



**T.C.
KAHRAMANMARAŞ SÜTÇÜ İMAM ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI**

**SERMAYE PİYASALARI VE YATIRIM FONLARI
MEVCUT DURUM, SONUÇ VE ÇÖZÜM ÖNERİLERİ**

İSMET BOLAT

YÜKSEK LİSANS TEZİ

KAHRAMANMARAŞ

Mayıs-2006



**T.C.
KAHRAMANMARAŞ SÜTÇÜ İMAM ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI**

**SERMAYE PİYASALARI VE YATIRIM FONLARI
MEVCUT DURUM, SONUÇ VE ÇÖZÜM ÖNERİLERİ**

Danışman: Yrd.Doç.Dr. Zeynep HATUNOĞLU

İSMET BOLAT

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**KAHRAMANMARAŞ
Mayıs-2006**

KAHRAMANMARAŞ SÜTÇÜ İMAM ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

**SERMAYE PİYASALARI VE YATIRIM FONLARI
MEVCUT DURUM, SONUÇ VE ÇÖZÜM
ÖNERİLERİ**

İSMET BOLAT

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Kod No :

**Bu Tez 09/05/2006 Tarihinde Aşağıdaki Jüri Üyeleri Tarafından
Oy Birliği ile Kabul Edilmiştir.**

.....
İl.Doç.Dr. Zeynep Hatunoğlu
DANIŞMAN

.....
Yrd.Doç.Dr. Mustafa Taşlyan
ÜYE

.....
Yrd.Doç.Dr. Halil Altıntaş
ÜYE

Yukarıdaki imzaların adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

.....
Doç.Dr. Haluk Alkan
Enstitü Müdürü

Not: Bu tezde kullanılan özgün ve başka kaynaktan yapılan bildirişlerin, çizelge, şekil ve fotoğrafların kaynak gösterilmeden kullanımı, 5846 sayılı Fikir ve Sanat Eserleri Kanunundaki hükümlere tabidir.

KAHRAMANMARAŞ SÜTÇÜ İMAM ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

ÖZET

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**SERMAYE PİYASALARI VE YATIRIM
FONLARI MEVCUT DURUM, SONUÇ VE
ÇÖZÜM ÖNERİLERİ**

İSMET BOLAT

DANIŞMAN : Yrd.Doç.Dr. Zeynep Hatunoğlu

Yıl : 2006, Sayfa: 80

Jüri : Yrd.Doç.Dr. Zeynep Hatunoğlu
: Yrd.Doç.Dr. Mustafa Taşlıyan
: Yrd.Doç.Dr. Halil Altıntaş

Son yıllarda yatırım fonları bir ülke ekonomisi için son derece önemli hale gelmiştir. Yatırım Fonlarının tanımı, işleyişi ve çeşitlerinin bilinmesi ve Sermaye Piyasası içinde nasıl faaliyette bulunduğu ve hangi kaynakları nasıl kullandığı gibi konular bir ekonomi ve ekonomideki fon yönetimi portföyü müşterileri açısından bilinmesi gereken hayati konulardandır. Zira eskiden sadece bankalarda ve devlet garantisinde yapılabilen bu fon uygulamaları günümüzde artık özel sektörde ve çok kazançlı enstrümanlarla yürütülmeye başlanmıştır. Yatırım kararları ve yatırımın yapılması sırasında bu fonlar, uzmanlardan yararlanmaktadır. Piyasalarda yatırım yapan birçok yatırımcının tercihlerine uygun olarak farklı risk-getiri bileşimleri sağlamaktadır. Bu bağlamda, ekonomik gelişmelerle birlikte farklı yatırım araçlarına yönelen yatırımcılar için, yatırım fonları özel bir öneme sahiptir. Yatırımcıların farklı beklentilerini karşılamak isteyen fon yöneticileri müşterilerine güven vermeli, yatırım sezgilerini işlevsel yeteneklerini, güvenli risk yönetim politikalarını ve müşteri odaklı yaklaşımlarını kullanarak yönetim becerilerini geliştirmelidir. Yukarıda bahsedilen unsurların yanı sıra, ekonomik istikrarla birlikte sisteme olan güvenin artması sistemin kendi gelişimini sağlayacaktır.

Anahtar Kelimeler: Yatırım Fonları, Finansal Piyasa ve Güven Ortamı

**DEPARTMENT OF BUSINESS ADMINISTRATION
INSTITUTE OF SOCIAL SCIENCE
UNIVERSITY OF KAHRAMANMARAŞ SÜTÇÜ İMAM**

ABSTRACT

MA Thesis

**CAPITAL MARKETS AND MUTUAL FUNDS AND IT'S
CURRENT STATUS, CONCLUDING REMARKS AND
SOLUTION OFFERINGS**

İSMET BOLAT

Supervisor : Ass. Prof. Zeynep Hatunoğlu

Year : 2006, Pages: 80

**Jury : Ass. Prof. Zeynep Hatunoğlu
: Ass. Prof. Mustafa Taşhyan
: Ass. Prof. Halil Altıntaş**

The importance of mutual funds has been growing in the last few years in Turkey. Today, definition of mutual funds, its' logic, types and role in capital markets are the key points for fund managers and investors. While these funds were carried out by banks under governmental guaranty in the past, private financial companies have been involved with the offering of profitable funds recently. Designed to shift the burden of evaluating and selecting individual securities from the investor to the investment specialist, mutual funds are available in a sufficiently wide range of risk and return combinations to match the investment preferences of most investors. In this regard, mutual funds lie at the heart of investors seeking to invest in alternative profitable investment funds in line with the economic developments. To meet investors' needs, successful fund managers will have to enhance the confidence of customers and professionalize their management, demonstrating not only the investment acumen that is their hallmark but also operational excellence, robust risk management and responsive customer service. Together with the economic stability a forementioned factors, the increasing trust to the system will foster the development of the itself.

Keywords: Mutual Funds, Financial Markets, Confidence Surrounding

ÖNSÖZ

Yatırım fonu kavramı tüm dünyada olduğu gibi Türkiyede’de önemini gün geçtikçe daha da arttırmaktadır. Küreselleşme ile artan rekabet ortamı içerisinde fon portföy yapıları da gelişmiş ve her geçen gün, daha farklı yapılarda bir çok fon grubu oluşmuştur. Bu çalışma da sermaye piyasası, yatırım fonlarının yapısı ve çeşitleri anlatılarak yatırım fonları piyasasının ve fon portföy yönetim sisteminin nasıl daha da etkili ve sorunsuz bir yapıya kavuşabileceği konusunda gerekli çözüm önerileri açıklanmaya çalışılmıştır.

Çalışmada tecrübe bilgi ve deneyimleriyle bana yol gösteren ve yardımlarını esirgemeyen danışman hocam sayın Yrd.Doç.Dr.Zeynep Hatunoğlu’na teşekkür ve şükranlarımı sunarım. Çalışmanın başlangıcında konu seçiminde yardımlarını esirgemeyen sayın hocam Yrd.Doç.Dr.Yücel Ayrıçay’a da teşekkür ve şükranlarımı sunarım.

Mayıs 2006

İSMET BOLAT

KAHRAMANMARAŞ

İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	i
ABSTRACT.....	ii
ÖNSÖZ.....	iii
İÇİNDEKİLER.....	iv
ÇİZELGELER LİSTESİ.....	vii
1. GİRİŞ.....	1
2. ÖNCEKİ ÇALIŞMALAR.....	3
3. SERMAYE PİYASASI VE YATIRIM FONLARI	6
3.1. Genel Olarak Sermaye Piyasası.....	6
3.1.1. Sermaye Piyasasının Tanımı ve Özellikleri	6
3.1.2. Sermaye Piyasası Faaliyetleri.....	6
3.1.3. Sermaye Piyasası Kurumları.....	7
3.1.3.1. Aracı Kuruluşlar.....	7
3.1.3.2. Yatırım Ortaklıkları.....	8
3.1.3.3. Yatırım Fonları.....	8
3.1.3.4. Sermaye Piyasasında Faaliyet Göstermesine İzin Verilen Diğer Kurumlar.....	9
3.1.3.4.(1). Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı(GSYO).....	9
3.1.3.4.(2). Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO).....	9
3.1.4. Türkiye’de Sermaye Piyasası Araçları.....	10
3.1.4.1. Hisse Senetleri.....	11
3.1.4.2. Tahviller.....	12
3.1.4.3. Kar ve Zarar Ortaklığı Belgeleri (KZOB).....	13
3.1.4.4. Katılma İntifa Senetleri (KİS).....	14
3.1.4.5. Gelir Ortaklığı Senetleri (GOS).....	15
3.1.4.6. Banka Bonosu ve Banka Garantili Bonolar.....	16
3.1.4.6.(1). Banka Garantili Bonolar.....	16
3.1.4.6.(2). Banka Bonoları.....	17
3.1.4.7. Finansman Bonoları.....	17
3.1.4.8. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (VDMK).....	18
3.1.5. Türkiye’deki Sermaye Piyasası ve Türkiye’ye Gelen Sermaye Akımlarının Etkinliği.....	19
3.2. Genel Olarak Yatırım Fonları.....	21
3.2.1. Yatırım Fonu Kavramı ve Oluşumu.....	21
3.2.1.1. Yatırım Fonu ve Yatırım Ortaklıklarının Farkı.....	21
3.2.2. Yatırım Fonlarının Fonksiyonları.....	22
3.2.2.1. Sinerji ve Ölçek Ekonomisi.....	23
3.2.2.2. Çeşitlendirme.....	23
3.2.2.3. Profesyonel Portföy Yönetimi.....	24
3.2.3. Yatırım Fonlarının Kapsamı.....	24
3.2.3.1. Dünya’da Yatırım Fonları.....	24
3.2.3.1.(1). Amerika Birleşik Devletleri (A.B.D)’de Yatırım Fonları.....	25
3.2.3.1.(2). İsviçre’de Yatırım Fonları.....	26
3.2.3.2. Türkiye’de Yatırım Fonları.....	27

3.2.3.2.(1). Sektörün Mevcut Durumu.....	29
3.2.4. Yatırım Fonu Türleri.....	31
3.2.4.1. Pay Senedinin Değişebilirliğine Göre Yatırım Fonları.....	31
3.2.4.1.(1). Açık Uçlu Yatırım Fonları.....	31
3.2.4.1.(2). Kapalı Uçlu Yatırım Fonları.....	31
3.2.4.2. Portföyün Niteliğine Göre Yatırım Fonları.....	32
3.2.4.2.(1). Hisse Senedi Fonları.....	32
3.2.4.2.(2). Tahvil Fonları.....	34
3.2.4.2.(3). Para Piyasası Fonları.....	35
3.2.4.3. Kar Dağıtımına Göre Yatırım Fonları.....	35
3.2.4.3.(1). Kar Dağıtan Fonlar.....	35
3.2.4.3.(2). Kar Dağıtmayan Fonlar.....	36
3.2.4.4. Yatırım Hedeflerine Göre Yatırım Fonları.....	36
3.2.5. Yatırım Fonları Kuruluş ve Faaliyet Şartları.....	38
3.2.5.1. Yatırım Fonu Kuracakların Sahip Olması Gereken Nitelikler.....	38
3.2.5.2. Yatırım Fonlarının Kuruluşu için Gerekli Ön Şartlar.....	38
3.2.5.3. Yatırım Fonunun Kuruluşu.....	38
3.2.6. Yatırım Fonlarının Portföy Değerleri.....	39
3.2.6.1. Yatırım Fonlarının Portföy Yapısı.....	39
3.2.6.2. Fon Portföyü Yönetim İlkeleri.....	42
3.2.6.3. Portföy Sınırlamaları.....	43
3.2.7. Yatırım Fonlarının Yönetim Yapısı.....	44
3.2.7.1. Kurucu ve Yönetici.....	45
3.2.7.2. Fon Kurulu ve Denetçiler.....	45
3.2.7.3. Fon Hizmet Birimi.....	46
3.2.8. Yatırım Fonlarının Yatırımcılara ve Sermaye Piyasasına Sağladığı Katkıları.....	46
3.2.8.1. Tasarrufçu Açısından Yatırım Fonlarının Sağladığı Katkıları.....	46
3.2.8.2. Kurucu Açısından Sağladığı Katkıları.....	47
3.2.8.3. Ekonomi Açısından Sağladığı Katkıları.....	47
3.3. Yatırım Fonlarının Vergilendirilmesi ve Muhasebeleştirilmesi.....	49
3.3.1. Uluslar arası Piyasalar ve Menkul Kıymetlerin Vergilendirilmesi.....	49
3.3.2. Fon Portföy İşletmeciliği Kazançlarının Vergilendirilmesi.....	50
3.3.2.1. Kurumlar Vergisi Açısından.....	50
3.3.2.2. Gelir Vergisi Açısından.....	52
3.3.3. Katılma Belgesi Satın Alanların Vergilendirilmesi.....	52
3.3.3.1. Gerçek Kişiler.....	53
3.3.3.1.(1). Tam Mükellef Gerçek Kişiler.....	53
3.3.3.1.(2). Dar Mükellef Gerçek Kişiler.....	54
3.3.3.2. Tüzel Kişiler.....	54
3.3.3.2.(1). Tam Mükellef Tüzel Kişiler.....	54
3.3.3.2.(2). Dar Mükellef Tüzel Kişiler.....	55
3.3.4. Yatırım Fonlarında Vergi Avantajı.....	55
3.3.5. Türkiye’de Yatırım Fonlarının Muhasebeleştirilmesi ve Denetimi.....	56
3.3.5.1. Fonların Muhasebeleştirilmesi ve Mali Tabloların Düzenlenmesi.....	56
3.3.5.2. Muhasebe Hesaplarının İşleyişi.....	57
3.3.5.2.(1). Menkul Kıymet Alımı.....	58
3.3.5.2.(2). Menkul Kıymet Satımı.....	59
3.3.5.2.(3). Bedelsiz Hisse Senetleri.....	60
3.3.5.2.(4). Bedelli Hisse Senetleri.....	61

3.3.5.2.(5). Yabancı Menkul Kıymetler.....	62
3.3.5.2.(6). Nazım Hesap Kayıtları.....	62
3.3.5.2.(7). Dönem Sonu İşlemleri.....	63
3.3.5.3. Değerleme.....	63
3.3.5.3.(1). Menkul Kıymetlerin Değerlemesi.....	64
3.3.5.4. Yatırım Fonları Hesaplarının Tutulma Şekli.....	64
4. AVRUPA BİRLİĞİ'NDE VE TÜRKİYE'DE YATIRIM FONLARI.....	65
4.1. Avrupa Birliği'nin'de Yatırım Fonları.....	65
4.1.1. İngiltere'de Yatırım Fonları.....	66
4.1.2. Hollanda'da Yatırım Fonları.....	67
4.1.3. Avusturya'da Yatırım Fonları.....	67
4.2. Türkiye'de Yatırım Fonları.....	67
4.3. Avrupa Birliği Uygulamalarının Ülkemiz Uygulamaları İle Karşılaştırılması.....	68
5.SONUÇ VE ÖNERİLER.....	70
KAYNAKLAR.....	76
ÖZGEÇMİŞ	

Şekil ve Çizelge Dizini

Şekil 3.1. Likit Yatırım Fonlarının Tüm Fonlar İçindeki Payı (%).....	30
Çizelge 3.1. Hisse Senetleri İşlem Hacmi.....	34
Çizelge 3.2. Tiplerine Göre Yatırım Fonlarının Portföy Değeri.....	41
Çizelge 3.3. Uluslararası Piyasalar da Menkul Kıymet Vergilemesi	49

1. GİRİŞ

Yatırım Fonları; elindeki tasarruflarını değerlendirmek isteyen yatırımcıların, bu kaynaklarını profesyoneller tarafından yönetilen bir fon grubunda, kendileri adına kullanmalarına izin veren bir fon sistemidir. Ekonominin genel durumu da yatırım fonları ve bu fonlara olan güveni sağlamada önemli bir etkidir. Zira ekonomisi güçlü ve finans piyasası istikrarlı ülkeler de oluşan güven ortamına paralel olarak, tasarruf sahipleri ellerindeki kaynakları çeşitli yollardan yatırıma dönüştürmektedir. Yatırım fonları da bir tür yatırım araçlarıdır, kısa ve uzun vadeli olmak üzere ya da birincil piyasada veya ikincil piyasada olmak üzere çeşitli piyasalarda işlem görürler.

Hızla küreselleşen dünyada artık bütün sektörlerde olduğu gibi, yatırım fonları sektöründe de büyük gelişmeler ve değişimler görülmektedir. Türkiye’de de son yıllarda bu piyasa şekli oluşmuş ve artan önemine binaen faaliyet alanı gelişmiştir. Türkiye gelişmekte olan bir ülkedir ve yatırımlarını her yönden arttırmayı amaçlamaktadır. İşte mevcut bu durumda yatırım fonları konusu daha da önem arz etmektedir. Zira yatırım fonları tasarrufçu ve yatırımcıyı çekebilme özelliğine sahip bir kaynaktır. Ülkeler bu kaynağı gereği gibi ve yeterli şekilde kullandıkları zaman elde edecekleri getiriler çok daha fazla olabilecektir.

Bu konu, yatırım fonlarının var olan yapısının incelenmesi, bulunan sonuçların açıklanması ve gerekli çözüm önerilerinin getirilmesi amacıyla seçilmiştir. Bu amaçla dünyada ve özellikle ülkemizde bulunan yatırım fonlarının nasıl işlediği, nasıl bir yapıya sahip olduğu, nasıl yönetildiği ve yatırım fonlarının yatırımcıya ve ülkeye neler kazandırabileceği ayrıca yatırım fonlarının seçiminde yapılan hataların fonlarda ne gibi olumsuz sonuçlara yol açacağı konuları incelenmiştir.

Beş bölümden oluşan bu çalışmanın birinci bölümü olan giriş bölümünde; çalışmanın önemi, amacı, çalışma planı yer almaktadır.

İkinci bölümde, bu konuda daha önce yapılan çalışmalar hakkında bilgiler verilmiştir.

Çalışmamızın üçüncü bölümünde genel olarak sermaye piyasaları ve yatırım fonları konuları incelenmiş bu konuların tanımı ve gerekli açıklamalar yapılmıştır. Sermaye piyasasının kurumları, sermaye piyasası faaliyetleri, sermaye piyasası araçları ve en son olarak da Türkiye’de sermaye piyasasının etkinliği konusu üzerinde durulmuştur. Burada sermaye piyasasının Türkiye’de işleyişi ve ne gibi eksiklikleri olduğu ve bunların yapısal analizi incelenmiştir. Ayrıca bu bölümde çalışmamızın ana konusunu oluşturan yatırım fonlarının oluşumu, yatırım fonlarının kapsamı, yatırım fonlarının türleri fonun kuruluşu, yatırım fonlarının portföy yapısı ve yatırım fonlarının yatırımcıya ve ülkeye sağladığı katkılardan bahsedilmiştir. Yine bu bölümde yatırım fonlarının vergilendirilmesi ve muhasebeleştirilmesi başlığı altında; fon portföy işletmeciliği kazançlarının vergilendirilmesi, katılma belgesi satın alanların vergilendirilmesi ve Türkiye’deki uygulamaları hakkında bilgiler verilmiştir.

Dördüncü bölümde ise; Avrupa Birliği ve Türkiye yatırım fonları uygulamalarının karşılaştırılması başlığı altında yatırım fonlarının Türkiye'deki durumu, yatırım fonlarının Avrupa'daki durumu ve iki ülke arasındaki uygulamaların karşılaştırılması konusu üzerinde durulmuştur.

Beşinci bölümde ise; yapılan çalışma ile ilgili sonuç ve öneriler yer almaktadır.

2. ÖNCEKİ ÇALIŞMALAR

Son yıllarda ülkemiz ekonomisinde önemli yer tutan Sermaye Piyasaları ve Yatırım Fonları hakkında birçok çalışma yapılmıştır. Türkiye’de özellikle son yıllarda gelişme gösteren yatırım fonları konusu bir takım ekonomistlerin ilgisini çekmiş ve değişik konularda yatırım fonları hakkında bir takım çalışmalar yapılmıştır. Yatırım fonlarının en belirgin özelliği tasarrufçuya kendi istekleri doğrultusunda bir fon sepeti oluşturması imkanı vermesidir. Ayrıca Sermaye Piyasaları konusunda da birçok çalışma yapılmış olup son yıllarda bu konulardaki çalışmaların sayısında bir artış görülmektedir.

Akçalı (2002), yaptığı çalışmasında Finansal Piyasalar ve Türk Sermaye Piyasasından bahsetmiş; çalışmanın ilk bölümünde Finansal Piyasaların tanımı ve sınıflandırılması yapılarak gerekli bilgiler verilmiş diğer bölümlerde ise Türk Sermaye Piyasasının tarihsel gelişimi, Türk Sermaye Piyasasının Avrupa Birliği ile uyumlaştırılması konuları incelenmiştir.

Köroğlu (2001), yaptığı çalışmasında öncelikle Türkiye’deki Sermaye Piyasasının yapısını ve Avrupa Birliği Sermaye Piyasaları ile olan bütünleşmesini incelemeyi amaçlamıştır. Araştırmayı daha da detaylandırarak Avrupa Ekonomik ve Parasal Birliğini açıklamış daha sonra Avrupa Birliği’deki sermaye piyasası oluşturma yönündeki düzenlemelerden bahsetmiş, Avrupa Sermaye Piyasası ile tam bir bütünleşme sağlanabilmesi için Türk Sermaye Piyasasında yapılması gereken gelişmeleri incelemiştir. Araştırma sonucu Türk Sermaye Piyasasının Avrupa Sermaye Piyasasından bir takım eksikleri olduğunu görmüş ve bu eksiklerini şu şekilde sıralamıştır;

- Kurumsal yapıdaki eksiklikler,
- Düzenleyici ve denetleyici kurumların yetersizliği,
- Hukuki mevzuat farklılıkları,
- Avrupa Birliği Finansal Piyasalarına uyum sağlayamama.

Sonuç olarak Finansal Piyasalar ve Sermaye Piyasaları konularında daha önceki yapılan araştırmalarda öncelikle konu tanıtılmış gerekli ön bilgiler verilmiş, daha sonraki kısımda ise ülkemiz ve Avrupa Birliği Ülkeleri Uygulamaları arasında bir karşılaştırmaya gidilmiştir.

Kandır (2001), yaptığı çalışmasında Türkiye’deki mevcut yatırım fonlarının performanslarının değerlendirilmesi konusu başlığı altında öncelikle genel olarak kolektif yatırım kurumları ve yatırım fonlarından bahsetmiş daha sonra genel anlamıyla yatırım fonları konusunu incelemiştir. Burada Dünya’da ve Türkiye’de Yatırım Fonları konuları incelenmiş diğer bölümlerde ise Türkiye’deki yatırım fonlarının performanslarının ölçülmesi konusu incelenmiştir.

Ceylan (2003), yaptığı çalışmasında ‘Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yatırımcıların Etkinliği’ konulu başlığı altında Yatırım Fonları, Yatırım Ortaklıkları konularını incelemiştir.

Bu araştırmada öncelikle Sermaye Piyasası ve Sermaye piyasasında Kurumsal Yatırımcı Kavramları incelenmiş sonraki bölümlerde ise yatırım fonlarının türleri, kuruluş ve faaliyet şartları, katılma belgeleri, Dünya’da ve Türkiye’de Yatırım Fonlarının gelişimi, portföy yapıları, yatırım fonlarının getirileri, yatırım fonlarının yönetimi, yatırım fonlarının karşılaştığı sorunlar, yatırım fonlarının sermaye piyasasına sağladığı katkılar gibi konular üzerinde durulmuş ve sağlanan bu katkılar bu bölümün sonunda şöyle açıklanmıştır;

- Piyasalardaki gözlemlenen olayların ne anlama geldiğini sürekli olarak takip ederek gerekli işlemleri(alım-satım) gerçekleştirir,

- Yatırım Fonları, Sermaye ve Para Piyasası ile ilgilenen profesyonel fon yöneticileri tarafından yönetilir,

- Bireysel yatırımcılara göre fon yöneticilerinin her türlü bilgiye ulaşması daha kolaydır,

Sonuç olarak yatırım fonlarının katkıları yalnızca sermaye piyasaları için değil aynı zamanda bireysel yatırımcılar için de söz konusudur. Bireysel yatırımcılara sağladığı katkılar ise şunlardır;

- Uzman eliyle portföy yönetme,

- Herkes için bir portföy,

- Finansal enstrüman çeşitlemesi,

Kırman (1999), yaptığı çalışmasında Yatırım Fonları, Katılma Belgeleri ve Vergilendirme esasları konusunda bilgiler vermiştir. Bu çalışmanın ilk bölümünde Yatırım Fonları ve vergi mükellefiyetleri konusu diğer bölümlerde de Yatırım Fonları katılma belgeleri, katılma belgelerine bağlı olarak elde edilen gelirlerin nitelikleri, ve vergilendirme esasları konularından bahsedilmiştir. Yatırım fonlarının vergilendirilmesi konusunu şu başlıklar altında incelemiştir;

- Tam Mükellef Yatırım Fonları,

- Dar Mükellef Yatırım Fonları,

- Gerçek Kişiler,

- Tüzel Kişiler.

Tevfik (1995), yaptığı çalışmasında Dünya’da ve Türkiye’de Yatırım Fonları konularını incelemiş ve araştırmasında bu konuya şu şekilde yer vermiştir; İlk bölümlerde Dünya’da ve Türkiye’deki yatırım fonlarının durumlarından genel olarak bahsetmiş daha sonraki bölümlerde Yatırım Fonlarının muhasebeleştirilmesi ve hesapların işleyişi konuları üzerinde durmuş, son bölümlerde ise Yatırım Fonlarının vergilendirilmesi, Portföy Yönetimi ve Yatırım Fonlarının başarısının ölçülmesi konularından bahsetmiştir. Başarının ölçülmesinde ki standartlar şunlardır;

- Fonun ortalama getirisi faiz oranlarının yüksekliğine ve hisse senedi piyasasının yükselmesine bağlı olabilir,
- Burada yatırım fonu hakkında bir değerlendirme yapılırken riske göre ayarlanmış yüksek bir getiri elde edip etmediklerine göre değerlendirme yapılmalıdır.

3.SERMAYE PİYASASI VE YATIRIM FONLARI

Bu bölümde Sermaye Piyasası ve Yatırım Fonları hakkında genel bilgiler verilecektir.

3.1. Genel Olarak Sermaye Piyasası

Sermaye Piyasası, sermaye arz ve talebinin karşılaştığı piyasadır. Çalışmamızın bu bölümünde; sermaye piyasasının tanımı ve özellikleri, sermaye piyasası faaliyetleri, sermaye piyasası kurumları, Türkiye’de sermaye piyasası araçları, Türkiye’deki sermaye piyasaları ve Türkiye’ye gelen sermaye akımlarının etkinliği konuları incelenecektir

3.1.1. Sermaye Piyasasının Tanımı ve Özellikleri

Sermaye piyasası, orta ve uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasadır. Vade süresi bir yıldan fazladır. Sermaye piyasasından sağlanan fonlar genellikle işletmelerin bina, makine ve teçhizat gibi duran varlıklarının finansmanında kullanılır. Sermaye, uzun ve sonsuz vadeli fonlardır. Burada, uzun vadeli fonların tahvillere, sonsuz vadeli fonların ise, hisse senetlerine tekabül ettiğini vurgulamak gerekir. Buna göre, bir yıldan kısa vadeli ve özellikle vadesiz fonların alış-verişi sermaye piyasası ile ilgili sayılmamakta bu konu para piyasasının kapsamına girmektedir. O halde sermaye piyasası, fonların arz ve talebinin yardımcı kuruluşlar aracılığıyla ve menkul kıymetlere dayalı olarak karşılaştığı piyasa olarak tanımlanmaktadır (Tükenmez, 1999:34).

Uygulamada para ve sermaye piyasalarını birbirlerinden kesin çizgilerle ayırmak kolay değildir. Finansal kurumların başta ticaret bankaları olmak üzere bir çoğunun her iki piyasada birden faaliyet göstermesi ve fonların her iki piyasa arasında gidip gelebilmesi para piyasası ve sermaye piyasası kavramlarının kesin çizgilerle ayrılmasını zorlaştırıcı unsurların başında gelmektedir (Şakar, 1997:6-7).

Sermaye piyasasının var olabilmesi için iki unsur gereklidir. İlk unsur piyasadan fon talep eden ekonomik birimlerdir. Bu birimler, kamu sektörü ve anonim ortaklıklardır. Kamu sektörünün fon talebini kamu borçları belirler. Devlet borçlanması, kamu kuruluşları tarafından ihraç edilen belirli bir faiz oranını ve geri ödeme koşullarını içeren devlet tahvilleri ve hazine bonusu vasıtasıyla gerçekleştirilir. Sermaye piyasasındaki fon talebinin önemli bir bölümünü işletmelerin uzun vadeli veya devamlı fon sağlamak amacıyla menkul ihracında bulunması oluşturur, ikinci unsur ise, tasarruflarını yada çeşitli yollarla topladıkları fonları, anonim şirketlerin ve kamu kesiminin çıkardıkları menkul kıymetlere yatırmak isteyen kişi ve kuruluşlardır. Bu kişi ve kuruluşlar sermaye piyasasının arzı bölümünü oluşturur, sermaye piyasasına kaynak sağlarlar (Akçalı, 2002:3).

3.1.2. Sermaye Piyasası Faaliyetleri

Sermaye piyasalarının iki ana işlevi bulunmaktadır. Bunlar; bireysel tasarrufları özendirerek sermaye birikimini sağlamak ve fonların etkin kullanımını mümkün kılmaktır. Sermaye piyasaları aracılığı ile bireysel tasarruflar sonucu biriken fazla fonların gelir getiren üretken yatırımlara dönüştürülmesi bireylerdeki tasarruf eğilimini

arttırmakta, tasarrufların verimli yatırım alanlarında kullanılması ise hızlı ve sürekli ekonomik kalkınmanın temel kaynağını oluşturmaktadır (Durukan, 1999:28).

Sermaye piyasalarının fonksiyonları aşağıdaki gibi sıralanabilir (Şakar, 1997:6);

- Ekonomik birimleri tüketimden caydırıp, birikime özendirmek,
- Küçük ve dağınık birikimlerin bir araya gelmesini sağlamak,
- Çoğunlukla gayrimenkul, döviz ve altına bağlanan atıl birikimleri üretken yatırım alanlarına yönleltmek,
- Birikim sahiplerinin güvenilir bir ortamda yatırım yapmalarına olanak sağlamak,
- Firmalar için alternatif kaynaklar yaratmak gibi pek çok işlevi vardır. Finansal piyasalar bu işlevleri yerine getirerek ülkede hızlı ve dengeli bir kalkınmanın gerçekleşmesine yardımcı olurlar.

Sermaye piyasaları faaliyetlerinin yürütülebilmesi için bazı kurumlara ihtiyaç vardır.

3.1.3. Sermaye Piyasası Kurumları

Sermaye Piyasası kurumları sırayla; aşağıdaki şekilde sınıflandırılabilir (<http://www.imkb.gov.tr>, 07/05/2006);

- Aracı kuruluşlar,
- Yatırım ortaklıkları,
- Yatırım fonları ve
- Sermaye piyasasında faaliyet göstermesine izin verilen diğer kurumlar.

3.1.3.1. Aracı Kuruluşlar

Sermaye piyasası kanunu aracı kuruluşları, aracı kurum ve bankalar olarak tanımlamıştır. Bankalar kuruluş, denetim, gözetim, muhasebe, mali tablo ve rapor standartları konularında bankalar kanununa tabidir. Sermaye piyasasında aracılık, sermaye piyasası araçlarının yetkili kuruluşlar tarafından kendi nam ve hesabına, başkası nam ve hesabına, kendi namına başkası hesabına ticari amaçla alım satımıdır. Sermaye piyasasında aracılık faaliyetleri, halka arza aracılık ve türev araçların alım satımının yapılmasına aracılıktan oluşur. Aracı kurumların kuruluşlarına sermaye piyasası kurulunca izin verilebilmesi için aşağıdaki özelliklere sahip olması gerekmektedir. (Coşkun, 2005:166);

- Anonim ortaklık şeklinde kurulmaları,
- Hisse senetlerinin tamamının nama yazılı olması,
- Hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılması,
- Sermayelerinin Kurulca belirlenen miktardan az olmaması,
- Esas sözleşmelerinin bu Kanun hükümlerine uygun olması,

- Kurucularının müflis olmadığı veya yüz kızartıcı bir suçtan dolayı hükümlülüklerinin bulunmadığının tespit edilmiş olması gerekir.

Aracı kuruluşların yapabilecekleri faaliyetler aracı kurum ve bankalar arasında farklılık göstermektedir. Aracı kurumlar, her biri ayrı faaliyet için kuruldan yetki belgesi almak kaydıyla (İ.M.K.B, 2003:55);

- Sermaye piyasası araçlarının ihraç veya halka arz yoluyla satışına,
- Daha önce ihraç edilmiş olan sermaye piyasası araçlarının aracılık amacıyla alım-satımına,
- Ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövizde dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri dahil türev araçların dayandığı kategoriler ayrı ayrı veya bütün olarak türev araçların alım-satımına,
- Sermaye piyasası araçlarının geri alım veya satım taahhüdü ile alım satımına aracılık faaliyetlerini yapabilirler.

Bankalar ise daha önce ihraç edilmiş sermaye piyasası araçlarının alım-satımına aracılık etmek kaydıyla (İ.M.K.B, 2003:55);

- Repo, ters repo faaliyetleri,
- Ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövizde dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri dahil türev araçların dayandığı kategoriler ayrı ayrı veya bütün olarak türev araçların alım-satımına aracılık faaliyetini yapabilirler.

