

## YATIRIM BİRLİKLERİ

*Beysan KEYDER*

Sınai Kalkınma Bankası  
İştirakler ve Esham - Tahvilât Müdürü

Küçük tasarruf erbabının, tasarruflarını en iyi değerlendirebilecekleri bir şekil, « Unit Trust » ve « Mutual Fund » veya umumî ifadesiyle yatırım yahut itimat birlikleri diyebileceğimiz müesseselerin geliştirilmesidir.

Yatırım veya itimat birliklerini basit olarak « Muhtelif şirketlerin hisselerine sahip olup bunları kendi çıkaracağı sertifikalarla değerlendiren ve bu sertifikaları küçük kupürler halinde tasarruf erbabına satan teşekküllerdir » şeklinde tarif etmek mümkündür.

Sermaye piyasasının geliştiği veya gelişme temayülü gösterdiği hemen her yerde Unit Trust veya Mutual Fund'ların sür'atle arttığı müşahede edilmektedir.

Unit Trust'ın gelişmesini izah edebilmek için tarihçesinden bahsetmek faydalı olacaktır.

Yatırım birlikleri ilk defa 1868 tarihinde İngiltere'de, Londra'da düşünülmüş ve evvelâ gayet küçük kuruluşlar halinde ve yalnız Londra'ya münhasır iken 1962 sonunda hemen bütün dünyaya yayılmış, muazzam teşebbüsler haline gelmiştir. Bu şekilde kurulmuş olan birliklerin 1962 sonundaki net aktifleri 10.500 milyon Sterling olarak tespit edilmiştir ki bu, yıllık artışın 1.500 milyon Sterling olduğunu ve her yıl sermaye temininde bu kadarlık ilâve bir imkân yaratıldığını göstermektedir. Bu birlikler son dört yıl içinde adet ve net aktif bakımından iki misline balığ olmuştur.

1962 sonunda dünyanın muhtelif yerlerinde mevcut Unit Trust ve Mutual Fund'ların net aktifleri yekûnu şöyle görülmektedir.

U. S. A.	7,600 milyon Sterling
Japonya	1,237 » »
İsviçre	480 » »
Kanada	277 » »

İngiltere	257	milyon	Sterling
Batı Almanya	236	»	»
Hollanda	200	»	»
Avustralya	75	»	»
Bermuda Bahama ve Antiller	50	»	»
Belçika	45	»	»
Lüksemburg	45	»	»
Güney Amerika	15	»	»
( Arjantin, Brezilya, Şili, Colombia )			
Danimarka - İsveç	10	»	»
Yeni Zelanda	5	»	»
Malezya	4	»	»
İsrail	3	»	»
Lichtenstein	3	»	»
Güney Afrika	3	»	»
Yekûn	10.545		

Tablo, birliklerin hususile U.S.A. ve Japonya'da çok büyük bir gelişmeye mazhar olduğunu göstermektedir. Bu birliklerin kurucusu İngiltere ise ancak 5. sırayı alabilmektedir.

Bu, küçük tasarrufların değerlendirilmesi mevzuunda bilhassa U. S. A. ile Japonya'nın büyük bir gayret sarfetmekte olduğunu ifade etmektedir.

Londra'da müntezir «The Times» gazetesinin 20 Mart 1868 tarihli sayısında çıkan bir yazı Unit Trust'ların mahiyet ve hususiyetlerini bildirmekte ve kuruluşlarını müjdelemektedir. O günden bugüne ana maksatta büyük bir değişme olmamış, buna mukabil fikir alabildiğine gelişmiştir. Mezkûr makaleden ana maksadın « küçük tasarruf erbabının, büyük sermayedarlar kadar istifade sağlanmasını teminen, büyük mikyasta hisselerin yekûnuna hissedar yapılması » olduğu anlaşılmaktadır.

