEK fonunun Betasının negatif olduğu, diğer tüm yıllarda Dengeli fonların betalarının sıfırın üzerinde oldukları; yani diğer bir ifadeyle, piyasayla piyasa getirileri arttığı, dönemlerde fonun getirilerinin de arttığı piyasa getirilerinin düştüğü dönemde ise fon getirilerinin düştüğü kaydedilmektedir. Katılım Emeklilik Ve Hayat A.Ş.'ye ait faizsiz KEG fonu diğer fonlardan yüksek performans sergilemektedir.

5.2.5.4. Dengeli Değişken Fonlarının Jensen Alfa Oranı ile Kıyaslanması

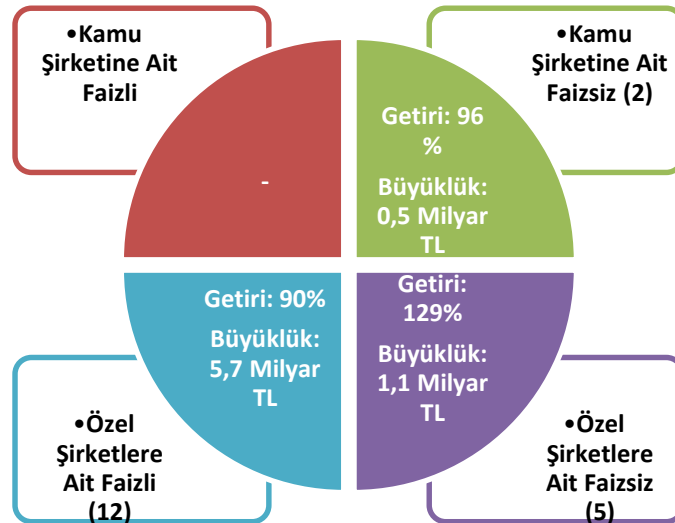
Dengeli değişken fonların Jensens alfa ölçüt yönteminde göre kıyaslama sonuçları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 23 Dengeli Değişken Fonlarının Jensen Alfa Oranı ile Kıyaslanması

	2017	2018	2019	2020	2021-6	2017-2021:6
AEC	-0,37%	0,27%	0,45%	-0,09%	0,51%	-0,02%
AH9	-0,22%	-0,11%	0,08%	0,13%	-0,03%	-0,11%
ALS	-0,25%	0,13%	0,47%	0,16%	0,41%	0,03%
AVP	-0,35%	0,05%	0,28%	0,00%	0,40%	-0,10%
BEE	-0,18%	0,19%	0,83%	1,68%	-0,22%	0,57%
BGE	-0,29%	-0,10%	0,45%	0,13%	0,30%	0,05%
BPE	0,08%	0,07%	0,30%	0,55%	0,45%	0,22%
CGE	0,00%	-0,29%	0,31%	0,10%	0,32%	0,10%
CHN	-0,04%	-0,02%	0,05%	0,10%	0,11%	-0,05%
IEE	-0,10%	0,35%	0,14%	0,18%	0,37%	0,04%
MHE	-0,06%	-0,03%	0,07%	-0,27%	0,35%	-0,13%
MHY	0,04%	0,10%	0,14%	-0,18%	0,36%	-0,03%
AGG	-0,05%	-0,44%	0,76%	0,15%	-0,80%	0,06%
GEA	-0,26%	-0,34%	0,35%	0,28%	-0,24%	0,02%
HEE	-0,15%	-0,35%	1,27%	0,71%	-0,39%	0,37%
KEG	-0,21%	0,12%	0,83%	1,80%	0,62%	0,65%
KEK	-0,01%	-0,17%	0,31%	1,42%	-0,87%	0,36%
VEB	-0,75%	-0,30%	0,87%	0,13%	-0,93%	0,00%
ZHF	-0,09%	-0,21%	0,94%	0,19%	-0,90%	0,13%
Ortalama	-0,17%	-0,06%	0,47%	0,38%	-0,01%	0,11%

5.2.5.5. Dengeli Değişken Fonlarının Performans Özeti

Dengeli değişken fon sınıfı 19 fonla hizmet veren ve fon toplam büyüklüğü 7 milyar TL'nin üzerinde olan bir fon grubudur. Ortalama ağırlıklı fon getirisi %96 seviyesindedir.



Şekil 19 Temkinli Muhafazar Fonların- Faiz & Kamu/Özel Ayrımı

Faizli fonlar büyüklük olarak faizsizlere kıyasla üç katından fazla olsa da getiri olarak faizsizlere göre çok daha gerisinde kalmıştır.

Kamu emeklilik şirketinin en düşük fon büyüklüğü bu fon grubundadır. Dengeli fonlarda, özel emeklilik şirketlerine ait fonların büyüklükleri kamu şirketinin yönettiği fonların büyüklüğünün on katından fazla da olsa iki sınıfın getirileri neredeyse aynıdır.

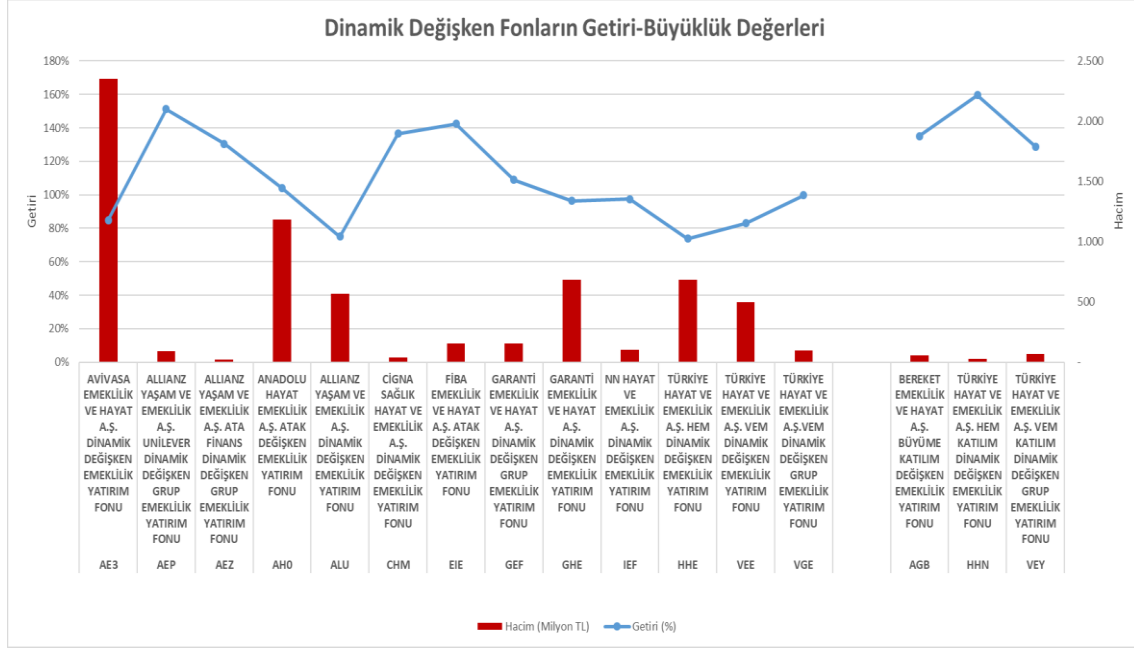
Tüm Dengeli Değişken fonlar kendi içinde: Getiri, Sharpe, Treynor ve Alfa oranları ile puanlandığında, en yüksek başarı Katılım Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ye ait faizsiz "KEG" fonudur. En düşük başarı Türkiye Hayat ve Emeklilik A.Ş.'ye ait faizsiz fon olan "VEB" fonuna aittir.

5.2.6. Atak/Dinamik Değişken Fon Grubu

30.06.2021 tarihi itibarıyla toplam 6,8 milyar TL'den fazla fon büyüklüğüne sahip 13'ü faizli 3'ü faizsiz toplam 16 adet Atak/Dinamik değişken fon bulunmaktadır. Faizsiz fonların toplam büyüklüğü 149 milyon TL'dir.

Aşağıda yer alan tabloda Atak/Dinamik fonlarının 01.01.2017-30.06.2021 tarihlerinde sağladıkları getiri ve toplam büyüklük bilgileri bulunmaktadır. İncelenen Atak/Dinamik fonları büyüklük olarak 30 Haziran 2021 tarihi itibarıyla toplam BES fonlarının %4,5'ini oluşturmaktadır. Bu fon grubunda risk değerleri 4 ile 6 arasındadır.

Faizsiz fonlardan ise kamu şirketine ait fonlar 4 risk değerine sahipken özel şirket olan Bereket Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ye ait AGB fonu 5 risk değerine sahiptir. Faizli fonlardan 6 yani en riskli olan fonlardan Atak/Dinamik fon grubunda bir adet fon bulunmaktadır. Bu fon Kamu şirketine ait VEE fonudur. Diğer fonların riskleri 4 ile 5 seviyesindedir.



Kaynak: Fon Bilgilendirme Platformu (TEFAS)

Şekil 20 Atak/Dinamik Fonların Getiri-Büyükük Grafiği

Fon grubu incelendiğinde Atak/Dinamik fonlarının fon büyüklüğü olarak yarısından fazlasını 2 adet fon oluşturmaktadır. En yüksek hacme sahip Agesa Hayat ve Emeklilik A.Ş.'ye ait AE3 fonu ortalamanın çok altında performans gösterirken en yüksek hacme sahip ikinci fon ortalama üzerinde getiri sağlamaktadır. Kamu şirketi olan Türkiye Hayat Ve Emeklilik A.Ş.'ye ait HHE fonu, fon grubunun kamu faizli fonları arasında en yüksek hacme sahip olsa da tüm fon grubunun en düşük getirisini sağlamıştır.