3.1.3.2. Yatırım Ortaklıkları

Yatırım Ortaklıkları, sermaye piyasası araçları ile ulusal ve uluslar arası borsalarda veya borsa dışı organize piyasalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler portföyünü işletmek üzere anonim ortaklık şeklinde ve kayıtlı sermaye esasına göre kurulan sermaye piyasası kurumlarıdır. Yatırım ortaklıklarının ‘temel fonksiyonu, küçük tasarruf sahiplerinin birikimlerini bir havuzda toplayarak değişik menkul kıymetlerden oluşacak bir portföye yatırmak ve bu yolla elde ettikleri kazancı ortaklarına payları oranında dağıtmaktır’(Akçalı, 2002:22).

3.1.3.3. Yatırım Fonları

Yatırım fonu, kanun hükümleri uyarınca halktan katılma belgeleri karşılığı toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre; özelleştirme kapsamına alınanlar dahil Türkiye’de kurulan ortaklıklara ait hisse senetleri, özel ve kamu sektörü borçlanma senetleri, Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkındaki 32 Sayılı Karar hükümleri çerçevesinde alım satımı yapılabilen, yabancı özel ve kamu sektörü borçlanma senetleri, ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı olarak ihraç edilmiş ve borsalarda işlem gören sermaye piyasası araçları,

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından uygun görülen diğer, sermaye piyasası araçları, repo, ters repo, futures, opsiyon ve forward sözleşmelerinden oluşan portföyü işletmek amacıyla kurulan varlıklardır (Akçalı, 2002:25).

3.1.3.4. Sermaye Piyasasında Faaliyet Göstermesine İzin Verilen Diğer Kurumlar

Sermaye piyasasında faaliyet gösteren diğer kurumlar başlığı altında; girişim sermayesi yatırım ortaklığı ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları konuları incelenecektir.

3.1.3.4.(1). Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı (GSYO)

Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına (GSYO) ilişkin esaslar Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri:VI No:15 sayılı tebliği ile düzenlenmiştir (İ.M.K.B., 2003:108). Bu tebliğde yer alan esaslara göre girişim sermayesi yatırım ortaklığı Türkiye'de kurulmuş veya kurulacak olan, gelişme potansiyeli taşıyan ve kaynak ihtiyacı olan ortaklıklardır. Ayrıca bu ortaklık türü kayıtlı sermayeli olarak kurulan ve çıkarılmış sermayelerini esas olarak girişim sermayesi yatırımlarına yönelten ve kanunda risk sermayesi yatırım ortaklığı olarak ifade edilen ortaklık türüdür. Ancak risk sermayesinin tam anlamı; kayıtlı sermayeli olarak kurulan başlangıç veya çıkarılmış sermayelerini esas olarak sermaye ve faiz kazancı elde etmek amacıyla risk sermayesi yatırımlarına yönelterek risk sermayesi yatırım faaliyetinde bulunan halka açık olan ortaklık türüdür (Aypek, 1998:118).

Ortaklık hisse senetlerinin halka arz edilmesi sonrasındaki pay edinimleri hariç olmak üzere, ortaklıkta tek başına veya bir araya gelmek suretiyle sermayenin %25'i oranında pay sahibi olan ve gerekli şartları taşıyan ortak ya da ortaklardır. Girişim sermayesi yatırım ortaklığında ortaklık bu şekilde olmaktadır (Coşkun, 2005:177).

Girişim sermayesi yatırım ortaklığının faaliyette bulunabileceği alanlar şunlardır (Kayar, 2002:185-186);

- Adi veya imtiyazlı hisse senetlerini satın almak suretiyle girişim şirketlerine ortak olabilir,
- Girişim şirketlerinin ihraç ettiği borçlanma senetlerini satın alabilir,
- Sermaye piyasası mevzuatı dahilinde borçlanma senedi ihraç edebilir.

3.1.3.4.(2). Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO)

Gayrimenkule ve/veya gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına gayrimenkul projelerine, gayrimenkule dayalı haklara ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmak amacıyla kurulmuş portföy yönetim şirketleridir. GYO'ların kuruluş şartları şunlardır (Kayar, 2002:174-175);

- Belirli bir projeyi gerçekleştirmek amacıyla,
- Belirli alanlarda yatırım yapmak amacıyla,
- Amaçlarında bir sınırlama olmaksızın,

- Süreli veya süresiz olarak kurulabilirler.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, gayrimenkullere, bunlara bağlı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkule bağlı projelere yatırım yapabilecekleri ve kazanç sağlama amacına yönelik olarak alım-satım ya da kiralama işlemleri gerçekleştirebildikleri gibi, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçları dışında diğer sermaye piyasasını araçlarını da alıp satabilirler, ters repo işlemi yapabilir ve kur ile faiz riskine karşı korunmak amacıyla forward işlemlerde bulunabilirler, opsiyon yazabilir ya da mala dayalı olanlar hariç vadeli işlem sözleşmeleri alabilirler (İ.M.K.B. 2003:113).

3.1.4. Türkiye’de Sermaye Piyasası Araçları

Sermaye Piyasası Araçları, Sermaye Piyasası Kanunu'nun 3. maddesinde menkul kıymet; ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Sermaye Piyasası Kurulu'nca belirlenen kıymetli evrak olarak tanımlanmıştır (İ.M.K.B, 2003:155).

Diğer sermaye piyasası araçları ise menkul kıymetler dışında kalan ve şartları SPK tarafından belirlenen evraklardır. Menkul kıymetlerin özelliklerini aşağıdaki şekilde sıralayabiliriz (Akçalı, 2002:7-8);

- Hukuken kıymetli evrak niteliğindedirler,
- Standart ve yuvarlak meblağı, misli nitelikte, SPK’ca belirlenen belli şekil şartlarına sahip kıymetlerdir,
- Çok sayıda ihraçla halka arz edilirler. Bono, poliçe gibi tek bir ticari ilişki için düzenlenmezler,
- Alacak ya da ortaklık haklarını temsil ederler,
- Dönemsel getiri sağlarlar,
- Her birinin itibari değerinin yanı sıra arz ve talebin oluşturduğu piyasa değeri vardır,
- Nama ve hamiline yazılı olabilirler.

Sermaye piyasası araçları olarak; hisse senetleri, tahviller, kar ve zarar ortaklığı belgeleri, katılma intifa senetleri, gelir ortaklığı senetleri, banka bonoları ve banka garantili bonolar, finansman bonoları ve varlığa dayalı menkul kıymetler sayılabilir. Menkul kıymetler dışında kalan ve şartları Kurulca belirlenen kıymetli evraklar ise diğer sermaye piyasası araçlarıdır. Nakitler ile çek, poliçe, bono ile mevduat sertifikaları menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası araçlarının kapsamına girmezler (Kayar, 2002:16).

Menkul kıymetler sırasıyla; Hisse Senetleri, Tahviller, Kar ve Zarar Ortaklığı Belgeleri (KZOB), Katılma İntifa Senetleri (KİS), Gelir Ortaklığı Senetleri (GOS), Banka Bonosu ve Banka Garantili Bonolar, Finansman Bonoları, Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (VDMK) şeklinde incelenecektir (Ceylan, 2001:426).

3.1.4.1. Hisse Senetleri

Hisse senedi, satın alanla ihraç eden kuruluş arasında ortaklık bağı oluşturan ve satın alana kardan pay alma, ihraç edene tasfiye anına kadar fonları kullanma hakkı sağlayan bir finansal varlıktır. Anonim ortaklıklar ile sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıklarda paylar bu finansal varlıklarla temsil ve ifade edilirler. Ancak finansal pazarlarda kolayca tedavül olanağı bulabilen pay senetleri anonim ortaklıkların pay senetleridir ve bu nedenle çoğunlukla pay senedi denilince, anonim ortaklıkların pay senetleri akla gelir (Canbaş, 1995:24).

Hisse senetleri borsada işlem görmeyen şirketler ise, dağıtılabılır karın yarısından az olmamak üzere belirlenecek birinci temettüyü nakden dağıtmak zorundadır. Satın aldığınız menkul kıymetlere, İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş.'de saklama hizmeti verilmesi zorunludur. Aracı kurumlar sadece, müşterileri tarafından verilen satış emrinin yerine getirilmesi için teslim edilen menkul kıymetlerle, müşterinin alım emri gereği satın alınan menkul kıymetleri, borsa mevzuatında belirlenen satış emrinin geçerlilik süresi ve gerçekleşen alım emrinin tasfiyesi için öngörülen azami süre içinde emanetinde tutabilir. Bu halin dışında, aracı kurum, gerek kendisine gerekse müşterilerine ait menkul kıymetleri İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. dışında hiçbir yerde tutamaz. Hisse senedi uzun dönemli ve riski yüksek yatırım aracı olarak düşünülmelidir. Hisse senedi piyasasında hangi hisse senedinin ne zaman ne yönde artacağı ve portföyünüzdeki riski dağıtmak için hangi hisse senetlerinin kullanılacağı oldukça fazla araştırma gerektirdiğinden profesyonellerden bu konuda görüş almak oldukça yararlıdır (<http://www.acar.com.tr>, 14/07/2005).

Hisse senedi, şirket sermayesinin belirli bir bölümüne karşılık gelen ve sahibine ortaklık haklarından yararlanma imkanı veren kıymetli evraktır. Bundan dolayı şirket başarılı oldukça, yatırımınızın değeri de artar. Şirket ciddi bir olumsuzluk yaşarsa, tasarruf sahibi de bu olumsuzluktan pay alır. Bir şirketin sermayesine ortak olurken, o şirketin büyüme potansiyelinden pay alabilmek temel amaçtır. Bu sebeple uzun vadeli yatırım stratejileri için daha uygundur. Şirketin büyüebileceğinin veya karlı olabileceğinin hiçbir garantisi yoktur. Şirketin değeri ile beraber hisse senedinin fiyatı yukarı veya aşağıya gidebilir. Hisse senedi yatırımcısı, büyüme ve/veya karlı olma ihtimalinden pay alabilmek için yatırım yapar. Hissedar, büyüme potansiyelinden pay alabilme ve yönetime katılabilme haklarına sahip olur.

Ayrıca hisse senedi (pay senedi)'ne sahip olanlar şu haklara da sahip olurlar (Parasız, 2000:235-236);

- Hisse senedi, şirket sermayesinin belirli bir kısmını temsil eder, sahibine; şirket karından pay alma, şirket yönetimine katılma, oy kullanma, rüçhan hakkı, şirket faaliyetlerini bilme gibi haklardan yararlanma olanağı sağlar,
- Hisse senedi aynı zamanda şirkete özkaynak niteliğinde finansman sağlayan araçtır,
- Şirket bakımından her hisse senedi bir 'hukuki birim' oluşturur. Bu nedenle hukuken bölünmesi mümkün değildir.

3.1.4.2. Tahviller

Tahvil, devletin ve firmaların dış finansman gereksinimlerini karşılamak için çıkardıkları uzun vadeli bir borç senedir. Bu senet, belirli bir fonun, belirlenmiş bir dönem için, saptanan bir faiz fiyatı üzerinden kullanılması ve dönem sonunda bir defada veya başka bir ödeme şekli ile geri verilmesi taahhüdünü içeren dolaysız bir finansal varlık, bir sermaye pazarı aracıdır (Canbaş ve Doğukanlı, 1995:38).

Kamu borçlanma aracı dışındaki tahvillerin ihraç ve halka arzı için Kurul'a kaydettirilmesi gereklidir. Tahvillerin kurul kaydına alınmasına ilişkin esaslar Seri:II No:13 Tebliğ ile duyurulmuştur. İhraççıların ihraç edecekleri tahvilleri kurula kaydettirmeleri zorunludur. Genel ve katma bütçeli idareler ve T.C. Merkez Bankası'nca ihraç edilecek tahviller için kurul'a kayıt yapılması gerekmez. Kayda alınan tahvillerin satışına ilişkin olarak bir satış belgesi düzenlenir. Kayıt belgesinin, Kurul'un kayda alma tarihinden itibaren en geç 15 gün içinde alınması zorunlu olup, bu belge alınmaksızın ihraç ve satış işlemlerine devam olunamaz. Kurul gerekli hallerde bu süreyi uzatabilir (İ.M.K.B, 1997:21).

Burada üzerinde durulması gereken diğer bir konuda tahvillerin derecelendirmeleri konusudur. Tahvilde derecelendirme, tahvilin kalitesinin saptanması amacıyla, geri ödemede gecikme olasılıklarının küçüklüğüne ya da büyüklüğüne göre, tahvilin kalitesini temsil eden bir sembol vermekle, tahvillerin yukardan aşağıya doğru sıralanması işlemidir. Tahvil dereceleri, analistlerin geleceğe ilişkin subjektif yargılarını da içermektedir. Ancak yinede yatırımcılar tarafından dikkatle izlenerek tahvil getirilerini etkilemektedir. Özellikle bir tahvile verilen bir derecenin değiştirilmesi tahvilin piyasa fiyatını ve getirisini büyük ölçüde değiştirmektedir (Yükçü, 1999:1055-1056).

Yatırımcı tahvile yaptığı yatırımdan dolayı bir takım getiriler beklemektedir. Burada tahvile yapılan yatırımların riskleri ve avantajları da bilinmelidir. Tahvile yapılan yatırımın taşıdığı riskler aşağıdaki şekilde sıralanarak açıklanabilir (<http://www.acar.com.tr>, 14/07/2005).

- **Geri Ödeme Riski:** Anaparanın ve faizin yatırımcıya geri dönüşü tahvili ihraç eden tarafından garanti edildiği için, bu kuruluşun güvenilirliği tahvilin riskliliğini etkiler. Tahvil şirket tarafından çıkarıldığında, şirketin iflas etmesi durumunda şirket borcunu ödeyemeyebilir. Devlet Tahvilleri'nde bu risk çok düşük olduğu için, şirket tahvillerinin getirisi Devlet Tahvilleri'nden daha yüksek olur. Fakat Türkiye'de Devlet Politikası, genel ekonomik konjonktür, şirket tahvillerine vergi avantajları sağlanmaması gibi nedenlerden dolayı, şirketler için bu işlem yüksek maliyetli olmaktadır. Dolayısıyla ülkemizde Özel Sektör Tahvili uygulamasına pek rastlanmamaktadır.

- **Faiz Oranı Riski:** Faizlerdeki artış bonoların değerini kaybetmesine neden olurken, faizlerdeki düşüş bono fiyatlarının yükselmesine neden olur.

- **Politik Risk:** Ülkenin politikasındaki tutarsızlık, tahvillerin fiyatının düşmesine neden olabilir. Ayrıca para birimindeki dalgalanmalar ve ekonomideki istikrarsızlık da tahvil fiyatlarını olumsuz etkiler.

Tahvile yatırım yapmanın bazı avantajları vardır. Bu avantajlar aşağıdaki şekilde sıralanabilir (Canbaş, 1995:38);

- Düşük maliyet ve finansal kaldıraçtan yararlanma fırsatı, enflasyon etkisiyle anapara değerindeki azalma ve yönetimin paylaşılabilmesi gibi konularda yatırımcısına avantaj sağlar,
- Tahvil yoluyla finansman yönteminde likidite sorunu borç alan ve borç veren açısından oldukça hafifletilmiştir. İkincil pazarlarda tahvillerin istenildiği anda paraya dönüştürülmesi imkanı vardır,
- Taşyana yazılı tahvillerin işletmenin ortakları tarafından satın alınması halinde, bunlar lehine bir vergiden kaçınma olanağı doğar.

3.1.4.3. Kar ve Zarar Ortaklığı Belgeleri (KZOB)

14 Temmuz 1992 tarihli Resmi Gazetede yayımlanıp yürürlüğe giren Tebliğe göre, ortaklıklar, kar ya da zarara ortak olmak üzere, iştigal sahalarına giren tüm faaliyetlerin getirdiği finansman ihtiyaçlarını karşılamak için, yurt içinde ve yurt dışında satılmak üzere “Kar ve Zarar Ortaklığı Belgesi” (KZOB) adı altında menkul kıymetler ihraç edebilirler ve halka arz yoluyla satabilirler. Kar ve zarar ortaklığı belgelerinin çıkarılmasındaki temel amaç, menkul kıymetler piyasasında değişime konu olan araçları çoğaltmak ve çeşitlendirmektir. Bunun yanı sıra kar ve zarar ortaklığı belgelerinin kendine özgü bir menkul kıymet olarak, faiz dışı kazançta uygun bir yönü vardır (Parasız,2000:238). Bu belgeler, kar ve zarara katılma ve ortaklık hakkı vermekle beraber, pay senedi sayılmazlar. Çünkü (İ.M.K.B, 2003:164-165);

- Kar ve zarar ortaklığı belgeleri sahiplerinin, şirket yönetiminde oy hakları yoktur,
- Bu belgeler vadeli olup, vade sonunda anapara ve kâr payı geri ödenmektedir. En kısa vade 3 ay en uzun vade 7 yıldır. KZOB’lar 1.000.000 TL ya da katları tutarında hamiline ya da nama yazılı şekilde ihraç edilebilir. Bu tür belgelerin kara iştirakli tahvillerle de hiçbir ilgisi yoktur. Çünkü zarar durumunda senet sahibinin zarara katılması söz konusudur. Kar ve zarar ortaklığı belgelerinin çıkarımı ve düzenlenmesi Sermaye Piyasası Kurulu’nun iznine tabidir. Bu belgelerin tutarları ihraç ve ödeme koşulları ile diğer nitelikleri Kurul tarafından belirlenmektedir. Menkul kıymet alım-satımı ile uğraşan ortaklıkların bu belgeleri ihraç etmeleri yasaklanmıştır.

KZOB’ların yeniden yapılandırılması çerçevesinde Sermaye Piyasası Kurulu’nca “Kar ve Zarar Ortaklığı Belgelerinin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ”, sektörün bu konudaki görüşleri de dikkate alınarak revize edilmiştir. Yeniden hazırlanan Tebliğ ile Kar ve Zarar Ortaklığı Belgeleri için aşağıda sıralanan düzenlemeler yapılmıştır (<http://www.spk.gov.tr/17/07/2005/HaberDuyuru/htm>);

- Mevcut düzenlemede KZOB’ların sadece Türk lirası üzerinden ihraç edilebilmelerine imkan sağlanmışken yeni Tebliğ ile, yurt içinde satılmak üzere Türk lirası üzerinden veya yabancı paraya endeksli, yurt dışında satılmak üzere ise Türk lirası veya yabancı para üzerinden ya da yabancı paraya endeksli KZOB ihracına olanak tanınarak, hem

yatırımcıların kur riskinden korunması hem de yurt dışında çalışan vatandaşlarımızın tasarruflarının bu araçlar yoluyla ülkemizde değerlendirilmesi hedeflenmektedir,

- Bir aydan başlamak üzere yedi yıla kadar vadeli KZOB ihracına imkan sağlanarak yatırımcılara değişik vade seçenekleri sunulmuştur,

- Yatırımcıların korunması amacıyla kamuyu aydınlatma sisteminin gereği olarak izahname ve sirküler düzenleme esasları belirlenmiş, ihraççıların mali durum ve faaliyet sonuçlarına ilişkin bilgilerinin, ilgili bağımsız denetim kuruluşlarınca verilen raporlara uygun olarak hazırlanması zorunluluğu getirilmiştir,

- Bir yıldan uzun vadeli halka arz edilen KZOB'ların satış süresinin sonundan itibaren 30 gün içinde kote edilmeleri zorunluluğu kaldırılarak, şirketin istemesi halinde borsaya başvuruları düzenlenerek istenmesi halinde bu araçlara ikinci el piyasa yaratılması hedeflenmiştir,

- Tebliğ ile bir yıldan uzun vadeli KZOB'lar için yıl sonlarında kar edilmiş olmak kaydıyla KZOB'lara düşen karın %75'ine kadar kısmının kar payı avansı olarak ödenmesi imkanı getirilmiştir. Bu suretle yatırımcıların KZOB vadesini beklemeden yıl bazında paylarına düşen kar payının büyük bölümünü her yıl alabilmeleri sağlanmıştır. Örneğin; 1 milyar TL'lik 3 yıl vadeli ve %50 avans ödemeli bir KZOB alan yatırımcının, ilk yılın sonunda payına düşen kar payı tutarının 600 milyon TL olduğunu varsayarsak ihraççı, söz konusu yatırımcıya, hesap dönemini takip eden 5'inci ayın sonuna kadar hak kazandığı kar payı tutarının %50'si olan 300 milyon TL'yi kar payı avansı olarak ödeyecektir. İkinci yıl şirketin zarar etmesi sebebiyle yatırımcının payına düşen zarar miktarının 200 milyon TL olduğunu varsayarsak, bu tutar yatırımcıdan tahsil edilmeyecek, vade sonuna kadar beklenecektir. Vade sonu olan 3'üncü yılda şirketin kar etmesi sebebiyle yatırımcının payına düşen kar payı tutarının 400 milyon TL olduğunu varsaydığımızda, ikinci yıldan yatırımcının payına düşen 200 milyon TL'lik zarar tutarı, 400 milyon TL'lik bu yıl karından düşülecektir.

Yatırımcı açısından KZOB'ların yararları şöyle sıralanabilmektedir (Doğukanlı ve Canbaş, 1995:64);

- Yatırımcılar kendi inançları doğrultusunda faiz değil kar payı almaktadırlar,

- Kar payı bazı durumlarda faiz, oranından yüksek olabilmektedir,

- Verilen fonlar belirli süre sonra geri alınabilmektedir.

Buna karşın KZOB yatırımcısının gelir garantisi olamadığı gibi aynı zamanda zarar etme riski bile vardır. Öte yandan, şirketin karına ve zararına ortak olan yatırımcının, yönetimde söz sahibi olamaması bu aracın yatırımcı açısından en önemli sakıncasını oluşturmaktadır (Doğukanlı ve Canbaş, 1995:64).

3.1.4.4. Katılma İntifa Senetleri (KİS)

Nakit karşılığı satılmak üzere, ortaklık haklarına sahip olmaksızın kardan pay alma, tasfiye bakiyesinden yararlanma, yeni pay alma haklarını sağlayan anonim

ortaklıklarca çıkarılan menkul kıymetlerdir. Katılma İntifa Senetleri (KİS) nama yazılı olabileceği gibi hamiline yazılı olarak da çıkarılabilmektedir. Esas sözleşmede hüküm bulunmak koşuluyla, genel kurul kararı ile süresiz olarak çıkarılabilir. Ortaklıkların çıkarabileceği KİS tutarı, ödenmiş sermayeleri ve yedek akçeleri toplamından çok, bu toplamın altıda birinden az olamaz (Coşkun, 2005:293).

Bu tür senetlere sahip olan kişiler, işletmede hisse sahibi değilse, işletmenin ortağı da değildir. Bu nedenle, işletmede hisse sahibi olmayan yatırımcıların tüm ortaklık haklarını kullanmaya, seçmeye ve seçilmeye de hakları yoktur. Yararlanma senetlerinin sağladığı haklar şunlardır (Ceylan, 1998:444);

- Net kara ortak olmak,
- Ana sözleşmede hüküm varsa tasfiye bakiyesine katılma,
- Sermaye artırımında yeni hisse alma hakkı.

Katılma intifa senetleri belli bir nominal değerde çıkarılır ve bunun alt sınırı 1.000 TL olup. Bunun katları şeklinde değerleri serbestçe belirlenir. Kar dağıtımında, önce ödenmiş ortaklık sermayesi ile ödenmiş KİS sermayesinin toplamı içinde KİS sermayesinin toplam sermayeye oranı bulunur. Vergi ve birinci kanuni yedek akçe düşüldükten sonra kalan dağıtılabilir kar içinde, bu orana göre KİS sahiplerine düşen kar payları hesaplanır KİS ortaklarına bu şekilde ayrılan kardan, kurulca saptanmış oran ve miktarda birinci temettü tutarında KİS kar payı ödenir. KİS ortağı olanlara birinci temettüye ek olarak sağlanabilecek diğer menfaatler esas sözleşmede yer alır (İ.M.K.B, 2003:165).

3.1.4.5. Gelir Ortaklığı Senetleri (GOS)

Gelir Ortaklığı Senedi; Kamu kurum ve kuruluşlarına (Kamu İktisadi Kuruluşları ve İktisadi Devlet Teşekkülleri dahil) ait altyapı tesislerinin gelirlerine gerçek ve tüzel kişilerin ortak olması için çıkarılacak senetler olarak tanımlanmaktadır. Bunlar kamu kurum ve kuruluşlarının gelecekte elde edeceği gelirlerden pay vermek üzere hükümet tarafından çıkarılan menkul değerlerdir (Fettahoğlu, 1998:87).

Gelir ortaklığı senedi ulaşım, haberleşme, enerji kesiminde kamuya ait olan alt yapı tesislerinin gelirlerini ilgilendirmektedir. Bu gibi tesislerin mülkiyeti ve işletmesi ile ortaklık senedi alanların hiçbir ilgisi yoktur. Gelir ortaklığı senetleri, hukuki statüsü itibarıyla adındaki “ortaklık” ibaresine rağmen, değişken faizli bir tahvil özelliği taşımaktadır. İstenildiği an paraya çevrilebilir, genellikle üç ya da beş yıl vadeli ve başlangıç yıllarında vergiden muaf tutulmuştur. Kanunda tanımlanan menkul kıymetler arasına gelir ortaklığı senetlerinin de dahil edilmesine ihtiyaç duyulmasının nedenleri aşağıdaki gibi sıralanabilir (Parasız, 2000:242);

- Altyapı yatırımlarına devlet bütçesi dışında kaynak sağlamak,
- Soyut nitelikte olan devlet tahvil ve hazine bonusu yerine somut imajı olan köprü ve barajların adlarını kullanarak daha kolay borçlanmak,

- Küçük kupürler çıkararak sermaye piyasalarının yararlanacağı yeni bir araç yaratmak,
- Özellikle faiz geliri elde etmekten çekinen ve haram sayan tasarruf sahiplerine gelir ortaklığı ismini kullanmak suretiyle ulaşmak,
- Enflasyon hızı aşağıya çekildiğinde, yüksek ve sabit faizli devlet tahvillerinin hazineye getirdiği faiz yükünü hafifletmek.

Gelir ortaklığı senetleri Menkul Kıymetler Borsaları Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu'nun uygulaması açısından menkul kıymet addolunur ve ilgili mevzuat esaslarına göre Menkul Kıymetler Borsasında kote edilebilir. Gelir Ortaklığı senetleri “ana senet” ve buna bitişik “kuponlar”dan oluşur, Ana senet ve kupon bölümünde aşağıdaki hususlar belirtilir (<http://www.uyap.adalet.gov.tr>, 26/06/2005);

- Altyapı tesisinin adı,
- Senedin itibari kıymeti,
- Senedin süresi,
- Tertip ve seri numarası,
- Kurul kararının tarihi ve numarası,
- İdarece gerekli görülen diğer hususlar,
- Temsil ettiği yıl.

3.1.4.6. Banka Bonosu ve Banka Garantili Bonolar

Çalışmamızın bu kısmında Banka Garantili Bonolar ve Banka Bonoları açıklanacaktır;

3.1.4.6.(1). Banka Garantili Bonolar

Sermaye Piyasası Kanunu'nun Seri III No:3 Tebliği ile Kalkınma ve Yatırım Bankaları'nın sermaye piyasasından kaynak sağlamak amacıyla banka bonoları çıkarabilecekleri ifade edilmiştir. Bankaların çıkarabilecekleri bonoların, nominal değerinin toplamı, bankanın onaylı bilançosunda görülen ödenmiş sermayesi ile ihtiyatları toplamından varsa zararlar düşüldükten sonra kalan tutarın üç katını aşamaz. Banka garantili bonolar; Kalkınma ve Yatırım Bankalarından kredi kullanan ortakların, bu kredilerin teminatı olarak borçlu sıfatı ile düzenleyip alacaklı bankaya verdikleri emre yazılı senetlerden, bu krediyi kullandırmış olan bankaca kendi garantisi altında ihraç edilen Sermaye Piyasası araçlarıdır. Satış tarihi itibariyle vadelerinden en az 60, en çok 720 gün kalmış olması gerekir (Şakar, 1998:133).

Banka garantili bono üzerindeki kayıt, garanti veren bankayı, borçlu ile aynı şartlarda ve derecede sorumlu hale getirir. Banka garantili bono hamili, ödeme için,

protestoya gerek kalmaksızın, garanti veren bankaya, doğrudan başvurabilir. Banka garantili bonoların ikincil piyasalarda alım-satımları mümkündür (Ceylan, 1998:469).

Tedavül limiti, bankanın ilgili Tebliğ hükümlerine göre satabileceği bonolardan herhangi bir anda dolaşımda bulunabilecek azami tutarı (nominal) belirler. Dolaşım limiti, bankanın yetkili organlarınca onaylanmış son bilançosunda görülen ödenmiş sermayesi ve yeniden değerlendirme değer artış fonu toplamından varsa zararların düşülmesinden sonra kalan miktarı geçemez. İhraç edilecek bonoların nominal değerinin, 5.000.000 TL den az olmaması gerekir. Banka bonusu ve banka garantili bonolar piyasada, menkul kıymet arzındaki darlığı giderme açısından duyulan ihtiyacı karşılama işlevini yerine getirmeyi sürdürmektedirler (Parasız, 2000:243).

3.1.4.6.(2). Banka Bonoları

Banka bonoları; bankaların borçlu sıfatıyla düzenlediği emre yazılı senetlerdir. Sermaye Piyasası Kurulu tarafından verilen izin ile bunların halka satışı mümkündür. Mevduat toplayan bankalar banka bonusu çıkaramazlar. Banka bonolarının satışın yapıldığı tarihte vadesine en az 90 gün, en çok 360 gün kalmış olması gerekir (Akçalı, 2002:14).

Bonoların ihraç kararı, özel sektöre mensup bankaların genel kurulları, devlet bankalarında ise, yönetim kurulları tarafından alınır. Halka arz yoluyla satılacak bonoların, kurul kaydına alınmasından sonra, onaylanmış izahnamenin Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi ile Türkiye çapında yayım yapan gazetelerde ilanı gerekmektedir. Eğer bonolar halka arz edilmeksizin satılacaksa, bu konuda gerekli olan izahname ve sirküler düzenlenemez (Ceylan, 1998:468).

3.1.4.7. Finansman Bonoları

Batı ülkelerinde “commercial paper” olarak adlandırılan ve vadelerinin kısalığı nedeni ile para piyasası aracı olarak kabul edilen finansman bonolarının ihraç koşulları Sermaye Piyasası Kurulu tarafından düzenlenmiştir. Finansman bonoları, ihraççıların borçlu sıfatıyla düzenleyip Kurul kaydına alınmak suretiyle ihraç ederek sattıkları emre ya da hamiline yazılı menkul kıymet niteliğindeki kıymetli evraktır. İskontolu olarak ihraç edilir (Parasız, 2000:243).

Finansman bonolarının vadesi 60 günden az 720 günden fazla olmamak üzere ihraççı tarafından belirlenir. İhraççılar; anonim ortaklıklar, mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınanlar dahil kamu iktisadi teşebbüsleri, mahalli idareler ile bu idarelerle ilgili özel mevzuat uyarınca faaliyet gösteren kuruluş idare ve işletmeleri olarak tanımlanmıştır. Finansman bonolarında ayrı bir faiz ödemesi yapılmamakta ve bunların satışında iskonto esaslı uygulanmaktadır. Dolayısıyla satılan finansman bonolarının üzerinde yazılı bedel, anaparayı ve faizi kapsamaktadır. Vadelerine göre en yüksek iskonto oranı, ortaklık tarafından serbestçe belirlenerek Sermaye Piyasası Kurulu'na önerilmektedir. Ancak yine de bu oranın tamamen serbest bir ortamda belirlenmediği de bir gerçektir. Zira eğer kurul ortaklık tarafından belirlenen oranı yüksek bulursa düşürme yetkisine de sahiptir (Fettahoğlu, 1998:93). Finansman bonolarının ihraççıları açısından taşıdığı önem dolayısıyla bu bonoların teminatlarının da bilinmesi gereklidir.

Finansman bonoları teminatlarına göre aşağıdaki şekilde gruplandırılabilir (<http://www.spk.gov.tr>, 7/ 7/ 2005);

- Garanti kaydı taşımayan finansman bonoları: A tipi,
- İhraççıya karşı taahhüt edilmiş banka kredisi ile desteklenmiş (banka destek kredisi, ihraççının finansman bonusu bedellerinin ödenmesi için bankanın kısmen veya tamamen kullandırmayı taahhüt ettiği krediyi ifade eder) Finansman bonoları: B tipi,
- Banka garantisi taşıyan finansman bonoları: C tipi,
- Hazine garantisi taşıyan finansman bonoları: E tipi,
- Bir anonim ortaklığın müşterek borçlu ve müteselsil kefil sıfatıyla ödeme vaadini ihtiva eden finansman bonoları: F tipi, adları altında düzenlenir.

3.1.4.8. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (VDMK)

Varlığa dayalı menkul kıymet, şirket aktiflerinin menkul kıymetleştirilerek halka satılmasından doğmaktadır. Menkul kıymetleştirme, kredi veren kurumun veya kredili satış yapan firmanın, kredi işleminden doğan alacağını satması ve alacağın, söz konusu alacağa bağlı olarak çıkarılan menkul değerleri satın alan yatırımcılar tarafından finanse edilmesidir. Menkul kıymetleştirme, alacakların toplanıp alacak portföyü oluşturulup menkul değere dönüştürülmesini ve yatırımcıya satışını içerir (Akgüç, 1994:566).

