HACETTEPE ÜNİVERSİTESİ
İKTİSADİ VE İDARİ BİLİMLER FAKÜLTESİ DERGİSİ
CİLT 7 / SAYI 1-2 / 1989

TÜRKİYE'DE MENKUL KIYMET YATIRIM FONLARININ BUGÜNÜ

Halit GÖNENÇ (*)

GİRİŞ

1960'lı yıllardan itibaren Türkiye'de Sermaye Piyasasının nasıl oluşturulabileceği ve gelişmenin nasıl sağlanabileceği hep tartışılmıştır. 1982 yılında Sermaye Piyasası Kanunu yürürlük kazanmış ve Sermaye Piyasası Kurulu göreve başlamış, 1985 yılının sonunda da İstanbul Menkul Kıymetler Borsası faaliyete geçirilmiştir. Bu süre içinde Sermaye Piyasasını geliştirme yönünde sürekli düzenlemeler yapıla gelmiştir. Yapılan tüm düzenlemelere rağmen bugün ulaşılan düzeyi yeterli bulmak mümkün değildir. Bu nedenle çabalar sürdürülmeli ve Sermaye Piyasasının geliştirilmesi özellikle hem arz hem de talep yönünden ele alınmalıdır.

Sermaye Piyasasının arz yönünden geliştirilmesi; yeni ve orijinal menkul kıymetler çıkarılması, kapalı şirketlerin halka açılmasını özendirmek ve özelleştirme gibi konuları içermektedir.

Sermaye Piyasası enstrumanlarına talebin arttırılabilmesi kuşkusuz tasarruf sahiplerinin bu menkul kıymetlere olabilecek ilgilerinin arttırılabilmelerine bağlıdır. Böyle bir ilgi ile gayrimenkul, altın ve döviz gibi başka kanallara yöneltilmiş tasarrufların Sermaye Piyasası araçlarına yöneltilmesi sağlanabilir.

Konunun talep yönünden ele alınmasında tasarruf sahibinin önem verdiği konuları aşağıdaki gibi sıralamak olanaklıdır.

i. verim
ii. likidite
iii. vâde
iv. risk

Bu sıralamada risk, menkul kıymete güven duyma isteği nedeni ile ayrı bir önem taşımaktadır.

Yakın bir geçmişte Türkiye'de yaşanan "Banker Krizi"nden sonra tasarrufların değerlendirilmesinde güven unsurunun öne

(*) Hacettepe Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü Arş. Görevlisi.

çıktığı bilenen bir gerçektir.

Talep sorunun aşılabilmesine yardımcı olabilecek bir olgu da Yatırım Fonlarıdır. Bilindiği gibi; kişiler tasarruflarını menkul kıymetlere kanalize ederlerken göremiyecekleri iki sorun ile karşılaşırlar. İlk sorun, yatırım yapılabilir menkul kıymetlerin kazanç potansiyelleri konusunda uygun bir tahminde bulunamamak, ikincisi ise menkul kıymetler arasında maksimum kârlılığı ve minimum riski sağlayacak biçimde dağıtım yapamamalırıdır. Bu sorunlar, uzmanlarca yürütülecek piyasa analizleri ile ve portföy yönetimi ile çözülür. İşte burada Yatırım Fonları, yatırımcının yukarıda işaret edilen sorunları "otomatik çözücü" olarak devreye girmektedir.

Yatırım Fonlarının Sermaye Kanunu kapsamında 1982 yılında gündeme girmiş olmasına rağmen ilk Yatırım Fonu 1986 yılında kurulabilmiştir.

GENEL OLARAK YATIRIM FONLARI

Menkul Kıymetler Yatırım Fonları ile bunların ihraç ettikleri katılma belgeleri geçen yüzyıl sonlarında İngiltere'de doğmuş ve buradan Batı ülkelerine yayılmış ve hızla gelişmiştir. Sermaye Piyasasının vazgeçilmez bir yardımcı kuruluşu olan Yatırım Fonları yüzyıla yakın bir gecikmeden sonra Türk Sermaye Piyasasında yerini alabilmiştir.