5.2.6.1. Atak/Dinamik Değişken Fonlarının Getiri Bazında Kıyaslanması

Tablo 24 Atak/Dinamik Değişken Fonlarının Getiri Bazında Kıyaslanması

	2017	2018	2019	2020	2021	2017-2021
AE3	15,19%	5,49%	25,24%	21,44%	0,04%	84,91
AEP	26,73%	4,68%	35,48%	31,06%	6,60%	151,09
AEZ	25,51%	-4,82%	34,42%	35,58%	5,82%	130,40
AH0	22,54%	7,87%	25,94%	27,00%	-3,54%	103,94
ALU	19,04%	-1,26%	25,11%	17,21%	1,49%	74,94
CHM	30,80%	-0,73%	29,52%	33,66%	5,26%	136,61
EIE	21,49%	2,36%	36,80%	40,67%	1,27%	142,33
GEF	21,77%	8,77%	28,77%	19,93%	2,13%	108,91
GHE	20,12%	7,70%	27,25%	18,54%	0,66%	96,44
IEF	23,37%	-3,87%	22,51%	27,61%	6,45%	97,38
Faizli Özel Yön. Atak Fonları	18,42%	5,69%	26,24%	22,95%	-0,12%	93,85
HHE	18,45%	2,54%	24,44%	20,54%	-4,60%	73,80
VEE	20,57%	4,90%	25,77%	20,49%	-4,47%	83,08
VGE	27,26%	3,61%	25,77%	18,52%	1,67%	99,81
Faizli Kamu Yön. Atak Fonları	20,39%	3,64%	25,10%	20,37%	-4,07%	79,38
AGB	15,29%	7,12%	33,77%	37,35%	3,59%	135,05
Faizsiz Özel Yön. Atak Fonları	15,29%	7,12%	33,77%	37,35%	3,59%	135,05
HHN	14,24%	9,21%	40,36%	42,99%	3,63%	159,49
VEY	10,95%	7,92%	32,16%	39,35%	3,79%	128,87
Faizsiz Kamu Yön. Atak Fonları	11,64%	8,26%	34,44%	40,35%	3,75%	137,05

Tüm Atak/Dinamik Değişken Fonların Ağırlıklı Ortalama Getirisi	18,72%	5,31%	26,14%	22,77%	-0,78%	92,06%
BİST 100 GETİRİ	47,60%	-20,86%	25,37%	29,06%	-8,15%	73,58%
RİSKİZ FAİZ ORANI	11,75%	18,35%	20,08%	11,18%	8,83%	92,18%

2017 yılında piyasa getirisine kıyasla başarı gösteren hiçbir Atak/Dinamik Değişken fon bulunmamaktadır. Söz konusu fonlar 2018 yılında piyasaya göre başarı gösterse de aslında 2017 yılına göre daha kötü performans göstermektedir.

2017 yılında faizli fonların getirileri ortalama faizsizlerden yüksek olsa da kalan yıllarda faizsiz fonlar daha yüksek getiri sağlamaktadır. 2019 yılı incelendiğinde piyasa getirisine göre Agesa Hayat Ve Emeklilik A.Ş.'ye ait AE3, Allianz Yaşam Ve Emeklilik A.Ş.'ye ait ALU fonu, NN Hayat ve Emeklilik A.Ş.'ye ait IEF fonu ve Türkiye Hayat ve Emeklilik A.Ş.'ye ait HHE fonu getirileri piyasa getirisinin altında kalmıştır. Bu 4 fon 2020 yılında da piyasa getirisine göre daha az getiri sağlamıştır. 2020 yılında ayrıca Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş.'ye ait AH0 fonu Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ye ait GHE fonu ayrıca Türkiye Hayat Ve Emeklilik A.Ş.'ye ait 3 faizli fon piyasa getirisinden daha düşük getiri sağlamıştır.

2021 yılında tüm Atak/Dinamik Fonlar piyasaya kıyasla daha iyi performans göstermiştir. Kümülatif bazda bakıldığında 2017 - 2021 Haziran itibarıyla tüm Atak/Dinamik Değişken fonların piyasa getirisine göre daha iyi performans gösterdiği görülmektedir.

5.2.6.2. Atak/Dinamik Fonlarının Sharpe Oranı İle Kıyaslanması

Fonun riske uyarlanmış performansını hesaplamak için kullanılan Sharpe oranı 16 Atak/Dinamik Değişken fon için 2017 Ocak - 2021 Haziran ayı zaman aralığı için yıl yıl ve kümülatif dönem aralığı bazında hesaplanmıştır. Hesaplama sonuçları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 25 Atak/Dinamik Değişken Fonlarının Sharpe Oranı ile Kıyaslanması

	2017	2018	2019	2020	2021:6	2017-2021:6
AE3	0,234	-0,577	0,168	0,168	-0,651	-0,011
AEP	0,595	-0,347	0,294	0,307	-0,155	0,165
AEZ	0,515	-0,471	0,271	0,340	-0,392	0,109
AH0	0,560	-0,444	0,142	0,231	-0,798	0,050
ALU	0,436	-0,438	0,093	0,120	-0,553	-0,032
CHM	0,571	-0,427	0,164	0,311	-0,267	0,119
EIE	0,305	-0,631	0,316	0,381	-0,838	0,138
GEF	0,559	-0,403	0,297	0,225	-0,649	0,085
GHE	0,476	-0,472	0,253	0,189	-0,705	0,029
IEF	0,381	-0,520	0,062	0,270	-0,221	0,031
HHE	0,329	-0,418	0,109	0,140	-0,713	-0,034
VEE	0,300	-0,419	0,128	0,137	-0,697	-0,006
VGE	0,616	-0,688	0,150	0,126	-0,581	0,038
AGB	0,209	-0,865	0,394	0,436	-0,548	0,159
HHN	0,184	-0,719	0,571	0,473	-0,609	0,218
VEY	-0,034	-0,610	0,296	0,462	-0,556	0,132
Ortalama Sharpe Oranı	0,390	-0,528	0,232	0,270	-0,558	0,074

Sharpe oranına göre başarı ölçüldüğünde 2017 yılında kamu şirketine ait faizsiz fon olan VEY fonu başarısızken diğer tüm fonlar başarılıdır. 2018 yılı ve 2021 Haziran itibariyle tüm Atak/Dinamik fon başarısızdır. 2019 ve 2020 yılında tüm Atak/Dinamik fonlar başarı sağlamıştır. Ayrıca kümülatif bazda faizsiz fonların Sharpe oranlarının hepsinin pozitif olduğu görülmektedir.

En yüksek Sharpe oranı Türkiye Hayat Ve Emeklilik A.Ş.'ye ait HHN fonuna aittir. En başarısız fon ise Allianz Yaşam Ve Emeklilik A.Ş.'ye ait ALU fonudur.

5.2.6.3. Atak/Dinamik Fonlarının Treynor Oranı İle Kıyaslanması

Portföyün risk primini ölçen Treynor ölçütü, portföy getirisi ile risksiz faiz oranı arasındaki fark ile hesaplanmaktadır (Demirtaş & Güngör, 2004). Aşağıda yer alan tabloda Atak/Dinamik Değişken fonların Treynor ölçütüne göre sonuçları listelenmiştir.

Tablo 26 Atak/Dinamik Fonlarının Treynor Oranı İle Kıyaslanması

	2017	2018	2019	2020	2021	2017-2021:6
AE3	1,43%	-3,29%	1,31%	1,71%	-2,01%	-0,09%
AEP	3,43%	-2,45%	2,30%	3,47%	-0,98%	1,34%
AEZ	2,99%	-2,91%	2,14%	4,35%	-2,09%	0,91%
AH0	3,18%	-2,51%	1,09%	2,37%	-2,65%	0,38%
ALU	3,41%	-2,55%	0,71%	1,23%	-1,80%	-0,25%
CHM	3,63%	-2,71%	1,37%	3,27%	-0,86%	0,92%
EIE	1,69%	-3,60%	2,45%	4,00%	-4,15%	1,05%
GEF	3,27%	-2,74%	2,35%	2,34%	-2,14%	0,66%
GHE	2,80%	-3,01%	2,00%	1,96%	-2,31%	0,23%
IEF	2,21%	-3,05%	0,54%	2,80%	-0,74%	0,24%
HHE	1,90%	-2,54%	0,84%	1,44%	-2,37%	-0,26%
VEE	1,75%	-2,50%	0,97%	1,42%	-2,34%	-0,04%
VGE	3,62%	-4,78%	1,15%	1,30%	-1,97%	0,29%
AGB	1,38%	-6,04%	3,30%	4,94%	-4,93%	1,39%
HHN	1,14%	-7,11%	5,49%	5,32%	-4,72%	2,03%
VEY	-0,21%	-3,76%	2,70%	5,19%	-3,57%	1,15%
Ortalama	2,35%	-3,47%	1,92%	2,94%	-2,48%	0,62%

Yıllık bazda Sharpe oranları incelendiğinde 2017 yılında Treynor oranına göre en başarılı fon Cigna Sağlık Hayat ve Emeklilik A.Ş.'ye ait CHM, en başarısız fon ise Türkiye Hayat Ve Emeklilik A.Ş.'ye ait faizsiz fon olan VEY fonudur. 2018 yılında da en başarısız fon faizsiz fon olan Türkiye Hayat Ve Emeklilik A.Ş.'ye ait HHN fonudur. Ancak bu fon takip eden 2,5 yıl çok iyi performans göstererek kümülatif bazda en iyi performansı sağlayan fon olmuştur. Kümülatif bazda bakıldığında Agesa Hayat Ve Emeklilik A.Ş.'ye ait AE3, Allianz Yaşam Ve Emeklilik A.Ş.'ye ait ALU ve Türkiye Hayat Ve Emeklilik A.Ş.'ye ait 2 faizsiz fon başarısız çıkarken diğer tüm fonlar başarılı çıkmaktadır.

5.2.6.4. Atak/Dinamik Fonlarının Jensen's Alfa Oranı İle Kıyaslanması

Alfa, fonun getirisinden, Beta yani piyasa riski düşüldükten sonra geriye kalan değerdir. Aşağıdaki tabloda Atak/Dinamik Fonların Jensens Alfa sonuçları yer almaktadır.