Menkul kıymetleştirme (securization) uygulaması ile çok sayıda borçlunun bulunduğu, belli bir zamana yayılmış belgelenmiş alacak kalemleri ile aktifin diğer bir bölümünü oluşturan duran varlıkların yeni kıymet haline getirilerek alım-satım yapılabilmesi, söz konusu olabilmektedir. Şimdiye kadar menkul kıymetler, ortaklık bilançolarının pasifine bağlı olarak çıkarılırken menkul kıymetleştirme ile bilanço aktiflerine bağlı menkul kıymet çıkarılabilmesi de söz konusu olmuştur. İhraççılar (VDMK)'ları bankalar, anonim ortaklıklar, finansal kiralama kuruluşları, genel finans ortaklıkları, KİT'ler den alabilirler. Banka dışındaki ihraççılardan banka garantisi istenir. Genel finans ortaklıkları ve bankalar bu alacakları temellük edebilirler. İhraç edilecek varlığa dayalı menkul kıymetlerin (VDMK) konusunu oluşturabilecek alacak tipleri şunlardır (Parasız, 2000:244-245);

- Bankaların gerçek kişilere açmış oldukları tüketici kredileri ve T.C Ziraat Bankası'nın açtığı tarım kredileri,
- Konut kredileri,
- Finansal kiralama işlemlerinden doğan alacaklar,
- Factoring işlemleri yapan ortaklıklarca temerrüt edilen ihracat karşılığındaki belgeye dayalı alacaklar,
- Tüketici kredileri,

- İhracat işlemlerinden doğan alacaklar,
- Bankaların kullandırdıkları krediler ve özel finans kurumlarının açmış oldukları, fiilen ihracatta kullandırdıkları krediler ile faktoring işlemleri yapan anonim ortaklıklarca temellük edilen ihracat karşılığında belgeye dayalı alacaklar,
- Tarım Kredi Kooperatifleri aracılığıyla verilen bireysel kredilere ilişkin olarak T.C. Ziraat Bankası'nın senede bağlanmış alacakları,
- T. Halk Bankası'nca esnaf ve sanatkarlarla küçük işletmelere açılan ihtisas kredileri,
- Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföydeki gayrimenkullerinin satış veya satış vaadi sözleşmelerinden kaynaklanan senetli alacakları.

3.1.5. Türkiye'deki Sermaye Piyasası ve Türkiye'ye Gelen Sermaye Akımlarının Etkinliği

Gelişmekte olan ülkelerde sermaye piyasalarının oluşumundaki temel işlevsel nedenlerinden biri şirketlere yeni bir finansman olanağı sağlayabilmek, diğeri de tüm ekonomik birimlere karar almalarında yardımcı olabilmektir. Bunun içinde sermaye piyasası sisteminin gelişmekte olan ülkeler açısından ayrı ayrı ele alınması ve her ülkenin yapısal sistemi incelenerek bir yön verilmesi gerekir (Stiglitz, 1998:66).

Türkiye'de gelişmekte olan bir ülke olduğu için sermaye piyasası sisteminin gelişmesi yönünde son yıllarda büyük atılımlar yapılmıştır ancak henüz yeterli düzeye ulaştığı söylenemez .

Türkiye 1980'li yıllara kadar içe dönük bir sanayileşme stratejisi uygulamıştır. 1970'lerin sonunda ortaya çıkan ödemeler bilançosu problemleri dış ticaret ve sermaye bilançosunun serbestleştirmesine dönük reformların yapılması sonucunu doğurmuştur.

Bu reformlarla dış denge problemlerinin ortadan kaldırılıp, ülke içindeki finansal araçlar yardımıyla yurtiçi kaynaklarının yatırımlara doğru yönlendirilmesi amaçlanmıştır. Türkiye ekonomisinde yaşanan serbestleşme süreci şu şekilde özetlenebilir. Dış ticaret ve sermaye bilançosunun serbestleştirilmesine ilişkin reformların önemli ayaklarından birisi kur rejimine ilişkindir. 24 Ocak 1980 kararlarına kadar, kontrollü ve katlı kur politikası uygulayan Türkiye, bu tarihte aldığı kararlar çerçevesinde, TL'nin yabancı paralar karşısında değerini düşürerek daha gerçekçi ve esnek bir kur rejimine geçmeye karar vermiştir. 1984 yılında kur rejiminde çok önemli bir değişiklik yapılarak yerleşiklere ticari faaliyetler karşılığında edinilmiş dövizlerin banka hesaplarında ilk defa olarak mevduat olarak hesapların tutulması imkanı getirilmiştir (<http://www.bilkent.edu.tr>, 17/07/2005).

Ancak özellikle sermaye hareketleri açısından serbestleşmenin “doruğa ulaştığı” an 1989 Ağustos ayında döviz ve efektif hareketler üzerindeki kısıtlamaların hemen hepsinin kaldırılmasıdır. Bu karar ile yerleşik olmayanlara da döviz mevduat hesabı açma hakkı tanınmış ve TL için konvertibiliteye geçilmiştir. Getirilen diğer bir yenilik: gayri menkuller ve aynı haklar üzerindeki blokaj hükmünün kaldırılmasıdır. Ayrıca bankaların özel dış borçlanmalarının önünün açılması, altın ithalinin serbestleştirilmesi

de getirilen diğer bir yeniliktir. Türkiye'ye gelen uluslararası sermaye hareketlerinin etkileri konusunda önemli bir literatür oluşmuştur. Bunların önemli bir kısmı Türkiye'ye gelen uluslararası sermaye hareketlerinin etkilerini ekonomik krizler çerçevesinde ele almaktadır. Kriz çerçevesi dışında uluslararası sermaye hareketlerinin Türkiye ekonomisi üzerinde etkilerine ilişkin çalışmaların sonuçları da şu şekilde özetlenebilir: Türkiye'de uygulanan finansal serbestleşme programının sermayenin maliyetini arttırdığını (faizlerin yükselmesi) ancak, kredi kısıtının ortadan kaldırılması yoluyla da ekonomiye pozitif etki yaptığı sonucuna ulaşılmaktadır. Türkiye ekonomisinde uygulanan finansal liberalleşme politikalarının finansal kesim ile reel kesim (üretim) arasındaki ilişkiyi zayıflattığı sonucuna ulaşılmıştır. Türkiye'de uygulanan finansal liberalleşme politikaları sonucunda, liberalleşme dönemi öncesine göre firmaların sermaye kısıtı açısından herhangi bir gelişme olmadığı sonucuna ulaşılmıştır (Kula, 2003:145-146).

1988 yılında döviz ve efektif piyasaları, 1989 yılında döviz karşılığı altın piyasası kurulmuştur. 1992 yılında uluslar arası borsa federasyonuna üye olunarak uluslar arası borsa olma niteliğini kazanmıştır. Daha sonraki tarihlerde sermaye piyasasının geliştirilmesine yönelik hukuksal ve yapısal düzenlemeler devam etmiştir (Ünsal, 2003:197).

Bu dönemden sonra, artık çok radikal yapısal düzenlemelere gidilmemiş, var olan düzenlemelerin günün şartlarına göre yeniden gözden geçirilmesine ve eklemelere gidilmiştir. Aslında T.C.M.B'nin 1990 yılında uygulamaya koyduğu "para programları" ile finansal liberalleşmeyi tamamen kontrolüne almıştır diyebiliriz. 1990'dan 1995' yılına kadar tam açık kambiyo rejimi hakim olmuştur. Bu dönemde, özel sektörün toplam dış borçlar içindeki payı artmaya devam etmiş ve 1995 yılında %30'a ulaşmıştır. Bu oran sermaye hareketlerinde özel sektörün yönlendirici rol oynamaya başladığının önemli bir göstergesidir (Öztürk, 2003:24).

Türkiye 1980 sonrası dönemde hızlı bir finansal serbestleşme politikası ve sermaye hareketlerinde de özel sektörü özendirici politikalar izlemiştir. Finansal serbestleşme sürecinden üç olumlu sonuç beklenmektedir. Kredi hacmi genişleyecek, ulusal faiz oranı düşecek, sermayenin reel maliyeti düşecek ve uluslararası düzeye yaklaşacaktır. Yatırımlarda dolayısıyla genişleyecektir. Türkiye'de bu söz konusu olmamıştır. 1990 yılından 2002 yılı sonuna kadar Türkiye'de mevduat bankalarının kredilerinin Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH)'ye oranına bakılırsa anlamlı bir sıçrama olmamıştır. (<http://www.bilkent.edu.tr>, 17/07/2005).

Ayrıca Türkiye'deki sermaye piyasasında faaliyet gösteren yatırım fonları konusu da 1980 yıllardan itibaren Türkiye'de gelişme göstermiş ve bu fon piyasası da ayrıntılı olarak incelenmesi gereken bir konu olarak, ekonomik sistemdeki yerini almıştır.

3.2. GENEL OLARAK YATIRIM FONLARI

Yatırım fonları, birçok bireysel yatırımcının parasını bir havuzda toplayan ve onlar adına portföy yönetimi yapan finansal kurumlardır. Fon yönetim şirketlerinde, profesyonel portföy yöneticileri yatırım kararlarını yatırımcılar adına vermektedir. Yatırım fonlarının son yıllarda artan Sermaye Piyasaları'daki rekabette önemli rol oynayan bir faktör olması da bu konunun önemini bir kat daha arttırmaktadır. Bu bölümde; yatırım fonu kavramı ve oluşumu, benzer oldukları düşünüldüğünden dolayı yatırım fonu ve yatırım ortaklıkları konusu, yatırım fonları kuruluş ve faaliyet şartları, yatırım fonlarının portföy değerleri, yatırım fonlarının yönetim yapısı, yatırım fonlarının yatırımcılara ve sermaye piyasalarına sağladığı katkılar, yatırım fonlarının vergilendirilmesi ve muhasebesi konuları incelenecektir.

3.2.1. Yatırım Fonu Kavramı ve Oluşumu

Yatırım Fonları temelde aynı finansal hedef ve amaçları benimseyen kişiler için onlar adına yatırım yapan oluşumlar özelliğini taşımaktadırlar. Ülkemiz uygulamasında Yatırım Fonlarının yasal dayanağını 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 37. ve 38. maddeleri oluşturmakta ve tüzel kişiliği bulunmayan bu oluşum “Sermaye Piyasası Kanunu hükümleri uyarınca halktan katılma belgeleri karşılığında toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inanca dayalı mülkiyet esaslarına göre sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföyünü işletmek amacı ile kurulan mal varlığı” şeklinde tanımlanmaktadır. Yatırım fonlarının kurulması ve faaliyete geçmesi ile faaliyetlerini gerçekleştirirken uyması gereken kurallar, Sermaye Piyasası Kanunu ile Kanunun verdiği yetkiye dayanarak Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirlenmektedir. Kanun ile yapılan genel tanımlama gereği kurul tarafından yayınlanan düzenlemeler halen menkul kıymetler ile kıymetli madenlerden oluşan portföyleri işletmek üzere kurulan yatırım fonlarına yönelik bulunmakta ve fon mal varlığının, yerli ve yabancı hisse senedi ile borçlanma senetleri, ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve kıymetli madenler ile bunlara dayanılarak ihraç edilmiş bulunan sermaye piyasası araçları, repo, ters-repo, future, opsiyon sözleşmelerinden oluşması öngörülmekte ve de bunlardan oluşan portföyü işletmek dışında başkaca bir işle uğraşmalarına izin verilmemektedir (Kırman, 1999:15-16).

3.2.1.1. Yatırım Fonu ve Yatırım Ortaklıklarının Farkı

Sermaye piyasasına etkinlik katmak için aynı tarafta yer alan her iki kurum arasında ortak noktalar oldukça fazladır. Özellikle amaçları aynıdır. Yatırım Ortaklıkları menkul değer portföyü işletmek amacıyla kurulmuş bir ortaklıktır. Sermayesi ihraç ettiği hisse senetlerinden oluşur. Aynı açıdan yatırım fonlarına baktığımızda; farklar daha net görülebilir. Yatırım fonları bir anonim ortaklık gibi şirket şeklinde kurulmazlar sadece mal varlığıdır. Yatırım fonlarında hisse senedi yerine belge sahibinin fon kurucularına karşı sahip olduğu hakları taşıyan ve fona kaç pay ile katıldığını gösteren kıymetli belge niteliğinde olan katılma belgeleri vardır (Polat, 1996:17).

Yatırım fonu hisse senetleri, yatırımcılar tarafından kolaylıkla satın alınabilir ayrıca yatırımcılar çeşitli bilgi ve analizlere ulaşarak bu alımları kendileri yapabilirler.

Ama eğer yatırımcılar aracı servisleri kullanmak isterlerse bunun için belli bir komisyon ödemek zorundadırlar (İcı, 1998:24).

Yatırım fonları ile yatırım ortaklıkları arasındaki diğer bazı farklılıklar ise şunlardır (Kandır, 2001:33);

- Yatırım ortaklıkları, bağımsız ayrı bir tüzel kişiliğe sahip bir anonim ortaklık biçiminde kurulurken, yatırım fonları ayrı bir tüzel kişiliğe sahip değildir. Yatırım fonu, bir tüzel kişilik tarafından bir sözleşme çerçevesinde kurulan bir mal varlığıdır,

- Bir yatırımcı yatırım fonuna yatırım yapmak istediğinde fon, yatırımcı için yeni katılma belgeleri çıkarır. Yatırımcı, yatırım fonundaki yatırımından vazgeçmek isterse, fon; yatırımcının katılma belgelerini geri almaktadır. Buna karşılık yatırım ortaklıklarının hisselerinin sayısı sabit olduğundan, yatırım ortaklığı hissesi almak ve satmak isteyen yatırımcı, bu hisseleri kendisine satacak veya kendisinden alacak başka bir yatırımcı bulmak zorundadır.

Yatırım fonları kar dağıtımını yapamaz ancak yatırım ortaklıkları yapabilir. Katılma belgeleri fona geri satılarak nakde dönüştürülebilir ancak, Hisse senetleri ortaklığa satılamaz sadece borsada satışı mümkündür, Katılma belgeleri fon kurucularından, ATM makinalarından alınabilir, Hisse senetleri ise ancak borsada işlem yapmaya yetkili aracı kurumlarca verilen emirler ile alınabilir (Kırgız, 1999:35).

3.2.2. Yatırım Fonlarının Fonksiyonları

Sermaye Piyasası'nda yatırım yapmak isteyen yatırımcıların önünde iki seçenek vardır. Bu seçeneklerden ilki yatırımcı kendi yatırım araçlarına kendisi karar verebilir herhangi bir aracından yardım almaz ancak, bir ikinci yol daha vardır ki bu durumda yatırımcı kolektif yatırım kurumlarının hizmetlerinden yararlanabilir. Bunun içinde örneğin kolektif yatırım kurumlarından biri olan yatırım fonlarının sağladığı avantajların bilinmesi gerekir. Dolaylı ve dolaysız yatırım seçenekleri arasında karar vermek her zaman zor değildir, örneğin yatırımcı alımda genelde minimum tutarların söz konusu olduğu para piyasası araçlarına yatırımda bulunmayı isteyebilir, özel sektör ve kamu sektörü tahvillerine yatırım yapmak isteyen, aynı zamanda çeşitlendirme ve likidite isteyen bir yatırımcı için de seçenekler çok sınırlıdır. Eğer yatırımcı çeşitlendirmeyi sağlayacak kadar büyük bir portföye sahip değilse tahvil konusunda uzmanlaşmış bir yatırım fonuna yatırım yapmayı tercih edecektir. Ancak dolaylı ve dolaysız yatırım kararına etkide bulunabilecek etkenler bu kadar belirgin değilse avantaj ve dezavantajların daha iyi belirlenmesi gerekir. Kolektif yatırım kurumları içerisinde ele alınan yatırım fonlarının fonksiyonları bu çerçevede dahilinde şu alt başlıklar altında incelenebilir (Karacabey, 1998:47-48);

- Sinerji ve Ölçek Ekonomisi,
- Çeşitlendirme,
- Profesyonel Portföy Yönetimi.

3.2.2.1. Sinerji ve Ölçek Ekonomisi

İki veya daha fazla firmanın bir araya gelerek birleşmeleri halinde elde edilecek toplam piyasa değeri, her bir firmanın bireysel değerlerinin toplamından daha yüksek olmaktadır. Biz buna büyüme yoluyla sinerji yaratma diyoruz. Büyümede veya birleşmede sinerji etkisinin ortaya çıkmasını şu nedenlerle açıklayabiliriz (Türko, 2002:579);

- Firmalar faaliyetlerini sürdürürken gerek üretim gerekse satış safhalarında birçok sabit gider yapmak zorundadırlar. Birleşme veya büyüme sonucunda optimal kapasiteye ulaşacağından sabit giderlerle azalma sağlanabilecektir.

-Büyüme firmanın piyasa payını arttırdığı gibi rekabet gücünü de arttırmaktadır. Firmaların büyüklüğünden kaynaklanan unsurlar, maliyetlerin düşürülmesi, verimlilik ve üretimin artması ve bunun sağladığı tasarrufların yarattığı olumlu sonuçlara “ölçek ekonomileri” etkileri denmektedir.

Yatırım Fonları bağlamında ölçek ekonomisi, kullanılan veya yönetilen fon miktarının artmasıyla, birim fon başına maliyetlerin düşmesi olarak tanımlanabilir. Küçük yatırımcılar için bu maliyetler oran olarak oldukça önemli olabilirler. Ancak yatırım fonları yatırımlarını büyük miktarlarda yaptıkları için, oran olarak bu maliyetler oldukça düşecektir. Benzer şekilde akılcı bir yatırım yapabilmek için gereken bilginin toplanmasının da bir maliyeti söz konusudur. Bu maliyet bireysel yatırımcı için önemli olabilirken, yatırım fonlarının portföy büyüklüğü düşünülünce bu maliyet göz ardı edilebilecek bir miktar olarak karşımıza çıkacaktır. Küçük yatırımcıların bu bilgi toplama maliyetlerine katlandıkları düşünülse bile, elde edilen bilginin etkin kullanımı da büyük miktarda yatırım yapabilen yatırım fonları için daha kolay olacaktır. Çünkü yatırım fonları, bireysel yatırımcı için pahalı olabilecek danışmanlık ve portföy yöneticiliği hizmetlerini kolaylıkla elde edebilmektedir (Karacabey, 1998:47-48).

3.2.2.2. Çeşitlendirme

Bir fonun kısa süreli sürekliliği o fonun güvenilir olduğunu yada yeteri kadar olgunlaştığını göstermez, uzun süreli devamlılık sağlayan fonlar önemli fiyat değişimleri yaratabilirler (Lavine, 1996:216). Bu nedenle fona yatırım yapan tasarruf sahipleri yatırımlarını kısa vadeli kaynaklarda olduğu kadar uzun vadeli ve güvenilir fonlarda da kullanarak riski dağıtma yoluna gidebilirler.

Riskin dağıtılması en basit anlatımla çok fazla ve değişik yapıda varlığın portföye alınması ile mümkün olmaktadır. Bu şekilde çeşitlendirilmiş portföy, bazı varlıklardan doğan kayıpların diğer varlıklardan elde edilen kazançlarla telafi edilmesini sağlayarak riskin azaltılmasına imkan tanımaktadır. Fon yöneticileri bu hizmeti profesyonelce yerine getirmektedirler. Oysa, yatırımcıların kendi başlarına böyle çeşitlendirilmiş bir portföyü oluşturmaları hem zor hem de pahalıdır. Böylece, yatırım fonları, büyük mali kurumlar ve zengin yatırımcılar için mevcut olan yatırım çeşitlendirmesi ve profesyonel yönetim imkanını küçük yatırımcılara da sunmuş olmaktadır (Kılıç, 2002:7-8).

3.2.2.3. Profesyonel Portföy Yönetimi

Yatırım Fonları, bu alanda eğitim görmüş ve bu piyasada çalışmış kişileri istihdam etmek suretiyle, katılma belgesi satın alan yatırımcılara profesyonel portföy yöneticilerinden yararlanma olanağı sağlamaktadır (Karacabey, 1998:48).

Profesyonel portföy yönetim sisteminde yönetici fon portföyü için, piyasadaki var olan değerden daha fazla bir değer ödeyerek kıymet alamaz ve fon portföyünden piyasa değerinin altında olan herhangi bir değeri de satamaz (PWC, 2001:11).

Son yıllarda yatırım yönetiminde önemli değişiklikler söz konusudur. Teori alanındaki değişmelerin yanında bilgisayar teknolojisindeki, piyasa ve yatırımcı yapısındaki gelişmeler de bu değişime neden olmaktadır. Söz konusu gelişmelerin etkisiyle yatırım yönetimi daha karmaşık rekabetçi bir yapıya bürünmüştür.

3.2.3. Yatırım Fonlarının Kapsamı

Yatırım firmaları yatırımcıların paralarını toplayan ve bunları önceden belirlenen amaçlar doğrultusunda değerlendiren firmalardır. Bu tür firmalar çeşitli finansal araçlara yatırımda bulunurlar. Firmanın yöneticileri oluşturulan portföyleri profesyonel olarak ortaklar adına yönetirler. Özellikle küçük yatırımcılara profesyonel hizmet sağlarlar. Yatırım firmaları birçok yatırımcının kaynaklarını bir araya getirirler ve sonra bunları çeşitli finansal araçlara yatırır. Bu işlemde bireysel yatırımcılar da çeşitli faydalar elde ederler. Bunlar arasında, tasarrufların profesyoneller tarafından yönetilmesi, riski iyi dağıtılmış bir portföyde payın olması ve düşük maliyetli yatırım olanaklarının bulunması sayılabilir. Yatırım firmaları tarafından yönetilen iki türlü fon'dan bahsetmek mümkündür. Bunlardan birincisi yatırım fonları (mutual funds veya open-ended funds) ve ikincisi ise yatırım ortaklıklarıdır (investment trust veya closed-end-funds). Yatırım ortaklıkları günlük olarak yeni paylar düzenleyemezler. Bu tür ortaklıkların hisseleri genellikle borsalarda işlem görür ve bu tür bir ortaklığa yatırım yapmak isteyen yatırımcılar bu ortaklığın hisselerini alarak bunu yapabilirler. Bu fonlar genel olarak daha kolay yönetilir çünkü, yatırımcılar paylarını nakde çeviremediklerinden, fon için belli bir likidite zorunluluğu söz konusu değildir. Yatırım fonlarında ise genel olarak yeni paylar çıkarılabilir ve yatırım fonlarına olan arz ve talep ne kadar pay olması gerektiğini belirler. Fonun alımı ve satımı direkt olarak bu fonu düzenleyen kuruluşça yapılır (Kıymaz, 1997:23).

Yatırım fonlarının kapsamını daha da iyi anlayabilmek için bu fon kaynaklarının Dünya'daki genel durumunun ve bazı gelişmiş ülkelerde ki uygulamalarının da incelenmesi gerekir.

3.2.3.1. Dünya'da Yatırım Fonları

Yatırım fonları 1920'lerden bu yana finans dünyasındaki önemini korumuştur. Yatırım fonları endüstrisi bir finansal başarı hikayesi olarak bu yıllardan itibaren sürekli yükselmiştir. 1930'dan beri her on yılda bir yapılan incelemelerde görülmüştür ki yatırım fonlarının toplam gelirleri hep artmıştır (Upton, 1995:2).

Yatırım fonlarının, başlangıçta hisse senetleri üzerinde yoğunlaşmalarına karşın hisse senedi fonlarının borsada asli bir işlevi olmamıştır. Öte yandan tahvil fonları toplam fonlar içinde çok küçük bir paya sahip olmuş, vergiden muaf fonların ve para piyasası fonlarının ortaya çıkışı ise 1970'leri bulmuştur (Tevfik, 1995:3).

Yatırım Fonları, tüm dünya'da çok önemli kolektif yatırım kurumları olup büyük portföyleri yönetmektedirler. Yatırım fonları, yönettikleri portföy hacmini dünya genelinde istikrarlı olarak artırmışlardır. 1995 yılında yaklaşık 5,4 trilyon dolar olan yatırım fonlarının portföy hacmi 2000 yılı Eylül ayı itibariyle 12,15 trilyon dolara ulaşmıştır (Ceylan, 2003:20). 2005 yılı itibariyle bu değer yaklaşık 14 trilyon dolardır (Özütürk, 2005:15). Yatırım Fonları içindeki en yüksek payı ise hisse senetleri oluşturmaktadır. Hisse senedi piyasalarının gelişiminde bireysel yatırımcıların, emekli sandıklarının ağırlığı, günümüzde yerini menkul kıymet yatırım fonlarına bırakmıştır. Gelişmiş borsalarda hisse senedi piyasasına yapılan yatırımların önemli bir kısmını fonlar gerçekleştirmektedir. Risk ve getiriler dikkate alındığında menkul kıymet yatırım fonları'nda biriken fon hacmi ile bankaların mevduat hacmi arasındaki farkın giderek kapandığı görülmektedir (Ceylan, 2003:20).

Portföy hacmi, gelişmiş ülkeler arasında dengeli bir dağılım göstermektedir. 2000 yılı Eylül ayında, Gelişmiş 7 Ülkenin yatırım fonlarının toplam portföy büyüklükleri (G-7 Ülkeleri, A.B.D, Kanada, Japonya, Almanya, İngiltere, Fransa ve İtalya), yatırım fonlarının tüm dünya'daki toplam portföy büyüklüğünün %80'ini oluşturmaktadır. Yatırım fonları tüm ülkelerde ve dünya genelinde sayı bakımından gelişme göstermiştir. Yatırım fonlarının, portföy ağırlıklarına benzer şekilde G-7 ülkelerin sayısı içindeki ağırlığı %43,4 gibi yüksek bir düzeydedir. Fakat G-7 ülkeleri yatırım fonlarının tüm portföy içindeki %80'lik ağırlıkları ile kıyaslandığında bu rakam düşük kalmaktadır. Buna göre G-7 ülkeleri dışındaki ülkeler de yatırım fonlarının hacimlerinin düşük düzeyde olduğu anlaşılmaktadır. A.B.D., yatırım fonlarına yapılan toplam yatırım hacmi ve toplam yatırım sayısı bakımından dünyada ilk sırada bulunmaktadır. Tüm dünya'daki yatırım fonları portföyünün %60'ı A.B.D. yatırım fonlarına aittir. Ayrıca dünya'da en çok yatırım fonuna sahip olan ülke de yine A.B.D.'dir (Kandır, 2001:20-22).

3.2.3.1.(1). Amerika Birleşik Devletleri (A.B.D)'de Yatırım Fonları

A.B.D'de menkul kıymet piyasası sanayi devriminden sonra ortaya çıkan sermaye ihtiyacına cevap vermek için teşekkül etmiştir. Bu değişim sonucu doğan sermaye ihtiyacının karşılanması için hukuki ve siyasi bir baskı olmadan menkul kıymetler piyasası kurulmuştur (Alptemoçin, 1998:66).

A.B.D.'de yatırım fonlarının ilk kuruluş şekli 19.yüzyılda İngiltere'de uygulanan "management investment trust" idi. Yani, bu sistemde, fon mallarının idaresi bir teşekkülün eline verilir ve bu teşekkül, fona ait değerler üzerinde geniş tasarruf yetkisine sahip olurdu. Fakat, zamanla, uygulama ilk "trust" şeklinden hayli ayrılıklar gösterdi ve muhtelif şekillere girdi. Bunların bazıları "open end" şeklinde, büyük gelişmeler gösterdi. Bununla birlikte, İngiltere'de olduğu gibi, Amerika'da da, "klasik trust" şeklinin kullanılmasına devam edildi. Bu sonuncu türden olanlar, Birinci Dünya Savaşından sonra "Business trusts" veya "Massachusetts trusts" adı altında geliştiler. Daha sonra da bu "trust"lar "corporation" (tüzel kişi) şekline dönüştüler. A.B.D'de yapılmış

çalışmalarda II.Dünya Savaşı sonrası dönemde hisse senedi getirileri ile enflasyon arasında negatif bir ilişki bulunmuş olması nedeniyle, hisse senetlerinin enflasyona karşı önlem aracı olma niteliği taşımadıkları sonucuna ulaşılmıştır (Telatar, 1998:39).

Bu sonuçtan sonra A.B.D kendi fonlarını ülke içinde enflasyonla mücadelede kullanmak yerine ihraç edilmek üzere özel sektörde birçok yabancı kuruluşa sermaye verdi; Birinci Dünya Savaşı'ndan sonra Amerika, Avrupa'daki birçok girişimcinin alacaklısı haline geldi. Paralarını başka memleketlerdeki yatırımlarda kullanmak için Amerikalılar gruplaştılar ve Avrupa'daki yatırım fonlarının bünyelerini incelemek üzere, Amerika Ticaret Bakanlığı tarafından Avrupa'ya bir heyet gönderildi. Bu heyet istikraz işlerine aracılık eden en iyi komisyoncularla en zengin Amerikalılardan oluşmakta idi (Gürsoy, 1997:18).

1992'nin ilk yarısında A.B.D hisse senedi piyasasına yapılan toplam yatırımın %96'sı yatırım fonları tarafından gerçekleştirilmiştir. Belediyeler ve yeni kurulan kamu kuruluşlarının finansmanında büyük rol oynayan bu fonlar aynı zamanda A.B.D. hazine bonolarına yatırım yapmak yoluyla da kamu açığının finansmanına yardımcı olmuştur, Ayrıca portföylerine ipoteğe dayalı menkul kıymet almaları dolayısıyla konut ipoteği piyasasına yeni kaynak girmesini sağlamışlardır. Ayrıca, yatırım fonları, yüksek getirili tahvillere ve finansman bonolarına yatırım yaparak kurumların borçlanma maliyetinin düşmesine de yardımcı olmuştur (Tevfik, 1995:3).

A.B.D.'de yatırım fonları şirket biçimindedir. Fonun yönetimi bir yönetim şirketi tarafından gerçekleştirilir. Yatırım fonunun memur ve yöneticileri şirketin de yöneticisi ve memuru sayılır. Yönetim şirketi, yatırım fonuna hangi menkul kıymetleri alıp satması gerektiği konusunda tavsiyede bulunur. Sözleşmenin içeriğine göre yatırım fonunun hangi menkul kıymetleri alıp satması konusunda yönetici şirket de nihai kararı verebilir (Süngü, 1997:6-7).

A.B.D.'deki yatırım fonları bir takım işlevler üstlenmektedirler, üstlendikleri bu işlevler ise şunlardır (Ceylan, 2003:20-21);

- Yeni kurulan kamu kuruluşlarına ve belediyelere finansman kaynakları yaratmakta,
- Bonolara ve tahvillere yatırım yaparak kamu olmakta,
- Portföylerine aldıkları ipoteğe dayalı menkul kıymetler ile konut ipoteği piyasasında yeni kaynaklar yaratmakta,
- Portföylerine yüksek getirili bono, tahvil ve finansman bonusu olarak kurumlarının borçlanma maliyetini düşürmektedirler.

3.2.3.1.(2). İsviçre'de Yatırım Fonları

İsviçre'de yönetici şirket ve banka arasında yapılan bir sözleşmeyle yatırım fonu oluşur. Bu sözleşmeden ötürü hem yönetici şirketin, hem de bankanın yatırımcıya karşı sorumlulukları bulunmaktadır. Yönetici şirketin fonun idaresine, bankanın menkul kıymetlerin korunmasına ilişkin yükümlülükleri vardır (Süngü, 1997:11).

İsviçre'deki yatırım fonları diğer ülkelere göre hem daha sıkı hukuki düzenlemelere hem de Federal Bankacılık Komisyonu'nun denetimine tabidir. İsviçre'de yatırım fonları ilk olarak 1930 yılında kurulmuş, 1960'lı yılların sonu ve 1970'li yıllarda gelişme göstermiştir. Diğer Avrupa ülkeleri ile karşılaştırıldığında; göreceli olarak geç başlamasına rağmen en önemli gelişmeler İsviçre'de olmuştur. Büyük çapta gelişen yatırım fonlarını başıboş bırakmamak, halkın ve özellikle küçük tasarruf sahiplerinin zarara uğratılmasına engel olmak, o zamana dek yapılan hukuki tartışmalara bir son vermek ve fonların belirgin olmayan hukuki yapılarını yasal bir düzene sokma gereği duyulmuştur. Mutemet banka için, en az sermaye kısıtı getirilmiştir. Fonun yöneticileri fondan menkul kıymet alamaz ve satamaz. Ancak kendisine bir menfaat sağlamadıkça ve piyasa fiyatlarından alım-satım yaptığı sürece böyle bir kısıtlama söz konusu değildir. Fonun portföyünde nakit yoksa ve payların tamamı satılmadıysa itfa talepleri geciktirilebilir. Ancak, uygulamada herhangi bir gecikme söz konusu olmamaktadır. Diğer ülkelerin kanunları gibi İsviçre yatırım fonları hakkındaki kanun da katılma belgesi sahiplerinin haklarını korumaya önem vermiş ve geniş düzenlemelere gitmiştir (Cömert, 1998:22).

3.2.3.2. Türkiye'de Yatırım Fonları

Az gelişmiş ülkelerin ekonomide karşılaştığı en önemli sorunlardan biri tasarrufların yetersizliğidir. Bu konu Türkiye için de önemli bir problemdir. Bu sorunun tespit edilmesiyle birlikte, 1960'lardan başlayarak Türkiye'de yatırım fonlarının kurulması gündeme gelmiştir. Fakat birkaç başarısız deneme dışında yatırım fonu kurma konusundaki çalışmalar (1960'lı yıllarda) o yıllarda istenen düzeye ulaşmamıştır (ftp://donatello.spk.gov.tr, 14/08/2005).

24 Ocak 1980 kararlarıyla Türkiye'de yeni bir dönem aralanmış ve ekonominin her alanında serbestleşmeye dönük politikalar takip edilmeye başlanmıştır. 1980'li yıllar piyasa dinamiklerinin belirli olacağı, yeni çerçevenin yasal ve kurumsal altyapısının oluşturulmasıyla geçmiştir. Bu çerçevede 1981 yılında Sermaye Piyasası Kanunu'nun çıkartılmasının ardından 1982 yılında Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) kurulmuş; ardından 1986 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İ.M.K.B) faaliyete başlamıştır. Yatırım Fonları'da bu gelişmenin sonucu olarak ortaya çıkan bir enstrüman olmuştur (Kıymaz, 1996:63).