Türk Sermaye Piyasası Kanunundaki düzenlemeye göre üç tür yardımcı kuruluş mevcuttur. Bunlar;

1. Aracı Kurumlar
2. Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları
3. Menkul Kıymetler Yatırım Fonları

olarak sıralanmıştır.

Aracı Kurumlar, Sermaye Piyasasında menkul değer ihraç eden şirketlerle tasarruf sahipleri arasında görev yapan kuruluşlardır. Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları özellikle menkul kıymetler portföyü işletmek üzere kurulan anonim şirketlerdir. Menkul Kıymetler Yatırım Fonları ise, bankalar nezdinde menkul değerler portföyü işletmek üzere kurulan mal varlıklarıdır. Bu nedenle amaç ve ekonomik işlevleri açısından menkul kıymet yatırım ortaklıkları ile menkul kıymet yatırım fonları birbirlerine yakın iki ayrı kurumdur. Her ikisi de finansman değil yatırım kuruluşlarıdır. Böylece ekonomik açıdan menkul kıymetler yatırım ortaklıkları ile menkul kıymetler yatırım fonları tasarruf sahiplerinin menkul değerlere dolaylı yatırım yapmasına ve gelir sağlamasına yardımcı olan kuruluşlardır (1).

(1) Prof. Dr. TUNCER Selahattin, Türkiye'de Yatırım Fonları ve Son Gelişmeler, İktisadi Araştırmalar Vakfı Tarafından Düzenlenen Seminer, İstanbul, 1989, s. 74.

Tasarruflarını, belli değerlere yatırmak isteyen kişiler; sektörleri, riskleri, kârlılık oranlarını yeterince değerlendiremezler, bilemezler ve tanıyamazlar. Bu nedenle bazı yardımcılara gerek duyarlar ve duymalıdırlar. İşte tasarruf sahiplerinin veya yatırımcıların birikimlerini en iyi şekilde değerlendirebilmelerini sağlamak üzere bu yardımları sağlayacak gerekli uzman kadrosuna ve organizasyonuna sahip bazı kuruluşların devreye girmesi gerekli olmuştur (2).

Sermaye Piyasası Kanununda "Halktan katılma belgeleri karşılığı toplanan paralarla belge sahipleri adına riskin dağıtılması ve inançlı mülkiyet esaslarına göre menkul kıymet portföyü işletmek amacıyla kurulan mal varlıkları" olarak tanımlanan yatırım fonları yukarıdaki düşüncenin gereği olarak ortaya çıkmışlardır.

Bu tanımdan hareket ederek yatırım fonlarının özelliklerini sıralayabiliriz.

i. Menkul Kıymetler Yatırım Fonu bir mal varlığıdır.

ii. Fonun tüzel kişiliği yoktur.

iii. Yatırım Fonları sadece bankalar tarafından kurulabilir.

iv. Yatırım Fonları belge sahiplerinin haklarını koruyacak şekilde Banka tarafından yönetilir (inançlı mülkiyet) ve temsil edilir.

Sermaye Piyasası Kanununa göre kurulan yatırım fonlarında fon yöneticisi ile fona katılanlar arasındaki hukuki ilişkilerde vekalet akdi hükümlerinin uygulanması uygun görülmüştür. Yani fonu kuran ve yöneten banka, katılma belgesi sahiplerinin özel koşullarla vekili olmuştur.

Yukarıda belirttiğim gibi Sermaye Piyasası Kanunu 1982 yılında yürürlüğe girdiği halde ilk üç fon 1986 yılında yani dört yıl gecikme ile kurulmuş ve bunlara ait katılma belgelerinin ihracı ise 1987 temmuz ayı içinde mümkün olabilmiştir. Bu durumda gecikme beş yıla yaklaşmaktadır. Bu gecikmenin üç önemli nedeni vardır.

Birincisi; İstanbul Menkul Kıymetler Borsasının açılmamış olmasıdır. Borsa açılmadığı için menkul değer alım-satımları rayiç bedel üzerinden yapılamıyordu. Ayrıca kurulacak bir fona yasal yoldan portföy oluşturmanın olanaksızlığı da ortadaydı.

İkincisi; sermaye piyasası kurulunun katılma belgelerinin halka arzına ait tebliğinin gecikmiş olmasıdır. Bu tebliğ ancak Aralık/1986 ortasında yayımlanabilmiştir. Bu gecikme, kurulun uzun ve ayrıntılı bir çalışma yapmasından kaynaklanmıştır.