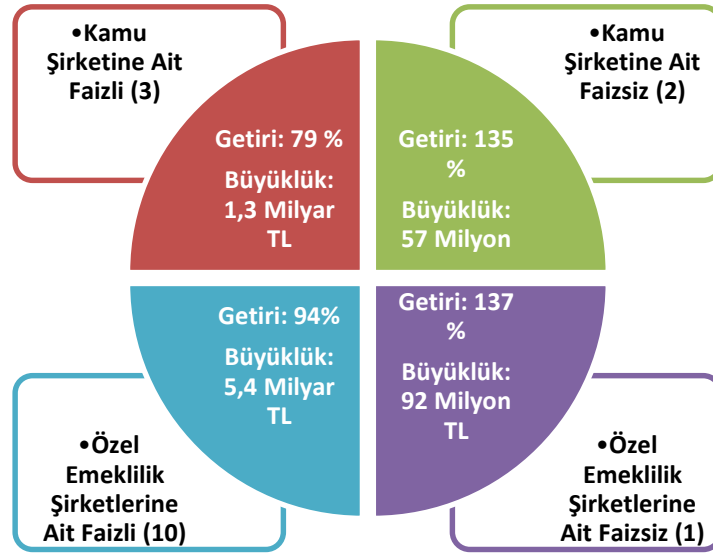
Tablo 27 Atak/Dinamik Fonlarının Jensen's Alfa Oranı İle Kıyaslanması

	2017	2018	2019	2020	2021	2017-2021:6
AE3	-0,19%	-0,02%	0,20%	-0,01%	0,54%	-0,05%
AEP	0,29%	0,31%	0,79%	0,75%	0,61%	0,53%
AEZ	0,16%	0,18%	0,73%	1,09%	0,16%	0,38%
AH0	0,17%	0,21%	0,19%	0,34%	0,11%	0,14%
ALU	0,14%	0,38%	0,06%	-0,22%	0,64%	-0,14%
CHM	0,42%	0,26%	0,40%	0,80%	1,22%	0,44%
EIE	-0,35%	-0,13%	0,87%	1,21%	-0,39%	0,47%
GEF	0,17%	0,12%	0,45%	0,18%	0,33%	0,16%
GHE	0,07%	0,05%	0,35%	0,07%	0,27%	0,05%
IEF	-0,12%	0,09%	-0,03%	0,48%	1,01%	0,08%
HHE	-0,16%	0,31%	0,09%	-0,17%	0,38%	-0,15%
VEE	-0,28%	0,28%	0,16%	-0,19%	0,42%	-0,05%
VGE	0,34%	-0,37%	0,20%	-0,22%	0,47%	0,10%
AGB	-0,22%	-0,39%	0,77%	1,22%	-0,36%	0,39%
HHN	-0,23%	-0,37%	1,20%	1,51%	-0,33%	0,58%
VEY	-0,66%	-0,11%	0,66%	1,33%	-0,17%	0,35%
Ortalama	-0,03%	0,05%	0,44%	0,51%	0,31%	0,20%

2017-2021 Haziran dönemine geniş bakıldığında Agesa Hayat Ve Emeklilik A.Ş.'ye ait AE3 fonu, Allianz Yaşam Ve Emeklilik A.Ş.'ye ait ALU fonu ve Türkiye Hayat Ve Emeklilik A.Ş.'ye ait 2 faizsiz fon başarı sağlayamamıştır. 2017, 2018 ve 2021 yıllarında faizsiz fonlar başarısız çıkmaktadır. 2019 ve 2020 yılında başarı gösteren faizsiz fonlar kümülatif bazda da başarı sağlamıştır.

5.2.6.5. Atak/Dinamik Fonlarının Performans Özeti

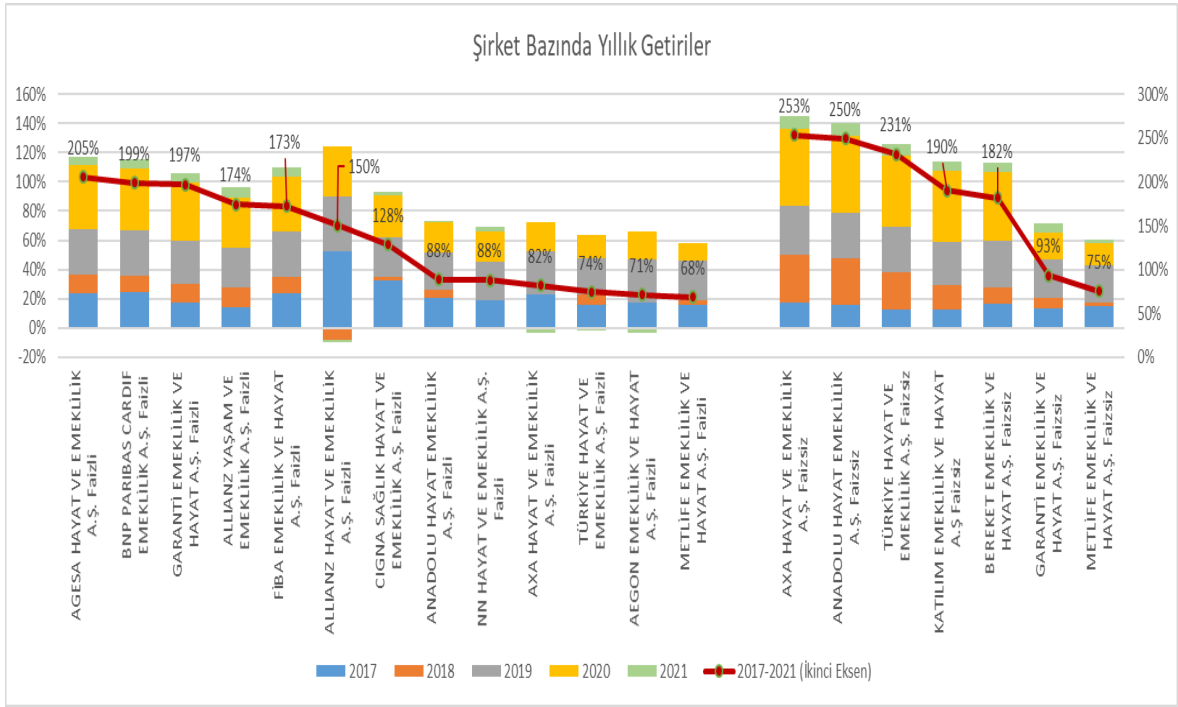
Özel emeklilik şirketlerinin faizsiz bir adet Atak Değişken fon bulunurken, kamu şirketinin iki adet faizsiz fonu bulunmaktadır. İncelenen faizsiz fonların hepsi ortalamanın çok üzerinde performans göstermiştir.



Şekil 21 Atak/Dinamik Değişken Fonların- Faiz & Kamu/Özel Ayrımı

Kamu şirketine ait faizli fonlar faizsizlere kıyasla çok yüksek fon büyüklüğüne sahiptir. Ancak kamu şirketine ait faizli fonların getirileri çok düşüktür.

5.3. Şirketler Bazında Faiz Kırılıma Göre Getiri Kıyaslaması



Şekil 22 Şirketler Bazında Faiz Kırılıma göre Getiri Kıyaslaması

Şirketler faiz durumuna göre 2 ayrı gruba ayrılarak incelenmiştir. Axa Hayat ve Emeklilik A.Ş., Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. ve Türkiye Emeklilik şirketlerine ait faizsiz fonlar incelenen Faizli/Faizsiz hizmet sunan diğer şirketlerden daha yüksek başarı göstermiştir. Şirketlerin getirileri incelendiğinde her iki gruptaki en düşük getirilerin Metlife Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ye ait olduğu görülmektedir.

Faizli fon sağlayan şirketlerden; Metlife Emeklilik ve Hayat A.Ş., Aegon Emeklilik ve Hayat A.Ş. ve Türkiye Emekliliğin faizli fonlarının ortalaması getirisi piyasa getirisinin altında kalmaktadır. Bu fonlara ek olarak NN Hayat ve Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş.'nin de eklenerek oluşturulan 5 şirket risksiz getiri oranının altında getiri sağlayarak başarısız olurken 7 şirket başarılı olmuştur.

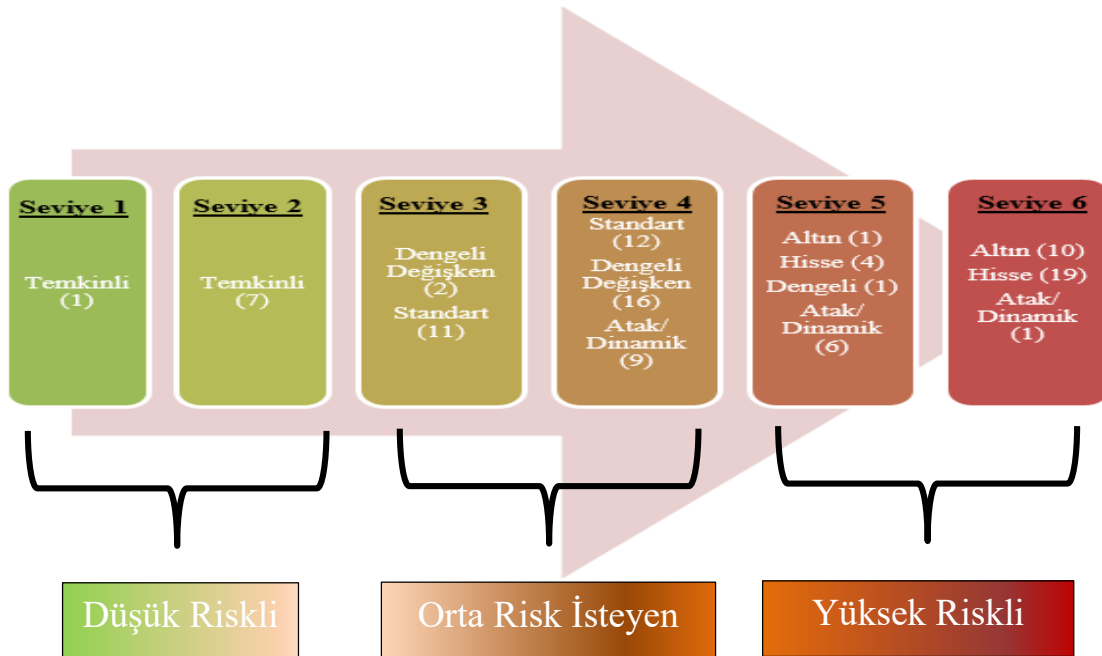
Faizsiz hizmet veren hiçbir şirket bu hizmet grubunda piyasa getirisinin altında kalmazken yalnızca Metlife Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ye ait risksiz getirinin altında kalmıştır. Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ye faizli grupta yüksek başarı gösterse de faizsiz grupta ortalamamın çok altında başarı göstermiştir.