SPK 1982 yılında yürürlüğe girmesine karşın, ilk fona ait katılma belgesi 1987 yılında İş Bankası tarafından ihraç edilmiştir. SPK'dan önce 1979 yılında sermaye piyasasında aracılık işleri gören MEBAN (Menkul Değerler Bankerlik ve Finansman AŞ) bünyesinde bir fon kurulmuş ve bu fonun iştirak belgeleri piyasaya sürülerek tedavül edilmiş ve hatta belgelerin değer artışları her ay gazetelerle kamuoyuna duyurulmuştur. Fazlaca başarılı olmayan bu girişimi gerçek anlamda Menkul Kıymet Yatırım Fonu (MKYF) saymaya olanak yoktur. Yatırım Fonları (YF)'lerin Türkiye'deki piyasalar da işlem görmesinin gecikmesin de başlıca üç önemli neden vardır. Bunlar (Uzay, 1994:280-281);

- İ.M.K.B'nin açılmamış olmasıdır. Borsa faaliyete geçmediği için menkul değer alım-satımları rayiç bedel üzerinden yapılamıyordu. Ayrıca kurulacak bir fona yasal yoldan portföy oluşturmak olanaksızdı,

- S.P. Kurulunun, katılma belgelerinin halka arzına dair tebliğinin gecikmiş olmasıdır. Bu tebliğ ancak Aralık- 1986'da, yayımlanmıştır,

- Vergi sorunlarıdır. Kurumlar Vergisi (KV)'den muaf olan fonlar gelirlerinin, Gelir Vergisi (GV)'Kanununun 94.maddesine göre %10 stopaja tabi olması nedeniyle fonlara ilgiyi azaltacağı düşüncesiyle katılma belgesi ihraç edilmemiştir. Bu sorun Ağustos 1987'de giderilebilmiş ve katılma belgelerinin halka arzı başlamıştır.

Türkiye'de finansal piyasalardaki derinliliğin ve çeşitliliğin artırılmasının bir adımı olarak 12.12.1986 tarihinde yayınlanan "Menkul Kıymetler Yatırım Fonu Katılma Belgelerinin İhracına ve Halka Arzına Dair Esaslar Tebliği"nin ardından 1987 yılında ilk menkul kıymet yatırım fonu faaliyete geçmiştir. Türkiye'de Yatırım Fonları; Kanun hükümleri uyarınca halktan katılma belgeleri karşılığında, toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre, aşağıda belirtilen varlıklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla kurulur (Kandır, 2001:23-24);

- Özelleştirme kapsamına alınanlar dahil Türkiye'de kurulan ortaklara ait hisse senetleri, özel ve kamu sektörü borçlanma senetleri,

- Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Kanun Hükmünde Kararname (KHK)' hükümleri çerçevesinde alım satımı yapılabilen, yabancı özel ve kamu sektörü borçlanma senetleri ve hisse senetleri,

- Ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı olarak ihraç edilmiş ve borsalar da işlem gören sermaye piyasası araçları,

- SPK'ca uygun görülen diğer sermaye piyasası araçları, repo, ters repo, future, opsiyon ve forward sözleşmeleri.

Sermaye piyasasında bağımsız denetim, 2499 sayılı "Sermaye Piyasası Kanunu"nun 16, 22/d ve 22/e maddelerinde ele alınmış olup, bu maddelere istinaden sermaye piyasasında bağımsız denetime ilişkin standart ilke ve kuralları belirleyen Seri:X, No:16 sayılı "Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Hakkında Tebliğ", 22570 sayılı Resmi Gazetede yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Tebliğin dördüncü bölümü ise yatırım fonlarının ve emeklilik yatırım fonlarının denetimi, bağımsız denetimin geçerliliği, hukuki ve cezai sorumluluklar ve listeden çıkartma gibi hususları ele almaktadır. Mali sektöre yönelik bir denetim zorunluluğu bulunması sektörün şeffaflığı açısından oldukça olumlu bir husustur. Mevcut bankalar, aracı kurumlar, menkul kıymet yatırım fonları, menkul kıymet yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, sigorta şirketleri ve faktoring şirketleri için denetim zorunluluğu bulunmaktadır (<http://www.tbb.org.tr>, 18/08/2005).

Finansal kuruluşlar tarafından sunulan finansal hizmetlerdeki çeşitlilik dünya'da son yıllarda büyük artış göstermiştir. Ülkemiz'de ise 1980'lerden itibaren yaşanan ekonomik liberalizasyonun bir sonucu olarak, finans piyasasında hızlı gelişmeler ve büyüme görülmektedir. Özellikle 1981'de SPK'nın oluşturulması ve 1986'da İMKB'nin faaliyete geçmesiyle bu gelişmeler kendini kanıtlamıştır. Yatırım fonları'da bu

gelişmenin sonucu olarak ortaya çıkan bir enstrüman olmuştur. Finansal aracılık işleminin bir parçası olarak yatırım fonları, payların satışı ile toplanan fonların, profesyonel olarak yönetilmesini sağlar (Ceylan, 2003:20-21).

Endüstriye giriş imkanının genişletilmesinin rekabeti arttıracığı düşüncesiyle 1992 yılında yatırım fonu kurma yetkisi bankalar dışında kurumlara da verilmiştir. Ancak 1996 yılı sonu itibariyle bakıldığında, toplam yatırım fonlarının %84'ünün bankalar tarafından kurulduğunu görmekteyiz. Yatırım fonu kurucularının ağırlıklı olarak bankalardan kurulu olması o yıllarda şaşırtıcı değildi zira 1996'lı yıllarda Türkiye'de sermaye piyasası faaliyetlerinin yetersiz oluşu ve portföy yönetiminde önemli eksikliklerin olması piyasa riskinin yüksek olması gibi sebeplerden dolayı bankaların rolü büyüktü (Cömert, 1998:70-71).

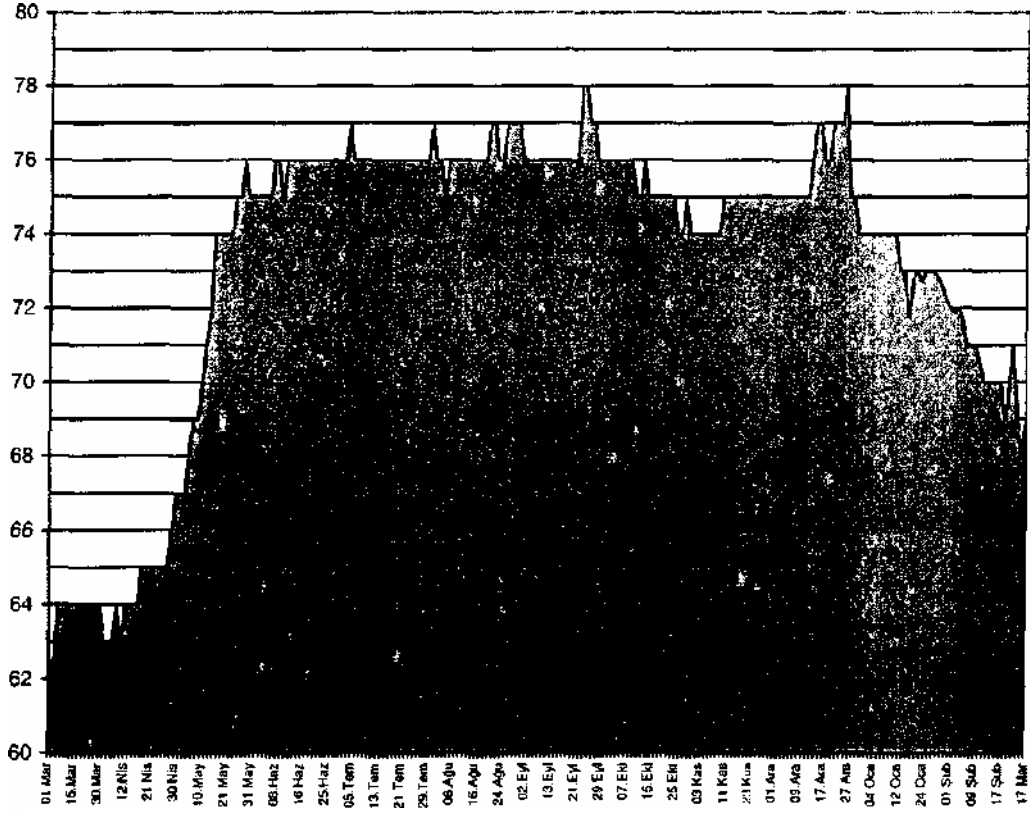
Son yirmi yıl içinde sınırlar arasındaki sermaye akımları otoriteler rafından giderek daha az kısıtlanmıştır. Yatırımcılar portföy çeşitlendirmesi yapmak ve riski azaltmak amacıyla portföyelerine, yabancı hisse senetlerini dahil etmeye başlamışlardır. Aynı zamanda, 1970'de ticari bankalardan büyük çapta borçlar alan gelişmekte olan ülkeler, yabancı sermaye pazarlarının ne tek nede en iyi para kaynağı olduğunu keşfetmişlerdir. Ekonomik durgunluk ve kriz zamanlarında yabancı borç verenlerin verdikleri borçların hemen ödenmesini istemeleri, gelişmekte olan ülkeler için, büyük finansal yükler oluşturmuştur. İşte Türkiye'de de uygulamada bu eksikler göze çarpmaktadır (Tezcanlı, 1997:1-2).

Türkiye'deki yatırım fonlarının yapısı da A.B.D.'deki yatırım fonları ile benzerlik göstermektedir. Yatırım fonları katılma belgesi karşılığı fon toplamakta ve topladığı fonları yönetmektedir. Kıymetler, Takasbank nezdinde saklanmaktadır. Yatırım fonları SPK'nın yanı sıra bağımsız denetim kuruluşlarınca da denetlenmektedir.

3.2.3.2.(1). Sektörün Mevcut Durumu

Ülkelerin yatırım fonları büyüklüklerinin Dünya'daki toplam yatırım fonu büyüklükleriyle karşılaştırılması amacıyla hazırlanan ve grafik 3.1'de yer alan sonuçlara bakıldığında Dünya'daki yatırım fonu büyüklüğünün yaklaşık 14 trilyon dolar olduğu görülmektedir. Türkiye'nin bu büyüklük içindeki payı ise sadece %0,1 civarındadır. Ülkemizde artık finansal sektörün bir alt sektörü halini alan yatırım fonları sektörü, Mart 2005 dönemi başı itibariyle yaklaşık 25.6 katrilyon (20 milyar USD'lik) bir portföy büyüklüğüne ulaşmıştır. Aynı tarih itibariyle sektördeki açık hesap sayısı 2.8 milyon adet ve yatırımcı sayısı ise yaklaşık 2.4 milyon kişidir. Yukarıdaki bilgilere ilave olarak ülkemiz'deki yatırım fonu sektörünün yapısal özelliklerinden belki de en önemlisi B tipi yatırım fonlarının özellikle de B tipi likit yatırım fonlarının sektördeki ezici payıdır. Aşağıdaki grafikte B tipi likit fonların tüm yatırım fonları içindeki oranının Mart 2004- Mart 2005 arasındaki gelişimi görülmektedir. Yatırım fonlarının likit fonlardan oluşan bölümü, bu fonların anında nakde dönüştürülebilmesi nedeniyle son derece sıcak ve başı boş bir para olarak algılanmaktadır. Bu nedenle, ileri fiyatlama uygulanan hisse senedi fonları ile portföylerinde likit fonlara göre daha uzun vadeli bonoları bulunduran diğer, B tipi fonlardaki para miktarının artması yatırımcıların piyasalara duyduğu güvenin bir göstergesi olup, arzu edilen durum; likit fonların toplam fonlar içindeki payının olabildiğince düşük olmasıdır. Ne yazık ki, bu oran Mart 2005 dönemi itibariyle %70 düzeyinde bulunmaktadır.

Şekil 3.1. Likit Yatırım Fonlarının Tüm Fonlar İçindeki Payı (%)



Kaynak: SPK Aylık Bülten - Ağustos 2005

3.2.4. Yatırım Fonu Türleri

Yatırım fonları 4 farklı biçimde gruplandırılabilir. Bunlar (Kılıç, 2002:10-11);

- Pay Senedinin Değişebilirliğine Göre Yatırım Fonları,
- Portföyün Niteliğine Göre Yatırım Fonları,
- Kar Dağıtımına Göre Yatırım Fonları,
- Yatırım Hedeflerine Göre Yatırım Fonları.

3.2.4.1. Pay Senedinin Değişebilirliğine Göre Yatırım Fonları

Pay Senedinin Değişebilirliğine Göre Yatırım Fonları; açık uçlu yatırım fonları ve kapalı uçlu yatırım fonları olarak sınıflandırılabilir.

3.2.4.1.(1). Açık Uçlu Yatırım Fonları

Pay sayısı sabit olmayan, talebin seviyesine göre pay sayısı artırılabilen veya azaltılabilen fonlar açık uçlu yatırım fonları olarak tanımlanabilir (Tuncel, 1997:12). Açık uçlu fonlar küçük ve istenildiği an paraya çevrilebilme özelliği nedeniyle küçük ve deneyimsiz yatırımcıların fonlara yönelmesini sağlayabilmekte ve dolayısıyla tasarrufları harekete geçirebilmektedirler.

Açık uçlu yatırım fonlarının katılma belgeleri için ikincil bir piyasa söz konusu değildir. Yatırımcı fondan pay almak veya fondaki paylarını satmak isterse, fon yönetimi ile alışveriş içine girmek zorundadır. Bu tür fonlarda pay sahibi, payını istediği an fona geri satabilme olanağına sahiptir. Dolayısıyla fon portföyünde bir miktar nakit veya hemen nakde dönüştürülebilecek varlıklar bulunması gerekir. Bu fonlarda payların fiyatları, portföydeki toplam kıymetlerin toplam pay sayısına bölünmesiyle belirlenir. Dolayısıyla fiyatları arz ve taleple kontrol etmek olanaklı değildir. Fiyatlar belirlenirken bir önceki günün öğleden sonraki piyasa değerleri kullanılır ve fiyatlar gün boyunca sabittir. Pay fiyatları, fondaki kıymetlerin piyasa değerlerine bağlı olarak bulunan net aktif değer pay sayısına bölünmesiyle hesaplanır. Yatırım açısından açık uçlu yatırım fonlarının dikkati çeken yönü; dolaşımdaki pay sayısına ve portföyündeki varlıkların piyasa fiyatına bağlı olarak gerçekleşen pay fiyatlaması nedeni ile fon fiyatının düşen bir piyasada da yükselebilmesi ve nakit pozisyonu nedeni ile taşıdığı likit olma özelliğidir (Karacabey, 1998:51).

3.2.4.1.(2). Kapalı Uçlu Yatırım Fonları

Kapalı uçlu yatırım fonları ihraç ettikleri katılma belgelerini geri satın almayan ve sabit sermayeli olarak kurulan fonlardır. Bu tür fonların katılma belgelerini yatırımcılar ya fonun kuruluşunda fondan ya da daha sonraki bir dönemde ellerinde bu fonların katılma belgeleri bulunanlardan satın alabilirler (Teker, 1997:12).

Kapalı uçlu bir yatırım fonuna güçlü bir talep olduğunda, piyasa fiyatı net varlık değerinden fazla olacaktır. Ancak, genelde kapalı uçlu yatırım fonlarının piyasa fiyatları

net varlık değerlerinden az olmaktadır. Kapalı uçlu yatırım fonlarının ilk satış fiyatları ise çeşitli ihraç giderlerini kapsayacak biçimde net varlık değerlerinden yüksek olmaktadır. Bu durumdan yararlanmak için genellikle kapalı uçlu yatırım fonlarının paylarına kısa satış yapılmaktadır. Eğer, piyasa fiyatı düşerse kısa satış yapanlar, anlaşma yaptıkları fiyattan daha ucuza piyasadan pay almak suretiyle, kar elde etmektedirler. Kapalı uçlu yatırım fonu, ülkemiz mevzuatında “yatırım ortaklığı” adı altında düzenlenmiş ve yatırım fonlarından ayrı tutulmuştur. Türkiye örneğinde olduğu gibi açık ve kapalı uçlu yatırım fonları arasındaki bir diğer fark, açık uçluların inançlı mülkiyet esasına göre, diğerinin şirket esasına göre kurulmasıdır (Karacabey, 1998:53).

Kapalı uçlu yatırım fonlarının özellikleri şu şekilde sıralanabilir (Kılıç, 2002:11);

- Fon katılma belgeleri ilk ihraç sırasında fondan, daha sonra da borsa ve tezgah üstü piyasalardan satın alınabilmektedir,
- Yatırımcının elinde bulunan fon paylarını fona geri satma imkanı bulunmadığından, tedavüldeki pay sayısı sabittir,
- Fonun katılma belgeleri hisse senetleri gibi işlem gördüğünden, fiyat arz ve talebe göre belirlenmektedir. Dolayısıyla, fiyatın net varlık değerinden farklı olma ihtimali bulunmaktadır. Zira, kapalı uçlu yatırım fonlarına fazla talep olduğunda piyasa fiyatı birim net varlık değerinden yüksek, aksi halde düşük olabilmektedir.

3.2.4.2. Portföyün Niteliğine Göre Yatırım Fonları

Burada yatırım fonları portföylerine aldıkları menkul kıymetlerin türlerine göre bir sınıflandırmaya tabi tutulacaktır, buna göre yatırım fonlarını şu şekilde sınıflandırabiliriz (Kılıç, 2002:11);

- Hisse Senedi fonları,
- Tahvil Fonları,
- Para Piyasası Yatırım Fonları.

3.2.4.2.(1). Hisse Senedi Fonları

Türkiye’de kurulmuş ortaklıkların Fon Portföyünün en az %51’i devamlı olmak üzere, özelleştirme kapsamındakiler dahil, hisse senetlerine yatırmış olduğu fonlar “Hisse Senedi Fonu” olarak isimlendirilir (Kayar, 2002:189).

Hisse senedi fonları içerisinde en çok kullanılan fonlar şu şekilde sıralanabilir (Karacabey,1998:54-55);

- Tamamı Hisse Senedinden Oluşan Yatırım Fonları,
- Melez (Hybrid) Fonlar,

- Özel Fonlar,

- Sektör Fonları.

Çeşitli hisse fonları yatırım yaptıkları değişik hisse senetlerine göre aşağıdaki gibi sıralanabilir (Tevfik,1995:9-10);

- Yeni şirketlere yatırım yapan hızlı veya yeni büyüyen şirket fonları,

- Sermayeleri büyük olamayan, küçük şirketlere yatırım yapan küçük şirket fonları,

- Sektör fonları (çevre,sağlık) fonları sadece spesifik bir endüstrinin firmalarına yatırım yaparlar,

-Yabancı ülkelerdeki firmaların hisse senetlerine yatırım yapan uluslar arası hisse senedi fonları,

- İndeksi meydana getiren şirketlerin her birine yatırım yapan indeks fonları.

Aşağıdaki Tabloda Hisse Senetlerinin Yıllar itibariyle ulaştığı işlem hacmi görülmektedir.

Çizelge 3.1.'de Hisse senetlerinin 1986'dan- 2006'yılı Mayıs ayına kadar geçen süredeki işlem hacimleri yıllar itibariyle gösterilmiştir. Hisse senetleri işlem hacminin genel olarak yıllar itibariyle artan bir seyir izlediği görülmektedir. Tablo'da ayrıca hisse senetlerinin, bütün yatırım fonları (BYF) içindeki payı sadece 2005 yılı ve 2006 yılı Mayıs ayına kadar olan kısmı ile gösterilmiştir. Tabloya göre hisse senetleri işlem hacmi 2005 yılında 263.656 milyon YTL iken 2006 yılı Mayıs ayına kadar geçen 4 aylık dönem de bu tutar 122.545 Milyon YTL' ulaşmıştır. Bütün yatırım fonlarının 2005 yılı itibariyle ulaştığı toplam işlem hacmi 2.245 Milyon YTL olarak düşünülürse, hisse senetlerinin bu değerden aldığı pay yaklaşık olarak %10'ları bulmaktadır. Ayrıca 2006 yılının ilk 4 aylık verilerine baktığımızda hisse senetlerinin 4 aylık periyotta 122.545 Milyon YTL'ye ulaştığını görüyoruz bura da 4 aylık işlem hacminin ortalaması yaklaşık olarak 30 Milyon YTL olmakta ve bu ortalama aynı şekilde yıl sonuna kadar devam ederse 2006 yılı itibariyle hisse senetlerinin toplam işlem hacminin 360 Milyon YTL'ye ulaşacağı sonucuna ulaşılabilir. Tablo'da 2006 yılı için ilk 4 aylık hisse senedi işlem hacmi ve bütün yatırım fonları içindeki payı verilmiştir. 4 aylık periyotta bütün yatırım fonları içindeki hisse senedi işlem hacmi 1.343/122.545 oranı ile bulunabilir bu oran ise %10.9 gibi bir oranı bize vermektedir.

Çizelge 3.1. Hisse Senetleri İşlem Hacmi

	<u>Ulusal Pazar</u>				<u>Toplam</u>	
	<u>Hisse Senedi</u>		<u>BYF</u>		<u>Milyon YTL</u>	<u>Milyon A.B.D.\$</u>
	<u>Milyon YTL</u>	<u>Milyon A.B.D.\$</u>	<u>Milyon YTL</u>	<u>Milyon A.B.D.\$</u>		
1986	0,01	13			0,01	13
1987	0,10	118			0,10	118
1988	0,15	115			0,15	115
1989	2	773			2	773
1990	15	5.854			15	5.854
1991	35	8.502			35	8.502
1992	56	8.567			56	8.567
1993	255	21.770			255	21.770
1994	651	23.203			651	23.203
1995	2.372	52.311			2.374	52.357
1996	2.941	36.698			3.031	37.737
1997	8.907	57.178			9.049	58.104
1998	17.851	69.696			18.030	70.396
1999	36.390	82.931			36.877	84.034
2000	110.05	180.12			111.16	181.934
2001	92.542	79.945			93.119	80.400
2002	105.14	69.990			106.30	70.756
2003	145.48	99.406			146.64	100.165
2004	206.65	146.51			208.42	147.755
2005	263.65	197.07	2.245	1.675	269.93	201.763
2006	122.54	92.517	1.343	1.014	126.36	95.400
<i>Ocak</i>	26.897	20.314	294	222	27.654	20.885
<i>Şubat</i>	32.262	24.479	463	351	33.553	25.458
<i>Mart</i>	36.087	27.156	313	236	37.028	27.865
<i>Nisan</i>	27.299	20.568	272	205	28.129	21.193

Kaynak: (<http://www.imkb.gov.tr/veri.htm#bultenler>) Mayıs 20006

3.2.4.2.(2). Tahvil Fonları

Tahviller, geri ödeme süresi bir yıldan uzun olan borç senetleridir. Tahviller, daha çok uzun vadeli ve riski sevmeyen yatırımcılar için çekici olmaktadır. İşletme açısından ise genellikle tahvil maliyetinin az olması yanında, faiz olarak yapılan ödemelerin vergi matrahından düşürülebilmesi, ortalama fon maliyetinin düşmesine neden olmaktadır (Ceylan, 2001:445).

Sabit getirili menkul kıymetlere yatırım yaptıklarından dolayı bu fonlara gelir fonları adı da verilmektedir. Belli başlı çeşitleri şunlardır; Kredi dereceleri yüksek olan yani riski az güvenilir tahvillere yatırım yapan fonlar, yüksek geliri sağlayan ancak riskleri de yüksek olan tahvillere yatırım yapan fonlar (junk bond funds), yabancı hükümet ve şirketlerin tahvillerine yatırım yapan uluslararası tahvil fonları ve vergiden muaf tahvillere yatırım yapan fonlar (Karacabey, 1998:55).

Tahvil ve bonolar da bir bakıma hisse senetleri gibi piyasa gelişmelerine bağlı olarak değer kazanır ya da kaybederler. Bu nedenle, özellikle vade tercihi, alım-satım

zamanlaması çok önemlidir ve özel uzmanlık gerektirir. Diğer yandan, belli tutarı aşan tahvil ve bono gelirleri vergi beyanına tabi iken, B Tipi fon gelirleri beyan kapsamı dışındadır. Bono ve tahvilin vadeden önce paraya çevrilmesi mümkün olmakla birlikte, alım-satım fiyat farkı ve benzeri nedenlerle yatırımcı için, dezavantaj oluşturabilir. Oysa B Tipi Tahvil Bono Fonu ve B Tipi Değişken fona yatırımda böylesi bir dezavantaj söz konusu değildir (<http://www.ziraatbank.com.tr>, 21/7/2005).

3.2.4.2.(3). Para Piyasası Fonları

Devamlı olarak, portföyünde vadesine en fazla 180 gün kalmış, likiditesi yüksek para ve sermaye piyasası araçları yer alan ve portföyünün ağırlıklı ortalama vadesi en fazla 45 gün olan fonlardır (<http://www.spk.gov.tr>, 12/07/2005).

Bu fonların yatırım fonlarının en güvenlisi olduğu düşünülür: çünkü bu fonlar yüksek kaliteli, kısa vadeli menkul kıymetlere yatırım yaparlar. Para piyasası yatırım fonları, yatırım fonlarının en yaygın çeşitleridir. Diğer bir yatırım fonu tipinden çok fazla sayıda para piyasası yatırım fonu bulunur. Bu kadar yaygın olmalarının sebebi; güvenilir ve esnek oluşları ve üzerine çek keşide edilebilmesi gibi, çeşitli kolaylıklar sağlamasıdır (Tevfik, 1995:13).

Fon portföyünün tamamı vadesine 3 ay veya daha az kalmış likiditesi yüksek varlıklardan oluşur. Para Piyasası Fonları'nda fon portföyünü kısa süreli olarak elde tutulacak ters repo, hazine bonusu, özel sektör borçlanma araçları ve paraya çevrilmesi kolay olan varlıklar oluşturur. Kamu, özel sektör ve karma olmak üzere 3 çeşidi vardır. Bunlar (<http://www.kocportfoy.com.tr>, 08/07/2005);

- **Likit Fon-Kamu:** Fon portföyünün tamamını ters repo dahil devlet iç borçlanma senetlerine yatırır.

- **Likit Fon-Özel Sektör:** Fon portföyünün tamamını özel sektör borçlanma araçlarında değerlendirir.

- **Likit Fon-Karma:** Fon portföyünün tamamını kamu ve/veya özel sektör borçlanma araçlarına yatırır.

3.2.4.3. Kar Dağıtımına Göre Yatırım Fonları

Kar dağıtımına göre yatırım fonları, kar dağıtan fonlar ve kar dağıtmayan fonlar, olmak üzere iki grupta incelenecektir.

3.2.4.3.(1). Kar Dağıtan Fonlar

Bu modelde, yatırım fonlarını yöneten kuruluş yıl sonlarında değer artışı ve tahsil edilen temettü ve faiz tutarı olarak fonun karını hesaplar. İç tüzüğe göre belli bir miktarı katılma belgesi sahiplerine kar payı olarak öder. Bu ödeme sonucunda katılma belgelerinin değeri de hisse senedi ve tahvillerde olduğu gibi, yapılan ödeme kadar düşer. Bu durumda, katılma belgelerinin temettü kuponu taşıması gerekir (Cömert, 1998:10).

Bu tür yatırım fonları katılma belgelerinin değer artışından belirli bir süre sonunda yararlanılmasından dolayı, katılma belgelerinin likiditesini büyük şekilde etkilediğinden dolayı tasarruf sahipleri tarafından tercih edilen bir fon türü değildir (Tezcan, 1999:29).

3.2.4.3.(2). Kar Dağıtmayan Fonlar

Portföydeki menkul kıymetlerin kupon ödeme zamanı geldiğinde tahsil edilen kupon bedelleri, dağıtılmayıp fona eklenir ve bunlarla yeniden menkul değer satın alınması suretiyle fon portföyünün büyütülmesi ve katılma belgelerinin değerinin artırılması yolu izlenir (Karacabey, 1998:56). Hisse senetlerine yatırım yapılan şirketlerin reel gelişiminin sağlandığı nominal değer artışı, gerek iyi bir portföy yönetiminin ve gerekse portföy gelirin değerini devamlı olarak yükseltir. Sakıncası, gelir ihtiyacının bir bölümünün satılması zorunluluğu getirmesidir (Tezcan, 1999:28).

3.2.4.4. Yatırım Hedeflerine Göre Yatırım Fonları

Para piyasası fonları, portföylerinin tamamı veya büyük bir kısmı para piyasası araçlarından oluşan fonlardır. Bu fonlar daha çok hükümetler, belediyeler ve şirketler tarafından ihraç edilen kısa vadeli ve yüksek kaliteli menkul kıymetleri portföylerine almaktadırlar. Dolayısıyla, bu fonlar diğer fonlarla karşılaştırıldığında, en düşük riske sahip fonlardır. Karma fonlar ise hisse senetleri, sabit getirili menkul kıymetler, para piyasası araçları ve türev araçlardan oluşan portföylere yatırım yapan fonlardır. Bu fonlar söz konusu araçlardan bir kaçına ya da tamamına yatırım yapabilmektedirler. Bu fonlar, fon portföylerini oluştururken, belirli amaçları göz önünde tutarak bunlara uygun varlıkları portföylerine alırlar. Herhangi bir fonun temel amacı aşağıdaki üç temel gruptan birisine uymalıdır (Kılıç, 2002:12);

- Gelir elde etmek,
- Sermaye kazancı elde etmek,
- Gelir ve sermaye kazancı elde etmek.

Amerika Birleşik Devletleri Yatırım Fonlar Kurumu (ICI, Investment Company Institute), fonun hedefi ile yatırımcının hedefi arasındaki uyumu, fonun tutulma süresini, fon performans tahminini, potansiyelini, borsa endekslerine göre gelişimini dikkate almak suretiyle, yatırım hedeflerine göre fonları 23 çeşide ayırmaktadır. Bu sınıflama şu şekildedir (Tevfik, 1995:15-21);

1. Büyüme fonları: Bu fonlar, sağlam şirketlerin hisse senetlerine yatırım yaparlar. Yatırım yapılan şirketlerin kârlarının ortalamadan daha fazla olacağı beklentisi vardır. Sermaye kazancı ekle etmek en önemli amaçtır,
2. Hızlı büyüme fonları: Bu fonlar, maksimum sermaye kazancı elde etmeyi hedefler. Genellikle zor duruma düşmüş şirketlerin hisse senetlerine yatırım yaparlar,

3. Büyüme ve gelir fonları: Bu fonlar, uzun dönemli sermaye büyümesi ile istikrarlı gelir artışını amaçlar, uzun dönemde sağlıklı büyüme gösteren şirketlerin hisselerine yatırım yaparlar,
4. Karma gelir fonları: Bu fonlar, hem hisse senetlerine hem de borçlanma senetlerine yatırım yaparlar,
5. Hisse senedi gelir fonları: Bu fonlar, iyi kar payı dağıtan şirketlere yatırım yapan fonlardır,
6. Tahvil gelir fonları: Bu fonlar, özel ve kamu sektörü tahvillerinden oluşan fonlardır,
7. Yüksek getirili tahvil fonları: Bu fonlar, düşük derecelendirmeye sahip şirketlerin riskli ancak getirileri yüksek tahvillerine yatırım yapan fonlardır,
8. Hükümet gelir fonları: Devlet senetlerine yatırım yaparlar.
9. Uzun vadeli belediye tahvil fonları,
10. Kısa vadeli belediye tahvil fonları,
11. Para piyasası fonları: Bu fonlar, kısa vadeli, kalitesi ve likiditesi yüksek para piyasası araçlarına yatırım yapan fonlardır,
12. Hisse senedine çevrilebilir tahvil fonları: Bu fonlar, sermaye kazancından yararlanma olanağı sağlarlar,
13. Şirket tahvil fonları: Bu fonlar, federal kuruluşların ve hazinenin çıkardığı tahviller ile şirket tahvillerinden oluşan fonlardır,
14. Esnek yatırım fonları: Bu fonlar, piyasa koşullarına göre portföyün tamamını hisse senedine veya tahvile ya da para piyasası araçlarına yatırabilen fonlardır,
15. Denge fonları: Bu fonlar, imtiyazlı hisse senedi, adi hisse senedi ve tahvillerden oluşan karma bir portföye sahiptirler ve yatırımcılara belirli bir gelir sağlamayı amaçlarlar,
16. Milli ipotek kurumu fonları: Bu fonlar, portföylerinin önemli bir kısmını federal garantili ipotek senetlerine yatıran fonlardır,
17. Global tahvil fonları: Bu fonlar, dünya'daki çeşitli hükümet ve şirketlerin borçlanma senetlerine yatırım yaparlar,
18. Eyalet tahvil fonları,
19. Kıymetli maden fonları,
20. Opsiyon ve gelir fonları: Bu fonlar, opsiyon işlemlerinden ve kısa dönemli alım satım işlemlerinden gelir sağlayan fonlardır,

21. Hükümet ipotek fonları: Bu fonlar, faiz oranlarındaki dalgalanmaya karşı sabit oranlı ipoteğe dayalı menkulleri içerirler,

22. Uluslararası fonlar: Bu fonlar, diğer ülke şirketlerinin hisse senetlerine yatırım yaparlar,

23. A.B.D. Hükümeti gelir fonları: Bu fonlar, çeşitli hükümet tahvillerine yatırım yaparlar.

3.2.5. Yatırım Fonları Kuruluş ve Faaliyet Şartları

Bu bölümde; yatırım fonu kuracakların sahip olması gereken nitelikler, yatırım fonlarının kuruluşu için gerekli ön şartlar ile yatırım fonunun kuruluşu ve faaliyet şartları incelenecektir.