---

(2) AYTAÇ Zühtü, Sermaye Piyasası Yardımcı Kuruluşu Olarak MKYO., SPK-İAV., Türkiye'de Sermaye Piyasası-Seminer tebliğleri İstanbul, 1984.

Ancak Tebliğ yayımlandıktan sonra katılma belgelerinin halka arzı mümkün olabilmiştir.

Üçüncüsü; vergi sorunlarıdır. Kurumlar vergisinden istisna edilmiş olan fon gelirlerinin Gelir Vergisi Kanunun 94. maddesine göre % 10 stopaja tabi olmasının, katılma belgelerine olacak talebi engelliyebileceği, azaltabileceği endişesi katılma belgelerinin çıkarılmasını geciktirmiştir. Bu durum Ağustos/1987'de giderilebilmiş ve katılma belgelerinin halka arzı başlamıştır.

YATIRIM FONLARININ TÜRLERİ VE TÜRKİYE'DE UYGULANIŞ ŞEKLİ

Yatırım Fonları open-end (açık sonlu), closed-end (kapalı sonlu) olarak kurulabilirler.

Açık sonlu fonlar, değişken sermayelidirler ve istedikleri zaman sermayelerini arttırabilir ve azaltabilirler. Kapalı sonlu fonlar ise sabit sermayelidirler. Yatırımcı katılma belgesini fona geri satamamaktadır. Dünyadaki uygulamasında fonlar önce kapalı sonlu olarak kurulmuş, daha sonraları ise açık sonlu fonlar kurulmuştur.

Yukarıdaki sınıfladırmaya rağmen Türkiye'deki yatırım fonlarının açık ya da kapalı-sonlu fon olarak kesin bir şekilde sınıflandırmak mümkün değildir. Bu sonuç aşağıda açıklanan iki nedene bağlı olarak çıkmaktadır (3).

1. İsteyen yatırımcı istediği zaman fona katılma belgesini geri verebilir. Fonun itfa edilebilir olması fona açık-sonlu olma özelliğini vermektedir.

2. Sabit sermayeli olan fonlar yeni pay çıkarabilecek yapıda değildirler. Fonların çıkarabilecekleri pay sayısı bellidir ve bu limiti aşamazlar. Böyle bir durumda tüm katılma belgeleri satıldıktan sonra yatırımcıların fondan katılma belgesi alma olanakları kalmamaktadır. Ancak itfa yoluyla fona geri dönen katılma belgeleri yeniden satılabilir. Bu yüzden yüksek getirili olan ve piyasada talebi olan fonların ikincil piyasası gelişebilir. Ancak katılma belgeleri menkul kıymet olarak nitelenememekte ve kıymetli evrak sayılmaktadır. Bu da bu belgelerin borsada işlem görmesini engellemektedir. Bazı ülkelerde de borsada fon paylarının işlem görmesi yasaklanmıştır. Yasaklamanın amacı; prespektüs ve fon hakkında bilgisi olmaksızın yatırımcının fona katılmasının sakıncalı olacağı düşüncesidir.

YATIRIM FONLARI İLE İLGİLİ VERGİ SORUNLARI

Türkiye'de yatırım fonlarının gecikmeli olarak kurulmasının önemli nedenlerinden biri de vergileme sorunlarına bağlıdır.

---

(3) SÜNGÜ Sevtap, Genel Olarak Yatırım Fonları ve Türkiye'deki Uygulama, SPK Araştırma Raporu, Ankara, 1987.

Bu sorunu iki açıdan incelemek olanaklıdır.

Kurumlar Vergisi Açısından:

Fonlar tüzel kişiliği olmayan mal varlıklarıdır ve bağlı bulundukları bankalar tarafından yönetilirler. Fonlar sermaye şirketi olmadığı gibi, adî şirkete ve şahıs şirketlerine de benzememektedirler.

Kurumlar Vergisi Kanununda yapılan değişikliklerle yatırım fonları kurumlar ve gelir vergisi kanunu uygulamasında sermaye şirketi sayılacağını hükme bağlamıştır. Ancak Kurumlar Vergisi kanunun istisnalar kısmında "Menkul Kıymetler Yatırım Fonlarının portföy işletmeciliğinden doğan kârları" belirtilerek kurumlar vergisinden istisna edilmiştir (4).