Buradaki ana noktalar :

1 — Birliğin idaresi itimat edilecek kimselere bırakılacak ve aynı zamanda her sene umumî hey'et toplantısında sertefika sahipleri arasından seçilecek beş kişilik bir komite tarafından kontrol edilecektir.

2 — Tayin edilen portföy miktarı sabit olup birliğin idaresini üstüne alanlar bu portföyü halin icaplarına göre satma imkânlarına malik olacaklardır.

3 — Sertifikalar muayyen bir nominal değerde çıkarılacak, fakat ortaklara yüzde muayyen bir nıdbette ucuz verilecek ve ayrıca muayyen bir temettü garantisini de haiz olacak ki bu nisbet o tarihte % 6'dır.

4 — Yıllık gelirden 2.500 Sterling'den fazla masraf ve % 6'dan fazla faiz indirilemeyecektir.

5 — Masraflardan sonra gelir kalırsa, bu sertifikaların nominal değerle itfasında kullanılacaktır. şeklinde ifade edilebilir.

İlk yatırım birlikleri şirket halinde olmayan birer garrame müessesesi vasfındadır. Ödemede çektikleri güçlükler muvacehesinde bu şekil 1876 tarihine kadar devam etmiş ve bu tarihten sonra şirket haline gelme temayülü belirmiştir.

Bu tarihte birliklerin hukukî durumları bir mesele olarak ortaya atılmış ve 1879 da bunların mahiyeten, 1862 tarihli Şirketler Kanununun 4. kısmına aykırı olduğu tespit edilmiş ve 20 den fazla kimse nin kurduğu bir kâr ve kumar müessesesi oldukları hükmüne varılmıştır. Bu hüküm muvacehesinde birçok birlikler derhal şekil değiştirerek ya birer Limited Şirket şekline gelmişler veya tasfiye edilmişlerdir. Birlikler şirket haline getirildikten sonra sür'atle artmışlar ve 1962 sonunda İngiltere'de 302 adede çıkmışlardır ki, bunların sermaye piyasasındaki hisse değerleri 2.360 milyon Sterling'dir.

Yatırım Birliklerinin U. S. A.'da gelişmesi 1. Dünya Harbini takibeden yıllarda başlamış ve ondan sonra 1929 daki büyük krizle duraklamış ve nihayet 1940 tarihli Yatırım Şirketleri Kanunu ile yeniden kuvvet kazanarak bugünkü hale gelmiştir.

Yukarda izah etmeye çalıştığımız yatırım birlikleri şirket haline gelince birlik olmaktan ziyade şirket olmak vasfını ihraz etmişler ve birer aracı teşekkül olarak yeni statükolar tespitini zaruri kılmışlardır.

Diğer taraftan bir kısım yatırım birlikleri şirket olma yoluna girmeyip bir emanet müessesesi halinde devamı tercih etmiş ve bugün İngiltere'de ve İngiliz tesiri altında kalan diğer yerlerde görül-

düğü gibi hükmü şahsiyet iktisap etmeden tekemmül etme imkânını bulmuşlardır.

Bu tip teşekküller, ki «Yatırım Fonu» diye anmak daha doğrudur, 1862 tarihli Şirketler Kanununun 4. kısmında bahsi geçen kâr gayesi ile kurulmuş kumar müessesesi tarifinin dışında tutulmuş ve böylece gelişmeleri imkânı sağlanmıştır. Böyle olunca yatırım teşekkülleri iki gruba ayrılmış olmaktadır. Bunlardan şirket halinde gelişenlere Yatırım Şirketi, itimat birlikleri şeklinde gelişenlere Yatırım Fonu demek mümkündür.

Biz burada Yatırım Şirketlerini değil Yatırım Fonu dediğimiz Unit Trust'ları yani Yatırım Birliklerini ele alacağız.