3.2.5.1. Yatırım Fonu Kuracakların Sahip Olması Gereken Nitelikler

Bankalar, aracı kurumlar, sigorta şirketleri ve kanunlarında engel bulunmayan emekli ve yardım sandıkları ile 506 sayılı Kanun'un geçici 20. maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar fon kurucusu olabilirler. Tebliğ hükümlerine göre fon kurucularında bazı nitelikler aranır. Fon kurmak isteyen aracı kurumların SPK'nın 30 (a) ve (b) bentlerinde tanımlanan sermaye piyasası faaliyetleri için (halka arza aracılık ve alım satım aracılık) Kuruldan izin almış olmaları gerekir. Bankalar ve diğer kurucularda bu nitelik aranmaz (Ertaş, 1997:20-21).

3.2.5.2. Yatırım Fonlarının Kuruluşu için Gerekli Ön Şartlar

Yatırım fonu kurmak isteyen kurucuların uyması gereken bazı koşullar vardır. Bu koşullar aşağıda belirtilmiştir (Ertaş, 1997:20-21);

- Aracı kurumların kuruluşta asgari fon tutarı 2006 yılı için 3.000.000 YTL'den az olamaz. Bu tutar her yıl ilan edilen yeniden değerlendirme katsayısı dikkate alınarak belirlenir (www.tspakb.org.tr, 10/05/2006).

- Banka ve sigorta şirketlerinin kendi mevzuatlarına göre sahip olmaları gereken, asgari ödenmiş sermayeye sahip olmaları,

- Kurucuların kendi özel mevzuatları ve sermaye piyasası mevzuatına sahip olmaları,

- Kurucuların yetkileri hakkında özel mevzuatlara uyması gerekir.

3.2.5.3. Yatırım Fonunun Kuruluşu

Sermaye Piyasası Kurulunca aranacak nitelikleri taşıyan, yatırım fonu kurmaya ve yönetmeye yetkili kuruluşlar tebliğde belirlenmiş esaslara uymak kaydıyla, SPK'dan izin almak koşuluyla şunlardır (İ.M.K.B, 2003:115);

- Bankalar,
- Aracı kurumlar,
- Sigorta şirketleri,
- Kanunlarında engel bulunmayan emekli ve yardım sandıkları,
- 506 sayılı Kanun'un geçici 20. maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar.

Söz konusu kurumların yatırım fonu kurabilmeleri için (Karacabey, 1998:63-64);

- Aracı kurumların SPK'dan sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunmak üzere izin almış olması,
- Son bir yıl içerisinde kurucular hakkında sermaye piyasası faaliyetlerine bir ay ya da daha uzun bir süre geçici durdurma kararı verilmemiş olması,
- Kurucuların yetkililerinin sermaye piyasası veya ilgili mevzuata aykırılıktan dolayı mahkumiyetlerinin bulunmamış olması gerekir.

Fon kurma limiti (fon içtüzüğünde belirtilen fon tutarı toplamı) banka, aracı kurum ve sigorta şirketleri için fon kuracak kurumun SPK'ya gönderdiği son mali tablosundaki yedek akçelerin, yeniden değerlendirme değer artış fonu toplamının (varsa zararların indirilmesinden sonra kalan tutarın) on katını; diğer kuruluşlarda ise genel kurulca onaylanmış son mali tablodaki öz varlıklar toplamını aşamaz (Karacabey, 1998:63-64).

3.2.6. Yatırım Fonlarının Portföy Değerleri

Yatırım fonlarının portföy değerleri başlığı altında; yatırım fonlarının portföy yapısı, fon portföyü yönetim ilkeleri ve portföy sınırlamaları konuları incelenecektir.

3.2.6.1. Yatırım Fonlarının Portföy Yapısı

A Tipi Yatırım Fonlarının Portföy Yapısını oluşturan yatırım fonlarının çok büyük bir bölümü portföylerini devlet tahvili ve hazine bonosu ağırlıklı olarak oluşturmuşlardır. Yatırım fonları, portföylerinde finansman bonolarına ya hiç yer vermemişler, ya da çok küçük bir pay ayırmışlardır. Dövizde endeksli senetlerde de, görüntü aynı şekildedir. Bu görüntüleriyle Türkiye'deki yatırım fonlarının, yüksek likiditeye sahip risksiz ve vadesiz mevduat ile karşılaştırıldığında yüksek getirili bir yatırım alternatifi olduğu söylenebilir. Fonların portföy yapılarındaki benzerlik, fonların kendilerine yatırım yapan yatırımcıya sağladıkları verimin de birbirine yakın olması sonucunu doğurmaktadır (Türko, 1992:126).

Çizelge 3.2.'de yatırım fonlarının 2005 yılı içerisindeki portföy büyüklükleri görülmektedir. Tablo'da, A grubu ve B grubu yatırım fonlarının 2006 Mayıs ayı itibarıyla fon portföy değerleri gösterilmektedir. Ayrıca, bu fonlara yatırım yapan

yatırımcı sayısı da yine tabloda yer almaktadır. 2006 Mayıs ayı itibariyle, A grubu yatırım fonlarının toplam portföy değeri: 1.234.234.279 YTL iken B grubu yatırım fonlarının toplam portföy değeri: 28.975.511.425 YTL olarak görülmektedir. Yatırım fonlarına yatırım yapan yatırımcı sayısı, A grubu fonlarda;161.162 kişi iken, B grubu fonlarda; 3.011.569 kişi olarak görülmektedir. Bu sonuçlardan da anlaşılacağı üzere: toplam (A ve B grubu fonlar) fon portföy değeri 30.209.745.702 YTL'dir. Toplam yatırımcı sayısı ise, 3.172.812 kişi olarak görülmektedir. A tipi yatırım fonları içindeki yatırım fonu türlerinin portföy dağılımına bakıldığında; en çok payı hisse senetlerinin %70'lik bir oranla aldığı görülmektedir. Bunun sebebi ise, A tipi yatırım fonlarına yatırım yapan kişi ya da kurumların fon portföyünde en az, %25'lik bir oranla Türkiye'de kurulmuş olan ortaklıkların hisse senetlerine yer vermiş olmaları gerektiğinden dolayıdır. Ancak, B grubu yatırım fonlarında böyle bir şart aranmamaktadır. B tipi fonlar varlıklarını hisse senetlerinde değerlendirmek zorunda olmayan fonlar olduklarından dolayı, A grubu fonlarda %70'i bulan hisse senedi fon portföy değerleri B grubu fonlarda %0,6'lardadır. Tablo'daki diğer yatırım fonu kalemlerinin portföy değerlerine bakıldığında ise, A grubu fonlarda hisse senetlerinden sonra en çok payı %12.98'lik pay'la ters repo işlemlerinin, diğer büyük payı ise %11.43'lük değerle tahvil piyasasının aldığı görülmektedir. B grubu fonlarda ise, en büyük portföy değeri, %52.93'lük bir oranla tahvil piyasasındadır, ikinci büyük oran %36.15'lik payla ters repo piyasasıdır, üçüncü en büyük pay ise, %9.81'lik oranla bono piyasasıdır.

Ayrıca türlerine göre yatırım fonlarında en çok portföy büyüklüğünün ve en yüksek değerlerin değişken fonlarda olduğu görülmektedir. Değişken fonlarda, fon portföyünün oluşturulması sırasında, hangi menkul kıymetlerin ve hangi yüzdelerin kullanılacağı konusunda hiç bir sınırlamaya gidilmez. Değişken fonları, sayı ve portföy değeri büyüklüğü olarak karma fonlar ve hisse senedi fonları izlemektedir

Çizelge 3.2. Tiplerine Göre Yatırım Fonlarının Portföy Değeri

Fon Grubu	Portföy Değeri (YTL)	Yat. Sayısı	Tahvil (%)	Bono (%)	T.Repo (%)	Hisse (%)
A Tipi Değişken	429,845,311	25,072	16.46	3.93	21.96	56.05
A Tipi Karma	167,090,847	89,735	28.66	8.22	15.71	47.24
A Tipi İştirak	102,298,082	7,791	13.18	0.00	4.74	82.08
A Tipi Sektör	50,969,810	5,196	4.41	0.00	9.47	86.12
A Tipi Hisse	95,805,146	12,595	5.18	2.82	16.05	75.95
A Tipi Özel	0	10	0.00	0.00	0.00	0.00
A Tipi Endeks	387,330,985	20,024	0.45	0.00	3.75	90.47
A Tipi YBMK	894,096	849	0.00	0.00	3.47	28.85
A Tipi Toplam	1,234,234,279	161,262	11.43	2.70	12.98	70.58
B Tipi Değişken	3,181,500,652	174,345	82.50	3.71	13.19	0.47
B Tipi Karma	1,938,996	703	56.67	0.00	0.88	0.00
B Tipi Tahvil ve Bono	4,574,471,915	167,851	84.63	1.92	12.54	0.03
B Tipi Likit	21,215,675,247	2,666,684	41.67	12.43	44.69	0.00
B Tipi YBMK	1,924,615	1,967	9.75	0.00	8.68	0.00
B Tipi Özel	0	19	0.00	0.00	0.00	0.00
B Tipi Toplam	28,975,511,425	3,011,569	52.93	9.81	36.15	0.06
Yatırım Fonları Toplam	30,209,745,703	3,172,812	51.24	9.52	35.20	2.94

Kaynak: (http://www.fonbul.com/fon_grup_analiz.asp) Mayıs-2006

3.2.6.2. Fon Portföyü Yönetim İlkeleri

SPK'nın Seri:VII, No:10 Tebliğinin 41.maddesi Fon Portföy Yönetim İlkelerini düzenlemektedir. Bu madde, yatırım fonu kurucularının uymak zorunda oldukları yönetim ilkeleri ilgili esasları içermektedir. Fon portföyünü yönetmekle yükümlü kişi birden fazla fon yönetmesi durumunda fonlar arasında ve müşteriler arasında müşterilerden veya yatırım fonlarından biri lehine diğeri aleyhine sonuç verebilecek işlemlerde bulunmamakla yükümlüdür. Ülkemizde yatırım fonları ne tam olarak açık uçlu ne de tam olarak kapalı uçlu fonlardır. Bundan dolayı, fon kurucuları, özellikle bankalar, fon tutarını artırmak yerine, yeni fon kurmayı tercih etmişlerdir. Bu durum, bir kurucunun (kötü niyetli olması durumunda), istediği fonunun performansını, diğer fonlarının aleyhine hareket etmek yoluyla, piyasanın normal şartlarda olanaklı kıldığı çok üstüne çıkarabilmesine olanak vermektedir. Doğal olarak, diğer fonun katılımcıları ise bundan zarar göreceklerdir. Bu hüküm ile bu sakınca, yani kurucunun değişik fonları arasında hileli -rasyonel olmayan- işlemler yapabilmesi engellenmeye çalışılmıştır. Fonların portföylerine aldıkları ve portföyden çıkardıkları menkul kıymetleri borsa kanalıyla almaları ve satmaları veya İMKB'ce belirlenen işlem kurallarına uymaları zorunludur. İMKB'de işlem gören herhangi bir fon portföyünün işlemleri rayiç bedel ile sınırlandırılmış olup fon portföy kalemlerinin değerleri; borsada işlem gören kıymetler için rayiç bedel borsa fiyatı, borsada işlem görmeyen varlıklarda ise alımlarda en düşük fiyat, satımlarda ise en yüksek fiyat olarak belirlenmiştir (md.41/b ve 41/c). Bu ifade ile kanun koyucu, fon yöneticisinin işlemlerinden dolayı katılımcıların zarar görmesini engellemeye çalışmaktadır. Bu fıkra bir anlamda bir önceki fıkranın tamamlayıcısı durumundadır. Bu iki fıkranın hükümleri dolayısıyla, fon yöneticisi rasyonel piyasanın gerektirdiği şekilde davranmaya ve ne bir kişi ne de bir başka fon lehine hareket etmemeye zorlanmaktadır (Karacabey, 1998:67-68).

Fon portföyü yönetim ilkelerinin sahip olduğu birtakım unsurlar vardır. Bu unsurlar ise şu şekildedir (SPK, 1997:80);

- Yönetici, yönettiği her fonun çıkarımı ayrı ayrı gözetmek zorundadır. Yönetimindeki yatırım fonları veya diğer müşterileri arasında müşterilerinden biri veya yatırım fonlarından biri lehine diğerleri aleyhine sonuç verebilecek işlemlerde bulunamaz. Yönetici fon portföyü ile ilgili alım satım kararlarında objektif bilgi ve belgelere dayanmak ve sözleşme ile belirlenen yatırım ilkelerine uymak zorundadır. Bu bilgi ve belgelerin, alım satım kararlarına mesnet teşkil eden araştırma ve raporların en az 5 yıl süreyle yönetici nezdinde saklanması zorunludur,

- Fon portföyüne, hiçbir şekilde rayiç değerinin üzerinde varlık satın alınamaz ve portföyden bu değer altında varlık satılamaz. Rayiç bedeli, borsada işlem gören varlıklar için borsa fiyatı, borsada işlem görmeyen varlıklar için işlem gününde fon lehine alımda en düşük satışta en yüksek fiyattır,

- Borsada işlem gören varlıkların alım-satımlarının borsa kanalıyla yapılması zorunludur. Fon adına katılma belgelerinin alım satımı nedeniyle. İMKB Tahvil ve Bono Piyasasından aynı gün valorü ile aynı gün valörlü işlem saatleri dışında fon portföyüne alım veya fon portföyünden satım zorunluluğu bulunuyorsa, "İMKB"ce belirlenen işlem kurallarına uyulması şarttır. Yönetici, fon portföyüne hisse senedi alım

satım işlemlerinde, işlemi gerçekleştiren aracı kuruluşun, fonu temsil eden müşteri numarasıyla İMKB’de işlem yapmasını temin etmek zorundadır,

- Yönetici fon adına yaptığı alım-satım işlemlerinden dolayı herhangi bir ihraççı veya aracı kuruluştan kendi lehine bir menfaat sağlıyorsa, bu durumu kurucuya açıklamak zorundadır,
- Yönetici, herhangi bir şekilde kendisine ve üçüncü kişilere çıkar sağlamak amacıyla fon portföyünde bulunan varlıkların alım satımını yapamaz,
- Fon portföyünün önceden saptanmış belirli bir getiriye sağlayacağına dair yazılı veya sözlü bir garanti verilemez,
- Kurucu, fon kurulu üyeleri, yönetici ve fonların yönetimi ile ilgili olarak meslekleri nedeniyle veya görevlerini ifa etmeleri sırasında bilgi sahibi olabilecek durumda olanlar, bu bilgileri kendileri veya üçüncü bir tarafın menfaati doğrultusunda kullanamazlar.

3.2.6.3. Portföy Sınırlamaları

Portföy seçimi, her yatırım sınıfında yapılacak yatırım tutarı ile bu sınıf içindeki menkul kıymetlere yapılacak yatırım tutarının belirlenmesi işlemidir. Öncelikle portföydeki hisse senedi, sabit getirili menkul kıymet, repo ve nakit oranları belirlenir. Bu oranlar belirlendikten sonra, hisse senetlerinin, sabit getirili menkul kıymetlerin neler olacağı saptanır. Portföy seçimi yapılırken portföye getirilen bazı sınırlamalar da göz önüne alınır (Tevfik, 1995:73). Portföy sınırlamaları aşağıdaki maddelerdeki bir takım özellikleri içermektedir (<http://www.kocportfoy.com.tr>, 11/07/2005);

- Yatırım fonlarının portföy değerlerinin %10’undan fazlası bir ortaklığın menkul kıymetlerine yatırılmaz,
- Fon portföyüne borsaya kote edilmiş varlıkların alınması esastır. Ancak, kurucunun ve yöneticinin borsa dışında halka arzına aracılık ettiği menkul kıymetlerin, borsaya kote edilmesi şartıyla fon portföyüne alınması imkanı vardır,
- T.C. Merkez Bankası tarafından düzenlenen ihalelerden ve T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı tarafından yapılan halka arzlardan ihale veya ihraç fiyatlarıyla fon portföyüne menkul kıymet alınabilir,
- Fon portföyüne kurucunun ve yöneticinin hisse senedi, tahvil ve diğer borçlanma senetleri satın alınmaz (Özel Fonlar ve Endeks Fonlar hakkında uygulanmaz),
- Kurucunun, yöneticinin ve bunların doğrudan ve dolaylı iştiraklerinin fonlarının katılma belgeleri ile ortağı oldukları yatırım ortaklıklarının hisse senetleri hariç olmak ve içtüzüklerinde belirtilmek koşuluyla, farklı türlerdeki diğer fonların katılma belgeleri ve yatırım ortaklıklarının hisse senetleri fon portföyünün %10’una kadar portföye alınabilir,
- Fon, açığa satış ve kredili menkul kıymet işlemi yapamaz,

- Yatırım fonları “Kredili Menkul Kıymet Açığa Satış ve Menkul Kıymetlerin Ödünç Alma ve Verme İşlemleri Hakkında Tebliğ”inde belirtilen esaslar çerçevesinde yapılacak bir sözleşme ile herhangi bir anda portföylerindeki menkul kıymetlerin piyasa değerlerinin en fazla %25’i tutarındaki menkul kıymetlerini ödünç verebilir veya aynı tutarı aşmamak üzere ödünç alabilirler. Ödünç verme ve alma işlemi en fazla 90 işgünü süreyle yapılır.

Yatırım fonlarının temel amaçlarının portföy yönetmek olduğundan hareketle; hiç bir yatırım fonunun hiçbir ortaklıkta oy hakkı olmayacağı tebliğde belirtilmiştir ve sermayenin %9’undan fazlasına sahip bir yöneticinin yönetimindeki bir kurucuya ait yatırım fonları ise toplu olarak, hiçbir ortaklıkta sermayenin ya da tüm oy haklarının % 20’sinden fazlasına sahip olamayacağı da ayrıca tebliğde belirtilmiştir (md.42/b). Bu sayede fon kurucusu veya yöneticisinin birikim sahiplerinin parası ile başka ortaklıkların yönetiminde söz sahibi olmaları, fon aracılığıyla toplanan paraları başka amaçlarla kullanmaları önlenmeye çalışılmıştır. Kanun koyucu küçük tasarruf sahibinin birikiminin rastgele yatırımlarla veya spekülatif yatırımlarla değerlendirilmesinin önlenmesi için gereken tedbirleri almıştır. Buna göre fon portföyüne borsaya kote edilmiş varlıkların alınması esastır. Ancak kurucunun ve yöneticinin borsa dışında halka arzına aracılık ettiği menkul kıymetlere, borsaya kote edilmesi şartıyla, ihraç miktarının azami %10’u oranında ve fon portföyünün azami %5’i oranında yatırım yapılabilir (Karacabey, 1998:70).

Hisse senetleri, borçlanma senetleri, altın ve diğer kıymetli madenler ile bunlara dayalı sermaye piyasası araçlarından en az ikisinden oluşan ve her birinin değeri fon portföy değerinin %20’sinden az olmayan fonlar “Karma Fon”, Vadesine 180 günden az kalmış sermaye piyasası araçlarından oluşan ve portföyünün ortalama vadesi 45 günün üzerine çıkmayan fonlar “Likit Fon”, Portföyünün en az %80’i devamlı olarak baz alınan ve Kurul tarafından uygun görülen bir endeksin değeri ile fonun birim pay değeri arasındaki korelasyon katsayısı (ilişki/paralellik) en az %90 olacak şekilde, endeks kapsamındaki menkul kıymetlerin tümünden ya da örnekleme yoluyla seçilen bir kısımdan oluşan fonlar “Endeks Fon”, olarak adlandırılır. Portföy sınırlamaları itibariyle yukarıdaki türlerden herhangi birine girmeyen fonlar “Değişken Fon” , olarak adlandırılır (İ.M.K.B., 2003:115).

3.2.7. Yatırım Fonlarının Yönetim Yapısı

Yatırım fonları finans sistemi içinde her geçen gün önemini artırmaktadır ve doğal olarak bu artan değer yönetimin yapısının incelenmesi artık bir gereklilik olmuştur. Bu bölümde yatırım fonlarının yönetim yapısı şu şekilde sınıflandırılarak incelenecektir;

- Kurucu ve Yönetici,
- Fon Kurulu ve Denetçiler,
- Fon Hizmet Birimi.

3.2.7.1. Kurucu ve Yönetici

Kurucu, tüzel kişiliği olmayan fonun, riskin dağıtılması ve inançlı mülkiyet esaslarına göre belge sahiplerinin haklarını koruyacak şekilde yönetim, temsil ve saklanması SPK'ya karşı sorumludur. Portföyün kurucu tarafından yönetilmiyor olması bu sorumluluğu kaldırmaz. Fon, kurucunun belirleyeceği bir yönetici ile yapılan yönetim sözleşmesi çerçevesinde yönetici tarafından yönetilir. Kurucu ve yönetici arasında portföy yönetimine ilişkin yapılacak olan sözleşmede asgari şu unsurların bulunması gereklidir (Ertaş, 1997:18-19);

- Yönetici kuruluşun unvanı ve adresi,
- Fonun ve kurucunun unvanı ve adresi,
- Sözleşmenin süresi,
- Yöneticinin alacağı ücretin asgari tutarı ve ödeme koşulları,
- Portföy yönetimi hizmeti sunmakla yükümlü şahısların görev tanımları ve bunların değişmesi halinde uyulacak kurallar,
- Portföy yönetimine ilişkin varsa fonun menkul kıymet türleri ve risk tercihleri,
- Fon portföyüne alım ve satımlarda fon kurulunun teyidinin aranıp-aranmayacağı ve yapılan işlemler hakkında fon kurulunun bilgilendirilmesine ilişkin esaslar,
- Fon portföyü ile ilgili nakit hareketlerine ilişkin esaslar,
- Muhasebe hizmetlerine ilişkin esaslar,
- Sözleşmenin fesih şartları.

Uzman kadroyla yönetilen fonların bireysel yatırımcıya göre kazanma şansı çok daha yüksektir. Ancak zamanlama, bazı endekslerin yukarı hareketleri, doğru seçimler ve hazine bonolarının akıllıca kullanımı bir araya gelince yatırım fonlarının getirisi azımsanmayacak ölçüde artmıştır. Profesyonel yöneticilerin tutumları geleceğe yönelik beklentileri ayrıca, uyguladıkları yöntemler ve uygulayacakları stratejilerle fona yön verirler (Uçar, 2002:19).

3.2.7.2. Fon Kurulu ve Denetçiler

Kurucu kendi adına fonla ilgili işlemleri yürütmek üzere aşağıdaki niteliklere sahip içeriden veya dışarıdan en az 3 kişiden oluşan bir fon kurulu ve en az bir denetçi atar. Özel fonlarda fon kurul üyelerinin çoğunluğunun gerekli tecrübe şartlarını taşıması şartıyla kurucu dışından fon katılma belgelerinin alıcısı kuruluşun bünyesinden atanabilir. Fon kurulu üyeleri ve denetçilerinin sahip olması gereken özellikler şunlardır (Tuncel, 1997:9);

- Yüksek öğrenim görmüş olmaları,
- Sermaye piyasası alanında en az 5 yıllık tecrübeye sahip olmaları (Bankacılığın ilgili alanlarında tecrübe dahil olmak üzere),
- Faaliyet izinlerinin birinin veya birden fazlasının sürekli veya geçici olarak kaldırılmış yahut borsa üyeliğinden geçici veya sürekli olarak çıkarılmış kuruluşlarda sorumluluğu tespit edilmiş bulunan kişilerden olmamaları gereklidir.

3.2.7.3. Fon Hizmet Birimi

Fon portföyündeki varlıklar, esasları İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. tarafından belirlenen bir sözleşme çerçevesinde saklayıcı nezdinde saklanır. Fon portföyündeki varlıkların Kurul tarafından belirlenmiş bir kuruluşta saklanması halinde buna ilişkin sözleşme esaslarını Kurul belirler. İMKB Takasbank A.Ş. yurtiçi menkul kıymetlerin saklama merciidir. Yurtdışı menkul kıymetlerin hangi kuruluşlar nezdinde saklanacağı içtüzüğe yazılır. Halka arz sırasında tüm saklama kuruluşları ile yapılmış sözleşmeler Kurula ibraz edilir. Sözleşmenin bir örneğinin, yapıldığı tarihten itibaren 6 iş günü içinde Kurul'a gönderilmesi zorunludur (Teker, 1997:20).

3.2.8. Yatırım Fonlarının Yatırımcılara ve Sermaye Piyasasına Sağladığı Katkılar

Yatırım fonları kendisine yatırım yapan tasarrufçulara bir takım katkılar sağlamaktadır. Bu katkıları tasarrufçu, kurucu ve ekonomi açısından incelemekte fayda vardır;

- Tasarrufçu Açısından yatırım fonlarının sağladığı katkılar,
- Kurucu Açısından yatırım fonlarının sağladığı katkılar,
- Ekonomi Açısından yatırım fonlarının sağladığı katkılar.

3.2.8.1. Tasarrufçu Açısından Yatırım Fonlarının Sağladığı Katkılar

Yatırım fonlarının tasarrufçu açısından sağladığı katkılar aşağıda maddeler halinde sıralanmıştır (Ertaş, 1997:17);

- Bireylere ve kurumlara vergi avantajı sağlaması,
- Tüm piyasaların sürekli takip edilmesi,
- Sermaye artırımını, temettü ödemeleri gibi işlemleri takip etme zahmetinden kurtarması,
- Fon işlemlerinin İMKB devlet tahvili, hazine bonosu, repo ve hisse senedi piyasalarından yapılması,
- Ortaya koyduğu sermayesi yani tasarrufu profesyonel ve güvenilir yöneticiler tarafından yönetilmesi,

- Yatırım fonu portföyüne alınabilecek menkul kıymetlerin sabit getirili, dövizde endeksli hisse senedi gibi araçlarla çeşitlenmesi nedeniyle riskin dağıtılması ve azaltılması,
- Menkul kıymetlerin değerlendirilmesi ve kontrolü ile kupon, faiz, temettü tahsili fon yönetimince yapılacağından vade takibi, tahsile giden zaman ve kaynak kullanımını gerektiren işlemlerden korunabilmesi,
- Küçük tasarruflarla temin edilemeyecek kazanç potansiyeli, yüksek menkul kıymetlere yatırım yapılması,
- Fon portföyündeki değer artışlarının portföy değerine günlük olarak yansıtılması nedeniyle işlemiş gelir ile birlikte gerek ihtiyacı kadar gerekse tamamını istediği anda tasarrufçunun paraya çevirebilmesi,
- Portföye büyük oranda alım satımlar nedeniyle zaman ve para tasarrufu sağlayabilmesi gibi faktörler tasarrufçu açısından yatırım fonlarının sağladığı katkılardır.

Fon Portföyündeki değer artışlarının portföy değerine günlük olarak yansıtılması nedeniyle, tasarrufçu, fonun işlemiş geliri ile birlikte, gerek ihtiyacı kadarını gerekse tamamını istediği anda paraya çevirebilmektedir (<http://www.kocportfoy.com.tr>, 22/08/2005).

3.2.8.2. Kurucu Açısından Sağladığı Katkılar

Kurucular rekabet ortamı içinde çalıştıklarından tasarruf sahiplerine yatırım fonları aracılığıyla yeni bir hizmet sunmaktadırlar. Fonun yönetim ve temsili ile fona tahsis ettikleri eleman ve donanım karşılığı, portföy büyüklüğü üzerinden hesaplanan bir yönetim ücretini, fon bütçesinden yönetim ücreti olarak almaktadırlar. Halka arzına aracılık ettikleri menkul kıymetleri, mevzuatın izin verdiği sınırlar içinde kurucusu oldukları fonlara satabilmektedirler. İştiraklerince çıkarılan menkul kıymetlere mevzuat çerçevesinde fonlar aracılığı ile yatırım yapabilmektedirler. Hisse senedi ağırlıklı fonlarda portföyde bulunan senetlerle, borsada gerektiğinde pazar düzenleyici görevini üstlenebilmektedirler (Teker, 1997:17-18).

Ancak yatırım sahipleri eğer kendileri yatırım fonları ile ilgili bir plana sahiplerse ve bu planlarını herhangi bir aracıya gerek duymaksızın direk kendileri uygularsa yönetim faaliyetinden doğacak giderler kendileri hesabında kalabilir (Lavine, 1994:175).

3.2.8.3. Ekonomi Açısından Sağladığı Katkılar

Gelişmiş mali piyasalarda Yatırım fonları, yeni kurulan kuruluşların, belediyelerin finansmanında önemli roller oynamakta, hazine bonoları ve tahvillere yatırım yaparak kamu açığının finansmanına önemli katkıda bulunmaktadır. Bu kuruluşlar aynı zamanda, portföylerine aldıkları ipoteğe dayalı menkul kıymetler ile konut ipoteği piyasasında yeni kaynaklar yaratmaktadır. Fonlar bu katkısını küçük tasarrufları bir havuzda toplayarak gerçekleştirmektedirler. Ülkemizde yatırım fonlarının ekonomiye katkıları ise şu şekildedir (Tuncel, 1997:18);

- Hisse senedine yatırım yaparak özel sektöre kaynak aktarımına aracılık etmek,
- Kamu borçlanma araçlarına yatırım yapmak suretiyle bütçe açıklarının finansmanına katkıda bulunmak,
- Borsa'nın derinleşmesine ve işlem hacminin artmasına yardımcı olmak,
- Portföy yönetim faaliyetinin gelişmesine katkıda bulunmak,
- Deneyimsiz ve küçük tasarruf sahiplerinin birikimlerinin menkul kıymet yatırımlarına dönüşümüne imkan sağlamaktır.

Tasarrufçunun ortaya koyduğu sermayesi yani tasarrufu, profesyonel ve güvenilir yöneticiler tarafından yönetilmektedir. Yatırım fonu portföyüne alınabilecek menkul kıymetlerin sabit getirili, dövizde endeksli ve hisse senedi gibi araçlarla çeşitlenmesi nedeniyle riskin en aza indirilmesi mümkün olabilmektedir.

3.3. YATIRIM FONLARININ VERGİLENDİRİLMESİ VE MUHASEBELEŞTİRİLMESİ

Bu bölümde; Yatırım fonlarının vergilendirilmesi konusu, portföy kazançlarının vergilendirilmesi ve katılma belgesi sahiplerinin vergilendirilmesi şeklinde incelenecektir. Ayrıca yatırım fonlarının muhasebeleştirilmesi başlığı altında menkul kıymet alım-satımı, bedelli-bedelsiz hisse senetleri, nazım hesaplar ve yabancı yatırım fonlarıyla dönem sonu işlemleri anlatılacaktır.

3.3.1. Uluslararası Piyasalar ve Menkul Kıymetlerin Vergilendirilmesi

Uluslar arası piyasalarda menkul kıymetlerin vergilemesine ilişkin bazı ülkeleri kapsayan sonuçlar aşağıdaki tabloda görülmektedir. Çizelge 3.3'de bu bazı ülkelerin menkul kıymetlerinin satış, mülkiyet ve sermaye açısından nasıl vergilendirildikleri konusunda açıklamalar yapılmıştır.

Çizelge 3.3. Uluslararası Piyasalarda Menkul Kıymet Vergilemesi

	SATIŞ	MÜLKİYET			SERMAYE
Fransa	Borsa Vergisi (Satan % 50'sini, Alan % 50'sini öder) -Hisse Senedi: işlem Fiyatı 1 milyon Frank ve altında olanlar için % 0,6 1 milyon Frank ve üzerinde olanlar için % 0,3 oranında	Net Servet Vergisi (Ek Vergi % 10) - Sadece Bireysel %005'ten %15'e kadar değişen oranlarda	Gelir Vergisi Kaynaktan kesinti (stopaj) dışında Artan Oranlı Gelir Vergisi	Gelir Vergisi Artan Oranlı Gelir Vergisi	Otomatik ek vergi tarhiyatı
İsveç		Gayrimenkul Vergisi -Sadece Bireyler için: %15		Gelir Vergisi Sermaye kazançları ile sermaye gelirleri üzerinden	Gelir Vergisi Sermaye gelirleri üzerinden sağlanan faiz vb. gelirler için ek vergi
İngiltere	Damga Resmi (Alıcı öder)		Gelir Vergisi Artan oranlı gelir vergisi		Sermaye Gelirleri Vergisi Tüm gelirlerin toplamına uygulanan en yüksek gelir vergisi sermaye gelirlerine uygulanır.

Kaynak: (<http://www.mof.go.jp/english/zei/report/zc001f08.htm>) Ocak- 2006

Yukarıdaki tablo'da (Çizelge-3.3) görüldüğü üzere; menkul kıymet vergilemesinde dünya ülkeleri arasında farklı uygulamalar bulunmaktadır. Bazı ülkelerde menkul kıymetlerin vergilemesinde sadece dolaylı vergiler uygulanmakta iken, bazı ülkelerde hem dolaylı hem de dolaysız vergilendirme yapılmaktadır. Belirli işlemler ve harcamalar üzerinden alınan dolaylı vergiler tarih boyunca uluslar arası menkul kıymet borsalarında yer almıştır. Dolaylı vergi (İşlem vergisi), menkul kıymetin niteliğine göre ve bu menkul kıymetlere dayalı olarak gerçekleştirilen işlemlere göre farklı biçimlerde uygulanmaktadır. İşlem vergisi bazı ülkelerde sadece hisse senedi işlemleri üzerinden; bazı ülkelerde ise, her türlü menkul kıymet alım satımı üzerinden alınmaktadır. Kanada, İsveç, A.B.D. ve Almanya'da işlem vergisi uygulanmamaktadır. Japonya, İsviçre, Belçika, Danimarka gibi bazı ülkelerde ise menkul kıymet satış aşamasında belirli oranlarda işlem vergisi alınmaktadır. Türk vergi sisteminde menkul kıymetlerin vergilemesinde, sadece gelir sağlama (mali), amacına yönelik olarak dolaysız vergilendirme uygulanmakta; menkul kıymet el değiştirme sırasında bir vergilendirme yapılmamaktadır. Bu bağlamda, sermaye piyasasında sadece menkul kıymetlerden elde edilen gelir (menkul sermaye iradı ve değer artışı kazancı) vergilendirilmektedir. Bir başka deyişle işlem üzerinden herhangi bir vergileme söz konusu değildir (Yıldırım, Erol, 2004:58-60)

Bu genel açıklamalardan sonra yatırım fonlarının vergilendirilmesi konusu iki açıdan ele alınacaktır. İlk olarak yatırım fonu katılma belgelerini ellerinde tutanların elde ettikleri gelirlerin vergilendirilmesi incelenecektir. Katılma belgesi sahiplerinin elde ettikleri gelir, ya kar payı ya da katılma belgesi fiyatındaki artış şeklinde gerçekleşir. Vergilendirme konusunda ikinci olarak, portföy işletmeciliği yapan kuruluşun portföy işletmeciliğinden elde ettiği gelirlerin vergilendirilmesi söz konusudur. Bu temel ikili ayrımın yanı sıra vergi mevzuatı ilgili düzenlemeleri yaparken, gerçek kişi-kurum, tam mükellef-dar mükellef, A-tipi, B-tipi yatırım fonu gibi ayrımları da dikkate almıştır.