Gelir Vergisi Açısından:

Bakanlar Kurulu 87/11987 sayılı kararı ile menkul kıymetler yatırım fonlarının portföy işletmeciliğinden doğan ve Kurumlar Vergisi Kanununa göre bu vergiden istisna edilen kazançları için Gelir Vergisi Kanununa göre yapılacak vergi tevkifat nisbetini "0" olarak tesbit etmiştir. Kararda bu oranın yürürlüğe girdiği tarihten itibaren elde edilecek kazançlara uygulanmak üzere 31.12.1993 tarihine kadar süreceği belirtilmiştir.

Ancak bu vergi avantajı ani bir kararla kaldırılmıştır. Bu olayın nedeni ve etkileri aşağıda tartışılacaktır.

Katılma Belgelerinde Durum:

Menkul Kıymetler Yatırım Fonlarının katılma belgelerinin fon tarafından geri satın alınması sırasında ödenen bedel ile katılma belgelerinin ihracı sırasında satın alınma nedeniyle ödenecek bedel arasındaki fark kâr payı şeklinde kabul edilir. Bu kâr payları gelir vergisi kanununda menkul sermaye iratları arasında yer almıştır. Bu durum katılma belgelerinden elde edilen kâr paylarının vergiden istisna olduğunu göstermektedir.

YATIRIM FONLARINDA SON DURUM

İlk Yatırım Fonunun kurulmasından bugüne kadar geçen 2 yıl içerisinde büyük ilgi gören ve bugün sayıları 30'a yaklaşan fonların son günlerdeki en çok tartışılan konusu, gelir vergisi kanununa göre yapılacak vergi tevkifat nisbetinin tekrar % 10 olarak belirlenmesi ve bu durumun ortaya çıkardığı etkilerdir.

Gelir Vergisinin fonlar lehine olan vergi avantajının kaldırılmasıyla, yatırım fonlarında portföy değerinin yaklaşık % 60'ını oluşturan özel sektör tahvilleri ve finansman bonoları için % 10'luk vergi kesintisi yapılmaya başlanmıştır. Bu olgunun bazı

---

(4) TEKİNALP Ünal, **Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları**, Ekonomik ve Sosyal Yayınlar A.Ş. No: 4, İstanbul 1982, s. 111-141.

fonların değerlerinde düşüşler meydana çıkardığı dikkati çeken önemli bir noktadır. Vergi avantajının kaldırılmasının etkisi, ilk olarak işte bu noktada gözlenmiştir. Ancak bu durumun fonlara olan ilgiyi, diğer yatırım alternatiflerinin fonlardan çok yüksek verim sağlamadağı sürece azaltacağı beklenmemektedir. Yatırım fonlarına olan ilginin azalmıyacağı düşüncesini ortaya çıkaran bir etmen de, yüksek verim sağlamalarından başka, yatırımcının fona giriş ve çıkışının çok kolay olmasıdır. Böylece fonların rahatlığına alışması ve risk dağıldığı için kendini güvende hissetmesidir. Bu nedenle, yatırım fonlarıyla diğer alternatif yatırım araçları, örneğin banka mevduatı arasında 1-2 puan fark olsa bile, bilinçli yatırımcı yine yatırım fonunu seçecektir. Banka mevduatının likiditesi daha kısıtlı olduğundan 1-2 puanlık fark yatırımcıyı etkilemiyecek, ancak bu fark 6-7 puana çıkarsa fonlardan çekiliş söz konusu olabilecektir. Bu olay her türlü yatırım aracı için geçerlidir. Konjektürel değişmelerin çeşitli yatırım araçlarına ilgiyi azaltması ya da arttırması son derece doğaldır.

Tabii olayın diğer yönü de vergi avantajının neden belirtildiği süreden önce kaldırıldığıdır. Bunun ilk nedeni, vergi avantajını kullanan yatırım fonlarının tek boyutlu sermaye piyasası oluşturmaya başlamasıdır. Çünkü fonlar vadesiz yatırımlar olmalarına rağmen, bu avantaj dolayısıyla diğer tüm sermaye piyasası araçlarına alternatif olup, daha fazla getiri getirmeye başlamıştır.