Yatırım Fonları Anglo Sakson hukukundaki Trust « Emanet » müessesesinden istifade edilerek kurulan ve muhtelif müesseselere ait hisse senetlerinden meydana gelen bir portföyü ortakları adına bir nevi yeddi emin sıfatı ile işleten kuruluşlardır. Bunlar hükmî şahsiyeti haiz değildir ve portföyün esas sahipleri fona katılan kimselerdir.

Yatırım Fonu bir fon mukavelesi ile kurulur ve bu mukavelenin hükümlerine göre işler. Fon mukavelesinde esas itibarile üç taraf vardır. Bunun birincisi, fonun kurucusu ve idarecisi - ki bu umumiyetle bir finansman müessesesi veya bir sigorta şirketi veya bu gibi fonları idare etmek maksadıyla kurulmuş olan bir anonim şirket olabilir - ikincisi, para ve hisse senetlerini muhafaza eden ve fona iştirâk sertifikalarını halka satan yeddi emin - ki bu umumiyetle bir bankadır -. Ve üçüncüsü, iştirâk sertifikalarını satın almak suretile fona iştirâk eden hukukî ve hükmî şahıslardır.

Bazı ahvalde ezcümle Hindistan'da olduğu gibi devlet tarafından kurulmuş olan fonlarda kuruculuk ve yeddi emin fonksiyonları aynı bünyede birleşebilir.

Fon mukavelesi kurucu teşekkülün yeddi emin fonksiyonunu ifa eden hakikî veya hükmî şahsın ve iştirâk sertifikası sahiplerinin hak ve vecibelerini tespit ve fon faaliyetlerini tanzim eder.

İdarecilerin selâhiyetleri, portföyün terekküp tarzı, sertifikaların fiyatlarının tespit şekli, fon hesaplarının tanzim ve kontrolü ve idarecilerinin istihkakları, fon mukavelesinde yer alır.

Fonun işleyebilmesi için kurucu müessese fon mukavelesini tanımlar. Sonra alâkalı mercilerden gerekli müsaadeyi alması, sonra maksada tahsis edeceği sermayeyi tespit etmesi ve bu sermaye ile piyasadan alacağı hisse senetleri ile bir portföy meydana getirmesi ve bu portföyü yeddi emine teslim etmesi lâzımdır.

Portföy, mübayaa edilen hisse senetlerinin nominal değerlerine göre değerlendirilir ve yekûn, piyasanın kabul edebileceği en düşük birime göre bölünerek sertifikada adedi tespit edilir.

İngiltere'de halen tespit edilen birim fiatı 10 Şiling civarındadır. İlk portföyü temsil eden birimler halka satılınca kadar bunların sahibi kurucu şirkettir ve portföyü teşkil eden hisse değerlerinde vâki olacak azalışlar dolayısıyla doğacak riskler doğrudan doğruya şirkete aittir.

Birimlerden tamamı halka satıldıktan sonra kurucu şirket koyduğu sermayeyi geri almış olur. Piyasaya yeniden sertifikada (birim) çıkarmak şirketin yeni aldığı hisse senetlerini yeddi emine teslim etmesi suretile mümkün olur.

Yatırım fonları, sabit veya mütehavvil olarak kurulabilir.

Sabit fonlarda portföyün terekkep tarzı fon mukavelesinde gösterilir ve bir daha değiştirilmez. Yeniden sertifikada (birim) çıkarılması için ilk tertibi muhafaza edecek şekilde aynı hisselerin ilâvesi icabeder. Kurulan ilk fonlar, hususile U.S.A. da sabit fon şeklinde iken sonradan bunun mahzurları tespit edilerek mütehavvil fonlar ihdası yoluna gidilmiştir. Bugün yatırım fonlarının hemen % 95 ine yakın kısmı mütehavvil fon şeklindedir.

Sertifikaların satış fiatı fon portföyünü tesis eden hisselerin sorsa fiatları üzerinden değerine, fon masrafları için muayyen bir yüzde ilâve etmek suretile tespit edilir.