Fonların yalnızca getiriye göre sıralanması yetersiz kalmaktadır. Bilinçli katılımcılar piyasa hareketlerine göre fon değişikliği hatta emeklilik şirketi değişikliği yapabilmektedir. Bu nedenle şirketlerin yıllık bazda değerlendirilmesi önemlidir.

Mevzuat gereği katılımcıların yılda 12 kez fon dağılım değişikliği hakkı bulunmaktadır. Aynı zamanda yılda 1 kere şirket değiştirme hakkı da bulunmaktadır. Piyasa koşullarına göre katılımcıların risk alma düzeyi değişebilir. Bu sebepten ötürü şirketlerin risk seviyesine göre değerlendirilmesi gerekir. EGM tarafından fonlar çeşitli performans ölçüm yöntemleriyle analiz edilmektedir. Ancak bu ölçümler fonların ihraç edildikleri tarih itibarıyla kümülatif veri ile yapılmaktadır. Ancak fonlar çok farklı tarihlerde ihraç edilmiştir ve ihraç edildiğinden dönemin piyasa koşullarını üzerlerinde taşıyarak performans notu çıkarmaktadırlar.

5.4. Risk Grubuna Göre Kıyaslama

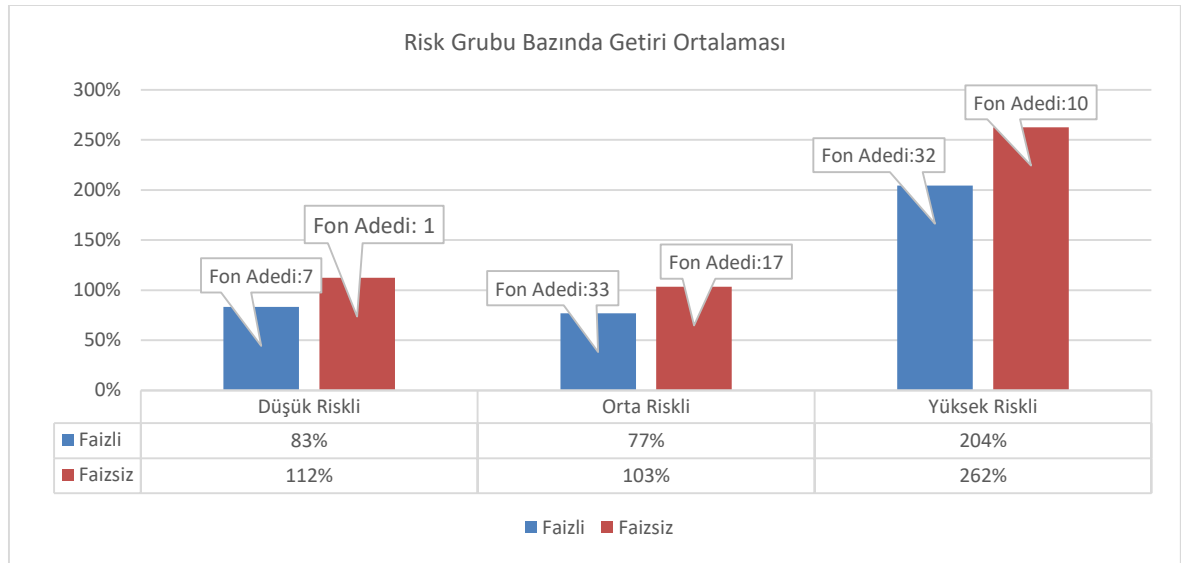
İncelenen fonların risk seviyeleri 1-6 aralığındadır. 1 ve 2 seviyelerindeki fonlar riskten kaçan, 3 ve 4 seviyelerindeki fonlar Orta Düzey Risk isteyen, 5 ve 6 seviyelerindeki fonlar ise Risk sever katılımcıların tercih ettiği fonlardır.



Şekil 23 Risk Değerine Göre Fon Grubu Bazında Fon Adedi

Riskten kaçınan katılımcılar incelenen fon gruplarından yalnızca temkinli/muhafazakâr fon grubundan 8 fon seçebilir. Orta risk seviyesinde yatırım yapmak isteyen katılımcılar Standart, Dengeli Değişken ve Atak/Dinamik Değişken fonlarından toplam 50 fon seçebilir. Riskten kaçınmayan katılımcılar ise Altın, Hisse ve Atak/Dinamik Değişken Fonlarından 42 fona yatırım yapabilir.

Aşağıda yer alan grafikte risk grubu bazında faiz kırımına göre ağırlıklı ortalamadaki getiriler ve fon sayıları yer almaktadır.



Şekil 24 Risk Grubu Bazında Getiri Ortalaması

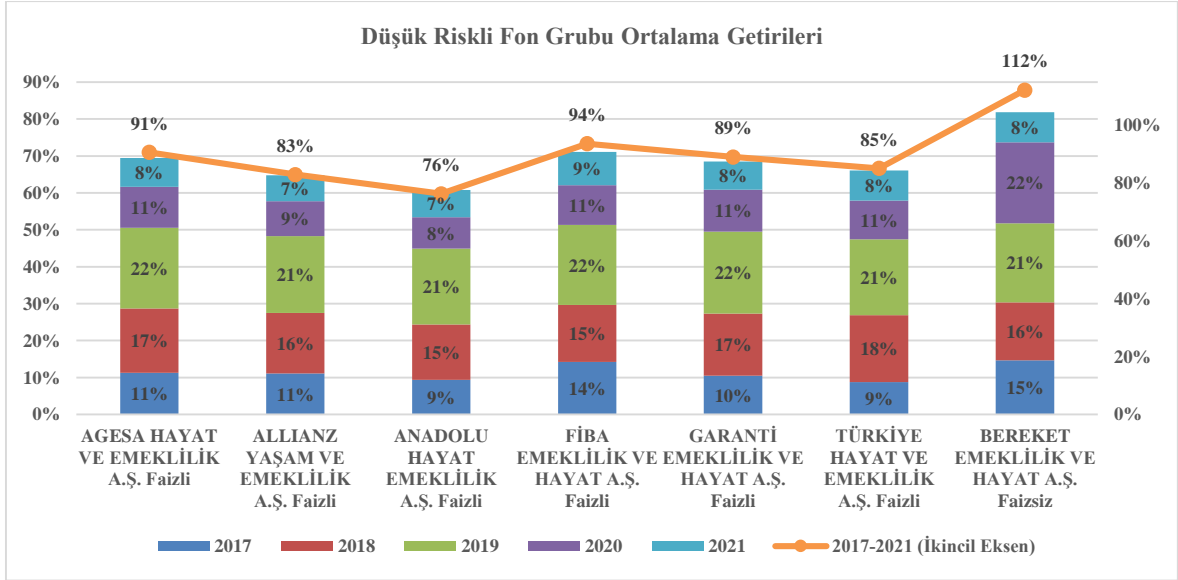
İncelenen dönem aralığında tüm risk gruplarında faizsiz fonlar faizlilere göre ortalama daha iyi getiri sağlamıştır. En yüksek getiriyi yüksek risk alan grup sağlarken en düşük getiri orta düzeyde risk alan faizli fonlara aittir. Düşük riskli gruptaki faizsiz fonlar, orta riskli gruptaki faizsiz fonlardan; aynı şekilde düşük riskli faizli fonlar orta riskli faizli fonlardan ortalama daha iyi getiri sağlamıştır.

5.4.1. Risk Değerlerine Göre Şirket Bazlı Getiriler

Şirketler faiz kırımında; Düşük, Orta ve Yüksek Riskli olmak üzere üç risk derecesinde incelenmiştir.

5.4.1.1. Düşük Riskli Fonların Şirket Bazında Getirileri

Düşük Riskli olarak adlandırılan fon grubunda 7 şirkete ait 8 fon bulunmaktadır. Bu fonlardan biri faizsiz diğerleri faizli fondur. Aşağıdaki grafikte Şirketler bazında yıllık getiriler bulunmaktadır.



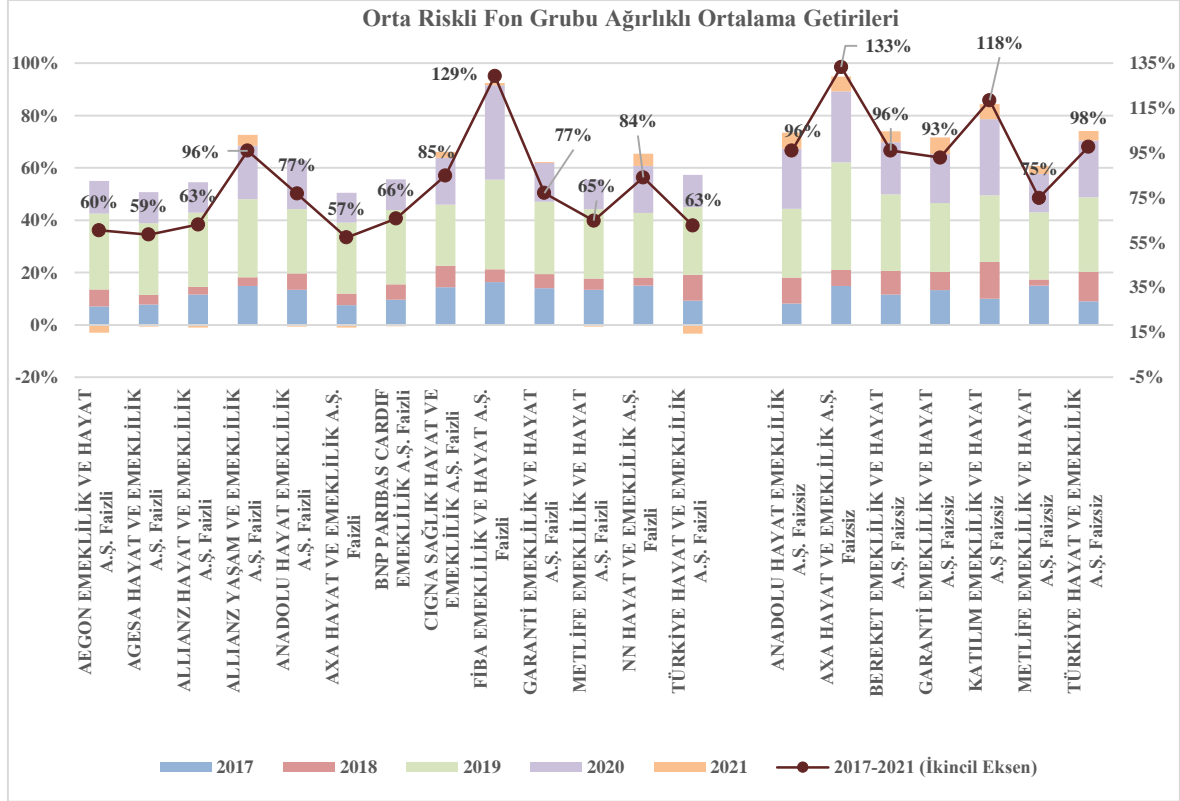
Şekil 25 Düşük Riskli Fon Grubu Ağırlıklı Ortalama Getirileri

Bu fon grubunda yıllar itibariyle getiriler birbirlerinden çok da farklı değildir. Risksiz fon grubunda en yüksek getiri Bereket Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ye ait faizsiz fon, en düşük getiri Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş.'ye ait faizli fona aittir. Bereket Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ye ait bu fon 2017 ve 2020 yıllarında bu fon grubundaki en yüksek getiriye sahiptir.