İkinci neden, bankaların vâde bitimine az bir süre kala, tahvilleri fon portföyüne devrederek % 10 oranında Gelir Vergisi ödeme yükümlülüğünden kurtulabilmeleridir.

Bu vergi avantajı konusunda sonuç olarak şu söylenebilir; Yatırım Fonlarının gelişmesine ilk ivmeyi sağlamak için getirilen vergi teşviklerinin kaldırılmasının önemli sonuçlara yol açması beklenmemektedir. Bu durum Yatırım Fonlarının Türk mâli piyasalarında kabul gördüğünün bir belirtisidir.

Yatırım Fonlarının günümüzdeki sorunlarından önemli bir tanesi de yöneticilerin portföy oluşturmadaki tutumlarıdır. Yatırım fonlarının yöneticileri milyarlarca liraya varan ve küçük yatırımcıların parasıyla oluşan kaynaklarını hisse senedi piyasasında değerlendirmek yerine getirisi belli tahvillere yatırarak, mevduat faizinden bir-iki puan fazla kazancı, tasarruf sahibine sunmayı tercih etmişlerdir. Böylece sermaye piyasasının geliştirilmesi amacıyla kurulan yatırım fonları, ne yazık ki ellerindeki kaynakları borsaya akıtamamışlardır. Halbuki dünyada, borsaların yönlendiricileri ve gerçek hakimi yatırım fonlarıdır. Türkiye'de ise 400 milyarlık bir hacime ulaşan yatırım fonlarının % 99'luk kısmı hazine bonosu, devlet tahvili, finansman bonosu gibi getirisi sabit kıymetlere yatırılmış durumdadır.

Yatırım Fonlarının en önemli özelliği, borsalardaki

spekülatif hareketler karşısında emniyet supabı olmasıdır. Yatırım Fonları, fiyatların bir günde % 10 artması veya düşmesini, yaptığı ters alım ve satımlarla engelliyerek istikrarı sağlamak gibi önemli görevler üstlenmişlerdir. Halbuki bugün borsada fiyatlar çeşitli güçler (spekülatörler ve dövizciler, yani tahtakale) tarafından belirlenmektedir.

Tüm bu durumlar borsanın geleceği üzerine kara bir bulut olacak gibi görünmektedir. O halde hisse senetlerine olan güvenin yeniden kazanıldığı bu günlerde, küçük yatırımcıların oluşturduğu potansiyeli, kurtlar sofrasına yem olmaktan kurtaracak fonların işlerlikleri arttırılmalıdır.

SONUÇ

Portföy oluşturma ve menkul kıymetlere yatırım alışkanlığı bulunmayan bir topluma, sermaye piyasasını sevdirme ve onları para piyasasından daha verimli bir alana çekmede ilk araç olarak yatırım fonlarını kullanmak kaçınılmaz derecede önemlidir.

Yatırım Fonlarının bugün ulaştıkları sayı ve sermaye piyasasındaki payları gözönüne alındığında; görevini yapmaya iyi başlamış gibi gözükmektedir. Ancak sermaye piyasasının gelişmesinde önemli sayılacak rolünü henüz oynayamamıştır.

KAYNAKÇA

- AYTAÇ Zühtü, "Sermaye Piyasası Yardımcı Kuruluşu Olarak MKYO", SPK-İAV. Türkiye'de Sermaye Piyasası Seminer Tebliğleri, İstanbul, 1984.

- SÜNGÜ Sevtap, "Genel Olarak Yatırım Fonları ve Türkiye'deki Son Gelişmeler", SPK Araştırma Raporu, Ankara, 1987.

- TEKİNALP Ünal, **Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları**, Ekonomik ve Sosyal Yayınlar A.Ş., Yayın No: 4, İstanbul, 1982.

- TUNCER Selahattin, "Türkiye'de Menkul Kıymetler Yatırım Fonu", İktisadi Araştırmalar Vakfı Tarafından Düzenlenen Seminer, "Türkiye'de Yatırım Fonları ve Son Gelişmeler", İstanbul, 1989.