Sertifikada fiatları hisse değerlerindeki tahavvüllere muvazi olarak değişebilir. Ancak fon pek çok sayıda şirketin hisselerinin toplanmasından meydana geldiğinden münferit hisselerdeki fiat oynamaları sertifikada fiatlarına fazla müessir olmaz. Bu sebepten sertifikada fiatlarının kısa bir devre içinde büyük oynamalar göstermesine imkân kalmaz.

Fon mukavelesi fonun idarecilerini, sertifikaları carî fiat üzerinden geri almaya zorlayıcı hükümleri ihtiva eder. Bu bakımdan

idareciler sertifikaların satışında geri alma taahhüdünde de bulunurlar.

Sertifikaların satış fiyatı umumiyetle alış fiyatının üstündedir. Bu fark, damga resmi, borsa komisyonları ve saire ile o güne kadar işlemiş kâr hissesi ve fonun idare masraflarını tamamen veya kısmen karşılayacak bir masraf yüzdesinden tahassül eder. Alış ve satış fiyatları arasındaki fark bazı memleketlerde muayyen nizamlarla tespit edilmiş bulunmaktadır. Ezcümle İngiltere'de «Board of Trade» in tespit ettiği marj azamî % 12,5 dur. Buna rağmen tatbikatta bu nispet % 6,5 u aşmamaktadır.

Geri alınan sertifikalar iptal edilir ve portföyden bu sertifikalara tekabül eden miktarda hisse senedi tasfiye edilir. Yani her sertifika portföyde mevcut hisse senetlerinin muayyen bir payını temsil eder. Böyle olunca da bir sertifikanın geri alınarak iptal edilmesi portföyde mevcut hisse senetlerinden o sertifikayı ifade eden bir yüzdenin tasfiyesini mucip oldır. Ancak, bu muamele, yani sertifikanın iptali ve hisse senetlerinin bir kısmının tasfiyesi külfetli ve masraflı olduğundan, fon idaresi iade edilen sertifikaları veya bir kısmını iptal etmeyip kendi hesabına muhafaza eder. Dolayısıyla bu iptal edilmeyen sertifikalardan müteşekkil bir döner sermayeyi daima elinde bulundurur.

Geri alma garantisi bilhassa yeni tesis edilen fonlarda muayyen bir devre sonunda başlayabilir. Bu, fon anlaşmasıyla peşinen tespit edilmiş olmak lâzımdır. Tatbikat umumiyetle satışı takip eden 3. aydan sonra başlaması şeklinde tezahür etmektedir.

Yukarda da belirtildiği üzere yatırım fonlarının sermayesi, sertifika alanların bu sertifikalarının yekûnundan meydana gelir. Yatırım fonları imtiyazlı hisse çıkaramıyacağı gibi tahvilât çıkarmak suretile borçlanma yoluna da gidemezler.

Bazı memleketlerde fonların mahdut nisbette banka kredisi kullanma hakları kabul edilmiştir. Sertifikalar doğrudan doğruya hisse senetlerinden meydana gelen fon aktifindeki bir payı temsil ederler.

Fonun geliri, yani aktifi teşkil eden hisse senetleri dolayısıyla alınan temettüleri tutarı, idareci hissesi ve yeddi emin ücreti çıkarıldıktan sonra sertifika sahiplerine dağıtılır.

Yatırım fonları umumiyetle nominal hisse senetlerinden meydana gelen bir portföyü işletmekle beraber bazan daha fazla gelir

sağlamak gayesile tahvil ve imtiyazlı hisse senedi gibi sabit değerli makûl kıymetlere de yatırım yapabilir.

Fonun bir şirketin hisse senetlerine yatırabileceği azamî miktar fon anlaşması ile tespit edilmekle beraber, bazı memleketlerde olduğu gibi bu husus, fonların faaliyetlerini tanzim eden kanun ve nizamnamelerle de tespit edebilir. Gerek fon sözleşmesinde gerekse kanun ve nizamnamelerde azamî miktarın tespiti ya fon aktifinin veya hisse senedi alınan şirketin sermayesinin muayyen bir yüzdesi şeklinde olur. Gerek birinci gerekse ikinci şekilde yüzde nisbetleri iki ile on arasında değişir.