Bu grupta bulunan tek faizsiz fon diğer tüm faizli fonlardan daha yüksek getiri sağlamıştır. Ayrıca bu risk grubundaki tüm şirketlerin ortalama getirileri, piyasa getirisinin üzerinde getiri sağlamıştır.

5.4.1.2. Orta Riskli Fonların Şirket Bazında Getirileri

Orta Riskli Fon Grubunda 15 şirkete ait 50 fon bulunmaktadır. Bu fonlardan 33'ü faizli 17'si faizsiz fondur. Aşağıdaki grafikte Şirketler bazında yıllık getiriler yer almaktadır.



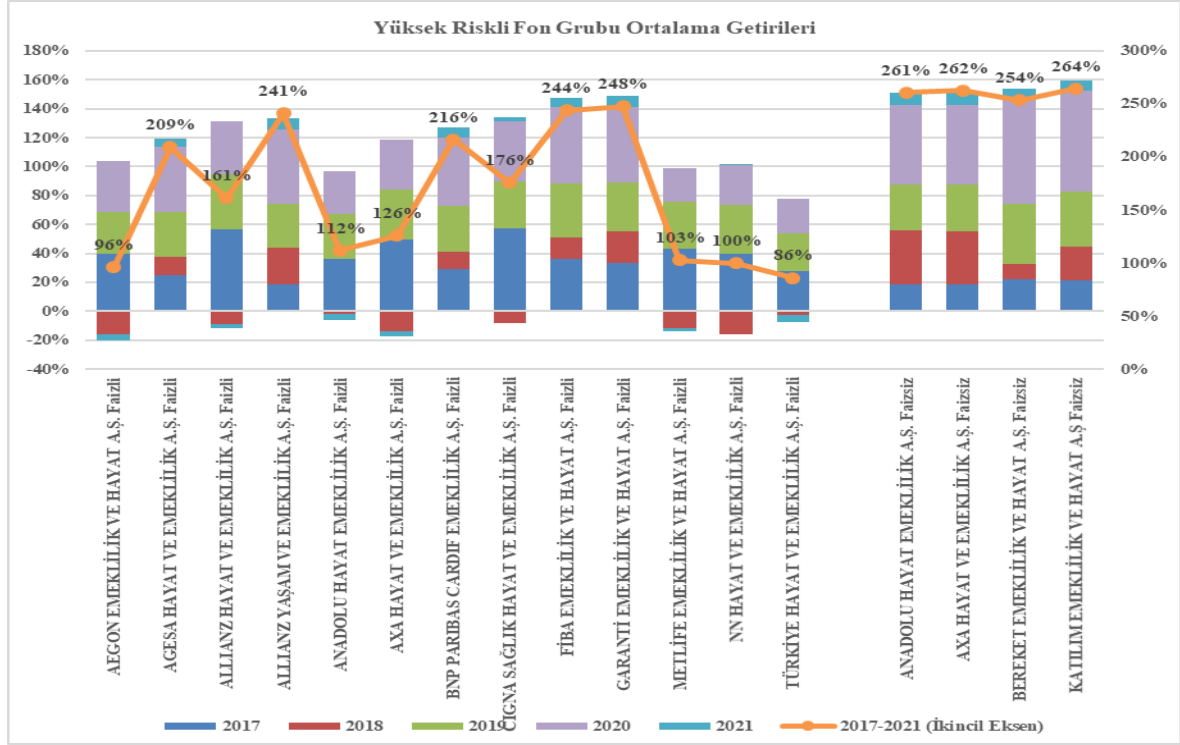
Şekil 26 Orta Riskli Fon Grubu Ağırlıklı Ortalama Getirileri

Bu risk grubunda bulunan faizsiz fonlar, faizli fonlardan ortalamada daha yüksek getiri sağlamıştır. Bu fon grubunda iyi getiriye Axa Hayat ve Emeklilik A.Ş.'ye ait Faizsiz fon getirmektedir. Özellikle 2020 yılında aynı gruptaki diğer fonlara kıyasla çok daha yüksek getiri sağlamıştır. Dikkat çeken ayrı bir husus ise, aynı şirkete ait faizli fonun bu gruptaki en düşük getiriye sağlamış olmasıdır.

Orta riskli grupta faizli fonlar içinde en iyi getiriye Fiba Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ye ait fonlar sağlamıştır. Bu fonun getirisi aynı gruptaki diğer faizli fonlara göre çok daha yüksektir.

5.4.1.3. Yüksek Riskli Fonların Şirket Bazında Getirileri

Yüksek Riskli Fon Grubunda 15 şirkete ait 42 fon bulunmaktadır. Bu fonlardan 32'si faizli 10'u faizsiz fondur. Aşağıdaki grafikte Şirketler bazında yıllık getiriler yer almaktadır.



Şekil 27 Yüksek Riskli Fon Grubu Ağırlıklı Ortalama Getirileri

Bu risk grubunda da diğerlerinde olduğu gibi, faizsiz şirketlerin faizsiz fonlarının daha başarılı olduğu açıkça görülmektedir. Riskli grupta faizsiz fonlar faizlilerden çok daha iyi performans göstermektedir. Bu risk grubunda en başarısız şirket faizli olarak Türkiye Emekliliktir. Ancak söz konusu şirket faizsiz kategorisinde en başarılı şirkettir.

Bu risk grubunda iyi getiriye Katılım Emeklilik Hayat ve Emeklilik A.Ş.'ye ait Faizsiz fon getirmektedir. Ancak bu risk grubunda faizsiz hizmet gösteren diğer şirketler de çok yakın getiri sağlamıştır. Yüksek riskli grupta faizli fonlar içinde en iyi getiriye Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ye ait fonlar sağlamıştır.

5.4.2. Risk Değerlerine Fonların Puanlaması

Bir önceki bölümde tüm fonların detaylı analizleri yapılmıştır. Bu analizlere göre 100 fon 3 ana Risk kategorisinde (Düşük Riskli, Orta Riskli, Yüksek Riskli) 01.01.2017-30.06.2021 tarih aralığında fonlar dört performans ölçütüne göre puanlanmaktadır.

İncelemede fonlar, yıllık olarak (2017-2021:6 aralığında) ve 01.01.2017-30.06.2021 tarihleri arası kümülatif dönem için puanlanmıştır. Puanlama 4 performans ölçütüne göre hesaplamalar aşağıdaki gibi yapılmıştır.

1. Aynı risk grubunda yıllık getiri oranı BİST-100 üzerinde olan fonlar listelenmektedir. En düşük getiri sağlayan fon alt limiti, en yüksek getiri sağlayan fon üst limiti oluşturacak şekilde bir dizi oluşturulur ve dizi 5 eşit aralığa bölünür. En düşük puanlı grup 1 puan alırken en yüksek puanlı grup 5 puan alır. İncelenen fonların getirileri buldukları aralığa göre puanlanır. BİST-100'ün altında kalan fonlar ise 0 puan alır.
2. Aynı risk grubundaki sharpe oranı, sıfırın üzerinde olan fonlar listelenmektedir. Bu listedeki en düşük Sharpe oranı alt limiti, en yüksek Sharpe oranı üst limiti oluşturacak şekilde bir dizi oluşturulur ve dizi 5 eşit aralığa bölünür. En düşük puanlı grup 1 puan alırken en yüksek puanlı grup 5 puan alır. İncelenen fonların Sharpe oranları buldukları aralığa göre puanlanır. Sharpe oranı sıfırın altında olan fonlar 0 puan alır.
3. Önceki bölümlerde anlatıldığı üzere Treynor oranının yorumlanabilmesi için paydada bulunan Beta'nın sıfırın üzerinde olması gerekir aksi halde Treynor oranı yorumlanamamaktadır. Aynı risk grubu içinde bulunan yorumlanabilen Treynor oranları, sıfırın üzerinde olan fonlar listelenmektedir. Bu listedeki en düşük Treynor oranı alt limiti, en yüksek Treynor oranı üst limiti oluşturacak şekilde bir dizi oluşturulur ve dizi 5 eşit aralığa bölünür. En düşük puanlı grup 1 puan alırken en yüksek puanlı grup 5 puan alır. İncelenen fonların Treynor oranları buldukları aralığa göre puan alır. Treynor oranı Sıfırın altında olan fonlar 0 puan alır. Yorumlanamayan Treynor oranları hesaplamaya dâhil edilmez.

4. Aynı risk grubuna dâhil fonların Jensens Alfa oranları, sıfırın üzerinde olanlar listelenmektedir. Bu listedeki en düşük Alfa oranı alt limiti, en yüksek Alfa oranı üst limiti oluşturacak şekilde bir dizi oluşturulur ve dizi 5 eşit aralığa bölünür. En düşük puanlı grup 1 puan alırken en yüksek puanlı grup 5 puan alır. İncelenen fonların Alfa oranları buldukları aralığa göre puan alır. Alfa oranı sıfırın altında olan fonlar 0 puan alır.