3.3.2. Fon Portföy İşletmeciliği Kazançlarının Vergilendirilmesi

Kurumlar vergisinden istisna tutulan bu kazançlar üzerinden, Gelir Vergisi Kanunu (GVK)'nın 3946 sayılı Kanunla değişen 94/6-a alt bendine göre, bu kazançların dağıtılıp dağıtılmadığına bakmaksızın gelir vergisi tevkifatı yapılacaktır (Karacabey, 1998:77-78). Kurumlar Vergisi Kanununun 8'inci maddesinin 4 numaralı bendinin (a),(c), ve (d) bentlerinde yazılı kazançlardan “(a)- Portföyünün en az %25'i hisse senetlerinden oluşan menkul kıymetler yatırım fonları ile aynı nitelikteki yatırım fonlarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançları, (c)- Risk sermayesi yatırım ortaklıkları, (d)- Gayrimenkul yatırım fonları veya ortaklıklarının kazançları” kurumlar vergisinden müstesnadır (%0). “(b)- (a) alt bendi dışında kalan menkul kıymetler yatırım fonları (döviz yatırım fonları hariç) ile menkul kıymetler yatırım ortaklıklarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançları üzerinden bu oran %10'dur.” (KVK, Mad.-8-).

3.3.2.1. Kurumlar Vergisi Açısından

5422 sayılı KVK'nın 1. maddesinde kazançları Kurumlar Vergisi'ne tabi kurumlar sayılmıştır (Sermaye şirketleri, kooperatifler, iktisadi kamu müesseseleri, dernek ve vakıflara ait iktisadi işletmeler) Sermaye şirketleri de bunlardan biridir.

KVK'nın bu düzenlemesiyle özel bir malvarlığı statüsünde olan, tüzel kişiliği bulunmayan ve hukuki mahiyet bakımından sermaye şirketlerinden farklılıklar gösteren yatırım fonlarının sermaye şirketi addolunması özel hukuk ve vergi hukuku arasında bir uyumsuzluk teşkil eder. Yatırım fonlarının vergi hukuku içerisinde sermaye şirketi sayılmasının sonucu olarak, yatırım fonları kurumlar vergisi mükellefidir. Bu yüzden yatırım fonlarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançları kurumlar vergisine tabidir (Akyıldız, 2003:123). Ancak Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 8.maddesi 4/a ve 4/b bentleri uyarınca portföyünün en az %25'i hisse senetlerinden oluşan menkul kıymet yatırım fonları ile bunlar dışında kalan menkul kıymet yatırım fonlarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançlarının, b alt bendinde ise a alt bendinin dışında kalan yatırım fonlarının (döviz yatırım fonları hariç) portföy işletmeciliğinden doğan kazançlarının kurumlar vergisinden müstesna olduğu belirtilmiştir (Cömert, 1998:62).

Yatırım fonlarının faaliyetleri sonucunda elde ettiği kazançlar üzerinden ödeme mükellefiyeti altında buldukları ana vergi, kurumlar vergisi olmaktadır. Bilindiği gibi kurumlar vergisinin oranı kurum kazancı üzerinden %30 olarak belirlenmiştir. (KVK, Mad-25-). Kırmızı (1999:50-51), Bununla birlikte yatırım fonlarının kazançları üzerinden kurumlar vergisi ödenmesi, söz konusu kazançların istisnalar kapsamına alınmış olması nedeniyle söz konusu olmamaktadır.

Ancak, yabancı para ve altın alım satımı yapan “döviz yatırım fonlarının” ise söz konusu istisnadan yararlanmaları söz konusu değildir. 3824 sayılı kanunun bu konuda getirdiği en önemli yenilik MKYF (Menkul Kıymet Yatırım Fonları)'leri %25'i hisse senetlerinden oluşanlar ve diğerleri diye ikiye ayırmasıdır. Böylece özellikle hisse senedi ağırlıklı fonların vergi yönünden teşvik edilmesi dolayısıyla menkul kıymetler borsasının olumlu olarak etkilenmesi mümkün olacaktır (Uzay, 1994:279).

Bu esas uyarınca yatırım fonlarının tamamı, yapısal anlamda bir ayrıma tabi tutulmaksızın kurumlar vergisinden istisna edilmekte ve kazançları üzerinden bir vergi ödememektedirler. Bu noktada dikkate alınması gereken husus menkul kıymetler portföyü işletmek amacı ile kurulan ve bu alanda faaliyet gösteren ve portföy yapısındaki farklılıkların kurumlar vergisi açısından bir önem taşımadığı yatırım fonlarının sadece portföy işletmeciliğinden elde ettikleri kazançlar kurumlar vergisinden istisna edilmekte bunun dışında başkaca bir gelirin bulunması kurumlar vergisi yükümlülüğünü ortaya çıkarmakta iken, bunlar dışında kalan yatırım fonlarında faaliyet kazançlarının tamamı kurumlar vergisinden istisna edilmektedir. Doğal olarak kurumlar vergisi mükellefiyetinin bulunmaması, kurumlar vergisine mahsuben ödenmesi gereken geçici vergi yükümlülüğünü de kendiliğinden ortadan kaldırmakta ve yatırım fonlarının KVK'nın 25. Mad.(Kanuna göre tespit olunan kurum kazancından %30 oranında kurumlar vergisi alınır), ve GVK'nın Mükerrer 120. Mad.(Münferit beyanname ile bildirilen kazançların vergisi, beyanname verme süresi içinde vergi dairesine ödenir) düzenlenen geçici vergiyi ödemeleri söz konusu olmamaktadır. Bununla birlikte yatırım fonlarının faaliyetleri sırasında özellikle menkul kıymetlerden gelir elde etmeleri aşamasında ödemekle yükümlü oldukları kurumlar vergisine mahsuben, gelir vergisi stopajına muhatap tutulmaları söz konusu olabilmektedir. GVK'nın 94. Maddesi (Kamu idare ve müesseseleri, sair kurumlar, ticari şirketler, iş ortaklıkları, dernek ve vakıfların iktisadi işletmeleri, kooperatifler, yatırım fonu yönetenler, gerçek gelirlerini beyan etmeye mecbur olan ticaret ve serbest meslek erbabı bentlerde sayılan ödemeleri nakden veya hesaben yaptıkları sırada, istihkak sahiplerinin gelir vergilerine mahsuben tevkifat

yapmaya mecburdurlar) kapsamında GVK'nın 75/5. Maddesinde (Her nev'i tahvil ve Hazine bonusu faizleri ile Toplu konut İdaresi, Kamu Ortaklığı İdaresi ve Özelleştirme İdaresince çıkarılan menkul kıymetler), Kırman, (1999:50-51). Sayılan bu menkul kıymetlerin faizleri, repo işlemlerinden sağlanan kazançları, elde edilen mevduat faizleri gibi bir bölüm kazançlar üzerinden vergi sorumlusu sıfatı ile ödemeyi yapan kurum tarafından gelir vergisi kesintisi yapılmaktadır.

3.3.2.2. Gelir Vergisi Açısından

GVK Mad-94/6-a (Portföyünün en az %25'i hisse senetlerinden oluşan menkul kıymetler yatırım fonları ile aynı nitelikteki yatırım fonlarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançları) ile (Gayrimenkul yatırım fonları veya ortaklıklarının kazançları ile risk sermayesi yatırım fonlarının kazançları) üzerinden yapılması gereken stopajın oranı (0) sıfır olarak belirlenmiş bulunmaktadır. Bunlar dışında kalan ve portföyünde belirlenen oranın altında hisse senedi bulduran ya da buldurmeyen menkul kıymetler yatırım fonlarının portföy işletmeciliği kazançları üzerinden ise GVK'nın 94/6.b-maddesi "(a) alt bendi dışında kalan menkul kıymetler yatırım fonları (döviz yatırım fonları hariç) ile menkul kıymetler yatırım ortaklıklarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançları" (GVK, Mad.6) gereği %10 oranında gelir vergisi kesintisi yapılması zorunluluğu bulunmaktadır (Akyıldız, 1999:124).

Yukarıda da ifade edildiği gibi söz konusu vergi, kural olarak yatırım fonunun nihai vergi yükünü oluşturmakta kendisinden kesinti yolu ile alınmış olan ve mahsup edebileceği gelir vergilerini bu ödeme tutarından indirmekte, indiremediği tutarlar ise nihai vergi yükünü artırıcı bir etki yaratmaktadır. Bu noktada örnekleme yapıldığında söz konusu fonların portföylerinin oluşumunda, kesinti konusu gelirlerin bulunmasının olumsuz yönde etki yarattığı gözlenmektedir. Portföyünde %25 oranında hisse senedi buldurma şartı aylık ağırlıklı ortalama bazda aranacak, yabancı borsalara kayıtlı dövizli hisse senetleri bu oranın tespitinde dikkate alınacaktır.

Menkul kıymet alım satımıyla devamlı olarak uğraşmak ticari bir faaliyettir ve bu nedenle de elde edilen kazanç ticari kazançtır. Yatırım fonları katılma belgelerinden elde edilen kar payları, ticari işletme bünyesinde elde ediliyorsa, bu kar payları, ticari faaliyete bağlı olarak menkul sermaye iradı olmaktan çıkarlar ve ticari kazanç niteliği kazanırlar, dolayısıyla yatırım fonları katılma belgelerinden elde edilen kar paylarının, ticari faaliyete bağlı olarak elde edilmesi durumunda, herhangi bir istisna söz konusu olmadığından, bu gelirler, normal ticari kazanç gibi beyan edilecek ve gelir vergisine tabi tutulacaklardır (Cömert, 1998:57).

3.3.3. Katılma Belgesi Satın Alanların Vergilendirilmesi

Katılma belgesi sahiplerinin vergilendirilmesi konusu çalışmamızda,

- Gerçek Kişiler ve,
- Tüzel Kişiler açısından ayrı ayrı incelenecektir.

3.3.3.1. Gerçek Kişiler

Burada gerçek kişilerden kasıt katılma belgesinin tüzel kişiler aracılığıyla değil de birinci elden gerçek bir mükellef tarafından alınıp satıldığı anlatılmaktadır. Ayrıca bu başlık altında, Tam Mükellef Gerçek Kişiler, Dar Mükellef Gerçek Kişiler konuları incelenecektir.

Gerçek kişiler tam ve dar mükellef olarak ayrılmaktadır. Yurt dışında elde ettikleri gelirlerin Türkiye’de vergilendirilip vergilendirilmemesine göre tam veya dar mükellef olarak adlandırılırlar. KVK’nın “Tam Mükellefiyet” başlıklı 9. maddesi “ Birinci maddede yazılı tüzel kişilerden (Sermaye şirketleri, Kooperatifler, İktisadi Kamu Müesseseleri, Dernek ve vakıflara ait iktisadi işletmeler) kanuni veya iş merkezleri Türkiye’de bulunanlar gerek Türkiye’de gerekse yabancı memleketlerde elde ettikleri kurum kazançları üzerinden vergilendirilirler” (KVK, Mad-9-) Diğer yandan Kanun’un “Dar Mükellefiyet” başlıklı 11. maddesi uyarınca birinci maddede yazılı tüzel kişilerden “ Kanuni ve iş merkezlerinden her ikisi de Türkiye’de bulunmayanlar, yalnız Türkiye’de elde ettikleri kurum kazancı üzerinden vergilendirilirler” (KVK, Mad-11-). Kıranoğlu (2001:76), Kurumlar vergisinde yükümlülük kavramı gelir vergisinde olduğu gibi tam ve dar yükümlülük esaslarına bağlanmış, ancak tam ve dar yükümlülük ayrımında, yükümlülerin özelliklerinden dolayı gelir vergisinden farklı olarak “yerleşme” kavramı yerine “kurum merkezi” kavramı içinde yer alan “iş merkezi” ve “kanuni merkez ” kavramlarından hareket edilmiştir

3.3.3.1.(1).Tam Mükellef Gerçek Kişiler

3946 sayılı yasa ile yapılan değişikliklerle tam mükellef gerçek kişiler için 01.01.1995 tarihinden itibaren elde edilen her nevi hisse senedi kar paylarının (yatırım fonu katılma belgelerinin elden çıkarılmalarından sağlanan gelirler bu kapsamdadır) Ancak kar paylarının beyan edilmesi ile ilgili genel kural bu maddenin son fıkrasında “ Yatırım fonları katılma belgelerinden elde edilen kar payları dolayısıyla vergi alacağı hesaplanmayacağı” belirtilmiştir (Tezcan, 1999:79). Fon katılma belgesi kar payları Gelir Vergisi Kanunu md. 75/1’e göre (Her nev’i hisse senetlerinin kar payları menkul sermaye iradı sayılır) ancak, Gelir Vergisi Kanunu’nun, 02.01.2004 tarih ve mükerrer 25334 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren 5035 sayılı Kanun ile değiştirilen Geçici 55. Maddesi uyarınca, (01.01.1999 -31.12.2005 tarihleri arasında elde edilen ve tevkif suretiyle vergilendirilmiş bulunan Gelir Vergisi Kanununun 75’inci maddesinin ilgili bentlerinde yazılı, menkul sermaye iratları, menkul kıymetler yatırım fonları katılma belgelerine ödenen kar payları veya bu fonların katılma belgelerinin İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında alım satımından elde edilen kazançlar ile Türkiye’de kurulu vadeli işlem ve opsiyon borsalarında yapılan işlemler sonucunda elde edilen kazançlar için yıllık beyanname verilmez diğer gelirler nedeniyle beyanname verilmesi halinde de bu gelirler beyannameye dahil edilmez)

GVK’nın 85. maddesinin 3946 sayılı kanunla değişik 2.fıkrasına göre, (İstisna hadleri içinde kalan kazanç ve iratlar için yıllık beyanname verilmez). Karacabey, (1998:74-76). Yatırım fonları katılma belgelerinden elde edilen gelirlerde istisna kapsamında olduğundan Gelir vergisinden müstesna tutulan yatırım fonları katılma

belgelerinden elde edilen gelirlerle ilgili beyanname başka gelirler dolayısıyla verilecek beyannamelelere dahil edilmeyecektir.

3.3.3.1.(2).Dar Mükellef Gerçek Kişiler

Yurt dışında kurulup, Türkiye’de işyeri veya daimi temsilcisi vasıtasıyla faaliyette bulunan dar mükellef yatırım fonlarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançları tam mükellef yatırım fonlarında olduğu gibi KVK’nın daha önce açıklanan 8/4. maddesi uyarınca kurumlar vergisinden müstesna tutulmuştur (Küçük, 2006:93).

GVK md. 86/2 uyarınca, (Dar mükellefiyette vergiye tabi gelirler sadece: Tevkif suretiyle vergilendirilmiş ücretler, serbest meslek kazançları, menkul ve gayrimenkul sermaye iratları ile kurumlardan elde edilen kar paylarından, diğer kazanç ve iratlardan, yukarıda sayılan kazançlar ve iratlardan bir kaçını veya tamamından; ibaret ise, diğer gelirler nedeniyle beyanname verilmesi halinde de 1 ve 2 numaralı bentlerde belirtilen gelirler beyannameye ithal edilmez).

Dar mükellef gerçek kişiler tarafından katılma belgelerine bağlı olarak elde edilen kar paylarının beyan edilmesine gerek bulunmamakta, ayrıca tam mükellef olmadıklarından GVK’nın Mükerrer 75. Maddesi (Tam mükellefiyete tabi kurumlarca; Tam mükellefiyete tabi gerçek kişilere dağıtılan kar paylarının, Adi ortaklıklara, kollektif ve adi komandit şirketlere dağıtılan kar paylarının bu şirketlerin komandite ortaklarına isabet eden kısmının 1/5’i, bunların vergi alacağını teşkil eder) uyarınca bir vergi alacağından da bahsedilememektedir. ve iştirak hissesi ile sınırlı olarak bu imkanı tanınması nedeniyle mümkün olamayacaktır (Kırman, 1999:56).

3.3.3.2. Tüzel Kişiler

Tüzel kişilerden kasıt mükelleflerin fon kullanımı sırasında birinci elden değil de ikinci ya da üçüncü elden fonları alıp satmalarıdır. Tüzel kişiler gerçek kişi değildirler o nedenle vergilendirilmesi de gerçek kişilerden farklılık gösterir. Ayrıca bu başlık altında, Tam Mükellef Tüzel Kişiler, Dar mükellef tüzel kişiler konuları da incelenecektir.

3.3.3.2.(1). Tam Mükellef Tüzel Kişiler

Tam mükellef konumunda bulunan tüzel kişilerin, ticari işletmelerinin aktifinde bulunan katılma belgelerinin elde ettikleri kazançların vergilendirilmesi bakımından, bu kazançların kar payı ya da diğer kazanç ve irat niteliğinde olmasının bir önemi bulunmamaktadır. Ayrıca katılma belgelerinden elde edilen kar payları iştirak kazancı olarak isimlendirilen ve KVK’nın 8/1. Maddesi “Kurumların, tam mükellefiyete tabi başka bir kurumun sermayesine iştiraklerden elde ettikleri kazançlar (Yatırım fonlarının katılma belgeleri ile yatırım ortaklıklarının hisse senetlerinden elde edilen kar payları hariç)” ile kurumlar vergisinden istisna edilen kazançlar arasında da yer almadığından vergi dışı bırakılması imkanı olmayacaktır. Yatırım fonlarının katılma belgelerinden sağlanan kazançların vergilendirilmesi aşamasında dikkate alınması gereken bir husus KVK’nın “Vergilerin Mahsubu”nu düzenleyen 44. Maddesindeki hükümdür. (Beyannameye gösterilen kazançlardan bu kanuna ve Gelir Vergisi Kanununa tevkifan kesilmiş olan vergiler beyanname üzerinden hesaplanan Kurumlar Vergisinden mahsup

edilir) Madde uyarınca yatırım fonları katılma belgelerinden elde edilen kar payları üzerinden fon bünyesinde hesaplanan vergilerin de mahsup edilebileceği ifade edilmektedir. .

Doğal olarak yapılacak bu mahsup işleminin elde edilen kar payına uygulanacak bir orana göre hesaplanması gündeme gelecektir. Ancak madde düzenlenme tarzı ile tereddüt yaratacak bir yapıya sahip bulunmaktadır. Diğer bir ifade ile “fon bünyesinde hesaplanan vergi” ifadesinin iki biçimde ele alınması mümkündür. Bunlardan ilki yatırım fonunun kurumlar vergisinden istisna edilen ancak GVK'nın daha önce açıklanan 94/6.b maddesi uyarınca hesapladığı stopaj olmaktadır ki, bu portföy yapısına göre 0 (sıfır) ile %10 arasında değişmektedir. İkincisi ise fonun muhatap olduğu ve mahsup edemediği gelir vergisi stopajları ile ortaya çıkan ve fon bünyesinde toplamda hesaplanan vergi tutarı olmaktadır. Bu belirlemenin fonun tabi olduğu vergi oranının, elde edilen kar payına uygulanması suretiyle yapılması ve elde edilen kar payı üzerinden fon tarafından uygulanması gereken vergi oranı dikkate alınarak hesaplanan tutarın mahsup konusu edilmesi suretiyle gerçekleştirilmesi en uygun çözümdür (Kırman, 1999:57-58).

3.3.3.2.(2). Dar Mükellef Tüzel Kişiler

A ve B Tipi yatırım fonu kar payları Kurumlar Vergisi Kanunu'nun, 25. maddesi uyarınca %30 oranında kurumlar vergisine tabidir.

Dar mükellef tüzel kişiler tarafından sadece katılma belgelerine bağlı olarak elde edilen kar payları açısından beyan ve vergilendirme gereği bulunmamaktadır. Alım satıma bağlı olarak sağlanan kazançların, elde edildikleri günden itibaren 15 gün içerisinde münferit beyanname verilmesi yolu ile vergilendirilmektedir. Kural beyanın ve ödemenin dar mükellef kurum tarafından yapılması olmakla birlikte, Türkiye'de bu kazancı sağlayan kişi ya da kurumun da bu yükümlülüğü yerine getirme zorunluluğu altında bulunduğu gözlenmektedir. KVK md. 24'e göre, (Türkiye'de işyeri ve daimi temsilcisi bulunmayan dar mükellefiyete tabi kurumlar vergisi mükellefleri, Gelir Vergisi Kanununun 30'uncu maddesinin (1) numaralı fıkrasındaki kazançları elde etmeleri halinde bu kazançlar kendilerince %25 (1) oranında tevkifata tabi tutulur. Tevkifata tabi tutulan bu kazançlar sadece muhtasar beyanname ile beyan edilir). Fon'da oluşan kar, katılma belgelerinin tespit edilen günlük fiyatlarına yansır. Katılma belgesi sahipleri, belgelerini herhangi bir işgünü Fon'a geri sattıklarında, ellerinde tuttukları süre için Fon'da oluşan kardan paylarını almış olurlar. Hesap dönemi sonunda fondan dolayı ayrıca temettü dağıtımı söz konusu değildir (<http://www.deltamenkul.com.tr>, 23 /05/2005).

3.3.4. Yatırım Fonlarında Vergi Avantajı

Tam mükellef gerçek kişilerin vergilendirilmesi; fon katılma belgesi kar payları GVK'nun 75/1 maddesine göre menkul sermaye iradı sayılmaktadır. Ancak, söz konusu kanuna, 14/08/1999 tarih ve 23786 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanarak yürürlüğe giren 4444 sayılı Kanun ile eklenen geçici madde 55 uyarınca; 01/01/1999-31/12/2005 tarihleri arasında elde edilen ve stopaj yoluyla vergilendirilmiş bulunan menkul kıymetler yatırım fonlarının katılma belgelerine ödenen kar payları için yıllık beyanname verilmeyecek ve diğer gelirler nedeniyle beyanname verilmesi halinde bu

gelir beyannameye dahil edilmeyecektir. Gelir Vergisi Kanununda yapılan yeni düzenlemeler ile vergi muafiyeti 31/12/2005 tarihine kadar uzatılmıştır. Tam mükellef tüzel kişilerin vergilendirilmesi; A ve B Tipi yatırım fonu kar payları, Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 4369 sayılı Kanun ile değişik 25.inci maddesinde belirtilen %30 oranlı kurumlar vergisine tabidir. Bunun yanısıra; Vergi Usul Kanunu (VUK) 279 sayılı maddesine göre, “menkul kıymet değerlemesinde hisse senetleri ile fon portföyünün en az %51'i Türkiye’de kurulu bulunan şirketlerin hisse senetlerinden oluşan yatırım fonu katılma belgeleri alış bedeliyle, bunlar dışında kalan her türlü menkul kıymet borsa rayiciyle değerlendirilir” şeklinde bir açıklama mevcuttur. Bu madde; bilanço gününde, portföyü en az %51 hisse senedinden oluşturulmuş yatırım fonu katılma belgelerini aktifinde tutan kuruluşlara vergi erteleme imkanı sağlayabilir. Tam mükellef tüzel kişi; yatırım fonu alım-satım işlemlerinden elde ettiği karlar üzerindeki vergisel yükümlülüğünden kaçınmaz; ancak tüzel kişi söz konusu yatırım fonu katılma belgelerini bilanço gününde (veya gününe kadar) aktifinde muhafaza eder ise, bu durumda katılma belgelerini alış bedeli ile değerleyebilme olanağına sahip olur (<http://www.akportfoy.com.tr>, 10/07/2005).

3.3.5. Türkiye’de Yatırım Fonlarının Muhasebeleştirilmesi ve Denetimi

Yatırım Fonlarının Muhasebeleştirilmesi ve denetimi konusu son yıllarda Yatırım fonlarının artan değerine paralel olarak incelenmesi gereken önemli bir konu olmuştur. Çalışmamızda bu konu şu başlıklar altında incelenecektir;

- Fonların Muhasebe Kayıtlarının Tutulması ve Mali Tabloların Düzenlenmesi,
- Muhasebe Hesaplarının İşleyişi,
- Değerleme.

3.3.5.1. Fonların Muhasebeleştirilmesi ve Mali Tabloların Düzenlenmesi

Yatırım fonlarının kullanması gereken hesap planı, yatırım fonları mali tabloları ve raporlarına ilişkin ilke ve kurallar tebliğ ile belirlenmiştir. Söz konusu hesap planı ihtiyaca yanıt vermekle birlikte, uygulamada bankalar arasında ana hesaplar düzeyinde, küçük çaplı farklılıklar görülmektedir. Hesap planında 100-149 numaraları arasındaki hesaplar varlıklara, 150-189 arasındaki numaralar borçlara, 190-199 arasındakiler fon toplam değerine, 200-299 arasındakiler fon gelirlerine, 300-399 arasındakiler fon giderlerine ayrılırken 900-999 numaraları arasındaki hesaplar nazım hesaplara ayrılmıştır (Özen, 1997:52).

Fon portföyünde bulunan menkul kıymetlerin alım satımı, katılma belgelerinin alım ve satımı, fonun gelir ve giderleri ile fonun diğer işlemleri yapıldıkları gün itibariyle muhasebeleştirilir. Yapılan muhasebe kaydı, her bir işlem itibariyle, yapılan işlemin miktarını, birim fiyatını ve toplam tutarını göstermek ve gerekli açıklamaları içermek zorundadır. Menkul kıymetlerin alım ve satımına ilişkin muhasebe kayıtlarında, bu menkul kıymetler için düzenlenen alım satım emri belgesinin tarih ve numarasının belirtilmesi de zorunludur. Muhasebe kayıtlarına yansıyan günlük işlemler, yasal defterlere toplam tutarları ile kaydediliyor ise, işlemin ayrıntıları ilgili yardımcı defter

ve kayıtlarda gösterilir. Yardımcı defter ve kayıtlarda işlemin açıklaması, yevmiye ve muhasebe fiş numarası ile karşı hesabın da belirtilmesi gerekir (Tevfik, 1995:55).

Yatırım fonlarının düzenleneceği mali tablolarda bilanço, gelir tablosu yanında bir de fon portföy değer tablosu ve fon toplam değeri tablosu yer alır. Fon portföy değer tablosu; tabloda yer alan menkul kıymetlerin nominal değerlerini veya adetlerini düzenleme tarihindeki rayiç değerlerini ve tüm menkul kıymet içindeki oranlarını gösterecek şekilde düzenlenir. Kurucunun iştirak ve hissedarlarının menkul kıymetleri ilgili menkul kıymet grubu içinde ayrı olarak gösterilir. Fon toplam değer tablosu ise, portföy değerini hazır değerler, alacaklar ve diğer varlıkların eklenmesi ve borçların düşülmesi suretiyle oluşturulur (Uzay, 1994:287).

Mali Tabloların düzenlenmesindeki temel ilkeler aşağıdaki gibidir (Korkmaz, 1994:133);

- Mali tablo ve raporların fonun varlıkları, kaynakları ve mali durumu hakkında, fon içtüzüğünde belirtilen kurallara uygun olarak, gerçeği ve doğruyu yansıtacak şekilde hazırlanması zorunludur,
- Mali tablo ve raporların açık ve anlaşılabilir olması için, tablo ve raporlarda bulunması gereken bilgilerin tümünün yer alması zorunludur,
- Mali tablolardaki “diğer” ifadesini taşıyan hesap kalemlerinden, dahil olduğu grubun tutarının % 20’ sini veya bilançoda görünen fon toplam varlıkların %5’ini aşanlar, söz konusu kalemlerden önce ana başlıklar itibariyle ve ayrı ayrı gösterilir,
- Mali tablolarda, bu tablolardan yararlananların kararlarını etkileyebilecek nitelikte olan hesap kalemleri ayrı olarak gösterilir,
- Mali tablolar, iki hesap dönemini karşılaştıracak şekilde düzenlenir. Mali tablolarda yer alan bilgilerin bir önceki dönem tablolarıyla tutarlı olarak verilmesi gerekir.

3.3.5.2. Muhasebe Hesaplarının İşleyişi

Yatırım Fonlarının Muhasebeleştirilmesi işlemi sırasında incelenmesi gereken birtakım konular vardır. Bu konular çalışmamızda şu şekilde sınıflandırılmaktadır;

- Menkul Kıymet Alımı,
- Menkul Kıymet Satımı,
- Bedelsiz Hisse Senetleri,
- Bedelli Hisse Senetleri,
- Yabancı Menkul Kıymetler,
- Gerçekleşen Nazım Hesap Kayıtları,

- Dönem Sonu İşlemleri.

3.3.5.2.(1). Menkul Kıymet Alımı

Yatırım fonu portföyünün oluşturulması için gerekli menkul kıymetler; kurucu bankanın menkul kıymet portföyünden, kurucu banka aracılığı ile İ.M.K.B'den, diğer yurt içi birincil ve ikincil piyasalardan, yabancı menkul kıymetlere yatırım yapabilecek fonlardan, fon iç tüzüğünde belirtilen borsa ve ülkelerden, anlaşma yapılan aracı kuruluş aracılığıyla satın alınmaktadır (Özen, 1997:65).

Menkul kıymet alımlarında, alış bedeli üzerinden Menkul Kıymetler Hesabının, alınan menkul kıymetlerin nitelikleri dikkate alınarak açılacak alt hesaplarına borç, Kasa/Bankalar veya Menkul Kıymet Alım Borçları Hesabına alacak yazılır. Alım bedelleri hesaplanırken, alım sırasında, gerçekleşen vergi, kürtaj ve komisyon giderleri alım bedellerine dahil edilmeyecektir. Takas işlemi, işlem tarihinden sonra gerçekleşen menkul kıymet alımlarında, Menkul Kıymet Alım Borçları Hesabına alacak verilerek gerçekleştirilir (Tevfik, 1995:56-59).

Menkul Kıymetler Hes.
001

Menkul Kıymet Alım Borç.
Kasa/Banka
menkul kıymet alımı ile ilgili yevmiye kaydı

Örneğin; Fona B şirketine ait hisse senedi, özel kesime ait tahvil ve bono ile kamu kesimine ait tahvil, bono ve gelir ortaklığı senetleri satın alınmış ve hesaben ödeme yapılmış olsun (Korkmaz, 1994:83).

110. Hisse Senetleri
110.01. B şirketi His. Sen.

112. Özel Kesim Borçlanma Sen.
112.01. Tahviller
112.02. Finansman Bonoları

114. Kamu Kesimi Borçlanma Sen.
114.01. Devlet Tahvilleri
114.02. Hazine Bonoları
114.03. Gelir Ortaklığı Senetleri

106 Bankalar
106.01 İlgili şube

Ayrıca, alınan menkul kıymetler, nominal tutarları ile nazım hesaplar'da da izlenmektedir. Fon portföyünü oluşturulurken, menkul kıymetlerin kurucu banka'nın portföyünden aldığını ve karşılığının ödendiğini varsayarsak, muhasebe kaydını şu şekilde gösterebiliriz:

904.	Menkul Kıymetler-Borçlu
904.01.	Özel Kesim Men.Kıy.
904.01.01.	Hisse Sen.
904.01.02.	Borçlanma Sen.
904.01.02.01.	Tahviller
904.01.02.02.	Finansman Bon.
904.02.	Kamu Kesimi Men. Kıy.
904.02.01.	Devlet Tahvilleri
904.02.02.	Hazine Bonoları
904.02.03.	Gelir Ortaklığı Sen.

905. Menkul Kıymetler-Alacaklı

3.3.5.2.(2). Menkul Kıymet Satımı

Menkul kıymet satımlarında, satış tutarı üzerinden Kasa/ Bankalar veya Menkul Kıymet Satım Alacakları Hesabına borç, satış günü değeri, Menkul Kıymetler Hesabına alacak yazılır, Satış günü maliyeti ortalama bir maliyet olup, Menkul Kıymetler Hesabının borç bakiyesinin, ilgili menkul kıymetin birim sayısına bölünmesi suretiyle bulunur. Satış tutarı ile satış günü maliyeti arasında bir fark olduğu takdirde bu fark Menkul Kıymetler Satış Karı Hesabına veya Menkul Kıymetler Satış Zararı Hesabına kaydolunur. Satılan menkul kıymete ilişkin Katılma Belgeleri Değer Artış ve Azalış Hesabı bakiyesinin ortalamasına göre satılan kısma isabet eden tutar ise, bu hesaptan çıkartılarak Gerçekleşen Değer Artış veya Azalış Hesabına aktarılır. Ortalama değerler bulunurken kullanılacak birim sayısının hesabında, ilgili menkul kıymetlerin nominal değerlerinin her bin TL'lik kısmı bir birim kabul edilir. Ayrıca, menkul kıymetler nominal tutarları ile Nazım Hesap'larda izlenir. Satış bedelleri hesaplanırken, satış sırasında gerçekleşen vergi, kürtaj ve komisyon giderleri satış tutarı dahil edilmeyerek gider hesaplarında borç kaydedilecektir. Tahvil ve benzeri kıymet satımlarında satış tarihinde tahakkuk eden ve karşılığı tahsil edilen birikmiş faiz tutarları satış değerine dahil edilecektir. Takas işlemi, işlem tarihinden sonra gerçekleşen kıymet satışları Menkul Kıymet Satış Alacakları Hesabına alacak kaydı yapılarak gerçekleştirilir (Tevfik, 1995:56-59).