Yatırım fonu sertifikaları borsaya kote edilmez ve borsada muamele görmez. Fonun mülkiyeti sertifika sahiplerine aittir. Fona iştirâk etmek isteyen tasarruf sahipleri, ya doğrudan doğruya fona veya sertifika alım satımı ile iştirâk eden ajanlara müracaat etmelidir. Ajanlar hemen umumiyetle yeddi emin bankanın şubesidirler. Müracaat sahibi matbu bir talep fişini doldurduktan sonra istediği miktarda hissenin bedelini piyasa fiatı üzerinden makbuz mukabili olarak öder ve bilâhare fon kendisine iştirâk hissesini gösteren sertifikayı verir. Fon sertifikayı vermeden evvel hissedarın adını, adresini, satın aldığı hisse miktarını, satın alınan tarihini ve sertifika numarasını kayıt defterine geçirir. Kayıt defterine işlenmedikçe fiilî iştirâk bahis mevzuu olamaz. Sertifika kayıt defterindeki malûmatı aynen ihtiva eder.

Sahip olduğu hisseleri kısmen veya tamamen satmak isteyen hissedar yine fona veya ajanlara müracaat ederek bir satış fişi doldurur ve sertifikasını makbuz mukabilinde tevdi eder. Satış muamelesi kayıt defterine işlendikten sonra tekemmül eder ve bedeli fon tarafından satıcıya ödenir. Hissedar hisselerinin tamamını satmadığı takdirde, sattıklarının bedeli ile beraber bakiye hissesinin mülkiyetini tevsik ederek yeni bir sertifika alır.

Hisselerin devri de aynı muameleye tâbi olup, hissedarın bir devir vesikası ile fona müracaatı ve muamelenin kayıt defterine işlenmesi ve devredilen şahsa yeni bir sertifika verilmesiyle tekemmül eder.

Yatırım fonları sadece kendisine katılan tasarruf sahiplerinin menfaatlerini korumak ve geliştirmek maksadıyla kurulan ve varlığı bu gaye ile izah edilen teşekküllerdir. Bu bakımdan bir müteşeb-

bis grubunun veya bir şirketin kâr gayesi ile böyle bir fon kurması bahis mevzuu olamaz. Fonu kuran ve idare eden müessese hizmetleri karşılığında bir ücret alabilir. Bu ücret, aynı zamanda müessese-nin fonu döndürmek için kullandığı sermayenin faizini de karşılar.

İngiltere'de idare masrafları, Board of Trade tarafından tespit edilen muayyen yüzdelerle ifadenmektedir. Bu yüzdeler, hisselerin alış ve satış fiatları arasındaki fark ( ki fon aktifinin azamî %  $3\frac{1}{4}$  ü veya yılda iki defa temettü dağıtımından önce kesilen, fon aktifinin azamî %  $1\frac{1}{2}$  i ) şeklinde tezahür eder. Ancak bazı fonlarda idarecinin vazettiği sermaye ile tasarruf erbabının vazettiği sermaye beraberce mütalâa edildiğinden idareci müessese, fon gelirinden kendi hissesi nisbetinde pay alma hakkını da haizdir.

Yatırım fonlarının, küçük tasarruf erbabının menfaatlerini korumak mecburiyetinde olan teşekküller olmaları dolayısıyla, gayelerini kaybetmemeleri için, devamlı surette kontrol altında bulundurulmaları icabetmektedir. Bu bakımdan birçok memleketlerde çeşitli kanun ve nizamnamelerle bu hususun teminine gayret edilmektedir.