Yukarıda bahsi geçen puanlama yöntemleri ile faiz kırılımında fonların ortalama başarıları bulunur. Aynı risk grubunda aynı kurucu şirket çatısı altında birden fazla fon bulunması durumunda fonun puanı, fonun büyüklüğü ile ağırlıklandırılarak şirketin puanı hesaplanır.

Tablo 28 Şirket Bazında Risk Grubun Göre Başarı Puanı

	Düşük Riskli Faizli	Düşük Riskli Faizsiz	Ortalama Düşük Riskli Fon	Orta Riskli Faizli	Orta Riskli Faizsiz	Ortalama Orta Riskli Fon	Yüksek Riskli Faizli	Yüksek Riskli Faizsiz	Ortalama Yüksek Riskli Fon	Ağırlıklı Ortalama Puan
AEGON EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş.				19% (1)		19% (1)	20% (1)		20% (1)	19% (2)
AGESA HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş.	16% (1)		16% (1)	15% (2)		15% (2)	52% (4)		52% (4)	51% (7)
ALLIANZ HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş.				15% (1)		15% (1)	42% (1)		42% (1)	39% (2)
ALLIANZ YAŞAM VE EMEKLİLİK A.Ş.	13% (1)		13% (1)	27% (4)		27% (4)	56% (2)		56% (2)	40% (7)
ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK A.Ş.	7% (2)		7% (2)	15% (2)	27% (1)	17% (3)	26% (4)	62% (1)	54% (5)	40% (10)
AXA HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş.				15% (1)	43% (1)	19% (2)	33% (1)	63% (1)	56% (2)	44% (4)
BEREKET EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş.		52% (1)	52% (1)		25% (2)	25% (2)		58% (3)	58% (3)	48% (6)
BNP PARIBAS CARDIF EMEKLİLİK A.Ş.				18% (1)		18% (1)	53% (3)		53% (3)	49% (4)
CIGNA SAĞLIK HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş.				19% (3)		19% (3)	47% (2)		47% (2)	32% (5)
FİBA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş.	30% (1)		30% (1)	38% (5)		38% (5)	61% (4)		61% (4)	46% (10)
GARANTİ EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş.	20% (1)		20% (1)	21% (3)	23% (2)	22% (5)	63% (3)		63% (3)	48% (9)
KATILIM EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş.					38% (3)	38% (3)		59% (2)	59% (2)	48% (5)
METLİFE EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş.				15% (3)	14% (1)	15% (4)	24% (1)		24% (1)	16% (5)
NN HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş.				23% (3)		23% (3)	21% (1)		21% (1)	22% (4)
TÜRKİYE HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş.	12% (1)		12% (1)	13% (4)	25% (7)	18% (11)	17% (5)	67% (3)	55% (8)	40% (20)
ORTALAMA	13% (7)	52% (1)	14% (8)	19% (33)	29% (17)	22% (50)	50% (32)	64% (10)	55% (42)	43% (100)

Şirketleri risk grubuna göre değerlendirmek gerekmektedir. Faiz kırılımında puanlamalar sıralandığında

1. Düşük Risk Almak İsteyen Grupta:

- Faizli Fonlarda En Yüksek Başarı Gösteren: Fiba Emeklilik ve Hayat A.Ş.
- Faizli Fonlarda En Düşük Başarı Gösteren: Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş.
- Faizsiz fonlara yatırım yapan katılımcılar için hizmet veren tek bir şirket bulunmaktadır: Bereket Emeklilik ve Hayat A.Ş.
- Bu grupta En Yüksek Başarı Gösteren: Bereket Emeklilik ve Hayat A.Ş.
- Bu grupta En Düşük Başarı Gösteren: Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş.

2. Orta Risk Alan Grupta:

- Faizli Fonlarda En Yüksek Başarı Gösteren: Fiba Emeklilik ve Hayat A.Ş.
- Faizli Fonlarda En Düşük Başarı Gösteren: Türkiye Hayat ve Emeklilik A.Ş.
- Faizsiz Fonlarda En Yüksek Başarı Gösteren: Axa Hayat ve Emeklilik A.Ş.
- Faizsiz Fonlarda En Düşük Başarı Gösteren: Metlife Emeklilik ve Hayat A.Ş.
- Bu grupta En Yüksek Başarı Gösteren: Fiba Emeklilik ve Hayat A.Ş.
- Bu grupta En Düşük Başarı Gösteren: Metlife Emeklilik ve Hayat A.Ş.

3. Yüksek Risk Alan Grupta:

- Faizli Fonlarda En Yüksek Başarı Gösteren: Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş.
- Faizli Fonlarda En Düşük Başarı Gösteren: Türkiye Hayat ve Emeklilik A.Ş.
- Faizsiz Fonlarda En Yüksek Başarı Gösteren: Türkiye Hayat ve Emeklilik A.Ş.
- Faizsiz Fonlarda En Düşük Başarı Gösteren: Bereket Emeklilik ve Hayat A.Ş.
- Bu grupta En Yüksek Başarı Gösteren: Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş.
- Bu grupta En Düşük Başarı Gösteren: Aegon Emeklilik ve Hayat A.Ş.

4. Genel Başarı İncelendiğinde:

- En Yüksek Başarı Gösteren: Agesa Hayat ve Emeklilik A.Ş.
- En Düşük Başarı Gösteren: Metlife Emeklilik ve Hayat A.Ş.

6. Sonuç

Ülkemizde, kamu eliyle yürütülen sosyal güvenlik sisteminin tamamlayıcısı olan ve 2003 yılından bu yana faaliyet gösteren Bireysel Emeklilik Sistemi, gönüllülük esasına göre faaliyet göstermektedir ve kişiler söz konusu sisteme talep ettikleri miktarda katkı payı ile dâhil olmaktadır. Bu sistemle, çalışma hayatındaki bireyler gelecekteki yaşamları için tasarruf ederler ve emeklilik dönemleri için birikim yapmış olurlar.

Sistem, yalnızca birikim yapan kişiye değil, topluma da avantajlar sunmaktadır. Kişileri tasarrufa yönlendirerek yastık altında kalan birikimlerin piyasaya dâhil edilmesine olanak sağlamaktadır. Bunun yanında, katılımcıların birikimlerinin sistemde uzun süre kalmalarını sağlayarak sermaye piyasalarına uzun vadeli büyük hacimli girdi oluşturmaktadır.

2020 sonu itibariyle sistemdeki ünik katılımcı sayısı 11,1 milyondan fazladır. 400'den fazla fonun bulunduğu sistemin toplam fon büyüklüğü 169,5 milyar TL'dir (EGM). Sistemdeki katılımcı sayısındaki ve fon hacmindeki artış, 2013'te sisteme devlet katkısının getirilmesiyle ivme kazanmıştır.

Fonların geniş kitlelere hitap etmesi, sisteme dâhil olan kişilerin ve fon miktarının artması piyasanın gelişmesi açısından önem arz etmektedir. Emeklilik fonları da dâhil olmak üzere birçok finansal enstrümandan dini sebeplerden ötürü yararlanmayan bir kesimin olması, finansal sistemlerde yeni araçların üretilmesi ihtiyacını doğurmuştur. Ülkemizde, emeklilik sistemi yalnızca faiz içeren fonlardan oluşuyorken faizden kaçınan tasarruf sahiplerini de sisteme dâhil etmek adına "Katılım Emeklilik Fonları" adı altında faizsiz emeklilik fonları geliştirilmiştir. Böylece yastık altında bekleyen fonlar piyasaya girmiş ve faiz gerekçesiyle finansal ürünlerden uzak durmayı tercih eden kişilerin sisteme dâhil olmalarına olanak sağlanmıştır.

Faizli fonlar ile faizsiz fonlar birbirlerine yakın özelliklerde olsalar da yatırım yapabildikleri araç çeşitleri çok farklıdır. Faizsiz fonlarda, yalnızca İslami açıdan kabul gören ve danışma kurullarınca onaylanmış araçlara yatırım yapılabiliyorken faizli fonlarda böyle bir kısıtlama bulunmamaktadır. Katılımcının risk algısı doğrultusunda en yüksek getiriye sağlanması beklenen fona yatırım yapılabilmektedir.

Yaşanan ekonomik gelişmeler karşısında doğru yatırım araçlarına yatırım yapan fon yöneticileri, piyasa getirilerinin üzerinde kazanç sağlarken, yanlış pozisyon alan fon yöneticileri kötü performans sergilemektedirler. Dolayısıyla, performans ölçümü gerek emeklilik şirketleri gerekse katılımcılar açısından üzerinde durulması gereken bir konudur.

Araştırma kapsamında, 100 adet emeklilik fonunun 01.01.2017-30.06.2021 tarihleri arasında çeşitli performans ölçüm yöntemlerinden yararlanılarak analizi yapılmıştır. Ölçüm yöntemlerinden ilki, piyasa getirisi olan BİST 100 ile fonların ilgili dönem için hem yıllık bazda hem de kümülatif 4,5 yıllık dönemde getirilerinin kıyaslanmasıdır. Bu ölçüm yöntemine göre, 2018, 2020, 2021 ve kümülatif 4,5 yıllık dönemde Altın fonları ortalama en yüksek başarıyı göstermiştir. 2017 ve 2019 yıllarında ortalama getirisi en yüksek olan Hisse fon grubu, 2018 ve 2021 yıllarında en düşük getiriye sağlayan fon grubu olmuştur. 2019 ve 2020 yıllarında ortalama en düşük getiriye sahip fon grubu, risk seviyesi en düşük olan Temkinli Değişken fon grubu olurken 2017 yılı ve 4,5 yıllık kümülatif dönemde Standart fon grubu en düşük performans gösteren grup olmuştur.

Getiriler faiz durumuna göre incelendiğinde, faizsiz fonların faizli fonlara kıyasla hacimle ağırlıklandırılmış ortalama getirilerinin daha yüksek olduğu sonucuna varılmıştır. Ayrıca kamu sahipliğindeki emeklilik şirketine ait faizsiz fonların daha iyi getiri sağladığı görülürken faizli fonlarda özel şirketlere ait fonlar daha yüksek getiri sağlamıştır.