Menkul Kıymet Satım Alacakları
Kasa/Bankalar	

	Menkul Kıymetler Hes.
<u>Menkul kıymet satımı ile ilgili yevmiye kaydı</u>		

Örneğin; Devlet Tahvilleri alış değerinden daha fazla bir değerle satılmış ve aradaki fark kadar bir satış karı elde edilmiştir. Bu satış işlemine ait hesapların ve ilgili alt hesapların işleyişi aşağıdaki gibidir (Korkmaz, 1994:85).

106. Bankalar
106.01. İlgili şube

114. Kamu Kes. Borç.Sen.
114.01. Devlet Tahvilleri

240. Menkul Kıymetler Satış Karları
240.01. Kamu Kes. Mn. Kıy. Sat. Karları
240.01.01. Devlet Tahvilleri

3.3.5.2.(3). Bedelsiz Hisse Senetleri

Bedelsiz hisse senetleri, dağıtılmayan karlar, yeniden değerlendirme değer artışı fonu, sabit varlıkların satışından elde edilen kazançlar veya iştiraklerdeki değer artışlarının sermayeye eklenmesi nedeniyle çıkarılan ve işletmeye fon girişi sağlamayan hisse senetleridir. Bedelsiz hisse senetleri, mevcut ortaklara ücretsiz olarak, payları oranında dağıtılır (Ceylan, 2001:430). Bedelsiz hisse senetlerini açıkladıktan sonra şimdi de bu hisse senetlerinin nasıl muhasebeleştirildiği konusuna bakmak gerekir.

Bedelsiz hisse senetleri, bu senetlerin dağıtım tarihinin başlangıç gününde, nominal bedelle, Menkul Kıymetler Hesabına borç, Katılma Belgeleri Değer Artış ve Azalış Hesabına alacak kaydedilir. Dağıtım tarihini takip eden değerlendirme günlerinde ise iç tüzük hükümleri dikkate alınarak kayıtlarda izlenir (Tevfik, 1995:57).

Menkul Kıymetler Hes.

Katılma Belgeleri Değer Artış ve
Azalış Hes.

Bedelsiz Hisse senetlerinin muh. İle ilgili yevmiye kaydı

Örneğin; A şirketi bedelsiz His. Sen. Dağıtımını yapmıştır. Nominal bedeli üzerinden aşağıdaki gibi kayıt alınır (Korkmaz, 1994:87).

110. Hisse Senetleri
110.01. A. Şirk. His. Sen.

195. Katılma Belgeleri Değer Artış/Az
195.02. Hisse Sen. Değ. Artış/Az
195.02.01. A Şirk.His. Sen. Değ. Artış/Az

3.3.5.2.(4). Bedelli Hisse Senetleri

Bedelli hisse senetleri, yeni taahhüt veya ödeme yoluyla çıkarılan, diğer bir deyişle bedelli arttırmaya konu olan hisseler ya kuruluş aşamasında çıkarılırlar ya da sermaye artırımında, rüçhan hakkı kullanımıyla eski ortaklar tarafından veya halka arz yoluyla üçüncü kişiler tarafından satın alınırlar. Bu hisseler karşılığında ortaklık dışı kaynaklardan ortaklığa ödeme yapılmış olur (Coşkun, 2005:196).

Yatırım Fonu portföyündeki hisse senetlerine ilişkin rüçhan hakkının kullanılması suretiyle sahip olunan hisse senetleri, muvakkat makbuzlar veya geçici ilmühaberler rüçhan hakkı kullanım gününde alış bedeli ile menkul kıymetler hesabına borç kaydedilir. Rüçhan hakkı kullanımı karşılığında elde edilen hisse senetleri, ilgili hisse senetlerinin değerlemesinde esas alınan fiyattan varsa, temettü farkı düşülerek değerlendirilir. Aracı kuruluşların teminat olarak vermiş oldukları hisse senetlerinin sermaye arttırımı (sermaye arttırımı bedelli ise, aracı kuruluşun rüçhan hakkı bedelini ödemesinden sonra) veya temettü hakları, aracı kuruluş adına Takasbank tarafından kullanılarak işlemler sonucu elde edilen yeni paylar aracı kuruluşların serbest saklama hesaplarına aktarılır, kullanılan TL'ler ise Aracı Kuruluşların serbest cari hesaplarına aktarılır (<http://www.takasbank.com.tr>, 06/08/2005).

Örneğin; A Şirketi piyasaya yeni hisse senedi çıkarmaktadır. Fon ise rüçhan hakkını kullanarak yeni hisse senetlerini almıştır.

110. Hisse Senetleri

110.01. A Şirk. His. Sen.

106. Bankalar

106.01 İlgili Şube

Rüçhan hakkı kullanımı yoluyla alınan bu hisse senetlerinin içinde temettü farkı varsa, bu fark düşülerek hisse senetleri değerlendirilir. Aşağıdaki gibi kayıt yapılır (Özen, 1997:71).

110. Hisse Senetleri

110.01. Y A.Ş Hisse Senetleri

106. Bankalar Hes.

106.01. Kurucu Banka

200. Menkul Kıymetler Portföyünden Alınan Faiz ve Kar Payları Hes.

200.01. Özel Kesim Men. Kıy. Faiz ve Kar Payları

200.01.01. Hisse Senetleri Kar Payları

3.3.5.2.(5). Yabancı Menkul Kıymetler

Yabancı menkul kıymetlere ilişkin SPK Seri:VIII, No:14 Tebliği'nde, bu fon paylarının Türkiye'de satışında geçerli kurallar, satış koşulları, temsilcide aranan şartlar ve kamuyu aydınlatma gibi hususlar ayrıntılı bir şekilde düzenlenmiştir. Yabancı menkul kıymetler konusunda bilinmesi gereken bir takım hususlar vardır, bu hususlar şu şekilde sıralanabilir (Kılıç, 2002:70-71);

- Yabancı yatırım fonlarının paylarının Türkiye'deki yatırımcılara satışı halka arz ve tahsisli satış olmak üzere iki yöntemle yapılmaktadır,

- Gerek halka arz yoluyla satışta ve gerekse tahsisli satışta, "fon portföyünün en az %80" inin Türkiye'de yerleşik ihraççıların ihraç ettiği sermaye piyasası araçları ile Türk kamu borçlanma senetleri dışındaki varlıklara yatırılması zorunluluğu getirilmiştir,

Döviz üzerinden yapılan tüm işlemler TL değerleri üzerinden muhasebeleştirilir ve hesap planında Yabancı Para (YP) hesaplarında izlenir. Değer artış ve azalışları, Katılma Belgeleri Değer Artış ve Azalışları Hesabında muhasebeleştirilir, Kasa, bankalar, borçlar ve alacaklar da menkul kıymet gibi değerlemeye tabi tutulmalı ve döviz kuru değişimlerinden kaynaklanan artış ve azalışlar ilgili gelir ve gider hesaplarına kaydedilmelidir. Menkul kıymet alımları ve bu nitelikte aktife giren kalemler ilk gün, mevduat bakımından Merkez Bankasının ya da beş büyük bankanın bankalar arası döviz piyasasındaki satış kuru ortalaması üzerinden, izleyen günlerde ise alış kuru ortalaması üzerinden muhasebeleştirilir (Tevfik, 1995:56-59).

3.3.5.2.(6). Nazım Hesap Kayıtları

Katılma belgeleri, halka arz aşamasında pay sayısı üzerinden "Merkezdeki Katılma Belgeleri Borçlu Hesabı"na borç, "Katılma Belgeleri Alacaklı Hesabına" alacak kaydedilir. Katılma belgelerinin alım satımı halinde "Tedavüldeki Katılma Belgeleri Hesabına" borç, "Merkezdeki Katılma Belgeleri Hesabı"na alacak yazılır. Fon portföyünde bulunan menkul kıymetler nominal bedelleri üzerinden menkul kıymetler bazında açılacak "Menkul Kıymetler Borçlu Hesabı"na borç, "Menkul Kıymetler Alacaklı Hesabı"na alacak kaydedilir (Tevfik, 1995:59).

Merkezdeki Katılma Belgeleri Hes.

Katılma Belgeleri Alacak Hes.

Nazım hesapların işleyişi ile ilgili yevmiye kaydı

900 Katılma Belgeleri- Borçlu
900.01. Merkezdeki Katılma Belgeleri

910. Katılma Belgeleri-alacaklı

3.3.5.2.(7). Dönem Sonu İşlemleri

Bir hesap dönemi sonunda Fon'a ilişkin tüm gelir ve gider hesapları "Fon Gelir ve Gider Farkı Hesabı" ile ilişkilendirilerek dönem faaliyet sonucuna ulaşır. Bu hesap bir sonuç hesabı olup, sadece dönem sonlarında çalıştırılır. Yatırım fonlarının düzenleyeceği mali tablo ve raporlara ilişkin tebliğde, bu hesap kalemi yer almasına karşın, aynı tebliğdeki yatırım fonları hesap planında, bu hesap ismi geçmemektedir. Bu yüzden de, yönetici bankanın kendisi bu hesaba bir kod vermek zorunda kalmıştır. Bu hesabın kalanı, Bilançodaki 192.01 Cari Yıl Fon Gelir Gider Farkı Hesabı'na aktarılarak kapatılır. Bu hesabın alacak kalanı vermesi döneme ilişkin gerçekleşen kar'ı, borç kalanı vermesi ise gerçekleşen zararı gösterir (Özen, 1997:89). Dönem sonunda Örneğin; Aşağıdaki gelir ve giderlerin gerçekleştiği görülmüş olsun. Kayıt işlemleri (Korkmaz, 1994:122);

X Şirketi Hisse Sen. Alınan kar Payları	25
Devlet Tahvili Satış Kar Payları	100
Gerçekleşen Değer Artışları	3
Banka Faiz Gelirleri	10
X Şirketi Hisse Sen. Satış Zararları	15
Gerçekleşen Değer Artışları	2
Banka Kredi Faiz Giderleri	20
Fon Yönetim Ücreti	75

3.3.5.3. Değerleme

Fonlarının gün içinde gördükleri işlemler gün sonlarında bir değerlemeye tabii tutulur. Gün sonu değerlendirme işlemlerinde aşağıdaki işlemler yapılır (Tevfik, 1995:59);

- Fonun aktifinde bulunan menkul kıymetlerin ve borçların değerlendirilmesi,
- Yabancı para cinsinden olan Kasa/Bankaların değerlendirilmesi,
- Dolaşımdaki katılma belgelerinin saptanması,
- Fon toplam değerinin hesaplanması,
- Fon yönetim ücretinin hesaplanması,

- Günlük pay alış ve satış değerinin hesaplanması,
- Fon değerleri tablosunun görüntülenmesi gibi hususlar göz önünde bulundurulur.

3.3.5.3.(1). Menkul Kıymetlerin Değerlemesi

Menkul kıymetlerin değerlemesine ilişkin olarak Vergi Usul Kanunu (VUK)' un 279. maddesinde yapılan düzenlemede menkul kıymet türüne göre farklı değerlendirme ölçüleri belirlenmiştir. VUK'un anılan maddesi uyarınca menkul kıymetlerin bir kısmı alış bedeliyle, bir kısmı borsa rayiciyle bir kısmı da kısmi kar ilaveli alış bedeliyle değerlendirilecektir (Küçük, 2006:49). Menkul kıymetler, günlük birim değerlerinin mevcut adetlerle çarpılması suretiyle değerlendirilir. Menkul kıymetlerin değerinde meydana gelen günlük artış "Menkul Kıymetler Hesabı"na borç, "Fon Toplam Değeri-Katılma Belgeleri Değer Artış ve Azalış Hesabına" alacak kaydedilerek muhasebeleştirilir. Menkul kıymetin günlük değer düşüşünde ise bu hesabın tersi kayıt yapılır (Tevfik, 1995:59).

Menkul Kıymetler Hes.
Fon Toplam Değeri-Katılma Belgeleri
Değer Artış ve Azalış Hes.	
Menkul kıymetlerin değerlendirilmesi ile ilgili yevmiye kaydı	

Menkul Kıymet hisse senedi, tahvil, hazine bonosu ve gelir ortaklığı senedi olması özelliğine göre alt hesaplara kaydedilir. Menkul kıymetlerin değerlendirilmesi ve kontrolü ile kupon, faiz ve temettü tahsili fon yönetimince yapılacağından vade takibi, tahsil etme gibi zaman ve kaynak kullanımını gerektiren işlemlerden korunulmaktadır (<http://www.kocportfoy.com.tr>, 10/08/2005).

3.3.5.4. Yatırım Fonları Hesaplarının Tutulma Şekli

Yatırım Fonlarının tüzel kişiliği olmamakla birlikte fon mal varlığı kurucunun mal varlığından tümüyle ayrıdır. Bu nedenle fonlar, bir şirket gibi, gerekli kanuni defterleri tutmak, bilanço çıkarmak zorundadırlar. Fon mal varlığını oluşturan kıymetlerden hisse senetleri, tahvil, bono ve repolar Takasbank nezdinde; varsa, yabancı kıymetler uluslararası saklama kuruluşlarında muhafaza edilir ve bu bankada gerekli işlemler yapılır (<http://www.akportfoy.com.tr>, 10/07/2005).

4. AVRUPA BİRLİĞİN'DE VE TÜRKİYE'DE YATIRIM FONLARI

Bu bölümde yatırım fonlarının önce Avrupa Birliği'ndeki hukuki durumundan bahsedilecek sonra, Türkiye'deki yatırım fonlarının hukuki yapısı incelenecektir. Son olarak' da iki ülke uygulamaları arasındaki farklar açıklanacaktır.

4.1. Avrupa Birliği'nde Yatırım Fonları

Yatırım fonları kaynağını Anglo-Sakson hukukundaki, kelime anlamı; güven, emniyet, ümit, güvenilen şahıs veya şey, emanet edilen iş ya da şey, kredi, görev ve mutemetlik olan "trust" kurumunda bulmaktadır. Bu kurum bir anlaşma veya mahkeme kararıyla bir veya daha fazla kimse adına, onların mal varlığını yönetme ilkesine dayanmaktadır. Bankalar veya bu amaçla kurulmuş banka dışı kuruluşlar, bireylerin, ailelerin veya firmaların mal varlığını yönetebilmektedir. Mal varlığı fonun yönetimine bırakılan kişi veya kurum ile fonun yöneticisi arasında bir anlaşma yapılmaktadır. Fon menkul değerlerle oluşturduğu bir portföyü, ortakları adına bir yed-i emin sıfatıyla işletmektedir. Portföy daha çok bir banka veya sigorta şirketi nezdinde kurulur ve tüzel kişilik tarafından yönetilir. Fonların hükmi şahsiyeti yoktur. Portföyün sahibi fona katılan kişilerdir. Küçük tasarruflardan meydana gelen fonların gelir sağlamak amacıyla sermaye piyasası kanalı ile menkul kıymetlere dönüştürülmesi ve bunların sınıai yatırımlara kanalize edilmesi, kapitalist ekonomilerin en büyük ve önemli süreçlerinden biridir (Korkmaz, 1994:5).

Kollektif yatırım modellerine ilişkin Avrupa Birliği'nde (AB) temel düzenleme, Bakanlar Konseyi tarafından çıkarılan, 20.12.1985 tarih ve 85/611 EEC sayılı "Devredilebilir Menkul Kıymetlere Yatırım Yapan Kollektif Yatırım Kuruluşlarına ilişkin Kanun, Düzenleme ve idari hükümlerin koordinasyonu Hakkında Konsey Direktifi"dir. Bu Direktif, üye ülkelerin bakanlarından oluşan ve üst karar mercii olan AB konseyi tarafından çıkarıldığı için, üye ülkeler açısından bağlayıcı niteliktedir. Bu nedenle, üye ülkelerin iç düzenlemelerini bu Direktif'e uygun hale getirmeleri gerekmektedir. Direktifin 1.'maddesinde, üye ülkelerin kendi sınırları içinde bulunan "Devredilebilir Menkul Kıymetlere Yatırım Yapan Kollektif Yatırım Kuruluşlarına" (Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities-UCITS) bu Direktif hükümlerinin uygulanacağı belirtilmektedir ve bütün üye ülkeler bu direktifin kurallarına uymak zorundadır (Kılıç, 2002:48-49).

Direktifin 1 ve 2'nci maddelerinde; Tek amacı halktan toplanan paralarla devredilebilir menkul kıymetlere, riskin dağıtılması ilkesi çerçevesinde kollektif yatırım yapmak olan, Açık uçlu olan (payları, pay sahiplerinin talebi üzerine geri satın alınabilen), ve payları halka arz suretiyle satılan, kuruluşlar UCITS (Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities) kapsamına alınmıştır. Bu tanım gereği aşağıdaki Kolektif Yatırım Kuruluşları (KYK)'lar ise Direktif kapsamı dışında bırakılmıştır (Kılıç, 2002:48-49);

- Paylarını devredilebilir menkul kıymetler dışındaki varlıklara yatıran KYK'ar (Örneğin gayrimenkul yatırım fonları),

- Her türlü kapalı uçlu KYK'lar,

- Payları tahsisli satılan KYK'lar,
- UCITS olma şartlarını taşımayan diğer KYK'lar,

Kolektif yatırım kuruluşları yerleşik buldukları üye ülkelerin yetkili organları tarafından verilen izinle kurulurlar. Herhangi bir yatırım fonuna kuruluş izni, o ülkenin yetkili organlarının yönetici şirketi, fon tüzüğünü ve seçilen yeddi emini onaylamaları halinde verilir. Kolektif yatırım kuruluşlarının portföyü gerek kanunlar gerekse fon tüzüğü çerçevesinde fondan ayrı bir kurum olan yönetici şirket tarafından yönetilir. Avrupa Birliği Direktifi kolektif yatırım kuruluşlarının yatırım yapabilecekleri menkul değerlerle ilgili olarak çeşitli kısıtlamalar getirmiştir. Ana kısıtlama, kolektif yatırım kuruluşlarının varlıklarının en çok %5'ini bir şirketin menkul kıymetlerine yatırabilmektedirler. Ancak bu oran üye ülkeler tarafından en çok %10'a kadar arttırılabilecektir. Yukarıda sayılan kısıtlamalar kamu menkul değerleri veya ülkelerin garantisini taşıyan menkul değerler söz konusu olduğunda ortadan kalkmaktadır. Tek ihraççı şirketin menkul kıymetleri için %5'lik kısıtlamalar %35'e kadar çıkarılmaktadır (Cömert, 1998:16-17).

4.1.1. İngiltere'de Yatırım Fonları

Yatırım fonu fikri ilk olarak 1860'lı yıllarda İngiltere'de doğmuştur. 19. yüzyılın ilk senelerinden itibaren İngiltere, diğer ülkelere para ihraç eden ve elinde nakit sermaye olan bir memleket haline gelmiştir; Buna karşılık, başka ülkelerin, yeni yatırımlar için, sermayeye ihtiyaçları vardı; fakat dış piyasayı tanımadıkları gibi güvenebilecekleri kimseler de bulunmadığından, İngiltere'de yaşayan sermaye sahipleri paralarını başka memleketlere gönderemiyorlardı. Bu husustaki en önemli zorluk, hisse senetlerini satın alabilecekleri şirketler hakkında iyi bilgi sahibi olamamak idi. Bu zorluğu atlatmak için, sermayelerini dost veya avukatlara emanet ediyorlar, bu suretle bu gibi kimselerin elinde dışarıya gönderilmesi mümkün külliyetli miktarda para birikiyordu. Böylece bir elde toplanan paralar, ileride daha da gelişecek olan "yatırım fonlarının" ilk çekirdeğini oluşturuyordu. Bu suretle İngiltere'de yatırım fonları, yabancı şirketlerin çıkardıkları tahviller üzerine yatırım yapmak üzere "management investment trust" adıyla teşekkül etmeğe başlamıştı. Bu teşekküller, hukuken, birbirleriyle alelade sözleşmelerle bağlanmış tahvil sahipleri birliklerinden ibaretti. Bu birliğe katılanların ellerine, senelik sabit bir iradı sağlayan birer belge verilmekte; ayrıca, bu birliğe katılanlara verilen belgeler, belli süreler sonunda itfa edilmekteydi (Gürsoy, 1997:18). Şirketlere yaratılacak bu kaynaklarla büyük boyutlara ulaşan işsizliğin önlenmesinde de önemli mesafeler alınacağı düşünülmekteydi.

Günümüzde İngiltere'de yatırım kuruluşları iki çeşittir (Cömert, 1998:18).

- Yatırım Ortaklıkları: Bu ortaklıklar şirketlerin uymak zorunda oldukları hukuk kurallarına tabidirler. Yatırım ortaklıkları, kapalı sonlu fon şeklindedir. Katılma belgeleri itfa edilmez. Anonim şirketler gibi pay sahiplerinin yani ortaklığa katılanların kontrolündedir.

- Yatırım Fonları: Açık uçlu fon şeklinde kurulurlar yatırım fonları onaylanmış ve onaylanmamış fonlar olmak üzere ikiye ayrılır. Onaylanmış fonlar, bazı vergi avantajlarına sahiptirler. Bu ülkede, bugün ulaşılan sistemin özellikleri yönetimin

tamamen serbest olması ve portföyün çok çeşitli menkul kıymetlerden oluşmasından dolayıdır.

4.1.2. Hollanda'da Yatırım Fonları

Hollanda'da yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları şeklinde iki ayrı kuruluş söz konusudur. Yatırım ortaklıkları Şirketler Kanununa tabii olarak limited şirket şeklinde kurulur. Yatırım fonlarının katılma belgeleri borsada alınıp satılabilmektedir. Fonların yapısı yarı açık-sonlu fon şeklindedir. Sermayeleri artırılabilir ama azaltılamaz. Yatırım fonları ise açık-sonlu şeklinde işlemektedir. Açık uçlu fonlarla anlatılmak istenen yatırım fonlarının paylarının değişebilir olduğu yani piyasada her an alınıp satılabilme özelliğine sahip fonlar olduğudur. Yatırım fonları portföy değerinin %20'sine kadar borçlanabilir. Eğer bu limiti aşarlarsa, kurumlar vergisine tabii olurlar, istisnai hallerde Maliye Bakanlığı tarafından vergiden muaf tutulabilirler (Cömert, 1998:19).

Ayrıca yatırım fonlarında ortaklık pay değerleri üzerinden günlük iskonto yapılır ve ihraç giderlerinin eklenmesinden sonra, ortaklığın pay değeri borsaya bildirilir. Böylece piyasa fiyatı ile ortaklığın pay değeri eşit düzeyde oluşur. Kapalı-sonlu fonlarda bu iki fiyatın birbirinden farklı olduğu durumlar görülebilir. Hollanda hukukuna göre yatırım fonlarının katılma belgeleri borsada alınıp satılabilmektedir (Süngü, 1997:8-9).

4.1.3. Avusturya'da Yatırım Fonları

Avusturya'daki yasal düzenlemeler açık-sonlu ve kapalı sonlu fonlar arasında bir ayırım yapmamıştır. Fonun varlığının korunmasından bankalar sorumludur. Yatırım fonları büyük bankalar tarafından kurulmakta ve bankalar yönetici şirketlerin de ortağı olabilmektedirler. Bankalar ayrıca, borsada da işlem yapabilirler. Dolayısıyla yönetici şirket fon hesabına menkul kıymet alım-satım işlemlerini banka aracılığıyla yapar. Böyle bir durumda ortaya çıkacak kötüye kullanımları önlemek için, Maliye bakanlığı'nın denetimi vardır. Bakanlığın bir temsilcisi yönetici şirketin ilgili toplantılarında hazır bulunur (Süngü, 1997:8-9).

4.2. Türkiye'de Yatırım Fonları

Kollektif yatırım modelleri hukuki yapılarına göre ortaksal model olan "yatırım ortaklıkları" ile sözleşmeye dayanan "yatırım fonları" olarak sınıflandırılır. Yatırım fonlarında, tüzel kişilik yoktur. Kamu, özel mal varlığı tesis etmiştir. Menkul Kıymet Yatırım Fonları halktan toplanan paralarla alınan menkul kıymetlerden oluşan bir mal varlığıdır. Kanun bu malvarlığına tüzel kişilik tanımamasına rağmen, ona özel bir statü tanımıştır. Bir malvarlığı içinde haklar kompleksi ayrı bir hukuki rejime tabi ise, mal varlığı içinde daha dar ve özel kriterlere göre sınırlandırılmış, bağımsız ekonomik gelişme imkanlarına sahip bir haklar çerçevesi varsa, buna hususi mal varlığı adı verilir. Hususi malvarlığı ancak kanunun açıkça belirttiği durumlarda söz konusu olabilir. Bu anlamda yatırım fonunun malvarlığı da kanun'da öngörülen özel bir malvarlığıdır (Korkmaz, 1994:17).

Yatırım fonları ilk olarak 30.7.1981 tarih ve 17416 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (SPK)'da yer almış, daha sonra

SPK'da değişiklik yapılmasına, Bankalar Kanunu'nun bir maddesinin değiştirilmesine ve 35 sayılı Kanun Hükmünde Kararnamenin bazı maddelerinin yürürlükten kaldırılmasına dair 29.4.1992 tarih ve 3794 sayılı kanun ile yeniden düzenlenmiştir. 2499 sayılı Kanun'da Menkul Kıymetler Yatırım Fonu kavramı, kuruluş izni, fon içtüzüğü, içtüzüğün tescili ve değiştirilmesi, fonun oluşması ve katılma belgelerinin halka arzı, katılma belgesi, yönetim ilkeleri, hesap raporu ve ilanı, bankanın iflası veya tasfiyesi, fonun sona ermesi ve denetime yetkililer 35. ve 45. maddeler arasında detaylı olarak açıklanmıştır. SPK'da değişiklik yapan 3794 sayılı kanun ile yatırım fonlarının sadece temel çerçevesi çizilmiş; fonun kuruluşu, fonun asgari tutarı, fon türleri itibariyle portföylerde bulundurulabilecek kıymetleri ve portföy sınırlamaları, değerlendirme esasları, fon karının tespiti ve dağıtımını ile fonun faaliyet ve yönetim ilkelerini, birleşmesini, sona ermesini ve tasfiyesini, fon içtüzüğünün, yönetim ve saklama sözleşmelerinin düzenlenmesini, kapsamını, değiştirilmesini, tescil ve ilanını, katılma belgelerinin değerine, ihraç ve satın alma fiyatlarının hesaplanmasına ve ilanına, alım satım ilkelerine ilişkin esasları Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) belirleyeceği belirtilmiştir (md.37-38). SPK, 3794 sayılı kanunla değişik 2499 sayılı kanunun 37. ve 38. maddelerinde kendisine tanınan yetkiye dayanarak; 31.7.1992 tarih ve 21301 sayılı Mükerrer Resmi Gazete'de yayınlanan, Seri VII No 2 "Yatırım Fonlarına İlişkin Tebliği" çıkararak yatırım fonlarının işleyişine ilişkin esasları düzenlemiştir. Tebliğin düzenlendiği 1992 yılından 1996 yılı sonlarına kadar, Türk yatırım fonları bu tebliğdeki hükümlere göre faaliyet göstermiş; ancak SPK yine, 3794 sayılı kanunla değişik 2499 sayılı kanunun 37. ve 38. maddelerinde kendisine tanınan yetkiye dayanarak Seri VII No:10 "Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği"ni düzenlemiş ve bu tebliğ 19.12.1996 tarih ve 22852 sayılı Resmi Gazete de yayınlanarak yürürlüğe girmiştir (Karacabey, 1998:58-60).

2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 32.maddesinde yatırım fonları sermaye piyasası kurumlarından biri olarak sayılmıştır. Yatırım fonlarında gerçek ve tüzel kişilerin ortaklık haklarını gösteren katılma belgesi vardır. Ancak bununla fonu kurup yöneten kurum arasında bir ortaklık bağı kurulamaz. Katılma belgesinin temsil ettiği değer tam ve nakden ödenmesi şarttır. Ayrıca katılma belgelerinin itibari değerleri yoktur. Pay değerleri vardır. Fon pay değerleri, fon toplam değerinin tedavüldeki katılma belgelerinin kapsadığı pay sayısına bölünmesi suretiyle saptanır ve katılma belgesi sahipleri, belgelerinin fon iç tüzüklerinde belirtilen esaslara göre, her an paraya çevirebilirler. Fon içtüzüğünde katılma belgelerinin satış ve geri alış fiyatlarının tesbiti, usulü ile geri alış ilkelerinin bulunması zorunludur. Anlaşılacağı üzere; fonda oluşan kar, katılma belgelerinin günlük fiyatlarına yansımakta olduğundan, hesap dönemi sonunda ayrıca kar dağıtılması söz konusu değildir. Katılma belgesi sahipleri, belgelerini herhangi bir iş günü fona geri sattıklarından, ellerinde tuttıkları süre için fonda oluşan kardan paylarını almış olacaktadırlar (Cömert, 1998:55).

4.3. Avrupa Birliği (AB) Uygulamalarının Ülkemiz Uygulamaları İle Karşılaştırılması

AB direktifi ile ülkemiz uygulamaları arasında üç önemli fark bulunmaktadır. İlk farklılık, fonların kuruluş şekli ile ilgilidir. AB düzenlemelerinde; fonlar hem sözleşmeye dayalı olarak hem de tüzel kişiliği haiz şirketler olarak örgütlenirken, ülkemizde yatırım fonlarının tüzel kişiliği olmayan kuruluşlar olarak sadece sözleşme esasına göre kurulabilmektedir. İkinci farklılık, fonun yönetimi ile ilgili olarak ortaya

çıkılmaktadır. AB düzenlemelerine göre fonların portföylerini yöneten kurumlar, fon yönetimi dışında başka bir işle uğraşamamaktadırlar. Ülkemizde ise, fon portföylerini yönetmeye portföy yöneticiliği belgesi almış aracı kurumlar ile portföy yönetim şirketleri yetkili kılınmış olup, bu kurumların mevzuat dahilinde fonların portföyleri dışında gerek bireysel gerekse kurumsal diğer portföyleri yönetmeleri mümkün bulunmaktadır. Üçüncü farklılık ise, saklama kuruluşunun üstlendiği görev ile ilgilidir. AB düzenlemelerinde saklama kuruluşunun, fon varlığının muhafaza edilmesi fonun maddi yönetimi ve fon işlemlerinin kurallara uygunluğunun denetimi olmak üzere üç işlevi bulunmaktadır. Türkiye'de ise, saklama kuruluşuna bu işlevlerden ilk ikisi yüklenmiştir. Başka bir deyişle, Türkiye'deki saklama kuruluşlarının fon işlemlerinin kurallara uygunluğunu sağlama işlevi bulunmamaktadır. Bu işlev kurucu tarafından yerine getirilmektedir. (Kılıç, 2002:98).

Kurumsal yatırım firmaları ile ilgili olarak, yabancı bankalar yatırım fonları oluşturulabilir ve Türkiye'deki şubeleri aracılığıyla yatırım hisseleri çıkarabilirler. Yabancı yatırım fonlarının hisseleri Türkiye'de yalnızca "Kurul Tarafından Kayıt ve Yabancı Yatırım Fon Hisselerinin Satışı ile ilgili İlkeler Bülteni" çerçevesinde Kurul tarafından kaydedildikten sonra satılabilir. Derecelendirme faaliyetleri ile ilgili olarak, Kurul tarafından onaylanmış uluslararası düzeyde kabul gören derecelendirme kuruluşları Türkiye'de firma kurmadan ya da kurulu derecelendirme kuruluşları ile ortak olmadan ya da Türkiye'de bir şube, acente veya büro açmadan derecelendirme işlemleri yapabilirler (<http://www.tbb.org.tr>, 21/05/2005).

Yatırım fonu sektörü, Türkiye'de hızla gelişmekte olan bir sektör olmasına rağmen, tam olarak gelişmemiş yasal alt yapıdan dolayı ulusal ve uluslararası piyasalarda haksız rekabete yol açan bazı problemlere sahiptir. Bu sorunlar çözümlerse, Türkiye'deki yatırım fonları piyasası önemli bir finansman tekniği olan orta ve uzun vadede, Avrupa Birliği ülkelerinin standartlarına ulaşacaktır. Türkiye, Avrupa Birliği'ne üye olmanın eşiğindedir. Birçok ülke'deki YF sektörü, çoğu önde gelen bankalar aracılığıyla bu sektörde başarıya ulaşmışlardır. Ülkemizdeki portföy firmaları, bankacılık sektöründeki bu konudaki problemler tam çözüldüğünde, ölçeklerindeki farklılığa rağmen Batı Avrupa firmaları ile rekabet edebilecek güce kavuşacaklarına inanmaktadır. Bu durumda, YF sektörünün Türk ekonomisine katkısı önemli oranlara ulaşacaktır.

5. SONUÇ VE ÖNERİLER

Yatırım fonları sistem olarak düşünüldüğünde bir ekonomide küçük tasarrufları büyük havuzlarda toplayan ve bu büyük havuzlarda oluşan büyük miktarlardaki kaynakları profesyoneller aracılığıyla kullanan ve ekonomiye kaynak oluşturan bir sistemdir.

Ülkemizdeki yatırım fonları çalışmamızda 4 gruba ayrılmıştı. İlk grupta yer alan pay senedinin değişebilirliğine göre yatırım fonları başlığı altında açık-uçlu ve kapalı-uçlu yatırım fonları incelenmişti. Burada açık uçlu yatırım fonuyla anlatılan; pay senedinin rahatlıkla alınabildiği ve istendiği an nakde çevrilebildiği fonlardır. Ancak kapalı-uçlu fonların pay senedinin sabit olması ve kayıtlı sermaye esasına göre kurulmalarından dolayı bir anlamda yatırım ortaklığı özelliği taşıdığı anlaşılmaktadır.