Hissedarların hakları, evvelâ medenî kanun hükümleri dairesinde, fon mukavelesindeki hükümlerin yerine getirilmesi zarureti ile, korunmuş olmaktadır. Fon mukavelesi, hissedarların, hak ve vecibelerini sarîh bir şekilde ifadelendirmiş ve mukavele ahkâmı dolayısıyla medeni kanunun himayesi altına girmelerini mümkün kılmıştır.

Diğer taraftan yeddi emin müessesesinin mevcudiyeti de tasarruf erbabına bir garanti teşkil etmektedir. Yeddi emin umumiyetle bir banka olduğuna göre fon mevcutlarının mufazası ve fon idare ve faaliyetlerinin murakabesi onun tarafından yapılmakta ve böylece tasarruf erbabının menfaatleri korunmaktadır.

Fonlar, Ticaret Kanununa tâbi olmamaları ve anonim şirketlerde olduğu gibi hissedarlar umumî heyeti kararı ile takip edilemedikleri için, devlet tarafından hususi kanun ve nizamnamelerle kontrol imkânı aranmaktadır. Bu hususta bir çok memleketlerde farklı tatbikata rastlanmaktadır.

Yatırım fonları tatbikatında bir çok memleketlerde bir çok ayrı şekillere tesadüf edilmekte ve bunların her biri ayrı ayrı hususiyetler arz etmektedir. Ancak bu tatbikat ve hususiyetlerin izahı başlı başına bir mevzu teşkil ettiğinden, biz, bu tatbikatı bir tarafa bırakarak izahına çalıştığımız Yatırım Fonlarının Türkiye'de tatbik imkânları üzerinde duracağız.



Memleketimiz malûm olduğu üzere sermaye piyasası bakımından çok geri ve hattâ bu piyasanın varlığından habersiz bir vasatta gelişme imkânları aramaktadır. Yatırım fonları gibi sermaye piyasasını geliştirici mutavassıt müesseselerin kurulması sadece sermaye piyasası gelişmiş memleketler için değil sermaye piyasasını geliştirmek durumunda olan memleketler için de bir zarurettir. Nitekim sermaye piyasaları yeni gelişmeye başlayan Güney Amerika memleketleri ile bir kısım Afrika ve Asya memleketlerinin de bu fonları kurmuş olmaları yukardaki ifademizi takviye etmektedir.

Memleketimizde de yatırım fonları kurmak, küçük ve orta çaptaki tasarrufların sermaye sahasına yönelmesini ve dolayısıyla sermaye piyasasının gelişmesini temin edebilecektir.

Türkiye'de sermaye piyasasının gelişmemesini veya çok ağır gelişmesini başlıca dört sebebe bağlamak mümkündür.

- 1 — Hisse senetlerinin gereken emniyeti vermemesi,
- 2 — Hisse senetlerinin fiat artışı muvacehesinde değerini kaybetmesi,
- 3 — Hisse senetlerinin bugünkü faiz strüktürü içinde makûl sayılabilecek bir gelir sağlayamaması ; ve
- 4 — Hisse senetlerinin icabı halinde nakde çevrilememesi.

Türkiye'de bir aracı yatırım müessesesi kurulduğu takdirde bu menfi faktörler ortadan kalkabilecek ve dolayısıyla sermaye piyasasının gelişmesi mevzuunda ilk adım atılmış olacaktır.

Türk tasarruf erbabına gösterilecek başlıca emniyet unsuru hisselerin istendiği anda nakde çevrilmesinin teminidir. Bu da ancak bu sahada gereken ihtisasa sahip ve halkın itimadını kazanmış bir malî müessesenin kuracağı ve idare edeceği bir mutavassıt kuruluşun vereceği « geri satın alma garantisi » ile mümkün olabilecektir.