Fonlar ihraç edilirken fonun karşılaştırma ölçütü de belirlenmektedir. Tüm fonların karşılaştırma ölçütleri birbirlerinden farklıdır. Ancak, katılımcılar fonun başarısının karşılaştırma ölçütüne göre başarılı veya başarısız olmasından ziyade birikimlerinden elde ettikleri getirilerinin, piyasa getirisinin altında kalmaması beklemektedirler. Çalışmada incelenen dönemde, 100 fondan 86'sının piyasa getirisinin üzerinde getiri sağladığı görülmektedir.

Mevzuat gereği katılımcıların yılda 12 defa fon değiştirme hakları bulunurken sistemde 2 yıl kalan katılımcıların şirket değiştirme hakları da bulunmaktadır. Bu sebeple fon seçimini emeklilik şirketine bırakan yatırımcılar için şirket bazında getiri ölçümü yapılmıştır.

İncelenen 4,5 yıllık dönemde en yüksek getiri, ağırlıklı ortalama Axa Hayat ve Emeklilik A.Ş., Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. ve Türkiye Hayat Ve Emeklilik A.Ş.'ye ait faizsiz

fonlara aittir. Getiri sıralamasında faizsiz fonları, Aegon Emeklilik ve Hayat A.Ş. ve BNP Paribas Cardif Emeklilik A.Ş.'ye ait faizli fonlar izlemektedir. En düşük getiriye, hem faizli hem de faizsiz grupta Metlife Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ye ait fonların getirdiği görülmektedir.

Getiri, risk seviyesine göre şekil almaktadır. Yüksek riskli fonlar yüksek getiri sağlamaktadır. Ancak, yatırımcıların almak istedikleri risk düzeyi değişebilir. Fonlar, getirileri incelenen dönem aralığında risk grupları bazında da incelendiğinde:

- Düşük ve Orta Riskli Grupta ağırlıklı ortalama getiri yüzde 84'tür.
- Yüksek Riskli Grupta ağırlıklı ortalama getiri yüzde 224'tür.

Çalışmanın son bölümünde, şirketler risk grubu bazında; Getiri, Sharpe ölçütü, Treynor ölçütü ve Jensens Alfa ölçütüne göre puanlanmıştır. Ağırlıklı ortalama en yüksek puana sahip şirket, Agesa Hayat ve Emeklilik A.Ş. en düşük puana sahip şirket, Metlife Emeklilik ve Hayat A.Ş.'dir.

İncelenen 4,5 yıllık dönemde, 66 fon Sharpe oranına göre başarılı, 65 fon Jensens Alfa oranına göre başarılı kabul edilmektedir. Fonların, Treynor ölçütüne göre başarılı veya başarısız olarak kabul edilebilmesi için eşitliğin paydasında bulunan Beta oranının pozitif olması gerekmektedir. İncelenen fonlardan 88 tanesi anlamlı Treynor oranına sahipken bunların yalnızca 54'ü başarılı sayılmaktadır.

Faizli ve faizsiz fon kıyaslama konusunda yapılan uluslararası çalışmalarda bir fikir birliği yoktur. İncelenen dönem, seçilen ülkenin piyasa koşulları ve emeklilik şirketlerinin faizsiz fonları ele alış biçiminden kaynaklı olarak sonuçlar çeşitlilik göstermektedir. Yine de faizsiz fonlarının faizli fonlara kıyasla daha düşük başarı gösterdiğine yönelik çalışmalar çoğunluktadır. Bu çalışmada incelenen dönem aralığında, faizsiz fonlar faizlilere göre daha başarılı olmuşlardır.

Sistemi geliştirmek adına:

- Faiz hassasiyeti nedeniyle sisteme dâhil olmayan yatırımcılar için sistemin tanıtımının doğru yapılması önemlidir. Katılımcıların sisteme duydukları şüphelerin ortadan kaldırılmasını teminen, fonların dinen caiz olduklarına ilişkin alınan danışma kurulu icazetlerinin topluma anlatılması gerekmektedir.

- Devletin verdiği teşvikler doğru anlatılmalı, katılımcıların emekli olduklarında alacakları tutarlar anlatılarak sistemin cazibesi öne çıkarılmalıdır.
- Katılım fonlarının, yalnızca faiz getirisi istemeyen katılımcılara yönelik olduğu algısını kırmak için çalışmalar yapılmalıdır.
- BES temeli itibariyle emeklilik şirketlerinin aracılar vasıtasıyla gerçekleştirdikleri satışlar üzerine kurulmuştur. Emeklilik şirketlerinin gelirleri, emeklilik fonlarının kesintilerinden oluşmaktadır. Fon satışlarının artması hedeflenerek, mevzuat gereği kesintilere sınır getirilmiştir. Ancak hedeflenenin tam tersine emeklilik şirketlerinin gelirlerinin azalması bu sektöre yeterince yatırım yapmamasına neden olmuştur. Bu sebepler doğrultusunda sistemdeki kesinti oranlarının katılımcıları caydırmayacak ancak şirketleri sistemde faaliyetini cazip kılacak düzeylere yükseltilmesi gerekmektedir.
- Sisteme girdi olan katkıların çeşitlendirilmesinde büyük fayda bulunmaktadır. Örneğin Amerika Birleşik Devletlerinde olduğu gibi kıdem tazminatlarının da belli bir dönem sonunda BES’de değerlendirilebilmesine olanak sağlanmalıdır.
- Sistemi geliştirmek adına reklam faaliyetleri artırılmalıdır.
- Fonların kendi karşılaştırma ölçütlerinin dışında TÜFE ve piyasa getirisine kıyasla sağladığı getiri açıkça paylaşılmalıdır.
- BEFAS’ta hesaplanan performans değerleri, fonların kuruluşundan itibaren kümülatif olarak hesaplanmaktadır. Diğer bir ifadeyle, fonun yıllar önce piyasa getirisinin üzerinde getiri sağlamış olması, o gün hesaplanan performans ölçütü kapsamında yer alarak sonucu yükseltmektedir. Ancak, fonların kuruluş tarihlerinin farklı olduğu düşünüldüğünde bu durum fonlar arasında eşitsizliğe sebep olmaktadır. Fonun başarısı yıllık olarak da ölçülmelidir. Böylece katılımcılar, dönem içinde yaşanan dalgalanmaları fark ederek fon değişikliği yapmayı tercih edebilir.

KAYNAKLAR

- Ahmad, Z., Riba Teorisi. Ankara Üniversitesi İlahiyat Fakültesi Dergisi, 453-465, **2003**.
- Albraka, <https://www.albaraka.com.tr/tr/hakkimizda/albarakayi-taniyin/albaraka-hakkinda>, Erişim tarihi: **16 Ağustos 2021**).
- Altuncuoğlu, M., Faizsiz Bireysel Emeklilik Sisteminin İşleyişi: 2008 Sonrası Türkiye Örneği, Yüksek Lisans Tezi, Bahçeşehir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, **2017**.
- Aktaş. Z. C., <https://www.zeynepcandanaktas.com/blog/2020/10/12/bes-ile-sermaye-piyasasi-iliskisi> , Erişim tarihi: **16 Aralık 2021**).
- Arslan, E. C., Katılım Bankacılığı Ve Türkiye Ekonomisine Katkıları, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, **2017**.
- Arslan, M., A Tipi Yatırım Fonlarında Yöneticilerin Zamanlama Kabiliyeti ve Performans İlişkisi Analizi: 2002-2005 Dönemi Bir Uygulama, Gazi Üniversitesi Ticaret ve Turizm Eğitim Fakültesi, No. 2, Ankara, **2005**.
- Atan M., Atan S., Halıcı B., Portföy Seçim Problemi Üzerine Karşılaştırmalı Alternatif Yaklaşımlar, Anadolu İktisat ve İşletme Dergisi, No.2, 24-37,**2018**.
- Aydın, L., Tükiyede'ki Bireysel Emeklilik Şirketlerinin Fon Performanslarının Ölçülmesi, Yüksek Lisans Tezi, Beykent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, **2018**.
- Bağlar, M., Türkiye'de Bireysel Emeklilik Sistemi Ve Türkiye İle Arjantin Bireysel Emeklilik Sisteminin Karşılaştırılması, Çankırı Karatekin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Çankırı, **2019**.
- Bayraktar, M., Aksoy, M., Katılım Esasına Dayalı Bireysel Emeklilik Fonlarının Performans Analizi, Muhasebe ve Finansman Dergisi, No.86, pp. 153-184, **2020**
- Bilen, B., Sukuk Ve Muhasebe Uygulamaları, Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, Vol.8 ,No.15 ,pp. 249-279, **2016**.
- Bozkurt, A., Katılım Bankacılığı Kapsamında Katılım Emeklilik Yatırım Fonları Performanslarının Karşılaştırmalı Analizi, Yüksek Lisans Tezi, Bolu İzzet Baysal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Bolu, **2019**.
- Borsa İstanbul , TLREF, (<https://borsaistanbul.com/tr/sayfa/179/tlref-turk-lirasi-gecelik-referans-faiz-orani>), Erişim tarihi: 6 Eylül 2021)
- Ceylan, A., Korkmaz, T., Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi 8. Baskı, Ekin Kitapevi, Bursa, **2017**.