Yatırım fonları içinde en çok tercih edilen fon türü para piyasası yatırım fonlarıdır. Bu fon türü hem kısa vadeli hem de esnek olmasından dolayı bir çok yatırımcı tarafından tercih edilmektedir. Para piyasası yatırım fonları ortalama 45 gün en fazla 180 günlük vadeleri kapsamaktadır. Bu fon türü likit-kamu fonu ve likit-karma fon başlıkları altında ya tamamen kamu kağıtlarına yatırım yapmakta buradaki kamu kağıtlarından kasıt ise; devlet tahvili hazine bonusu gibi fonlardır yada likit-karma fon başlığı altında devlet tahvili, hazine bonusu yanında yarı özel yarı devlet tarafından işletilen fonlara da yatırım yapmaktadır. Buradan da anlaşılacağı üzere en çok tercih edilen ve likiditesi yüksek olan bu fonların daha çok devlet tarafından kısa vadeli borçlanma kağıtları olarak kullanıldığı görülmektedir. Aslında yatırım fonlarının esas amacı devleti iç borçlanma kalemi olmak değil tasarruf sahibi olan ve tasarruflarını yatırıma dönüştürmek isteyen tasarrufçuların bu kıymetlerini geleceğe yönelik olarak kısa veya uzun vadede onların adına profesyonellerden kurulu bir ekiple en iyi şekilde değerlendirerek getiri sağlamaktır.

Yatırım Fonları yatırım yapan tasarrufçu ve ülke ekonomisi açısından bir takım faydaları da beraberinde getirmektedir. Fon alan kişilere sağladığı faydalardan bazıları; kısa vadede kazanç sağlamaları, bazı fonların devlet güvencesi altında ve kesin getiri sağlamalarıdır, ülke ekonomisine ise; ülke ekonomisine likit fon oluşturması, oluşturulan fonların bazı yatırım ve üretim kalemlerinde kullanılması gibi katkıları vardır. Yatırım Fonlarının sağladığı katkıların yanında taşıdığı bir takım risklerde vardır; mesela ülke ekonomisi içerisinde fon portföy yapısının tam olarak gelişmemesi, Yatırım Fonlarının profesyoneller tarafından iyi yönetilememesi, yatırım fonları endüstrisinin tam olarak oluşmaması, ülke içerisinde fon kaynaklarının üretim ve yatırım kaynaklarına yönelmesinden çok devlet iç borçlanma kağıtları olarak kullanılması gibi konularda da yatırım fonları bir takım çekincelere sahiptir.

Dünya'da ve Türkiye'de kurumsal yatırımcı olarak yatırım fonlarının önemi giderek artmaktadır. Yatırımcılar açısından risk faktörü, yatırım kararlarında önem arz etmektedir. Yatırım fonları, yatırımcıya risk profiline göre seçim yapma imkanı vermektedir. Yatırımcı kabul edebileceği riske karşılık getiriye optimize edebilir. Yatırım fonlarının gelişebilmesi ve daha çok gerek yurtiçinden gerekse yurtdışından yatırımcı çekebilmesi için risk derecelendirilmesinin yapılması gerekmektedir. Burada dikkat edilmesi gereken konu yatırımcının sağladığı tasarrufunu kullanırken seçtiği yolun risk profiline uygun olup olmadığının kararını kimlerin verdiğidir. Eğer bu karar

direk yatırımcının kendisi tarafından herhangi bir profesyonel destek almadan yapılıyorsa bir takım riskleri de içeriyor demektir. Ancak profesyonel yöneticiler tarafından oluşturulan ve riskin ez az seviyede olduğu portföy fonlarından oluşturulan bir yatırım sepeti seçiliyorsa bu durumda yatırımcının tasarruflarının daha doğru ve getirisi yüksek fonlarda kullanması mümkündür.

Yatırım fonuna yatırım yapmak isteyen tasarruf sahiplerinin düşünmesi gereken bir diğer konu ise; yatırım fonu portföyünü yöneten kişilerin bazen, bu paylardan pay almaları bazen de aldıkları temsilcilik ücretlerinin fazla olması nedeniyle katlanacak olabilecek maliyettir. Bu konu da fonların yönetim yapılarını yönetmek üzere seçilen kişi ve gruplar profesyoneller arasından seçilmekte ve ek bir maliyet getirmektedir; ayrıca aracı kurumların da temsilcilik faaliyetlerinde bulunması sonucu oluşan bir ek maliyet daha vardır ki bu da fonlara yatırım yapmayı düşünen kişilerin bilmesi gereken diğer bir konudur. Aracı kurumlar da bir çok fon portföy biriminde faaliyet göstermekte olup bu birimlerin gider tutarları da bazen yatırımcı açısından ek maliyete yol açabilmektedir.

Dünya'daki yatırım fonları portföy büyüklüğü incelendiğinde ve Türkiye'de yatırım fonları portföy büyüklüğü incelendiğinde ülkemizdeki yatırım fonları portföy payının Dünya'daki portföy pastası içinde çok küçük bir dilim aldığını görülmektedir. 2005 yılı itibari ile Dünya'daki yatırım fonları portföy değeri 14 trilyon dolar iken ülkemizdeki bu değer 20 milyar dolar civarındadır (Özütürk, 2005:15). Yani, Dünya'daki toplam payın yaklaşık %01 ini oluşturmaktadır Ayrıca ülkemizdeki B tipi (tolam portföy değerlerinin %25'inden daha az bir kısmı Türkiye'de bulunan yatırım fonlarından oluşan fon tipi) yatırım fonları içinde likit yatırım fonlarının değerinin çok yüksek olduğu ve bu fon tipinin istenildiği an nakde çevrilebilme özelliğinin bulunması nedeniyle, daha uzun vadeli ve güven ortamı yaratacak fonlar yerine, bu fonların tercih edilmesinin ülke ekonomisinde sıcak para dolaşımı arttırdığı ve piyasadaki güven ortamı üzerinde olumsuz bir etkisi olduğu anlaşılmaktadır.

Hızla globalleşen dünyada artık ülkeler kendi ayakları üzerinde durabilmek için bir çok alanda ve çok geniş kapsamda yatırımlar ve kaynaklara ihtiyaç duymaktadır. İşte gelişmiş ülkeler bu ihtiyaçlarını çok ve çeşitli finansal kurumları kullanarak sağlarken gelişmekte olan ülkelerin bu yönde ciddi sıkıntıları vardır. Ülkeler büyümek ve gelişmek istiyorlarsa öncelikle üretimlerini artırmak zorundadır bunun içinde yatırımlar artmalı ve tasarruflar yatırımlara dönüştürülmeye teşvik edilmelidir. Az gelişmiş olan ülkelerin finansal ve ekonomik verileri tam bir istikrara kavuşmadığı için bu ülkelerde yatırım ve tasarruf dengeleri oturmamıştır. Gelişmiş piyasalarda yatırım fonları fiyatları diğer ekonomik verilere göre daha hareketlidir. Ancak, Finansal sistemin bütününe zarar verebileceği gerekçesiyle yüksek oranlı bir oynaklık olumsuz bir özellik olarak değerlendirilmektedir. Bunun ötesinde, yatırım fonları piyasasında oynaklık, risk almak istemeyen tasarruf sahipleri ve yatırımcıların cesaretini kırdığı gibi, şirketlerin sermaye maliyetini de yükseltmektedir. Bu nedenle az gelişmiş Ülkeler de bu konu daha da önem kazanmaktadır. Aynı ekonomik sistem içinde yer alan yatırım fonları ve fon portföy yapısı da bu gelişmelerden etkilenmektedir. Yani az gelişmiş ülkelerin güven vermeyen ve gelecek adına tasarrufları tatmin etmeyen finansal yapısı tasarrufların bu tasarruflarını bu ülkelerdeki fonlarda değil de başka ülkelerdeki fonlarda değişik portföylerde değerlendirmeleri sonucunu doğurmuştur ki zaten az ve kısıtlı olan

tasarruflar başka ve farklı alanlarda faaliyet gösteren farklı ülkelere ve kaynaklara yönlendirilmiştir.

İngiltere yatırım fonları sektörünün Avrupa'daki en önemli uygulayıcı ülkelerinden biridir ve İngiltere'de yatırım fonu fikri 1860'lı yıllarda oluşmuştur. Bizim ülkemizde ise yatırım fonu sektörünün kurulması ve gerçek anlamda faaliyete geçmesi 1982' SPK'nın ve 1986'da İMKB'nin kurulmasıyla olmuştur. Yatırım fonlarının AB'deki yatırım fonları sektörüyle karşılaştırılması sonucunda yatırım fonlarının aslında bizim gibi gelişmekte olan ülkelerde portföy büyüklüğünü tam yakalayamamış bir kurum olduğu sonucuna varılmaktadır. Bunun en büyük sebeplerinden biride yatırım fonları endüstrisindeki yetersizliklerin oluşturduğu gecikmeden dolayıdır. Zira Türkiye'de ilk yatırım fonu ancak 1987 yılında kurulabilmiştir.

Türkiye ile AB yatırım fonları arasında bir takım farklılıklar mevcuttur. AB direktifi ile ülkemiz uygulamaları arasındaki farklardan ilki; fonların kuruluş şekli ile ilgilidir. AB düzenlemelerinde fonlar hem sözleşmeye dayalı olarak hem de tüzel kişiliği haiz şirketler olarak örgütlenirken, ülkemizde yatırım fonlarının tüzel kişiliği olmayan kuruluşlar olarak sadece sözleşme esasına göre kurulabilmektedir. Burada dikkat edilmesi gereken husus Avrupa Birliği'ndeki tüzel kişilik kavramının ülkemizde olmamasıdır. Zira birçok yatırım yapmayı düşünen kişi vardır ki bunlar tüzel kişi olarak piyasaya girmek ve faaliyetlerini bu şekilde yürütmek istemektedirler. İkinci farklılık, fonun yönetim yapısından kaynaklanmaktadır. Avrupa'da uzmanlaşmanın da getirdiği bilgi birikimi ve yönetim anlayışına bağlı olarak fon portföy yönetici kurumları sadece fon yönetimi konusuyla ilgilenmekte ve başka bir alanla uğraşmamaktadırlar. Ama bizim ülkemizde yöneticilerin fon portföyünü yönetmenin dışında bireysel ve kurumsal diğer portföyleri de yönetmeleri mümkün kılınmıştır. Avrupa'da bu konunun incelenmesi sırasında oluşturulacak ekip; profesyonel, fon kaynaklarını ve fonun özelliklerini iyi bilen ve yeterince inceleyen profesyonellerden kurulu bir ekiptir; oysa ki ülkemizdeki yönetim anlayışında yeterli düzeyde uzmanlaşma olmadığı gibi yöneticiler bir alanda (fon) faaliyette bulunmaktan çok kurumsal ve bireysel portföy alanlarına da kaymışlar, bundan dolayı da günümüz de hala yönetim yapısı istenilen seviyeye ulaşmamıştır. Üçüncü farklılık ise, Avrupa'daki saklama kuruluşlarının üstlendiği görevle Türkiye'deki saklama kuruluşunun üstlendiği görevin farklı olmasından kaynaklanmaktadır. Zira Avrupa'daki saklama kuruluşu fonların kurulmasını sağlayıp fonun maddi yönetimi ve fon işlemlerinin kurallara uygunluğunu denetlerken Türkiye'deki saklama kuruluşu bu görevlerden ilk ikisini gerçekleştirmektedir. Türkiye'deki fonların kuruluş ve işleyişini sağlayan kurul yöneticileri tek fonun incelenmesinden değil de, bazı kurum ve bireysel portföylerin değerlendirilmesinden de sorumlu oldukları için gereken inceleme ve denetlemeyi bu fon yönetimi üzerinde yeterince sağlayamamaktadırlar. .

Ülkemizdeki yatırım fonları sektörünün daha iyi anlaşılabilmesi daha çok yatırımcıya ulaşması diğer Avrupa ülkeleri ile aynı seviyeye gelmesi, sağlam ve istikrarlı bir yapıya kavuşması için yapılması gerekenler şunlar olabilir;

- Tam oturmuş bir ekonomik sistem ve güven ortamının oluşturulması yatırım fonları sektörüne olan ilgiyi arttırabilir,

• Yatırım fonlarının hem ülkeye hem de yatırımcısına bir takım getirileri vardır. Aynı zamanda yatırım fonları bir takım riskleri de içermektedir. Tasarruf sahiplerinin yatırım fonlarının faydaları ve riskleri konusunda bilgilendirilmeleri o tasarrufun hangi kaynağa ne şekilde gideceği konusunda yol gösterici olabilir ve böylece doğru tasarruflar doğru yatırımlarda değerlendirilebilir,

• Bizim gibi az gelişmiş ülkelerin finansal ve ekonomik verileri tam bir istikrara kavuşmadığı için bu ülkelerde yatırım ve tasarruf dengeleri oturmamıştır. Aslında iyi işleyen bir piyasa mekanizması içinde faaliyet gösterecek bir finansal sistem ve güvenilir ekonomiye geçişte, tasarruflara sağlanan imkan ve yaratılan güven ortamı bu kaynakların gelişmekte olan ülkelerin piyasalarında kalmalarını ve dolayısıyla yatırım ve tasarrufların artırılmasını sağlayabilir. Artan tasarruf ve yatırımlar sonucu birçok sektörde olabileceği gibi yatırım fonları ve fon portföy birimlerinde de bir hareketlilik gözlenecektir.

• Yatırım fonlarına yatırım yaparken bir takım hususlara dikkat edilmelidir. Bir yatırımcı, yatırım yaparken; risk faktörünü göz önünde bulundurmalı ve portföy sepetinde mutlaka yatırım çeşitlendirmesine gitmelidir.

• Avrupa'daki yatırım fonlarının temeli İngiliz yatırım fonlarına dayanmaktadır. 1860'lı yıllardan itibaren başlayan bu süreç günümüzde Avrupa ülkelerinde gelişmenin ana sebebidir. Yani bu ülkelerde yatırım fonları sektörü o yıllardan itibaren değer kazanmış ve günümüzde önemli bir portföy büyüklüğüne ulaşmıştır. Türkiye'de ise bu süreç ancak, 1980' yıllarda başlamış ve gelişimini hala tamamlayamamıştır. Günümüzde yatırım fonlarına olan talebin artırılması ve bu sektörün önemini anlaşılması için gerekli ve yeterli mevzuat ve tanıtım çalışmaları yapılmalı ve bu sektörün önündeki engeller aşılanmalıdır. Eğer, yatırım fonu sektörü büyürse, tasarruflar yatırıma dönüşecek ve ekonomiye çeşitli alanlarda sektörel bazda girdi sağlanacak bu da Türkiye ekonomisinin büyümesinde önemli bir rol oynayacaktır.

• Dünya'daki yatırım fonu portföy büyüklüğü ile ülkemiz portföy büyüklüğü karşılaştırıldığında Türkiye'nin bu tabloda çok aşağılarda yer aldığı görülmektedir. Ülkemizdeki yatırım fonları piyasasındaki yetersizliğin giderilebilmesi için alınması gereken önlemler şunlar olabilir;

- Gerekli desteklerin sağlanması sonucu fon piyasasına hareketlilik kazandırmak,

- Fon tiplerini ve türlerini artırarak yatırımcıları bu yönde daha da bilgilendirmek,

- Fon portföy yapısını tasarrufçu açısından daha anlaşılır hale getirmek,

- Yatırım fonu tanıtım çalışmalarına daha fazla destek vermek.

* Yatırım fonları içinde en çok tercih edilen yatırım fonu türü olan, para piyasası yatırım fonlarının kısa vadeli ve esnek oluşu nedeniyle, devlet tarafından çıkarılan devlet tahvili ve hazine bonusu gibi yatırım araçlarına kaydırılarak, bir anlamda devlete iç borç ödeme kaynağı olma özelliği vardır. Yatırım fonları içindeki devlet iç borçlanma senetlerinin etkinliğinin azaltılması ve bu sistemin uygulanabilirliğinin sağlanması için şu yollara başvurulabilir;

- Devletin fon portföy yapısı içindeki ağırlığının azaltılması sağlanabilir,
- Özel sektöre ve özel kesim kağıtlarını almak ve satmak isteyen araçlara gerekli destek sağlanabilir, bu yönde ki girişimler artırılarak devam ettirilmelidir,

Bu önlemlerin alınmasıyla birlikte, yatırım fonları içindeki devlet iç borçlanma senetlerinin azalması sonucunda biriken tasarruflar, devletin elinde kalacak borç ödemesine gitmeyecek parayı ya kendisi işleterek ya da özel kuruluşlar yoluyla işleterek daha çok ve hareketli para akışı sağlayarak hem kendi ekonomisini rahatlatacak hem tasarruf sahibi yatırımcıyı memnun edecek hem de bu sektöre olan güven ve talep artışını sağlayacaktır. Bu durumda tasarruflular paranın kullanılmasından doğan haklarının hangi kalemlerden ve nasıl geldiğini bilecek ve yatırım düşüncesi oluşurken bu kalemlerde oluşan fon portföy yapısını inceleme ve sürekli takip etme şansını yakalayacaktır.

- Avrupa birliği ile ülkemiz uygulamaları açısından yatırım fonlarında sektöründe üç ana farklılık göze çarpmaktadır. Bunlardan ilki; AB düzenlemelerinde fonlar hem sözleşmeye dayalı olarak hem de tüzel kişiliği haiz şirketler olarak örgütlenirken, ülkemizde yatırım fonlarının tüzel kişiliği olmayan kuruluşlar olarak sadece sözleşme esasına göre kurulabilmektedir. Burada AB ile Türkiye arasındaki bu farklılığı giderebilmek için yapılması gerekenler şunlar olabilir;

- Tüzel kişilik kavramının oluşturulması ve bunun Avrupa Birliği'ne entegrasyonunun sağlanması,

- Tüzel kişilikten kasıt bu işi yapan üçüncü kişiler olduğuna göre üçüncü kişilerinde yatırım fonlarının örgütlenmesinde söz sahibi olması sağlanmalıdır,

- Tüzel kişilik kavramı bir anlamda potansiyel yatırımcı anlamına geldiğinden bu yolla piyasaya yerli ve yabancı yatırımcı girişinin sağlanması,

- AB ile aramızdaki ikinci farklılık fonun yönetimi ile ilgilidir. AB'deki profesyonel yöneticiler sadece yönetim işlerine baktıklarından başka yöneticilik işleri yapmadıklarından yada bireysel portföy işlemleriyle uğraşmadıklarından sadece, kendi uzmanlığındaki portföy değerini nasıl ve ne şekilde daha fazla kazandıracak bir hale getirebileceği konusunda yoğunlaşmakta ve buna binaen hem kendi alanında başarılı olmakta hem de yatırımcısına kazandırmaktadır. Bizim ülkemizde yöneticiler hem bireysel hem de tasarruf sahiplerinin fon portföyünü yönetebilmektedirler. Durum böyle olunca uzmanlık azalmakta bireysel fon yönetimi yönetici için ön plana çıkabilmektedir.

Bu eksikliğin giderilmesi için önerilen şeyler ise;

- Yatırım fonlarını yönetmenin ciddi ve uzmanlaşma gerektiren bir iş olduğunun ilgili kişilerce kabul edilmesi gerektiği, ve bu konuda yeterli eğitimi almış olmalarının sağlanması,

- Bu fonu kullanabilecek uzman kişileri seçerek sadece ve sadece bu alanda faaliyete bulunmalarına izin vermek ve bu yönde eğitim ve gelişim programları yapmalarını sağlamak,
- Yatırım fonları portföy yapılarının şeffaflığını inceleyecek uzman bir ekip kurulması
- AB ile ülkemiz arasındaki diğer bir farklılık Avrupa'daki saklama kuruluşu fonların kurulmasını sağlayıp fonun maddi yönetimi ve fon işlemlerinin kurallara uygunluğunu denetlerken Türkiye'deki saklama kuruluşu bu görevlerden ilk ikisini gerçekleştirmektedir. Yani bizim ülkemizde fon kurulmakta Takasbank'ta saklanmakta fakat fon işlemlerinin kurallara uygun olup olmadığı denetlenmemektedir. SPK ve Kanunların ilgili maddeleri uyarınca bu kurallara uygunluk takip edilmektedir. Ancak yasal boşluklar ve sistemin tam işlememesi bu denetlemenin yetersiz olduğunu göstermektedir. Burada asıl önemli olan ve yatırım fonlarının cazibesini artıracak olan faaliyet, fon işlemlerinin kurallara uygun ve yatırımcıyı teşvik edecek şekilde onlara anlatılmasıyla olacaktır. Bu yüzden Türkiye'de de artık saklama kuruluşu bu görevi üstlenmeli ve gerekirse fon yönetim birimlerinin bu konuda gerekli desteğinin sağlanması konusunda çalışmalar yaparak kamuyu aydınlatmalıdır
- Tasarruf sahipleri yatırım kararı almadan önce, bu konuda bilgi sahibi profesyonellerden ya da aracı kurumlardan yardım alabilirler ya da yatırımlarını bizzat kendileri yapabilirler. Eğer ilk yolu seçerlerse belli bir temsil ücreti ödemek zorunda kalacaklardır bazen, yatırımı büyük olmayan ve kısa süreli yatırım yapmayı düşünen bir yatırımcıya bu temsil ücreti fazla da gelebilmektedir. Yatırım fonlarına yatırım yapmayı düşünen tasarruf sahibi eğer fon danışmanlığından dolayı oluşacak maliyetten kurtulmak isterse şu tedbirleri alabilir;
- Tasarruf sahibi, kendi yatırımını kendisi yapabilir, böylece yönetici ve aracı kuruluşlardan oluşacak maliyetten kurtulabilecektir,
- Tasarruf sahibi her sektörde olduğu gibi bu sektörde de aracılık faaliyeti sonucu daha az maliyet oluşturan kalemlere yönelerek ek maliyetlerini azaltacaktır,
- Yatırım fonları sektöründe küçük yatırımcı fazla hareketliliği ve riski sevmez bundan gelişmemiş ülke ekonomileri de rahatsız olur. Bu ülkelerin gelir seviyeleri daha düşüktür ve yatırımcılar daha güvenilir kaynaklara yönelmek isterler bu yüzden yatırım fonları fiyatlarındaki oynaklık bu ülkelerde daha az olmalı ve tasarruf sahibine bu güven verilmelidir.

KAYNAKLAR

- AFŞAR, M., 2004, 'Finansal Küreselleşme ve Türk Bankacılık Krizleri Üzerine Etkisi', Anadolu Üniversitesi, İ.İ.B.F Dergisi, Cilt:24 (183), ss 4-56.
- AKÇALI, N., 2002, 'Türk Sermaye Piyasasının Avrupa Birliği Sermaye Piyasaları ile Uyumlaştırılması', Yüksek Lisans Tezi, Niğde Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Niğde, 179 s.
- AKGÜN, A., 1993, 'Yatırım Fonlarının Performans Değerlendirmesi' Türkiye Üzerine Bir Çalışma, Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, ss. 3- 4 *
- ALPTEMOÇİN, A.K., 1998, İşletme, Muhasebe Bülteni, Sayı:23, Şubat , ss 21-26.
- AKGÜÇ, Ö.,1994, Finansal Yönetim, Avcıol Basım -Yayın, 6.baskı, İstanbul, 944 s.
- AKYILDIZ, B.,2003, 'Yatırım Fonlarının Türk Hukuku Açısından Değerlendirilmesi', Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, ss. 123*
- AYPEK, N., 1998, Sermaye Piyasası Aracı Olarak Risk Sermayesi Ve Türk Sermaye Piyasasında Uygulanabilirliği, Tübitak matbaası, Ankara, 147 s.
- BAYRAKTAR, S.K.,1994, Türkiye'de Sermaye Piyasası Araçlarının Vergilendirilmesi, İ.M.K.B Araştırma Yayınları, İstanbul, 56 s.
- BULUT, H.İ., 2000. 'Sermaye Piyasalarında Finansal Aracılar Olarak Risk Sermayesi Şirketlerinin Rolü', İ.M.K.B Dergisi, Cilt: 4 (15), ss 27-33.
- CANBAŞ, S., DOĞUKANLI, H., 1995, Finansal Pazarlar, Finansal Kurumlar ve Sermaye Pazarı Analizleri, Avcıol Basım Yayın, Ankara, 381 s.
- CEYLAN, A., 1998, İşletmelerde Finansal Yönetim, Ekin Yayıncılık, Bursa, 590 s.
- CEYLAN, H., 2003, 'Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yatırımcıların Etkinliği', Yüksek Lisans Tezi, Kadir Has Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 113 s.
- COŞKUN, M., 2005, Sermaye Piyasaları, Birlik Ofset Yayıncılık, Eskişehir, 488 s.
- CÖMERT, E.A., 1998, 'Türkiye'de Yatırım Fonları ve Türk Ekonomisi İçerisindeki Yeri ve Önemi', Yüksek Lisans Tezi, Hacettepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 109 s.
- ERTAŞ, V., 1997, Yatırım Fonları ve Türkiye Uygulaması, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No:3, Ankara, 78 s.

- FETTAHOĞLU, A., 1998, Finansal Piyasalarda Yenilikler ve 1980 Sonrası Türkiye, Banka ve Ticaret Araştırma Enstitüsü, Ankara, 107 s.
- GÜRSOY, K.T., 1997, Yatırım Fonları, Sevinç Matbaası, Ankara, 272 s.
- ICI (Investment Company Institute), 1998, Mutual Funds Fact Book, 38 th Edition, 248 s.
- İ.M.K.B (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası), 1997, Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, No:1, Ankara, ss 21.
- İ.M.K.B (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası), 2003, Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu,18. Basım, İstanbul, 574 s.
- KARACABEY, A.A., 1998, A Tipi Yatırım Fonları Performanslarının Analizi ve Değerlendirilmesi, Mülkiyeliler Yayınları, Ankara, 225 s.
- KANDIR,S.K.,2001,‘Türkiye’de Yatırım Fonları Performanslarının Değerlendirilmesi’, Yüksek Lisans Tezi, Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Fakültesi, Adana, 126 s.
- KAYAR, İ., 2002, Sermaye Piyasası Mevzuatı ve Etik Kurallar, İfa yayınları, İstanbul, 470 s.
- KILIÇ, S., 2002, Türkiye’deki Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi, Mart Matbaacılık, Ankara, 146 s.
- KIRMAN, A., 1999, Yatırım Fonları, Katılma Belgeleri ve Vergilendirme Esasları, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, İstanbul, 66 s.
- KIYMAZ, H., 1997, ‘Yatırım Fonlarının Performans Değerlendirmesi’ İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, Cilt:17 (138), ss 21-36.
- KIRGIZ, B., 1999, ‘Yatırım Fon ve Ortaklıklarında Muhasebe İşlemleri ve Vergilendirilmeleri’, Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, ss. 35*
- KORKMAZ, A., 1994, ‘Menkul Kıymet Yatırım Fonları ve Muhasebe Düzeni’, Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, ss. 122- 134 *
- KULA, F., 2003, ‘Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği’ Cumhuriyet Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt:4 (2), ss 141-147.
- KÜÇÜK, S., 2006, ‘Değerleme ve Dönem Sonu İşlemleri’, Yaklaşım Dergisi, Cilt:14 (157), ss 46-53.
- KÜÇÜK, S., 2006, ‘2005 Yılı Kurum Kazançlarının Vergilendirilmesi ve Beyanname Düzenlemesi’, Yaklaşım Dergisi, Cilt:14 (160), ss 90-95.
- LAVİNE, A., 1996, 50 Way to Mutual Fund Profits, Irwin, Professional Publishing, Chicago, 219 s.

- LAVİNE, A., 1994, Getting Started in Mutual Funds, John Wiley & Sons, Inc., New York, 177 s.
- ÖZEN, E., 1997, 'Banka Yatırım Fonları Muhasebesi ve Yatırım Fonları Raporlarının Bilgi Kullanıcılar Açısından Önemi', Yüksek Lisans Tezi, Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir, ss. 66-67 *
- ÖZTÜRK, S., 2003, '1980 Sonrası Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Piyasaların Gelişimi' Maltepe Üniversitesi, İ.İ.B.F, Cilt:3 (5), ss 15-27.
- ÖZÜTÜRK, B., 2005, 'Türk Yatırım Fonu Sektörünün Rekabet Yapısı', SPK Araştırma Raporu, ss 30-38.
- PARASIZ, İ., 2000, Para Banka ve Finansal Piyasalar, Ezgi Kitapevi Yayınları, Bursa, ss. 80*
- POLAT, A., 1996, 'Türkiye'de Sermaye Piyasası', Panel, İMKB yayınları, İstanbul, ss 6-16.
- PWC (Price Waterhouse Coopers), 2001, İstanbul, Turkey, 50 s.
- SPK (Sermaye Piyasası Kurulu), 1997, Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, İstanbul, 480 s.
- STİGLİTZ, J.E., 1998, 'Enerji Yatırımları' , İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, Cilt13 (152), ss 66-69.
- SÜNGÜ, S., 1997, 'Genele Olarak Yatırım Fonları ve Türkiye'deki Uygulama', SPK Araştırma Raporu, ss 1-12.
- ŞAKAR, S.Ü., 1997, 'Araçları, Kurumları ve İşleyişi ile Sermaye Piyasası', Anadolu Üniversitesi, İ.İ.B.F Dergisi, Cilt:17 (109), ss 3-10.
- ŞENGÜL, S., 1995, 'Sermaye Piyasasının Gelişimi ve Değişimi', İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, Cilt:10 (13), ss 20-25.
- TEKBAŞ, M.Ş., 1989, 'Döviz Endeksli Menkul Kıymet İhracı', İşletme ve Finans Dergisi, Cilt:4 (33), ss 14-22.
- TELATAR, F.E .,1998, 'Türkiye'de Enflasyon ve Reel Hisse Senedi Getirisi Arasındaki İlişkiler' , İktisat, İşletme ve Finans; Mali ve Ekonomik Sorunlara Yönelik Aylık Yayın, Cilt:13 (149), ss 37-46.
- TEKİN, C., 2006, 'Dar Mükellef Kurumlarca 2205 Yılında Elde Edilen Menkul Kıymet Gelirlerinin Vergilendirilmesi', Yaklaşım Dergisi, Cilt:14 (160) , ss 96-104.
- TEVFİK, G., 1995, Dünya'da ve Türkiye'de Yatırım Fonları Teori ve Uygulama, Tisamat Basım, Ankara, 142 s.
- TEZCAN, B., 1999, 'Yatırım Fonları ve Türkiye Uygulaması', Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, ss. 28-29*

TEZCANLI, A., 1997, 'Türkiye'de Liberalizasyon Hareketlerinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi' İ.M.K.B Dergisi, Cilt:1 (4), ss 1-3.

TUNCEL, K; ERTAŞ, V; TEKER, B,1997, Yatırım Fonları Türkiye Uygulaması, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No.103, Ankara, 72 s.

TÜRKO, M., 1992, 'Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları ve Yatırım Fonlarının Sermaye Piyasasının Gelişimine Katkıları', Doktora Tezi, Atatürk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Erzurum, 142 s.

TÜRKO, R.M., 2002 , Finansal Yönetim, Alfa Yayıncılık, 2.Baskı, İstanbul, 857 s.

UÇAR, A., Borsa Market; Haftalık Yatırım Dergisi, Yıl:2004, Sayı:257, ss 21.

UPTON, R.C., 1995, Mutual Funds Explained, Irwin Professional Publishing, Burrige, illinois, New York 284 s.

UZAY, Ş., 1994, 'Türkiye'de Yatırım Fonları ve Denetimi' Erciyes Üniversitesi, İ.İ.B.F Dergisi, Sayı:11, ss 266-287.

ÜNSAL,H., 2003, 'Türkiye'de Finansal Serbestleşme Sürecinde İç Borçlanma Ve Sermaye Piyasası Üzerine Etkileri' Gazi Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt:5 (3), ss 191-205.

YÜKÇÜ, S., 1999, Finansal Yönetim, Vizyon Yayınları, İzmir, 1198 s.

<http://www.acar.com.tr/root/bilgi.asp> (14 Temmuz 2005)

http://www.akportfoy.com.tr/fon_okulu (10 Temmuz 2005)

<http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/BaskentSunus2003.pdf> (17 Temmuz 2005)

<http://www.deltamenkul.com.tr/fon1.htm> (23 Mayıs 2005)

<http://www.imkb.gov.tr/veri.htm#bultenler> (7 Mayıs 2006)

http://www.kocportfoy.com.tr/investment_funds/about.asp#4 (22 Ağustos 2005)

<http://www.mof.go.jp/english/zei/report/zc001f08.htm> (7 Mayıs 2006)

http://www.spk.gov.tr/kobi/kobi_brosuru.html (7 Temmuz 2005)

http://www.spk.gov.tr/HaberDuyuru/basinaciklamalari/kar_ve_zarar_ortakligi_tebliğ_yenilen_mesi.htm (17.07.2005)

<http://www.takasbank.com.tr/tr/Hizm/fs0402.htm> (6 Ağustos 2005)

<http://www.tbb.org.tr/turkce/ab/Toplantisi.doc> html (21 Mayıs2005)

http://www.tbb.org.tr/turkce/duyurular/iktisat_kongresi.pdf (18 Ağustos 2005)

http://www.tspakb.org.tr/docs/egitim_notlari/menkul_diger_arac_ileri.pdf (8 Mayıs 2006)

<http://www.uyap.adalet.gov.tr/mevzuat/data/yonetmelik/20133.html> (26 Haziran 2005)

<http://www.ziraatbank.com.tr/bireysel/yatirimfonlari.pdf> (21 Temmuz 2005)