Böyle bir aracı müessese tarafından büyük bir dikkatle seçilecek sınaî şirketlere ait hisse senetleri dolayısıyla elde edilecek ve hissedarlara tevzi edilecek gelir, tasarruf erbabının diğer sahalara ( gayri menkûl gibi ) yatırım yapmalarını önliyecek ve bu tip mutavassıt müesseselere hissedar olmalarını sağlayacaktır. Bu, bir taraftan sermaye piyasasını geliştirirken, diğer taraftan da sanayide zaman zaman kendini gösteren para darlığını önliyecektir.

Ancak Türkiye'de kurulacak böyle bir teşebbüs, sermaye piyasasının dar olması sebebiyle yeter derecede çeşitlendirilmiş bir portföy meydana getirememesi, geri satın alma halinde portföyden aynı miktarda hisse senedini tasfiye edememesi ve portföyün hakiki değerini kesinlikle tespit edememesi yönlerinden büyük güçlüklerle karşılaşacaktır.

Halen Türkiye'de yalnız İstanbul'da Menkûl Kıymetler Borsasında muamele gören hisse senetleri ile gereği kadar zengin bir portföy meydana getirmeye imkân yoktur. Bu bakımdan Borsada kote olmayan hisse senetlerine de ehemmiyet vermek ve zamanla bunların da kotasyonunu temin etmek icabedecektir. Zaten bir aracı kuruluşun Türkiye'de sağlayabileceği en büyük fayda, kapalı Anonim Şirketleri halka açık Anonim Şirketler haline getirmesi olacaktır. Zira yabancı ortak istemeyen bir çok kapalı şirketin, bir yatırım müessesesinin ortaklığını çok daha kolaylıkla kabul edeceği ve hattâ onun reklâmından faydalanacağı göz önünde tutulursa, böyle bir kuruluşun, bugün için müşkül görülen halka açılma olayını sür'atlen direceği beklenebilir.

Mutavassıt müesseseler çıkardıkları sertifikaların geri alınması mevzuunda da müşkülâtle karşılaşabilirler. Zira geri aldığı hisseleri satabilmelidir ki bir geri alma garantisi verebilsin.

Türkiye gibi sermaye piyasası teşkilatlanmamış bir memlekette hisse senetlerinin istendiği zaman satılabilmesi mümkün olmayabilir. Bu takdirde kuruluş zaman zaman müşkül durumda kalabilir. Bunu önleyebilecek tek çare portföyde itendiği zaman satılabilecek Devlet tahvilâtının bulundurulmasıdır. Ancak Devlet tahvili gelir yüzdesini düşüreceğinden, bunların muayyen bir nisbetle tahdit edilmesinde zaruret vardır. Diğer taraftan idareci veya yeddi emin durumuna bulunacak finansman müessesesinin de icabı halinde muayyen bazı hisseleri satın alması hususunda bir anlaşma yapması mümkündür.

Bu iki problemden gayri üçüncü problem olarak hisse senetlerinin değerlerinin tespiti hususuna temas etmiştik.

Garp memleketlerinde borsaların gelişmiş olması hisse senetlerinin değerlerinin her gün tespiti imkânını vermektedir. Türkiye'de gerek borsanın kâfi derecede gelişmemiş olması ve gerekse muamele gören hisse senetlerinin çok az bulunması, gerektiği gibi değer tes-

bitine imkân bırakmamaktadır. Bu bakımdan kurulacak bir yatırım fonunda, hisse senetleri, bu fon tarafından değerlendirilmek icabedecektir. Bunun için de hisselerine tesahüp edilen şirketlerin hesap vaziyetlerinin sık sık gözden geçirilmesi lâzım gelecektir. Hisse değerinin tespitinde âdil bir fiat esasına gidebilmek için yapılacak tetkiklere bağlı olarak Borsada muamele görmeyen hisse senetlerine yılda asgarî iki ve borsada muamele gören hisse senetlerine yılda asgarî dört defa değer takdirini yapmak lâzımdır. Ancak bu dahi hakiki değer tespitine imkân vermiyebilir. Bu takdirde kullanılan esas, tahmin esası olmaktan ileri gidemez. Ancak sermaye piyasası teşekkül edinceye kadar bu esas dahilinde çalışmak da bir zaruret olmaktadır.