- Dede , K., Yazıcı, A., Bireysel Emeklilik Sistemi ve Faizsiz Bes'in Analizi, İslam Ekonomisi ve Finansı Dergisi, No. 6, pp. 25-54, **2020**.
- Demirtaş, Ö., Güngör, Z., Portföy Yönetimi Ve Portföy Seçimine Yönelik Uygulama, Havacılık ve Uzay Teknolojileri Dergisi, pp. 103-109, **2004**.
- Durdu, Z., Çımrın, F. K., Türkiye'de Sosyal Güvenlik Sisteminin Dönüşümü Ve Bireysel Emeklilik Sistemi, HAK-İŞ Uluslararası Emek ve Toplum Dergisi, Vol. 4, No.8, pp. 60-75, **2015**.
- EGM, BES Karsılaştırması, <https://www.egm.org.tr/otomatik-katilim/oks--bes-karsilastirmasi/>, (Erişim tarihi: **19 Ağustos 2021**).
- Erol , S. I., Sosyal Güvenlik Açısından Bireysel Emeklilik Sisteminin Önemi, Batman Üniversitesi İktisadi Yenilik Dergisi, Vol.6, No.2, pp. 10-29, **2019**.
- Erol, S. I., Sosyal Güvenlik Sistemi: Sosyal Sigorta, Sosyal Yardım Ve Sosyal Hizmet Bileşenleri Bağlamında, Dicle Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, **2019**.
- Güvercin, C. H., Sosyal Güvenlik Kavramı Ve Türkiye'de Sosyal Güvenliğin Tarihçesi, Ankara Üniversitesi Tıp Mecmuası, Vol.57, No.2, pp. 89-95, **2004**.
- Habergetiren, Ö. F., İslam Hukukunda Paranın Değer Kaybının Ödenmesini Gerektiren Esaslar, Türkiye İlahiyat Araştırmaları Dergisi, Vol. 1, pp. 19-31, **2017**.
- Hüseyinli, N., Kırmızı, E., Sosyal Güvenlik Hakkının Geleceği Üzerine Bir Değerlendirme. Çalışma ve Toplum Ekonomi ve Hukuk Dergisi, Vol.2, No.61, 1203-1236, **2019**.
- IFSB, Financial Stability Report, **2020**.
- IMF, An Overview of Islamic Finance, **2015**.
- İzgi, B. B., Türk Sosyal Güvenlik Sisteminde Son Gelişmeler, Çalışma ve Toplum Ekonomi ve Hukuk Dergisi, **2008**.
- Kaplan, E., Aydın, E. Bireysel Emeklilik Sisteminin Vergi Uygulamaları Bakımından Değerlendirilmesi, Marmara Üniversitesi İ.İ.B. Dergisi, PP. 93-114, **2014**.
- Karahan, H., Ersoy, H., Faizsiz Finansın Temel Prensipleri ile Türkiye'de Reel Kesimde Kullanılması, Maliye Finans Yazıları, 93-114, **2016**
- Karan, M. B., Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi, Vol.6, Gazi Kitabevi, **2020**.
- Kartal, D. T., Türkiye'de Referans (Gösterge) Faiz Oluşturulması:Türk Lirası Gecelik Referans Faiz Oranı (TLREF) Üzerine Bir İnceleme, **2019**.
- Kayhan, F., Türkiye'de Faizsiz Bireysel Emeklilik Sisteminin Swot Analizi, Finans Ekonomi ve Sosyal Araştırmalar Dergisi, Vol.5, No.4, **2020**.
- Kılıç, C., Bireysel Emeklilik Ve Sosyal Güvenlik Sistemi Bankacılık Ve Sigortacılık, İstanbul Üniversitesi Açık ve Uzaktan Eğitim Fakültesi, pp. 94, **2020**.

- Kırdar, E., Sosyal Güvenlik Uzmanları Ve Akademisyenlerin Bakış Açılıarı İle Türkiye'deki Sosyal Güvenlik Sistemi Üzerine Nitel Bir Araştırma, Doktora Tezi, Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Sakarya, **2020**.
- Kulalı, İ., Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli Ve Beta Katsayısının Düzenlemeye Tabi Piyasalarda Kullanımı, Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi, pp. 275-294, **2016**.
- Laporta, A. G., Merlo, L., Petrella, L., Selection of value at risk models for energy commodities, Energy Economics, No.74, pp. 628-643, **2018**.
- OECD, Pension Markets in Focus, **2020**.
- Ospankulov, A., Bireysel Emeklilik Sistemi: Türkiye – Kırgızistan Örneği, Yüksek Lisans Tezi, Kırgızistan-Türkiye Manas Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Bişkek, **2021**.
- Öner, M. H., Türkiye'de Katılım Sigortacılığı ve Gelişimi, Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, No.58, pp. 35-58, **2021**.
- Özeroğlu, A. İ., Sukuk Ve Türkiye'de Sukukun Uygulanabilirliğinin Değerlendirilmesi, Tarih Okulu Dergisi (TOD), No.19, pp. 751-772, **2014**.
- Seçmen İ., Katılım Bankacılığında Türev Araç Kullanımının Fikhî Açıdan Değerlendirilmesi Ve Türev Araçların Katılım Bankacılığı Performansı İlişkisi, Yüksek Lisans Tezi, Bingöl Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Bingöl, **2021**.
- Sevinç, D., Yakar, A., Türkiye'deki Pay Senedi Yatırım Fonlarının Performans Analizi, Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Vol.20, No.2, pp. 112-129, **2019**.
- Seyfullahoğulları, A., Demirhan , B., Bireysel Emeklilik Sistemine Katkıları Açısından Vergi Avantajı ile Devlet Katkısının Karşılaştırılması, Marmara Sosyal Araştırmalar Dergisi, No.9, pp. 24-35. **2016**.
- Singh, J. G., Sortino Ratio Based Portfolio Optimization Considering EVs and Renewable Energy in Microgrid Power Market, IEEE Transactions on Sustainable Energy, No.8, pp. 217-229, **2017**.
- Sofuoğlu, K., Türkiye'de Sosyal Güvenlik Sisteminde Yeniden Yapılanma: Hedefler Ve Sonuçları, Yüksek Lisans Tezi, Tekirdağ Namık Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Tekirdağ, **2019**.
- Solmaz, A., Bireysel Emeklilik Fonlarının Türkiye Ekonomisindeki Önemi, Gelişimi ve Avrupa Birliği Ülkeleriyle Karşılaştırılması, Yüksek Lisans Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Aydın, **2016**.

- Sortino, F. A., Van der Meer, R., Downside risk, The Journal of Portfolio, Vol. 17, No.4, pp. 27-31, **1991**.
- SPK, Yatırım Fonlarına İlişkin Rehber, **2013**.
- SPK, Bireysel Emeklilik ve Emeklilik Yatırım Fonları:Bireysel Emeklilik Sistemi Hakkında Sıkça Sorulan Sorular, <https://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/287>, (Erişim Tarihi: **3 Eylül 2021**).
- Sümer, G., Onan, F., Dünyada Faizsiz Bankacılığın Doğuşu, Türkiye'deki Katılım Bankacılığının Gelişme Süreci Ve Konvansiyonel Bankacılıktan Farkları, Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi,**2015**.
- Şen, F. K., Bireysel Emeklilik Fonlarının Katılım Bankacılığı Ve Mevduat Bankacılığı Arasında Karşılaştırmalı Analizi, Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık Ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul, **2019**.
- TCMB, Finansal İstikrar Raporu, **2019**.
- Teker, S., Karakurum, E., Tav, O., Yatırım Fonlarının Risk Odaklı Performans Değerlemesi, Doğu Üniversitesi Dergisi, Vol. 9, 89-105, **2008**.
- Terzi, A., Katılım Bankacılığı: Kitaba Uymak mı, Kitabına Uydurmak mı?, Karadeniz Sosyal Bilimler Dergisi, Vol.5, No.9, **2013**.
- TKBB, Türkiye Katılım Bankacılığı Strateji Belgesi,**2015**.
- TKBB, Faizsiz Finans Sözlüğü, <https://tkbb.org.tr/sayfa/detay/faizsiz-finans-sozlugu-100>, (Erişim tarihi: **6 Ağustos 2021**).
- TKBB, Sektör Mukayese Raporu, <https://tkbb.org.tr/veri/sektormukayese> , (Erişim tarihi: **14 Haziran 2021**).
- TKBB, Tarihçe, <https://tkbb.org.tr/sayfa/detay/tarihce-156>, (Erişim tarihi: **6 Mayıs 2021**)
- Tok, A., İslami Finans Sistemi Çerçevesinde Sukuk (İslami Tahvil) Uygulamaları, Katılım Bankaları Ve Türkiye, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, **2009**.
- Türker, H., İslami Finans Sisteminde Finansal Aracılık: Dünyadaki Gelişmeler Ve Sermaye Piyasasının Geliştirilmesi Açısından Türkiye İçin Öneriler, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, **2010**.
- Urun, K., Stokastik Baskınlık Testi İle Portföy Optimizasyonu: BİST-30 Endeksine Uygulanması, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü, İstanbul, **2016**.
- Uysal, M., Adalı, Z., Türkiye'deki Emeklilik Yatırım Fonlarının Performans Ölçümü: İslami Emeklilik Yatırım Fonları İle Geleneksel Emeklilik Yatırım Fonlarının Performans Karşılaştırması, Fiscaeconomia, Vol. 2, No.2, pp. 50-73, **2018**.

- Warde, I., *Islamic Finance in the Global Economy*, Edinburgh University, **2000**.
- Yalçın, Ö., Marşap, B. Türkiye’de Bireysel Emeklilik Sistemi: Modelleme ile Gelişiminin Değerlendirilmesi, *İşletme Araştırmaları Dergisi*, Vol. 11, No.2, pp. 864-875, **2019**.
- Yalın, H., Türkiye’de Bireysel Emeklilik Sisteminin Finansmanı Ve Fonlarının Performans Değerlendirmesi, Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Eğitim Bilimleri Enstitüsü, Ankara, **2020**.
- Yayla, Ş. O., Sigortacılık ve Türkiye’de Sigorta Sektörünün Durumu, *Liberal Düşünce Dergisi*, pp. 107-125, **2019**.
- Yenihan, B., Bir Sosyal Politika Aracı Olarak Sosyal Güvenlik: Dünya’da ve Türkiye’de Gelişimi Üzerine Bir İnceleme, *Yönetim Bilimleri Dergisi*, Vol.15, No.30, pp. 177-196, **2017**.
- Yıldırım, İ., Tekafül (İslami) Sigortacılık Sisteminin Dünyadaki Gelişimi Ve Türkiye’de Uygulanabilirliği, *Organizasyon Ve Yönetim Bilimleri Dergisi*, Vol.6, No.2, pp. 49-57, **2014**.
- Yıldırım, İ. ve Kırkbeşoğlu E., Bireysel Emeklilik Sistemi, Risk Yönetimi ve Sigortacılık (der. Kırkbeşoğlu E.), Akademi Yayınevi, Ankara, **2022**.
- Yılmaz, E., Yeni Bir Finansal Araç Olarak Sukuk: Çeşitleri, Türkiye Uygulaması ve Vergilendirilmesi, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, pp. 81-100, **2014**.