Sermaye piyasasının teşekkülünü temin etmek üzere hazırlanan « Sermaye piyasasının tanzim ve teşviki hakkında kanun tasarısı » bazı esaslar vaz'etmekte ise de bu esasların mutlak kifayetli olduğu iddia edilemez.

Tasarının 35. maddesi mevzu ve nitelikleri ele almış ve ezcümle :

« Bu ortaklıklar çıkardıkları hisse senetlerini geri alma ve tekrar tedavüle çıkarma yoluyla sermayesini azaltıp çoğaltabilirler » .

« Yatırım ortaklıklarının başlangıç sermayesi 10 milyon TL. dan aşağı olamaz ve ödenmiş sermaye bu miktarın altına inemez » .

« Bu ortaklıkların ünvanlarında - değişir sermayeli yatırım ortaklığı - ibaresinin bulunması şarttır » .

« Yatırım ortaklıkları itibari değeri olmayan hisse senedi çıkarabilirler » .

« Yatırım ortaklıkları kurucu payı ve tahvil çıkaramazlar » . ifadesiyle tasarının ana hatlarını vermeye çalışmıştır. Burada mühim olan nokta yatırım kuruluşlarının sadece anonim şirket olarak mütalâa edilmesi, buna mukabil yatırım fonlarına yer verilmemesidir.

Tasarının 36. maddesi yatırım ortaklığının ödenmiş sermayesinin % 5 den fazlasını bir tek ortaklığın hisse senetlerine veya tahvillerine yatırmıyacağını ve hiç bir ortaklığın sermayesinin % 12 den fazlasına katılmıyacağını ve katıldığı bir ortaklıkta % 9 dan fazla bir oy hakkına sahip olamayacağını belirtmektedir.

Bu madde vergi kanunları ile bazı tedahüllere yol açacak görünüştür. Zira Kurumlar Vergisi Kanununun 8. maddesi iştirâk ka-

zançları istisnasından istifade edebilmek için iştirâk edilen şirketin sermayesinin asgarî % 10 unu kuruluştan itibaren veya bir sene müddetle portföyde bulundurmamak mecburiyetini vaz'etmiştir. Binaenaleyh % 9 oy hakkı dolayısıyla 8. maddedeki istisnadan faydalanma imkânı kalmamaktadır.

Hangi şekilde olursa olsun kurulacak bir anonim şirket Kurumlar Vergisine tâbi olacaktır. Mezkûr 8. madde sadece mükerrerliği önlemeye matuftur. Kurumlar Vergisi ödendikten sonra kalan bakiye ortaklara tevzi edilsin edilmesin stopaja tâbi tutulacaktır. Halbuki yatırım fonlarında gaye sadece ortakların menfaatlerini korumak olduğuna göre ve kendilerine tevzi edilecek kârlar nev'ema bir risturn mahiyetinde bulunduğuna göre bunların gerek kurumlar ve gerekse gelir vergilerinden müstesna olmaları iktiza eder.

Bu bakımdan tasarının ihzarında veya kanunlaşmasında bu hususun ehemmiyetle nazara alınması ve şirketin, kâr tevzi etmeyen kooperatifler gibi bir bünye içinde mütalâa edilmesi veya sadece yatırım şirketlerine ait olmak üzere bazı vergi istisnaları vaz'edilmesi lâzım gelecektir. Bu tip kanunlar çıkarılmadıkça böyle bir teşebbüsün kurulması beklenen neticeyi vermeyebilir. Ancak bu demek değildir ki bu tip teşebbüslerin kurulmasında gecikilsin yahut beklenilsin. Kanaatimiz kuruluşların lüzumlu kanunları ve lüzumlu kanunların kuruluşları tahrik edeceği merkezindedir.